

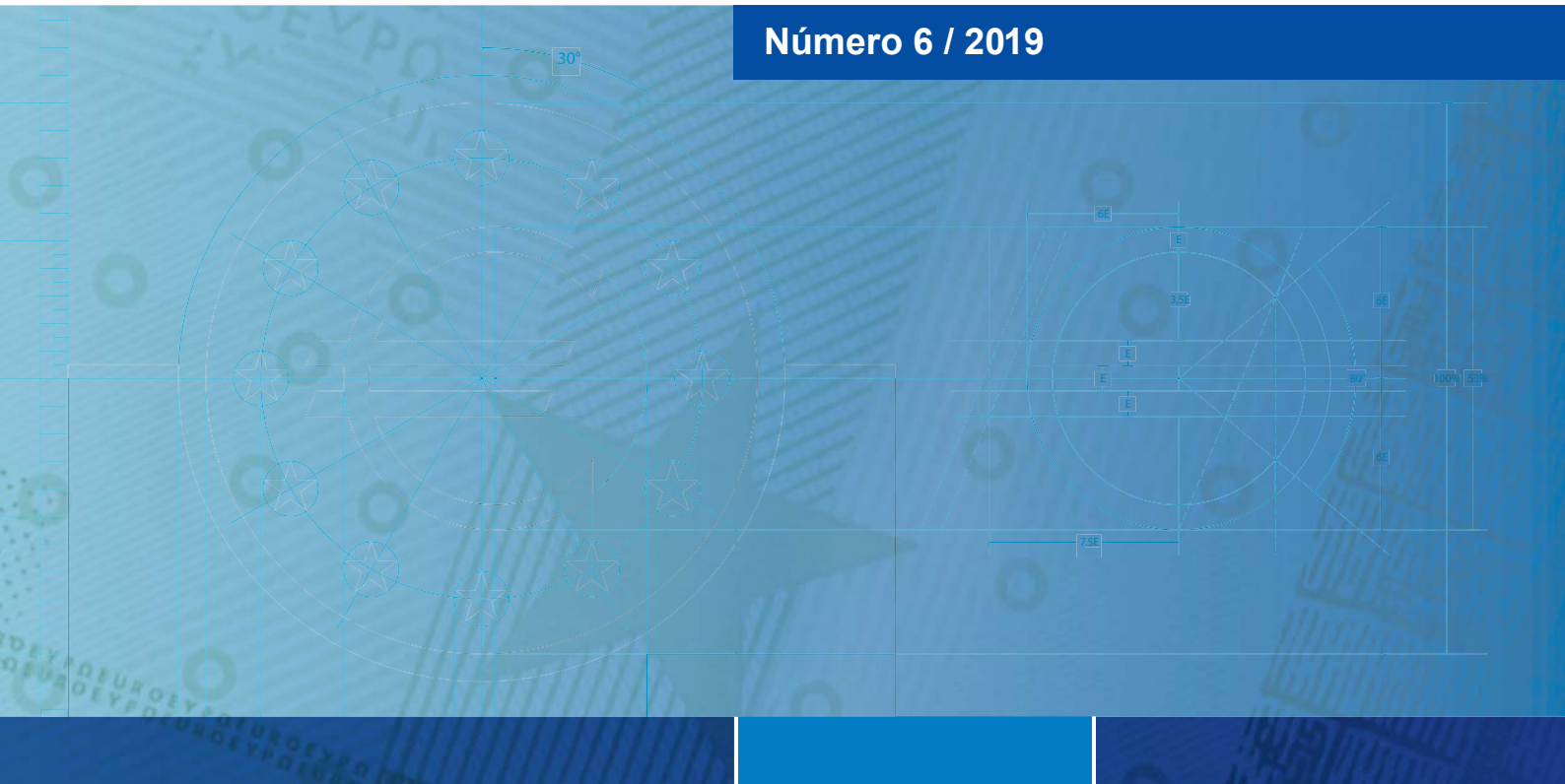


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 6 / 2019



Índice

Índice	1
Evolución económica y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	6
2 Evolución financiera	16
3 Actividad económica	22
4 Precios y costes	27
5 Dinero y crédito	33
6 Evolución de las finanzas públicas	41
Recuadros	44
1 El paquete de medidas de política monetaria de septiembre	44
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 17 de abril y el 30 de julio de 2019	49
3 El papel de los factores internos y externos en la caída de la producción industrial de la zona del euro	55
4 Comparación de la expansión actual del empleo en la zona del euro con patrones históricos	59
5 La volatilidad de la renta de los hogares a lo largo del ciclo económico	64
6 La influencia de los beneficios en las presiones inflacionistas internas en la zona del euro	71
Artículos	75
1 Los datos de las operaciones con derivados y su uso en los análisis de los bancos centrales	75
2 La taxonomía de los instrumentos del BCE para la supervisión bancaria	78
Estadísticas	S1

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

Sobre la base de un análisis detallado de las perspectivas económicas y de inflación para la zona del euro, teniendo asimismo en cuenta las últimas proyecciones macroeconómicas, el Consejo de Gobierno adoptó varias decisiones en su reunión de política monetaria del 12 de septiembre para cumplir su objetivo de estabilidad de precios. La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno indica una debilidad más prolongada de la economía de la zona del euro, la persistencia de riesgos a la baja pronunciados y presiones inflacionistas moderadas. Ello se refleja en las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre, que recogen una nueva revisión a la baja de las perspectivas de inflación. Al mismo tiempo, el fuerte crecimiento del empleo y la subida de los salarios siguen apoyando la resiliencia de la economía de la zona del euro. Con este trasfondo, el Consejo de Gobierno anunció un amplio paquete de medidas de política monetaria en respuesta a que la inflación continúa por debajo de su objetivo (véase recuadro 1).

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 12 de septiembre de 2019

El crecimiento mundial se moderó en la primera mitad de 2019, lo que reflejó la desaceleración de la actividad económica tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Esta evolución es acorde con los indicadores de opinión, que apuntan a una ralentización de la actividad a escala global. Las proyecciones indican que el crecimiento global disminuirá este año, en un entorno de atonía de la actividad manufacturera —debido a la caída de la inversión mundial y a la creciente incertidumbre política y sobre las políticas económicas como consecuencia del Brexit— y de recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. De cara al futuro, según las proyecciones, el crecimiento mundial se recuperará gradualmente a medio plazo, pero permanecerá por debajo de su media de largo plazo. Se espera que el comercio global se desacelere de forma más acusada este año, pero que se recupere a medio plazo, aunque seguirá siendo más débil que la actividad económica. Se prevé que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas, mientras que los riesgos a la baja para la actividad económica mundial han aumentado.

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo globales han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio de 2019, en un entorno de expectativas de los mercados de una orientación más acomodaticia de la política monetaria y de resurgimiento de la incertidumbre global en torno al comercio. El descenso de los tipos de interés libres de riesgo ha sostenido los precios de las acciones y de la renta fija privada de la zona del euro. Entretanto, las expectativas de beneficios empresariales se han reducido ligeramente en respuesta a la persistencia de

dudas acerca de las perspectivas macroeconómicas mundiales. La curva de tipos *forward* del eonia también se desplazó a la baja. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo sin cambios en términos generales.

El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2019, tras registrar un incremento del 0,4 % en el trimestre anterior. Los últimos datos económicos y los resultados

de las encuestas más recientes siguen apuntando a un crecimiento moderado, pero positivo, en el tercer trimestre del año. Esta desaceleración refleja, principalmente, la actual debilidad del comercio internacional en un entorno de incertidumbre prolongada a escala mundial, que está afectando, en particular, al sector manufacturero de la zona del euro. Al mismo tiempo, los servicios y la construcción mantienen su resiliencia, y la expansión de la zona del euro también está respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por mejoras adicionales del empleo y por subidas salariales, así como por la orientación moderadamente expansiva de las políticas fiscales en la zona del euro y por el crecimiento continuado, aunque algo menor, 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 septiembre de 2019. Estas proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB

real del 1,1 % en 2019, el 1,2 % en 2020 y el 1,4 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja para 2019 y 2020. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja. Estos riesgos reflejan, principalmente, la prolongada presencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la creciente amenaza del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1 % en agosto de 2019, sin variación con respecto a julio. La menor tasa de variación de los precios de la energía se vio

compensada por un avance del componente de alimentos, mientras que la tasa de inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, permaneció inalterada. Sobre la base de los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general se reduzca y vuelva a aumentar hacia finales del año. Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron, en general, en niveles moderados, y los de las expectativas de inflación se sitúan en niveles reducidos. Aunque las presiones sobre 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, su transmisión a la inflación está tardando más de lo previsto. A medio plazo, se espera un aumento de la inflación subyacente, respaldado por las medidas de política monetaria del BCE, por la expansión económica en curso y por el sólido 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 septiembre de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,2 % en 2019, el 1 % en 2020 y el 1,5 % en 2021. En comparación con las proyecciones

macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2019, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja para todo el horizonte de proyección, como reflejo del descenso de los precios de la energía y del entorno de crecimiento más débil. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1,1 % en 2019, el 1,2 % en 2020 y el 1,5 % en 2021.

El crecimiento interanual del agregado monetario amplio se incrementó considerablemente en julio de 2019, mientras que los préstamos al sector privado prácticamente no variaron.

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 5,2 % en julio de 2019, frente al 4,5 % registrado en junio. Las tasas de crecimiento sostenidas del agregado monetario amplio reflejan la creación continuada de crédito bancario para el sector privado y el bajo coste de oportunidad de mantener M3. Asimismo, el crecimiento de este agregado mantuvo su fortaleza frente a la menor contribución automática de las adquisiciones netas realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y al debilitamiento del dinamismo de la economía. Al mismo tiempo, las favorables condiciones de financiación y de concesión de crédito de los bancos continuaron respaldando los flujos de préstamos y, por ende, el crecimiento económico. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo sin variación en el 3,9 % en julio de 2019. Las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno, que incluyen unas condiciones más acomodaticias de la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), contribuirán a mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables y continuarán respaldando el acceso a la financiación, en particular de las pequeñas y medianas empresas.

Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea ligeramente expansiva y que, por tanto, respalde la actividad económica en cierta medida.

En los dos próximos años, la orientación seguirá siendo levemente expansiva, debido, principalmente, a nuevos recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales en la mayoría de los países más grandes de la zona del euro. En vista del debilitamiento de las perspectivas económicas y de la persistencia de pronunciados riesgos a la baja, los Gobiernos con margen de maniobra fiscal deben actuar de manera eficaz y oportuna. En los países con niveles elevados de deuda pública, los Gobiernos deben aplicar políticas prudentes que creen las condiciones para que los estabilizadores automáticos actúen libremente.

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, el tipo de interés de la facilidad de depósito se redujo en 10 puntos básicos, hasta el -0,50 %. Los tipos de interés aplicables a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito no se modificaron y se mantuvieron en sus niveles actuales, el 0 % y el 0,25 %, respectivamente. El Consejo de Gobierno espera ahora que los tipos de interés

oficiales del BCE continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación en un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.

- En segundo lugar, las compras netas en el marco del APP se reanudarán a un ritmo mensual de 20 mm de euros a partir del 1 de noviembre. El Consejo de Gobierno espera que el APP continúe durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos oficiales del BCE y que finalice poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.
- En tercer lugar, el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo se seguirá reinvertiendo íntegramente durante un período prolongado tras la fecha en la que el Consejo de Gobierno 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 cuarto lugar, el Consejo de Gobierno ha decidido modificar las modalidades de las TLTRO III para mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables, asegurar la transmisión fluida de la política monetaria y respaldar adicionalmente la orientación acomodaticia de la política monetaria. El tipo de interés de cada operación se fijará ahora en el tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación del Eurosistema a lo largo del período de vigencia de la operación correspondiente. Para las entidades en las que la variación neta de sus préstamos computables supere un valor de referencia, el tipo de interés aplicado a las TLTRO III será inferior y podrá ser tan bajo como el tipo de interés medio de la facilidad de depósito durante el período de vigencia de la operación. El plazo de vencimiento de estas operaciones se ampliará de dos a tres años.
- En quinto lugar, con el fin de apoyar la transmisión de la política monetaria a través de las entidades de crédito, el Consejo de Gobierno ha decidido introducir un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas, de acuerdo con el cual el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito no se aplicará a una parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades.

El Consejo de Gobierno adoptó estas decisiones en respuesta a que la inflación continúa por debajo de su objetivo. Con este amplio paquete de decisiones de política monetaria, el BCE ofrece un estímulo monetario sustancial para asegurar que las condiciones financieras sigan siendo muy favorables y respalden la expansión de la zona del euro, el actual aumento de las presiones inflacionistas internas y, con ello, la convergencia sostenida de la inflación hacia el objetivo a medio plazo del Consejo de Gobierno. Este reiteró la necesidad de mantener una orientación muy acomodaticia de la política monetaria durante un período prolongado. De cara al futuro, sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada para asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

1 Entorno exterior

El crecimiento mundial se moderó en la primera mitad de 2019, lo que reflejó la desaceleración de la actividad económica tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Esta evolución es acorde con los indicadores de opinión, que apuntan a una ralentización de la actividad a escala global. Aunque la actividad en los servicios se fue debilitando, siguió respaldando el crecimiento, mientras que el ritmo de avance de las manufacturas continúa siendo lento a nivel mundial. Las proyecciones indican que el crecimiento global disminuirá este año, en un entorno de atonía de la actividad manufacturera internacional —debido a la caída de la inversión mundial y a la creciente incertidumbre política y sobre las políticas económicas como consecuencia del Brexit— y de recrudescimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Aunque se espera que estos factores adversos afecten a la actividad y al comercio mundiales este año y el que viene, las medidas adoptadas recientemente proporcionarán cierto respaldo. Por tanto, según las proyecciones, el crecimiento mundial se estabilizará a medio plazo, si bien a un nivel inferior a la tasa media observada antes de la crisis. Se espera que el comercio global se desacelere de forma acusada este año, pero que se recupere a medio plazo, aunque seguirá siendo más débil que la actividad económica. Las presiones inflacionistas globales se mantendrán contenidas, mientras que los riesgos a la baja para la actividad económica mundial han aumentado.

Actividad económica y comercio mundiales

El crecimiento mundial se moderó en la primera mitad de 2019. En el primer trimestre, el crecimiento del PIB real resistió relativamente bien en la mayoría de las economías avanzadas, debido al efecto de factores transitorios en algunos países (como la contribución positiva de la demanda exterior neta y la acumulación de existencias en Estados Unidos, así como el acopio de existencias en el Reino Unido antes de la fecha original del Brexit). En el segundo trimestre, al desaparecer el impacto de estos factores, el crecimiento se moderó. En Estados Unidos, a medida que las importaciones se estabilizaron, la contribución negativa de la demanda exterior neta afectó al crecimiento, pese a las medidas de estímulo fiscal y a la fortaleza del consumo privado. En el Reino Unido, el crecimiento pasó a registrar tasas negativas en el segundo trimestre, como consecuencia, entre otros factores, de la desaceleración de la inversión. Aunque la actividad se mantuvo estable en China en la primera mitad del año, en un entorno de solidez del consumo privado, en otras economías emergentes se contrajo considerablemente en el primer trimestre, lo que reflejó diversos factores adversos de carácter idiosincrásico (la rotura de una presa en Brasil y la contaminación de un oleoducto en Rusia), pero también de naturaleza más persistente, como la elevada incertidumbre política interna (en México y en Brasil). El crecimiento se incrementó en el segundo trimestre a medida que algunos de estos factores adversos se disiparon, y la actividad económica siguió mejorando en otros países (por ejemplo, en Turquía, como resultado de la fortaleza del consumo privado y de la contribución positiva de la demanda exterior neta).

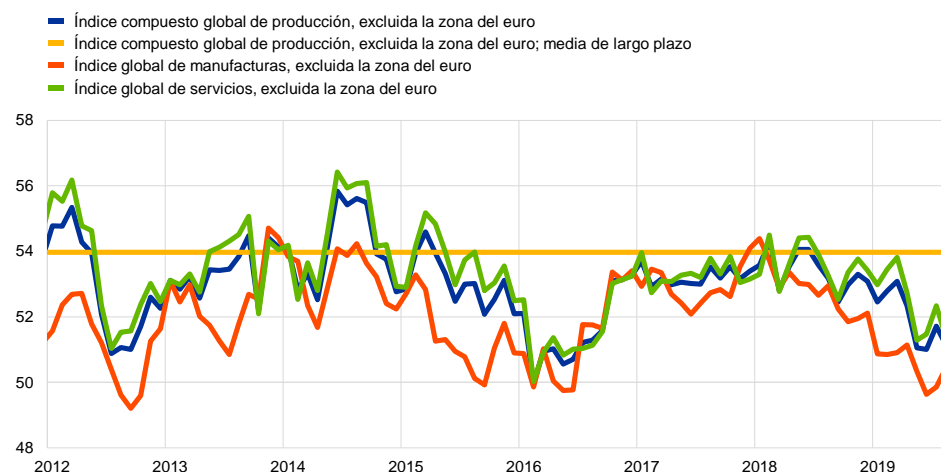
Los indicadores de opinión continúan señalando una moderación de la actividad mundial.

El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, volvió a desacelerarse en el segundo trimestre de 2019 y, tras repuntar ligeramente en julio, descendió de nuevo en agosto. La ralentización observada en la primera mitad del año fue generalizada en las economías avanzadas y en las emergentes, aunque, más recientemente, el PMI compuesto relativo a estas últimas ha experimentado una leve mejora. Aunque la actividad global en los servicios mostró, en general, mayor capacidad de resistencia en torno al cambio de año, también se debilitó en el segundo trimestre y siguió disminuyendo en agosto, pero se mantiene por encima del umbral de 50. La actividad manufacturera mundial sigue una tendencia descendente desde el año pasado. Después de caer en territorio «contractivo» en junio y en julio (es decir, por debajo del umbral de 50), se recuperó hasta situarse por encima del valor neutral en agosto (véase gráfico 1).

Gráfico 1

PMI compuesto global de producción

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

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

Las condiciones financieras globales han mostrado cierta volatilidad en los últimos meses.

Desde que se finalizaron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019, los precios de los activos de riesgo han mostrado cierta volatilidad, en un entorno de señales contradictorias. Por un lado, las esperanzas de que Estados Unidos y China alcanzaran un acuerdo comercial bilateral y las expectativas de adopción de una política monetaria más acomodaticia a ambos lados del Atlántico dieron lugar a un repunte de los precios de los activos en junio y en julio. Como los inversores anticipaban recortes de los tipos de interés, los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos y los de otra deuda pública segura descendieron de forma notablemente más acusada, y al mismo tiempo se observó una mejora significativa de las condiciones financieras en las economías emergentes. Por otro, el recrudecimiento del conflicto comercial entre Estados Unidos y China a principios de agosto y la indicación del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de que el recorte de los tipos de interés de julio no

señalaba el inicio de un ciclo de relajación monetaria redujeron el apetito de riesgo, lo que generó importantes pérdidas en los mercados de renta variable internacionales, al tiempo que los rendimientos de la deuda soberana de los países más importantes continuaron cayendo como consecuencia de la disminución de las primas por plazo. Pese al reciente episodio de huida del riesgo, las condiciones en los mercados financieros siguen siendo holgadas tanto en las economías emergentes como en las avanzadas.

Las proyecciones apuntan a que el crecimiento mundial se desacelerará este año. Diversos factores adversos siguen afectando a la economía mundial. Se prevé que la actividad manufacturera continúe siendo débil a escala mundial, principalmente como consecuencia del menor crecimiento de la inversión global y del consumo de bienes duraderos, que constituyen una parte importante de la producción de las manufacturas. Como la incertidumbre asociada al futuro de las relaciones comerciales internacionales está aumentando, es poco probable que el crecimiento de la inversión mundial recobre impulso. Un análisis reciente muestra que el deterioro de las condiciones de financiación, la creciente incertidumbre macroeconómica y las perturbaciones de demanda desfavorables afectaron negativamente al avance de la inversión mundial en la segunda mitad de 2018 y a principios de 2019¹. Ante la ralentización de la economía mundial, varias autoridades de todo el mundo han adoptado medidas acomodaticias para mitigar el impacto negativo de los factores económicos adversos. En China se espera que las medidas de estímulo fiscal aplicadas para frenar la desaceleración de la demanda interna surtan efecto, sobre todo, en el segundo semestre del año. En Estados Unidos, además del considerable estímulo fiscal procíclico y del reciente acuerdo sobre nuevos límites al gasto público, la Reserva Federal decidió recortar su tipo de interés de referencia con el fin de respaldar la expansión económica en curso. Además, otras economías han relajado también su política monetaria (por ejemplo, Australia, Brasil, Corea del Sur, Indonesia, India y Turquía).

De cara al futuro, se espera que el crecimiento mundial se recupere gradualmente a medio plazo, pero que permanezca por debajo de su media de largo plazo. Tres fuerzas principales están determinando la evolución del crecimiento global. En las economías avanzadas se prevé que el impulso cíclico se ralentice a medida que se agudicen las restricciones de capacidad, en un entorno de brechas de producción positivas y de bajas tasas de desempleo en las principales economías, mientras que, hacia el final del horizonte de proyección, el apoyo de las políticas disminuirá gradualmente. Además, la progresiva desaceleración de la economía china y su reequilibrio desde la inversión hacia el consumo afectarán negativamente al crecimiento mundial y, en particular, al comercio. Al mismo tiempo, aunque la contribución de las economías emergentes (excluida China) al crecimiento mundial sigue siendo positiva, será inferior a lo esperado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019. Ello se debe a datos recientes que sugieren que la recuperación prevista después de las anteriores recesiones se está materializando a un ritmo más lento de lo anticipado. Por otra parte, pese a que, hasta ahora, las tensiones registradas hace

¹ Véase el recuadro titulado «Causas de la disociación entre la actividad y el comercio mundiales», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2019.

poco en los mercados financieros de Argentina no se han propagado a otras economías emergentes, señalan la fragilidad subyacente de la recuperación en algunas de estas economías. En general, 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 se espera que la actividad continúe siendo sólida a corto plazo, pese a los factores adversos relacionados con el conflicto comercial con China y a un entorno exterior menos favorable. Hasta ahora, la evolución de la economía estadounidense ha sido vigorosa, debido a la fortaleza del mercado de trabajo y del gasto en consumo. La supresión de los límites al gasto público en el ejercicio 2020-2021 y la suspensión por dos años del límite de endeudamiento federal acordada por el Congreso a finales de julio respaldarán adicionalmente el crecimiento económico. Las condiciones financieras también siguen siendo favorables. Después de que el PIB real alcanzara una tasa de crecimiento interanual del 3,1 % en el primer trimestre de 2019, su avance se moderó hasta el 2 % en el segundo trimestre, reflejo de la desaparición del efecto de factores transitorios (como las contribuciones positivas de las existencias y la disminución de las importaciones), mientras que el consumo privado y el gasto público siguieron favoreciendo, en general, la actividad económica. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) repuntó marginalmente hasta situarse en el 1,8 % en julio, frente al 1,6 % del mes precedente, principalmente como consecuencia de la inflación subyacente, mientras que los precios de la energía descendieron. El IPC, excluidos la energía y los alimentos, experimentó un ligero aumento, hasta el 2,2 %, en julio. Se prevé que el crecimiento retorne de forma progresiva a la tasa de crecimiento potencial (justo inferior al 2 %), al tiempo que se espera que la tasa de variación de los precios de consumo se mantenga por encima del 2 % a medio plazo.

La economía china continúa en una trayectoria de desaceleración gradual. En el segundo trimestre de 2019, el crecimiento interanual del PIB descendió hasta el 6,2 %, frente al 6,4 % del primer trimestre, debido a la debilidad del consumo final, que solo se vio parcialmente compensada por la mejora de la inversión. De cara al futuro se prevé que el crecimiento siga ralentizándose en 2020 y 2021, mientras que no se han anunciado medidas adicionales de apoyo fiscal en respuesta a la escalada más reciente del conflicto comercial. En general, la desaceleración de la actividad económica refleja los anteriores efectos de la campaña de desapalancamiento para contener los riesgos financieros, los esfuerzos del Gobierno centrados en reequilibrar la economía en detrimento de la inversión y el impacto de las actuales tensiones comerciales con Estados Unidos. Se espera que los avances en la aplicación de reformas estructurales propicien una transición ordenada a una senda de crecimiento más moderada que dependa menos de la inversión y de las exportaciones.

En Japón, el dinamismo subyacente del crecimiento sigue siendo débil. En el segundo trimestre de 2019, el avance fue del 0,4 % en tasa intertrimestral, mejor de lo esperado, debido principalmente a la influencia de varios factores transitorios, entre ellos el aumento del gasto en consumo como consecuencia de las

vacaciones de la Semana Dorada y de las mayores adquisiciones de bienes de consumo duradero. Es probable que este último factor haya reflejado, en cierta medida, la anticipación de la demanda en previsión de la subida del impuesto al consumo prevista para octubre de este año. Sin embargo, las exportaciones se mantuvieron contenidas y la producción industrial y la confianza del sector manufacturero empeoraron, en un contexto de disminución de la demanda externa y de prolongada incertidumbre sobre las políticas económicas. La contribución de la demanda exterior neta fue negativa, ya que las exportaciones se mantuvieron estancadas, mientras que las importaciones se recuperaron de la debilidad observada en el trimestre anterior. Aunque la evolución a corto plazo estará determinada por la próxima subida del impuesto al consumo, que implica un adelanto del consumo en el tercer trimestre y un retroceso ulterior, se espera que la actividad económica siga una trayectoria moderada posteriormente.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real experimentó una contracción en el segundo trimestre de 2019, principalmente como consecuencia de la incertidumbre en torno al Brexit. El crecimiento del PIB real ha mostrado cierta volatilidad desde principios de año, lo que se debe en gran medida a cambios en los patrones de actividad relacionados con la fecha original del Brexit, el 29 de marzo. Después de aumentar un 0,5 % (en tasa intertrimestral) en el primer trimestre, el PIB real registró una contracción del 0,2 % en el segundo. Este trimestre —el primero con crecimiento negativo desde 2012— reflejó la disminución de la inversión y, tras la prórroga de última hora de la fecha límite del Brexit, la reversión del intenso acopio de existencias observado en el primer trimestre. Pese a la acusada depreciación de la libra esterlina desde principios de este año, las exportaciones se redujeron un 3,3 % en el segundo trimestre. Con todo, la contribución de la demanda exterior neta siguió siendo positiva, ya que las importaciones, en especial las de bienes de la Unión Europea (UE), cayeron aún más que las exportaciones (–12,9 % en términos intertrimestrales). El crecimiento del consumo interno se mantuvo sólido (0,5 % en tasa intertrimestral) en el segundo trimestre, respaldado, en parte, por un avance más pronunciado de los salarios reales. La evidencia procedente de encuestas de opinión sugiere que la actividad económica continuará desacelerándose en el próximo trimestre. La inflación medida por el IPC aumentó ligeramente, hasta el 2 %, en el segundo trimestre, y se situó en el 2,1 % en julio, sobre todo como resultado de las recientes fluctuaciones adversas más acusadas del tipo de cambio. Últimamente, las persistentes incertidumbres asociadas a las modalidades del Brexit se han plasmado en un aumento de la volatilidad de la libra esterlina y, por lo que respecta a la economía real, es probable que den lugar a un incremento de la volatilidad del crecimiento intertrimestral del PIB real y a un crecimiento débil a medio plazo.

En los países de Europa Central y Oriental se prevé que el crecimiento continúe siendo vigoroso durante el horizonte de proyección, aunque más moderado que en 2018. La fortaleza del gasto en consumo, respaldada por la sólida evolución de los mercados de trabajo, sostendrá la actividad económica en los próximos meses. Según las proyecciones, el crecimiento de la inversión seguirá siendo acusado, si bien se reducirá ligeramente, debido a que el ciclo de fondos de la UE se encuentra en una fase más avanzada. Además, la desaceleración del

comercio mundial está afectando a las perspectivas de crecimiento de esta región. A medio plazo, se espera que el ritmo de expansión económica de estos países continúe desacelerándose hacia su potencial.

Las perspectivas relativas a la actividad económica en los grandes países exportadores de materias primas señalan una moderación del crecimiento. En Rusia, la actividad en el segundo trimestre se vio adversamente afectada por el bombeo de petróleo contaminado a un oleoducto clave para la exportación, lo que provocó interrupciones a gran escala a lo largo de la cadena de suministro. Aunque transitorio, este incidente lastrará el crecimiento en 2019, que ya se ha visto afectado por una contracción inesperadamente acusada en el primer trimestre resultante de la debilidad de la inversión y de las exportaciones netas, así como de importantes revisiones a la baja de datos históricos. De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento de este país dependen de la evolución de los mercados de petróleo mundiales, de la ejecución de políticas fiscales y estructurales, y de las sanciones internacionales con las que está operando actualmente la economía. Por tanto, se espera que el crecimiento experimente una ligera desaceleración a medio plazo. En Brasil se prevé que el crecimiento continúe siendo moderado, debido a la incertidumbre en torno a la reforma de las pensiones y a la preocupación sobre la sostenibilidad fiscal. Las perturbaciones idiosincrásicas registradas a principios de año (como consecuencia del desastre minero) también incidieron negativamente en la actividad. La atonía de la demanda interna y la persistente incertidumbre, unidas a una sustancial capacidad productiva sin utilizar, están frenando una respuesta más vigorosa de la inversión y han tenido un efecto adverso sobre la confianza.

En Turquía, la actividad económica experimentó un significativo e inesperado avance en la primera mitad de 2019. Después de registrar una acusada desaceleración en el cuarto trimestre de 2018, la economía se recuperó a principios de este año, debido al considerable estímulo fiscal en el período previo a las elecciones municipales de marzo, y continuó creciendo a un ritmo vigoroso en el segundo trimestre, pese a que los efectos del estímulo fiscal se disiparon en cierta medida, gracias a la fortaleza del consumo de los hogares y a la contribución positiva de la demanda exterior neta. Por otro lado, la inversión siguió reduciéndose de manera acusada como consecuencia de la elevada incertidumbre política y de unas condiciones financieras restrictivas. De cara al futuro, se espera que el crecimiento se debilite en lo que queda de 2019 y que se acelere gradualmente hacia el final del horizonte de proyección.

El comercio mundial se debilitó de forma significativa en la primera mitad del año. El crecimiento del comercio mundial pasó a ser negativo en el primer trimestre del año y siguió siendo débil en el segundo. Esta falta de dinamismo se debe, en gran parte, a la ralentización de la actividad industrial, al aumento de las tensiones comerciales y, en cierta medida, al debilitamiento del ciclo tecnológico asiático². La contracción del comercio mundial fue generalizada en todos los países. Además de obedecer a factores puntuales (como la atonía temporal de la demanda interna

² Para más información sobre el ciclo tecnológico global, véase el recuadro titulado «*Qué significan las señales de maduración del ciclo tecnológico para la economía mundial*», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2019.

en Estados Unidos derivada del cierre parcial de la Administración federal en el primer trimestre y la contracción de las importaciones del Reino Unido en el segundo tras el acopio de existencias en el trimestre anterior), la debilidad del comercio se debió también a la falta de dinamismo de los intercambios comerciales entre países asiáticos. Parece que este último factor está relacionado con la desaceleración de la demanda interna en China, en un contexto de importantes vínculos derivados de las cadenas de valor existentes a nivel regional. Según datos del CPB, las importaciones mundiales de mercancías en términos reales, excluida la zona del euro, cayeron un 0,6 % en junio, en tasa intertrimestral, lo que confirma la continuación de la falta de dinamismo del comercio en el segundo trimestre (véase gráfico 2). Dado que los indicadores de opinión siguen señalando un deterioro adicional de los nuevos pedidos exteriores, es probable que la actual debilidad del comercio mundial se mantenga en el corto plazo.

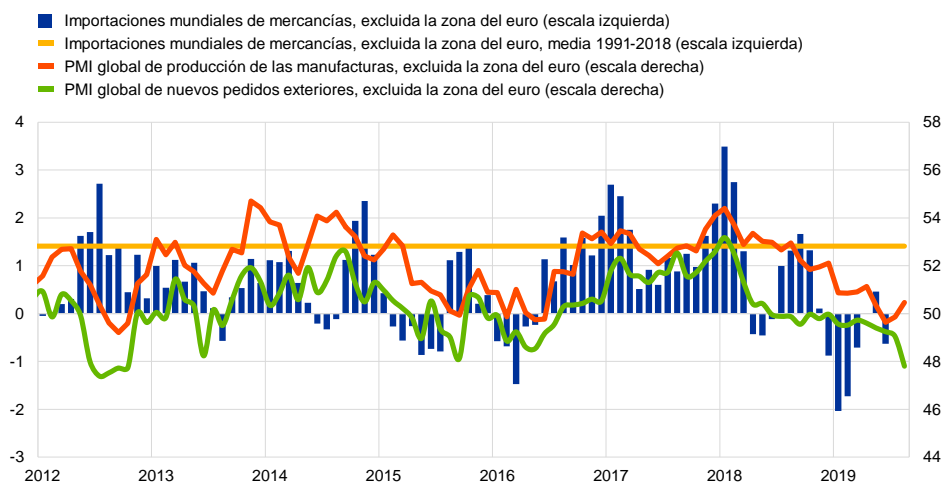
El conflicto comercial entre Estados Unidos y China se ha intensificado de manera significativa desde agosto. A principios de ese mes, tras una reunión bilateral con las autoridades chinas, Estados Unidos anunció la imposición de aranceles del 10 % a importaciones chinas por valor de unos 300 mm de dólares estadounidenses. Estos aranceles se están aplicando en dos fases, el 1 de septiembre y el 15 de diciembre. Inicialmente, las autoridades chinas solo anunciaron la adopción de medidas de represalia no arancelarias, consistentes en la suspensión de las importaciones de productos agrícolas de Estados Unidos. Sin embargo, hacia finales de agosto se anunciaron nuevas medidas con la decisión de imponer aranceles adicionales del 5 % o el 10 % a importaciones chinas de productos estadounidenses por valor de 75 mm de dólares y de reintroducir los aranceles suspendidos previamente a las importaciones de automóviles y de componentes de automóviles. Esta última decisión provocó una nueva escalada de las tensiones cuando Estados Unidos anunció la imposición de aranceles adicionales del 5 % a todas sus importaciones de China (con un valor de unos 550 mm de dólares)³. Esta nueva intensificación del conflicto comercial entre los dos países afectará negativamente a la actividad y al comercio mundiales. Mientras tanto, otras cuestiones comerciales también siguen sin resolverse. La Administración estadounidense ha aplazado la decisión sobre posibles subidas de los aranceles a los vehículos hasta mediados de noviembre de este año, al tiempo que las negociaciones con la UE sobre un nuevo acuerdo comercial, anunciado en julio de 2018, siguen en curso.

³ Dado que esta nueva ronda de aranceles se anunció después de la fecha límite de recepción de datos, no se incluyó en las proyecciones de referencia del ejercicio de proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2019. Para ambas partes, esta última escalada equivale a un incremento generalizado de los aranceles a las importaciones. Los aranceles adicionales del 5 % a las importaciones estadounidenses de China entrarán en vigor el 1 de septiembre, el 15 de octubre (en lugar del 1 de octubre, como se había anunciado inicialmente) y el 15 de diciembre.

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 agosto de 2019 (PMI) y a junio de 2019 (importaciones mundiales de mercancías).

Se prevé que el crecimiento económico mundial se debilite este año y que se recupere solo gradualmente a medio plazo.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2019, el crecimiento mundial del PIB real, excluida la zona del euro, se ralentizará hasta el 3,1 % este año, desde el 3,8 % registrado en 2018. Esta evolución refleja el aumento de los factores adversos que afectan al crecimiento global, en un entorno en el que la incertidumbre política y sobre las políticas económicas es elevada y cada vez mayor. En el período 2020-2021, la actividad económica mundial se estabilizará en el 3,5 %, dado que se espera que la desaceleración (cíclica) en destacadas economías avanzadas y la transición de China a una senda de crecimiento más moderado se vean contrarrestadas, aunque solo en parte, por una recuperación paulatina en varias economías emergentes importantes. Como los factores adversos para el crecimiento inciden de manera más significativa en los componentes de la demanda intensivos en comercio, como la inversión, las proyecciones señalan que el crecimiento de la demanda externa de la zona del euro experimentará una ralentización más acusada que la actividad global este año y que caerá hasta el 1 %, desde el 3,7 % de 2018. Las importaciones mundiales aumentarán de forma gradual a medio plazo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019, tanto el crecimiento del PIB mundial como el de la demanda externa de la zona del euro se han revisado a la baja para el horizonte de proyección. Desde una perspectiva geográfica, las revisiones de la demanda externa de la zona del euro reflejan unas perspectivas de comercio más débiles de lo esperado para las economías emergentes, incluida China, si bien en menor medida, así como la perspectiva de menor crecimiento de las importaciones en algunos socios comerciales importantes, entre ellos el Reino Unido y otros países europeos no pertenecientes a la zona del euro.

Los riesgos a la baja para la actividad mundial se han intensificado

últimamente. Una nueva escalada de los conflictos comerciales plantearía un

riesgo para el comercio y el crecimiento globales. Además, es posible que un escenario de Brexit «sin acuerdo» tuviera efectos de contagio más negativos, especialmente en Europa. Una desaceleración más acusada de la economía china podría ser más difícil de contrarrestar con medidas de estímulo eficaces y plantear un reto para el proceso de reequilibrio en curso en este país. Las correcciones de precios en los mercados financieros podrían afectar de forma significativa a las economías emergentes vulnerables, y una reintensificación de las tensiones geopolíticas también incidirían adversamente en la actividad y el comercio mundiales.

Evolución mundial de los precios

Desde finales de julio, la evolución de los precios del petróleo ha estado determinada principalmente por la preocupación acerca de las perspectivas mundiales. A raíz de la nueva escalada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China a principios de agosto, los precios del petróleo primero descendieron alrededor de un 5 %, antes de recuperarse en cierta medida en la segunda mitad del mes. Desde abril, las perspectivas de consumo global de petróleo se han revisado a la baja en varias ocasiones. En consecuencia, los recortes de producción del grupo de productores que integran la OPEP+, que sostuvieron los precios del crudo en el primer trimestre del año en particular, no han bastado para contrarrestar los efectos adversos derivados de la preocupación sobre la demanda de esta materia prima. El impacto sobre los precios de las recientes incertidumbres geopolíticas en Oriente Próximo también ha sido limitado hasta ahora. De cara al futuro, los riesgos para los precios del petróleo parecen estar, en general, equilibrados. Aunque un aumento de la debilidad de la actividad global afectaría a los precios, las restricciones en el suministro los impulsarían. De hecho, Arabia Saudí y Rusia ya han señalado la posibilidad de introducir nuevos recortes en la producción de la OPEP+ en un futuro próximo, lo que podría ejercer nuevas presiones al alza sobre los precios.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2019, los precios del petróleo descenderán durante el horizonte de proyección. En un contexto de volatilidad a corto plazo, la preocupación sobre la demanda de crudo y la reintensificación de las tensiones comerciales han lastrado los precios de esta materia prima, pese al acuerdo alcanzado por la OPEP y otros destacados productores para reducir la producción. En consecuencia, los supuestos relativos a los precios del petróleo en los que se basan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019 fueron alrededor de un 8,3 % más bajos para 2019 (y un 13,4 % y un 10,3 % más bajos para 2020 y 2021, respectivamente) en comparación con los supuestos utilizados en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2019. Sin embargo, desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones de septiembre, el precio del petróleo ha aumentado marginalmente, y el precio del barril de *Brent* se situó en 61 dólares estadounidenses el 5 de septiembre.

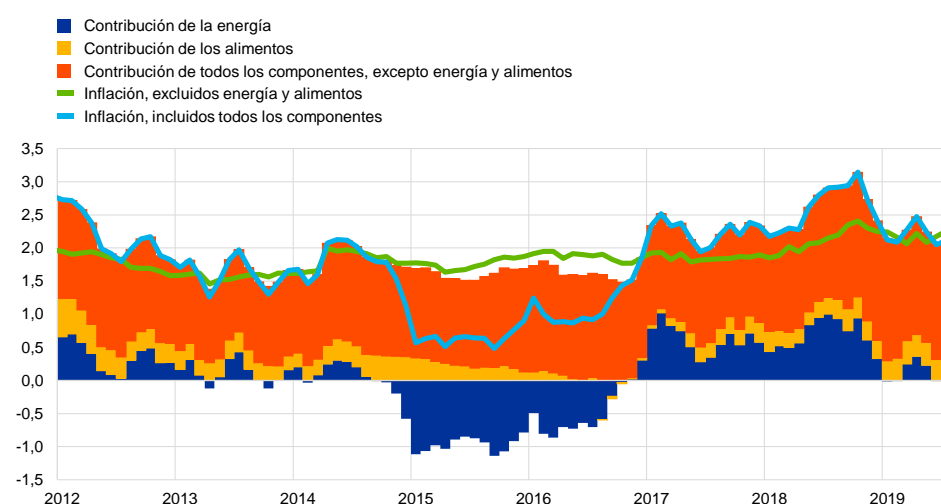
Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en una media del

2,1 % en julio de 2019, frente al 2 % del mes anterior. Este aumento se debe a la contribución positiva de la inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) (véase gráfico 3), que repuntó hasta situarse en el 2,3 %, desde el 2,2 % del mes precedente, mientras que la tasa de variación de los precios de la energía se mantuvo estable. Por ahora, las tensiones observadas en los mercados de trabajo de las principales economías avanzadas se han traducido en subidas solo moderadas de los salarios, lo que sugiere que las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo moderadas. No obstante, deberían recuperarse de forma gradual a lo largo del horizonte de proyección, lo que reflejaría la disminución de la holgura en estos mercados.

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 julio de 2019.

De cara al futuro se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas. Se prevé 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 se desacelere gradualmente a medio plazo. Esta evolución refleja el impacto de la pendiente descendente de la curva de futuros sobre el precio del petróleo, que se espera que compense las presiones al alza procedentes de la disminución progresiva de la capacidad productiva sin utilizar a escala mundial.

Evolución financiera

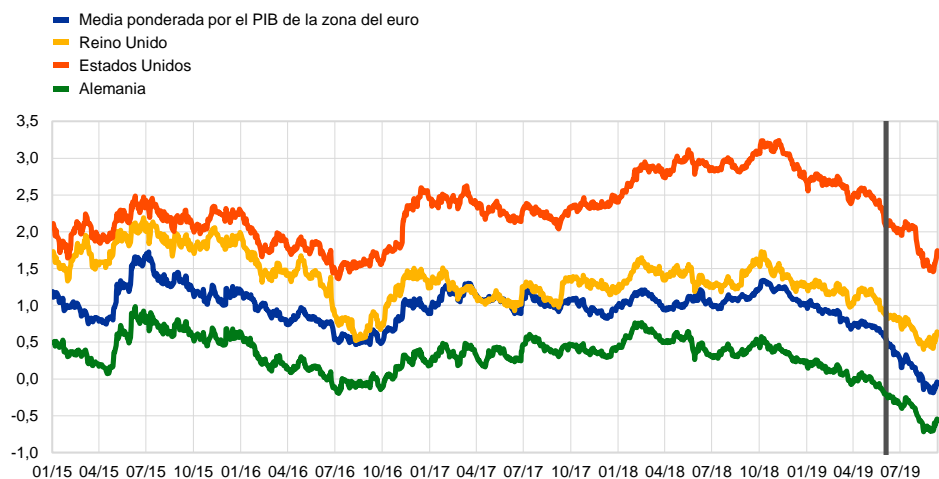
Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo globales han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio de 2019, en un entorno de expectativas de los mercados de una orientación más acomodaticia de la política monetaria con el trasfondo de una mayor incertidumbre sobre el comercio. El descenso de los tipos de interés libres de riesgo ha sostenido los precios de las acciones y de la renta fija privada de la zona del euro. Entretanto, las expectativas de beneficios empresariales se han reducido ligeramente en respuesta a la persistencia de dudas acerca de las perspectivas macroeconómicas mundiales. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo sin variación en términos generales.

Los rendimientos a largo plazo disminuyeron sustancialmente tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Durante el período de referencia (del 6 de junio al 11 de septiembre de 2019), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 55 puntos básicos, hasta situarse en el $-0,06\%$ (véase gráfico 4). Los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido también cayeron considerablemente (38 y 19 puntos básicos, respectivamente). Los acusados descensos de los rendimientos de la deuda pública obedecen, en parte, a una revisión de las expectativas de tipos de interés en importantes jurisdicciones en un contexto de aumento de la incertidumbre sobre las relaciones comerciales internacionales y las perspectivas macroeconómicas en general.

Gráfico 4

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de junio de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de septiembre de 2019.

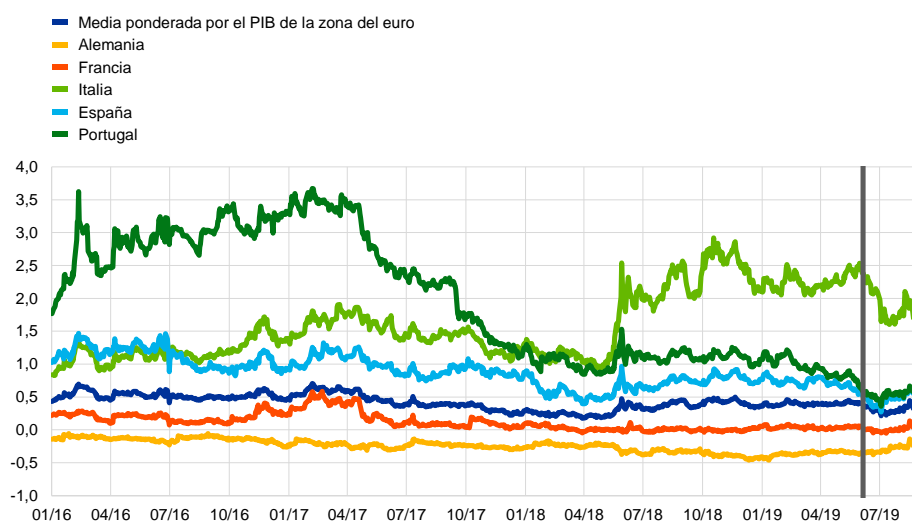
Los diferenciales de la deuda soberana con respecto al tipo OIS libre de riesgo apenas variaron en la mayoría de los países de la zona del euro. Los diferenciales de la deuda soberana se mantuvieron mayormente estables durante el

período analizado, a excepción del mercado italiano, donde el diferencial a diez años registró un descenso de 1,1 puntos porcentuales como resultado de las expectativas de un nuevo Gobierno y su posterior formación (véase gráfico 5). En conjunto, 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 OIS a diez años se redujo ligeramente y el 11 de septiembre se situó en 0,26 puntos porcentuales.

Gráfico 5

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

(puntos porcentuales)



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 (6 de junio de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de septiembre de 2019.

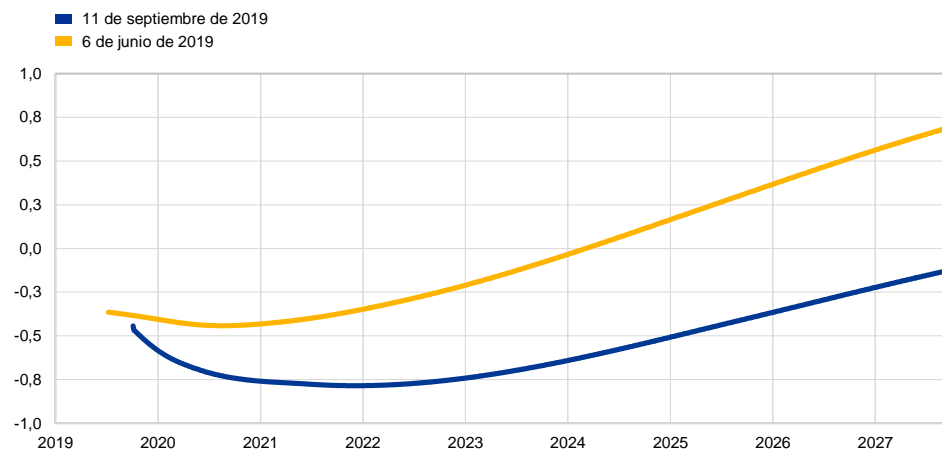
El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en -36 puntos básicos durante el período considerado. El exceso de liquidez se redujo en unos 141 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.763 mm de euros. Este descenso se debió, principalmente, al aumento de los factores autónomos de absorción de liquidez y, en menor medida, a los reembolsos voluntarios realizados en el marco de la segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II, por sus siglas en inglés). Para más información sobre la evolución de la situación de liquidez, véase el recuadro 2.

La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó a la baja y se invirtió notablemente en horizontes más cortos. Al final del período de referencia, la curva registró un mínimo próximo a 40 puntos básicos por debajo del nivel del eonia en torno al cuarto trimestre de 2021, y se mantuvo por debajo de cero en todos los horizontes anteriores a 2027, lo que refleja las expectativas de los mercados de que los tipos de interés permanecerán en niveles negativos durante un período prolongado (véase gráfico 6).

Gráfico 6

Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



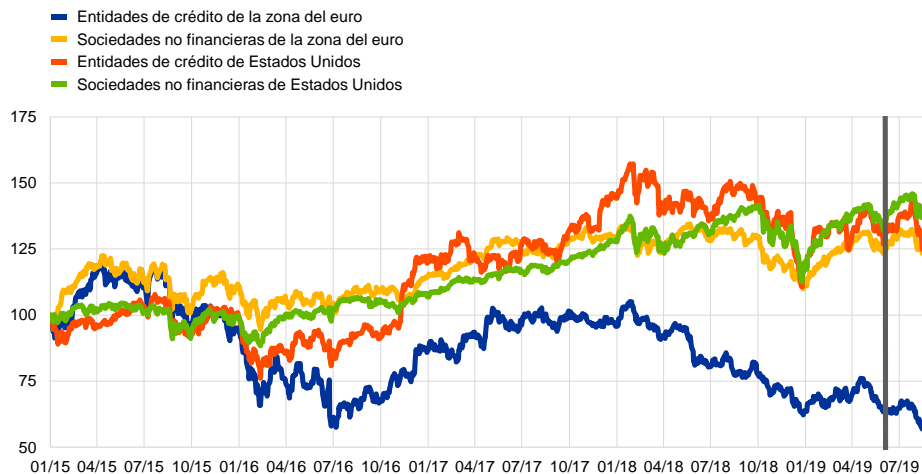
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Las cotizaciones del sector no financiero aumentaron en la zona del euro y en Estados Unidos, respaldadas por la caída de los tipos de interés libres de riesgo. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementaron, en general, un 6 %, mientras que las cotizaciones del sector bancario de la zona registraron una subida cercana al 2 % (véase gráfico 7). El peor comportamiento de las cotizaciones bancarias podría estar relacionado con las perspectivas de rentabilidad débiles, en general, asociadas, entre otros factores, a unas estructuras de costes elevados, al ajuste en curso de los modelos de negocio y a los retos que deben afrontarse para aprovechar suficientemente las eficiencias derivadas de la digitalización. En Estados Unidos, los precios de las acciones de las sociedades no financieras y del sector bancario se incrementaron un 5 % y un 4 %, respectivamente. En los mercados internacionales, las cotizaciones se vieron respaldadas por un considerable descenso de los tipos libres de riesgo. Sin embargo, este apoyo se vio compensado, en cierto modo, por el incremento de las primas de riesgo ante el aumento de la incertidumbre global en torno al comercio y por algunas revisiones a la baja de las expectativas de beneficios empresariales, probablemente como resultado de la persistente preocupación sobre las perspectivas macroeconómicas mundiales.

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 (6 de junio de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de septiembre de 2019.

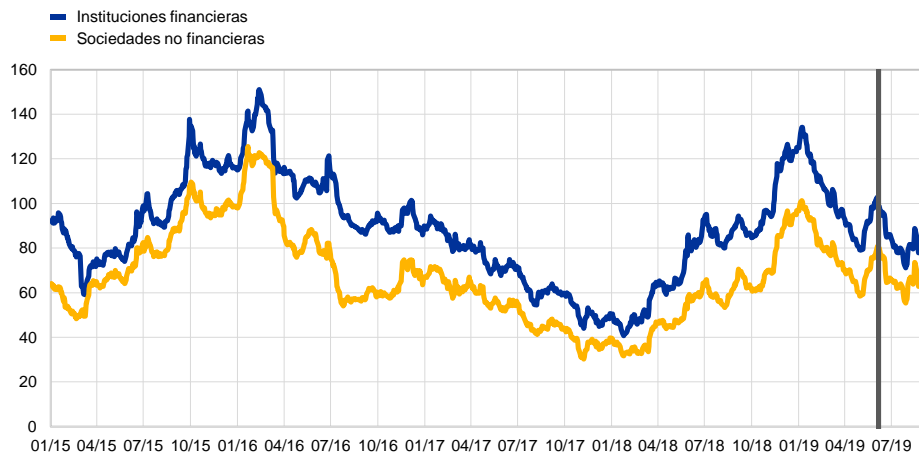
Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro descendieron ligeramente.

En conjunto, el diferencial entre el rendimiento de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras de la zona del euro y el tipo libre de riesgo disminuyó 5 puntos básicos y se situó en 74 puntos básicos (véase gráfico 8). Los rendimientos de la deuda del sector financiero también experimentaron un descenso, con una caída de unos 10 puntos básicos de su diferencial con respecto al tipo libre de riesgo. Aunque ambos diferenciales se mantienen, en general, en torno a los niveles medios observados desde la introducción del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) en marzo de 2016, las disminuciones más recientes pueden haberse visto favorecidas por la expectativa de adopción de medidas adicionales de política monetaria.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

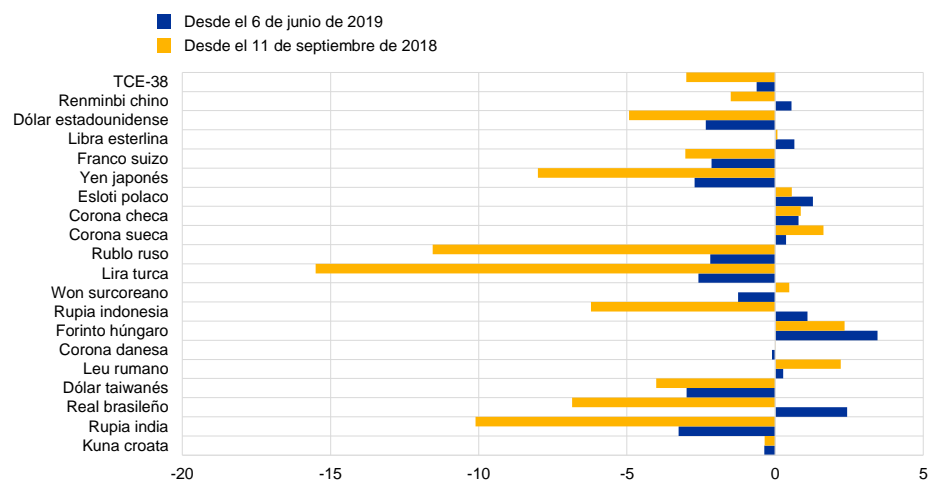
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de junio de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de septiembre de 2019.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo sin cambios, 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 0,6 %. El euro se debilitó frente al dólar estadounidense (2,3 %), el yen japonés (2,7 %) y el franco suizo (2,1 %), y perdió valor frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes. La moneda única se apreció un 0,6 % frente al renminbi chino, lo que revirtió la debilidad mostrada en julio. El euro también se fortaleció frente al real brasileño y la rupia indonesia, así como frente a la libra esterlina (0,6 %) y frente a las monedas 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 los tipos de cambio vigentes el 11 de septiembre de 2019.

3 Actividad económica

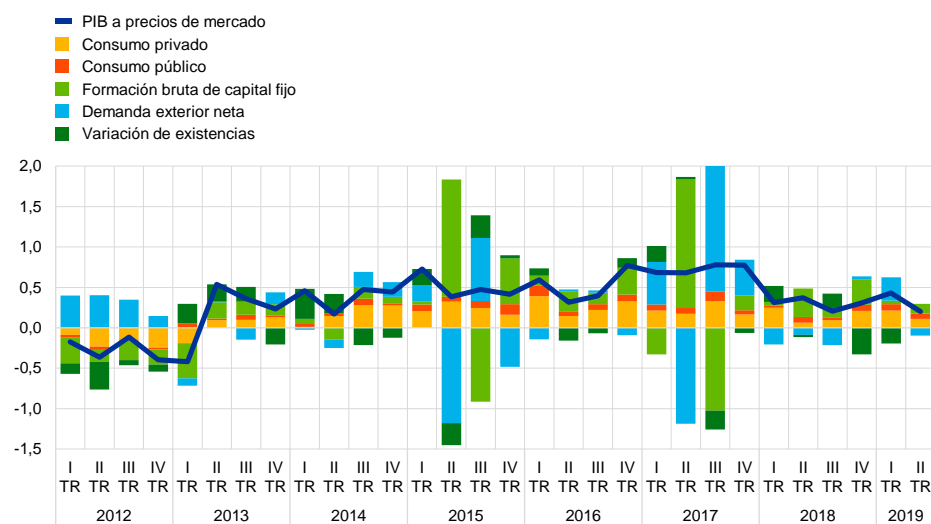
El crecimiento económico de la zona del euro se ralentizó en el segundo trimestre de 2019, reanudándose así la moderación observada en 2018. En términos intertrimestrales, el avance del PIB real de la zona del euro se desaceleró hasta el 0,2 % en el citado trimestre, favorecido principalmente por el incremento de la demanda interna, mientras que la demanda exterior neta afectó al crecimiento. De cara al futuro, los indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes sugieren un crecimiento contenido. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2019 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,1 % en 2019 y del 1,2 % en 2020, antes de alcanzar gradualmente el 1,4 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real de la zona del euro se han revisado a la baja para 2019 y 2020, como consecuencia del deterioro de las perspectivas a corto plazo, caracterizadas por la mayor debilidad de los indicadores de confianza y las persistentes incertidumbres a escala mundial.

El crecimiento de la zona del euro se mantuvo moderado en los dos primeros trimestres de 2019, pero las diferencias entre países se hicieron más evidentes en el segundo. El PIB real registró un avance intertrimestral del 0,3 %, en promedio, en los dos primeros trimestres de 2019, manteniendo el mismo ritmo de crecimiento medio que el año anterior (véase gráfico 10). Esta moderada evolución obedece, fundamentalmente, al debilitamiento de la demanda externa. La demanda interna continuó siendo el principal motor de la actividad económica y ha sido el componente del PIB que más ha respaldado el crecimiento desde que el avance del PIB real comenzó a ralentizarse, a principios de 2018. La variación de existencias apenas contribuyó al crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2019, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue negativa, lo que reflejó la contención de la demanda externa en un contexto de incertidumbre global acerca de las políticas. En cuanto a la producción, la moderación de la actividad económica en el segundo trimestre del año tuvo su origen en el crecimiento negativo del sector manufacturero, consecuencia tanto de las disputas comerciales a escala internacional como de la evolución de países concretos (véase recuadro 3). El sector servicios perdió algo de impulso en el segundo trimestre de 2019 en términos de valor añadido, posiblemente como resultado de cierto contagio de la debilidad del sector manufacturero.

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2019.

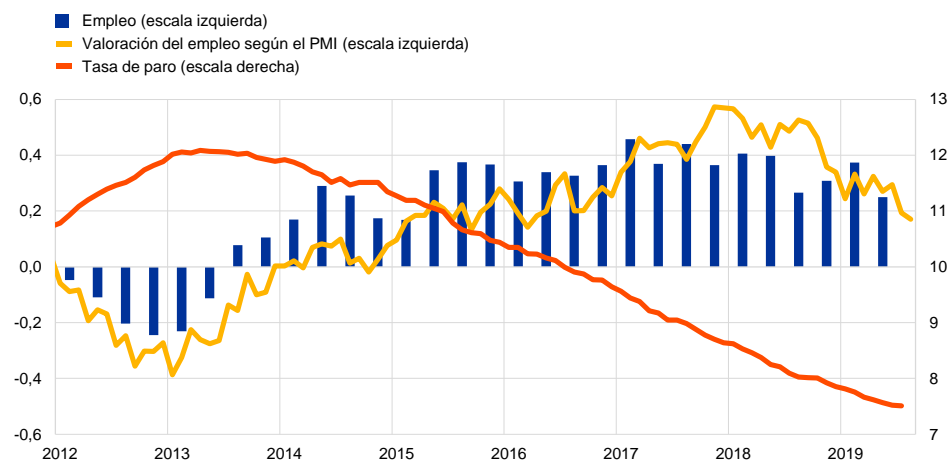
Los mercados de trabajo de la zona del euro aún están mejorando, si bien a un ritmo moderado. El empleo registró un crecimiento intertrimestral del 0,2 % en el segundo trimestre de 2019, desde el 0,4 % observado en el primer trimestre, en línea con el avance del producto. En comparación con el primer trimestre, la tasa de crecimiento del empleo se mantuvo sin cambios, en el 0,4 %, en los servicios, mientras que en la industria, excluida la construcción, descendió hasta el 0,1 %, tras experimentar un incremento del 0,4 % en el primer trimestre del año. En cambio, en la construcción se redujo un 0,2 %, tras aumentar un 0,2 % el trimestre anterior.

De cara al futuro, los datos y los indicadores de opinión recientes siguen señalando un crecimiento positivo del empleo, aunque experimentará cierta moderación adicional. En julio, la tasa de paro de la zona del euro no varió con respecto al mes anterior y fue del 7,5 %, la más baja observada desde julio de 2008. Aunque los indicadores coyunturales procedentes de encuestas han descendido desde los elevados niveles registrados en 2018, continúan sugiriendo que el crecimiento del empleo será positivo en el futuro próximo, aunque experimentará cierta moderación.

Gráfico 11

Empleo, valoración del empleo según el PMI y tasa de paro en la zona del euro

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; índice de difusión; escala derecha: porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2019 para el empleo, a agosto de 2019 para el PMI y a julio de 2019 para la tasa de paro.

La evolución del consumo privado sigue estando impulsada por la recuperación del mercado de trabajo.

En el segundo trimestre de 2019, el consumo privado aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento algo más vigoroso en el primer trimestre. La evolución más reciente del comercio minorista y de las matriculaciones de automóviles es básicamente acorde con las expectativas de un avance sostenido del consumo a corto plazo. Desde una perspectiva de más largo plazo, el incremento de las rentas del trabajo está respaldando el gasto en consumo, lo que también se refleja en unos niveles de confianza de los consumidores todavía elevados (véase recuadro 5). Además, la mejora de los balances de los hogares sigue siendo un importante determinante de la fortaleza del crecimiento del consumo, ya que la solvencia de los hogares es un factor clave de su acceso al crédito.

Se espera que el crecimiento de la inversión empresarial continúe viéndose respaldado por unas condiciones de financiación acomodaticias, aunque la debilidad de las expectativas de beneficios sugiere cierta moderación.

El crecimiento intertrimestral de la inversión, excluida la construcción, en la zona del euro repuntó en el segundo trimestre de 2019, hasta alcanzar el 1 %, desde el -0,9 % observado en el primer trimestre. No obstante, se prevé que la inversión empresarial registre un avance contenido a corto plazo, en consonancia con la relativa debilidad de los márgenes y las valoraciones de las empresas. Las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas en la zona del euro sugieren cierta moderación en lo que se refiere a las decisiones de inversión, si bien las favorables condiciones de financiación deberían reflejarse en el acceso al crédito de las sociedades no financieras y, por tanto, impulsar el crecimiento de la inversión empresarial.

Se espera que la evolución de los mercados de la vivienda contribuya al crecimiento, aunque a un ritmo más moderado. El crecimiento intertrimestral de la inversión residencial se ralentizó significativamente, desde el 1,4 % observado en el primer trimestre de 2019 hasta el 0,3 % en el segundo, la tasa más baja registrada desde el primer trimestre de 2017. Los indicadores de coyuntura y los resultados de las encuestas publicados recientemente sugieren cierta pérdida de dinamismo en el tercer trimestre de 2019, aunque se mantienen por encima de las medias históricas. El indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea correspondiente a julio y agosto apunta a un impulso positivo, pero en fase de desaceleración, en el tercer trimestre. Asimismo, el índice de directores de compras (PMI) de producción de la construcción y su componente residencial señalaron unas expectativas de crecimiento prácticamente estancado en la construcción en julio y en agosto, situándose por debajo del nivel medio del trimestre anterior.

La tasa de crecimiento de las exportaciones de la zona del euro volvió a descender en el segundo trimestre de 2019 hasta situarse en el 0 %, debido a una disminución del 0,1 % de las exportaciones reales de bienes. Las exportaciones de servicios continuaron debilitándose, pero aún crecieron un 0,4 %. Este comportamiento general fue atribuible, principalmente, a las exportaciones a países de fuera de la zona del euro y, en concreto, a la brusca caída de las exportaciones al Reino Unido, relacionada con la persistente incertidumbre en torno al Brexit. En cambio, el total de exportaciones a Asia (excluida China) y, fundamentalmente, las exportaciones de productos químicos a Estados Unidos proporcionaron cierto apoyo. De cara al futuro, los indicadores adelantados sugieren que las exportaciones de la zona del euro registrarán un crecimiento anémico, aunque se observan señales algo más positivas en el indicador de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de países de fuera de la zona del euro, así como en algunos indicadores de transporte de mercancías durante el verano.

Los indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes confirman la persistencia de riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento económico de la zona del euro. La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) registró una caída intermensual generalizada del 1,6 % en julio, principalmente como resultado de la menor producción de bienes de equipo. En cuanto a la información procedente de las encuestas, el indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea aumentó entre julio y agosto hasta situarse por encima de su media de largo plazo. Sin embargo, en comparación con el trimestre anterior, ha retrocedido, en promedio, en los meses transcurridos del tercer trimestre de 2019. El PMI compuesto de producción se mantuvo contenido a lo largo del segundo trimestre del año y, pese a la ligera mejora observada más recientemente, en agosto permaneció por debajo de su media de largo plazo, lo que sugiere que las perspectivas de crecimiento económico son moderadas.

La política monetaria del BCE seguirá sosteniendo la demanda interna frente al deterioro de las perspectivas a corto plazo de crecimiento del PIB real de la zona del euro. El consumo privado se sustenta en los balances saneados de los

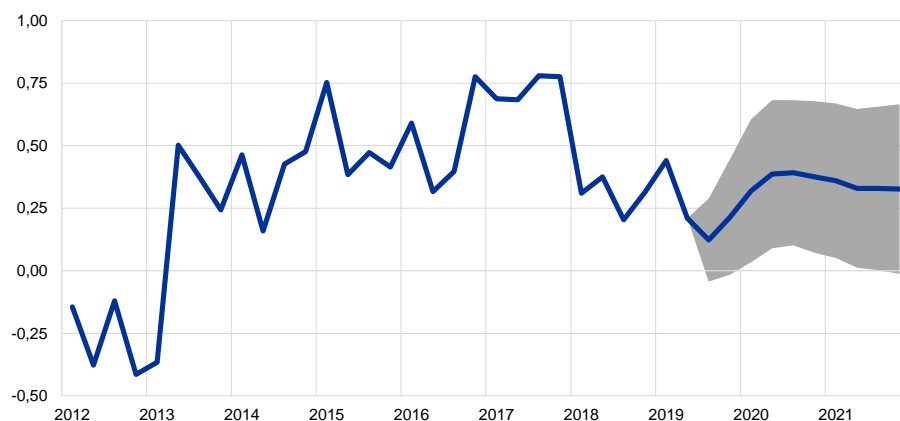
hogares, en la fortaleza de los mercados de trabajo y en el aumento continuado del empleo. La inversión empresarial se ve favorecida por unas condiciones de financiación propicias y por la fortaleza de la demanda, pese a la menor rentabilidad de las empresas. En general, la inversión en vivienda sigue siendo sólida. No obstante, se espera que la desaceleración de la actividad mundial continúe lastrando el crecimiento de la zona del euro y afecte a las exportaciones de la zona en un contexto de continua incertidumbre global acerca de las políticas y de elevados riesgos geopolíticos.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2019 prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,1 % en 2019, el 1,2 % en 2020 y el 1,4 % en 2021 (véase gráfico 12). En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real de la zona del euro se han revisado a la baja para 2019 y 2020, debido al deterioro de las perspectivas a corto plazo. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja. La incertidumbre global acerca de las políticas, el aumento del proteccionismo y los factores geopolíticos han vuelto a adquirir mayor relevancia recientemente y continúan siendo un lastre para el crecimiento de la zona del euro.

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, septiembre 2019», publicado en el sitio web del BCE el 12 de septiembre 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, disponible en el sitio web del BCE.

4 Precios y costes

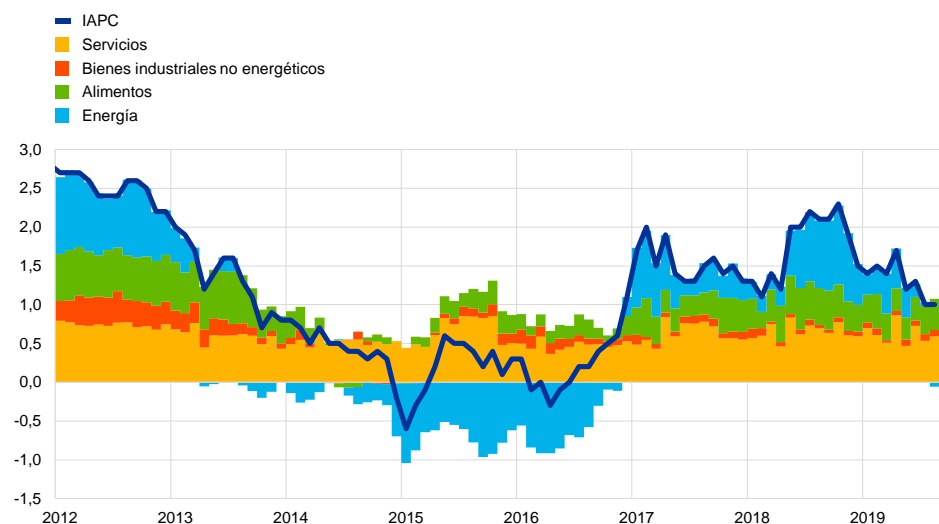
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1 % en agosto de 2019, sin variación con respecto a julio. Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron, en general, en niveles moderados, y los de las expectativas de inflación se sitúan en niveles reducidos. Aunque las presiones sobre 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, su transmisión a la inflación está tardando más de lo previsto. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente se incremente a medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, por la continuación de la expansión económica y por el sólido 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 septiembre de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,2 % en 2019, el 1 % en 2020 y el 1,5 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2019, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja para todo el horizonte de proyección, como reflejo del descenso de los precios de la energía y del entorno de crecimiento más débil. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1,1 % en 2019, el 1,2 % en 2020 y el 1,5 % en 2021.

La inflación general no varió en agosto. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1 % en agosto, sin variación con respecto a julio, frente al 1,3 % registrado en junio (véase gráfico 13). La tasa de variación de los precios de la energía siguió disminuyendo y pasó a ser negativa en agosto, pero se vio compensada por una inflación de los alimentos más elevada que en julio.

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2019 (estimaciones de avance). Las tasas de crecimiento correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro 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», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019).

Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron, en general, en niveles moderados. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, cayó hasta situarse en el 0,9 % en julio y en agosto, desde el 1,1 % de junio, en parte como consecuencia de efectos de calendario y de cambios metodológicos⁴. Los indicadores de la inflación subyacente que tienden a presentar menos volatilidad que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, también se han mantenido bastante estables en los últimos trimestres (datos disponibles solo hasta julio) (véase gráfico 14). La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, permaneció inalterada en el 1,1 % en junio y en julio. El indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) aumentó ligeramente desde el 1,2 % observado en junio y se situó en el 1,3 % en julio. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») se redujo hasta el 1,3 % en julio, desde el 1,4 % de junio⁵. En conjunto, las medidas de la inflación subyacente siguieron experimentando altibajos, pero se sitúan en niveles superiores a los mínimos registrados en 2016.

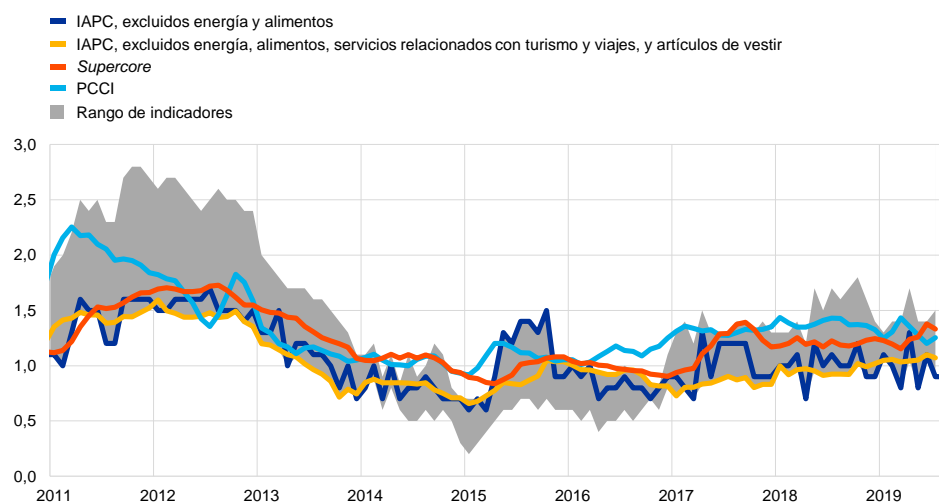
⁴ Se estima que los cambios en el método de contabilización de los precios de los paquetes turísticos en Alemania han tenido un impacto a la baja sobre el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, en la zona del euro. Para una información más detallada, véase el recuadro titulado «Dampening special effect in the HICP in July 2019» del artículo titulado «[Economic Conditions in Germany](#)», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, agosto de 2019, pp. 57-59.

⁵ 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 agosto de 2019 (estimación de avance) para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y a julio 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 recortada al 10 % del IAPC; la media recortada al 30 % del IAPC, 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 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», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019).

Los indicadores más recientes de las presiones inflacionistas sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos mostraron señales dispares.

La tasa de variación de los precios de producción de bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores se redujo hasta el 0,8 % en julio, desde el 0,9 % de mayo y de junio, pero se mantuvo muy por encima de su media de largo plazo. La tasa correspondiente de los precios de importación aumentó y se situó en el 0,8 % en julio, frente al 0,5 % de junio. Sin embargo, en fases anteriores del proceso de formación de precios, la inflación de los precios de producción internos de los bienes intermedios siguió disminuyendo, lo que probablemente refleje, en parte, la reciente bajada de los precios de la energía. Las presiones inflacionistas también se redujeron en las primeras fases del proceso de formación de precios, y en agosto la tasa de variación interanual de los precios de las materias primas, tanto energéticas como no energéticas, registró un descenso con respecto a julio.

El crecimiento de los salarios siguió siendo vigoroso. La tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2,1 % en el segundo trimestre de 2019, ligeramente por debajo del 2,2 % registrado en el primer trimestre (véase gráfico 15). Las cifras correspondientes al primer y al segundo trimestre de 2019 se vieron afectadas por una caída significativa de las cotizaciones sociales⁶. La tasa de crecimiento interanual de los sueldos y los salarios por trabajador, que excluye las cotizaciones sociales, fue del 2,4 % en el segundo trimestre, frente

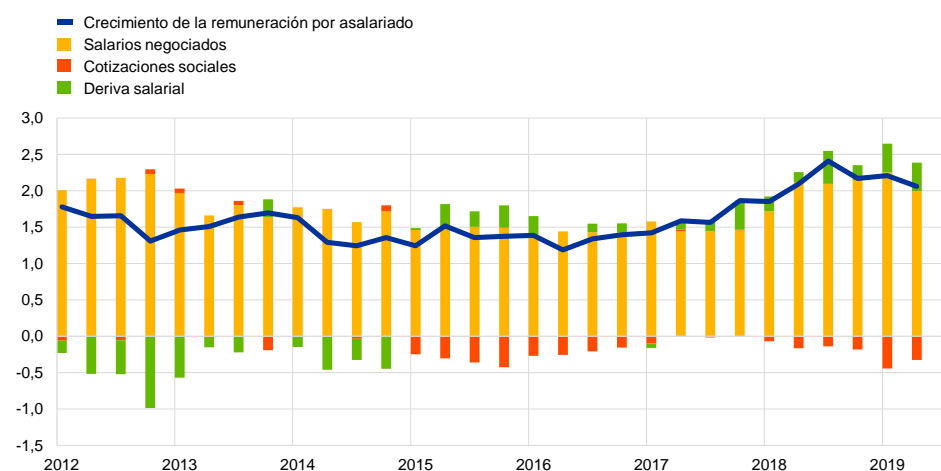
⁶ Esta disminución estuvo relacionada con una rebaja permanente de las cotizaciones sociales a cargo de los empresarios en Francia, que sustituyó el crédito fiscal para incentivar la competitividad y el empleo (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* [CICE]) en el primer trimestre de 2019.

al 2,6 % del primer trimestre y el 2,3 % registrado, en promedio, el año anterior. La tasa de avance interanual de los salarios negociados en la zona del euro se redujo hasta situarse en el 2 % en el segundo trimestre de 2019, desde el 2,3 % del primer trimestre, principalmente como consecuencia de pagos extraordinarios efectuados en Alemania. Al margen de los factores transitorios, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se ha estabilizado desde mediados de 2018 en un nivel ligeramente superior a su media histórica del 2,1 %⁷.

Gráfico 15

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 segundo trimestre de 2019.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido en niveles muy reducidos, y los indicadores de opinión también se sitúan en mínimos históricos.

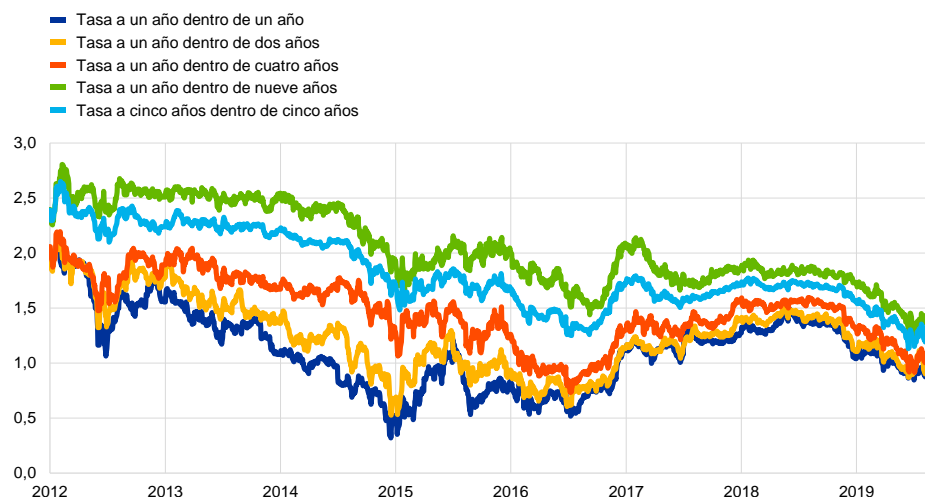
Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación registraron un leve descenso en el período analizado y han fluctuado en niveles ligeramente superiores a sus mínimos históricos. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,22 % el 11 de septiembre de 2019, en torno a 7 puntos básicos por debajo del nivel observado cuando se celebró la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno en julio. Sin embargo, aunque la probabilidad de deflación basada en las expectativas de los mercados continúa siendo baja, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación, con un retorno solo muy gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 %. Las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de opinión se sitúan en mínimos históricos según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2019 y según las encuestas de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro publicadas en julio.

⁷ La media histórica se basa en los datos correspondientes al período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el segundo trimestre de 2019.

Gráfico 16

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 11 de septiembre de 2019.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2019, la inflación subyacente aumentará a medio plazo.

Estas proyecciones, que se basan en la información disponible a finales de agosto, sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 1,2 % en 2019, el 1 % en 2020 y el 1,5 % en 2021, frente al 1,3 %, el 1,4 % y el 1,6 %, respectivamente, que se preveían en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2019 (véase gráfico 17). Las revisiones obedecen, en gran parte, al componente energético, que se ha corregido notablemente a la baja para 2019 y 2020 como consecuencia del descenso de los precios del petróleo. A tenor de las proyecciones, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, experimentará altibajos en 2020 y cobrará fuerza en 2021, respaldada por el repunte esperado de la actividad y la recuperación asociada de los márgenes, a medida que los anteriores incrementos de los costes laborales se trasladan a los precios. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, avance del 1,1 % en 2019 al 1,2 % en 2020 y al 1,5 % en 2021. Este perfil supone una revisión a la baja que refleja, principalmente, datos que muestran una evolución más débil de lo esperado en lo que va de año.

Gráfico 17

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, septiembre 2019](#)», publicado en el sitio web del BCE el 12 de septiembre de 2019.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2019 (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 datos para las proyecciones fue el 29 de agosto de 2019.

En julio de 2019, el crecimiento interanual del agregado monetario amplio se incrementó considerablemente, mientras que los préstamos al sector privado prácticamente no variaron. El crecimiento de M3 mantuvo su fortaleza frente a la menor contribución automática de las adquisiciones netas realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y al debilitamiento del dinamismo de la economía. Al mismo tiempo, las favorables condiciones de financiación y de concesión de crédito de los bancos continuaron respaldando los flujos de préstamos y, por ende, el crecimiento económico. Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras fueron elevadas en el segundo trimestre de 2019, tras registrar un máximo histórico en el primer trimestre, en un entorno de mejora continua de las condiciones de los mercados de renta fija.

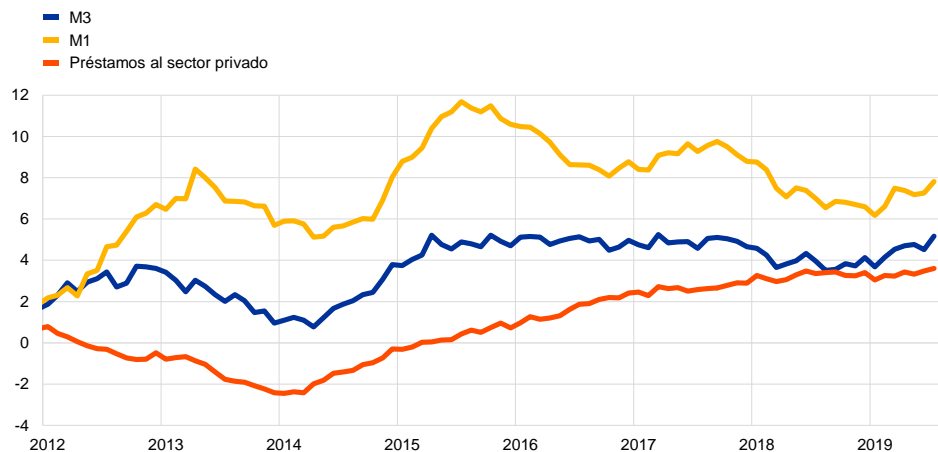
El crecimiento del agregado monetario amplio se incrementó

considerablemente en julio. La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta situarse en el 5,2 % en julio de 2019, desde el 4,5 % registrado en junio del mismo año (véase gráfico 18), por lo que este agregado retornó a las elevadas tasas de crecimiento observadas en el período comprendido entre 2015 y 2017. El mayor crecimiento del agregado monetario amplio se vio respaldado por la caída del coste de oportunidad y mantuvo su fortaleza frente a la menor contribución automática positiva de las compras netas realizadas en el marco del APP y al debilitamiento del dinamismo de la economía. El agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3, volvió a ser el componente que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. La tasa de avance interanual de M1 se incrementó en julio hasta situarse en el 7,8 %, frente al 7,2 % de junio, continuando así la recuperación observada desde que comenzó el año.

Gráfico 18

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a julio de 2019.

Los depósitos a la vista, que fueron los que más contribuyeron al crecimiento monetario, continuaron creciendo a un ritmo vigoroso.

La tasa de avance interanual de los depósitos a la vista siguió aumentando y se situó en el 8,3 % en julio, como consecuencia del fuerte incremento de la tasa correspondiente a los depósitos a la vista de las sociedades no financieras y de los hogares. Entre los componentes de M1, el crecimiento interanual del efectivo en circulación mantuvo su solidez, aunque no fue excepcionalmente elevado en términos históricos, lo que señala que la sustitución por efectivo, en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos en la zona del euro en su conjunto, no se ha generalizado. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) siguieron estando respaldados por el menor coste de oportunidad de mantener M3, y su contribución al crecimiento de M3 en julio fue neutral. Al mismo tiempo, persistió la aportación negativa de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) al crecimiento del agregado monetario amplio, como consecuencia de su remuneración relativamente reducida.

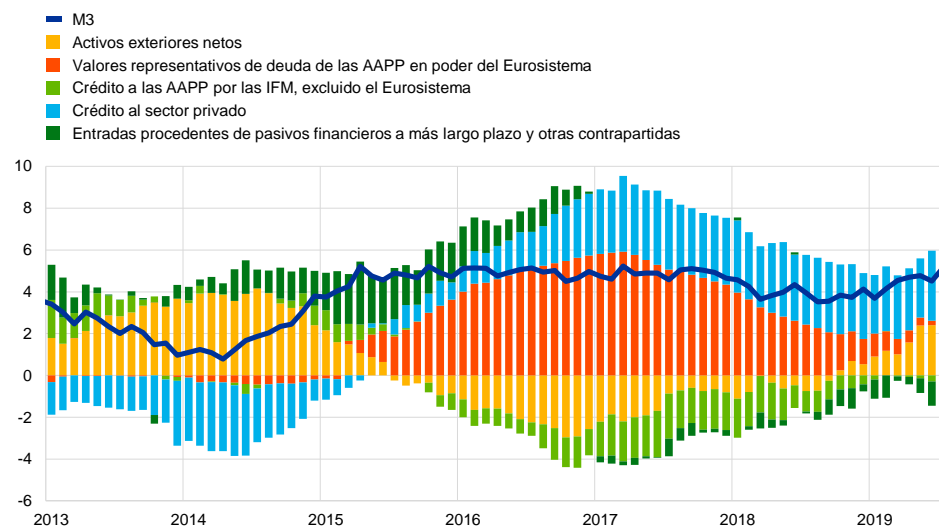
La contribución de las entradas de flujos monetarios externos al crecimiento de M3 aumentó de nuevo en julio.

La menor aportación automática del APP al crecimiento de M3 se ha visto compensada, en gran medida, por la contribución positiva del crédito al sector privado, que siguió siendo la principal fuente de creación de dinero (véanse las barras de color azul del gráfico 19). La aportación positiva al crecimiento de M3 de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema, que refleja la contribución automática del APP al avance de este agregado, ha pasado a ser marginal (véanse las barras de color rojo del gráfico 19). En los últimos meses, la menor aportación del APP ha sido sustituida por los flujos monetarios externos (véanse las barras de color amarillo de las barras del gráfico 19). La creciente contribución de los activos exteriores netos refleja el mayor interés de los inversores extranjeros por los activos de la zona del euro.

Gráfico 19

M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

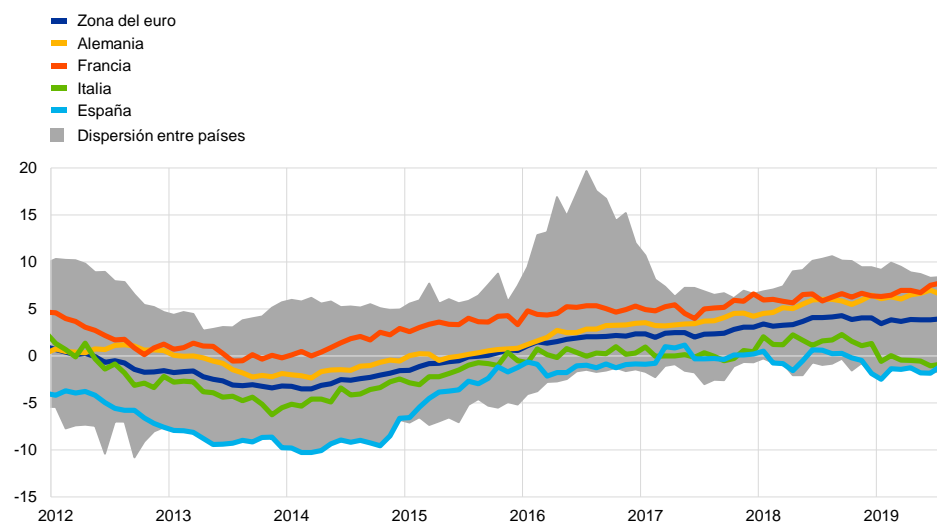
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos 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 julio de 2019.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se mantuvo prácticamente sin variación, aunque algunos segmentos sensibles al ciclo mostraron debilidad. La tasa de avance interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) fue del 3,6 % en julio, frente al 3,5 % registrado en junio (véase gráfico 18). Esta evolución obedeció principalmente al ligero incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares, que se situó en el 3,4 % en julio, frente al 3,3 % de junio. Por tanto, el avance interanual de los préstamos a los hogares continuó su tendencia gradual al alza y se benefició de nuevas mejoras en el mercado de trabajo y de una evolución todavía positiva del mercado de la vivienda. Después de haber alcanzado un punto de inflexión (4,3 %) en septiembre de 2018, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo estable, en el 3,9 %, en julio. Este resultado fue acorde con el retardo de su patrón cíclico con respecto a la actividad económica real y con la ralentización de la demanda agregada observada en 2018. En particular, esto se reflejó en la debilidad patente en segmentos sensibles al ciclo, como los préstamos a corto plazo y los préstamos al sector manufacturero. En general, el crecimiento de los préstamos siguió beneficiándose de unas condiciones de concesión de crédito favorables. Asimismo, el avance de los préstamos a empresas y a hogares se caracteriza por una considerable heterogeneidad entre países (véanse gráficos 20 y 21), que refleja, entre otros aspectos, diferencias en el ciclo económico entre unos países y otros, variaciones en la disponibilidad de otras fuentes de financiación, así como disparidades en la evolución de los precios de la vivienda en los distintos países.

Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual)



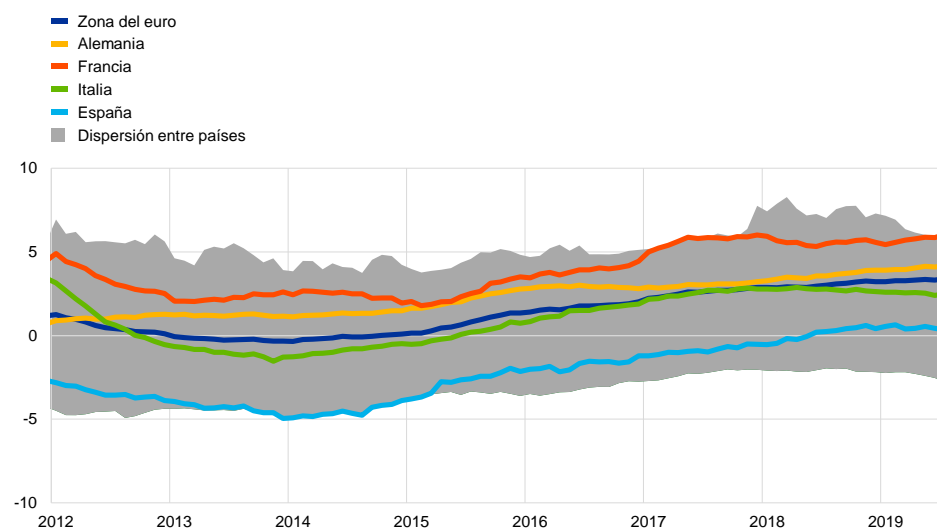
Fuente: BCE.

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 julio de 2019.

Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos 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 julio de 2019.

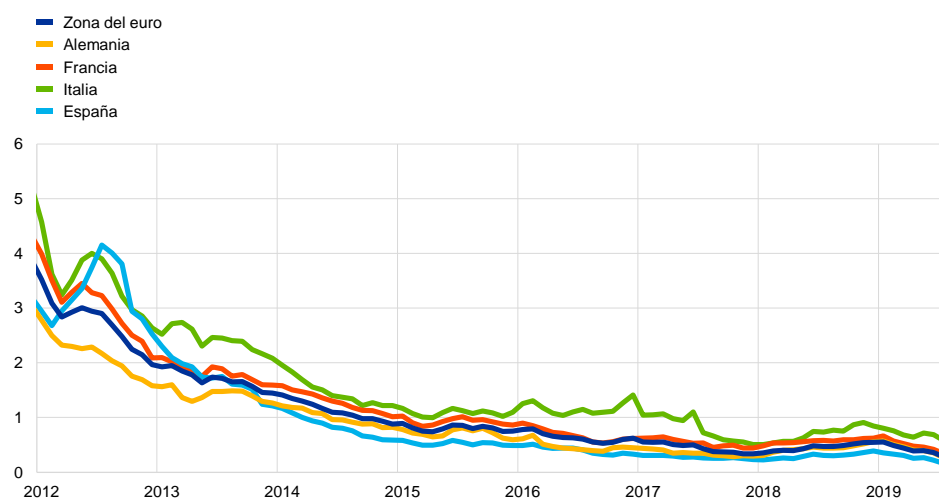
Las condiciones de financiación de la deuda de las entidades de crédito han seguido mejorando. Desde que comenzó 2019, el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro ha continuado disminuyendo, básicamente en consonancia con la evolución de los tipos de interés de referencia del mercado (véase gráfico 22). Este descenso ha obedecido,

fundamentalmente, a la notable caída de la rentabilidad de los bonos bancarios, mientras que los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro se han mantenido próximos a sus mínimos históricos. En comparación con los depósitos, los bonos bancarios han seguido siendo la fuente de financiación más cara y han representado una proporción limitada de la financiación total mediante deuda de los bancos. La mejora de los costes de financiación de la deuda de las entidades fue generalizada en los países de mayor tamaño de la zona del euro. Además, en sus respuestas a la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE, las entidades de la zona indicaron que el acceso a la financiación había mejorado en el primer semestre de 2019, especialmente el acceso a la financiación mediante valores representativos de deuda. Al mismo tiempo, el nivel de los costes de financiación de los bancos siguió siendo heterogéneo entre los países más grandes de la zona del euro. En el primer semestre de 2019, los márgenes crédito-depósito de las entidades de crédito de la zona disminuyeron ligeramente para las nuevas operaciones. En este sentido, la capacidad de aplicar tipos de interés negativos a los depósitos, que varía de un país a otro en el caso de los depósitos de las sociedades no financieras, afecta considerablemente a la magnitud de estos márgenes. De este modo, la compresión de los márgenes crédito-depósito ejerce un efecto moderador sobre la rentabilidad bancaria, que, no obstante, se compensa con el impacto positivo del entorno de tipos de interés bajos o incluso negativos sobre la calidad del crédito (lo que reduce los costes de provisiones) y los volúmenes de crédito. En conjunto, las condiciones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro han seguido siendo favorables y reflejan la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, así como la mejora de los balances bancarios. Aunque las entidades han avanzado en el saneamiento de sus balances, por ejemplo, mediante la reducción de los préstamos dudosos, el nivel de la rentabilidad bancaria en la zona del euro continúa siendo bajo.

Gráfico 22

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

(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 julio de 2019.

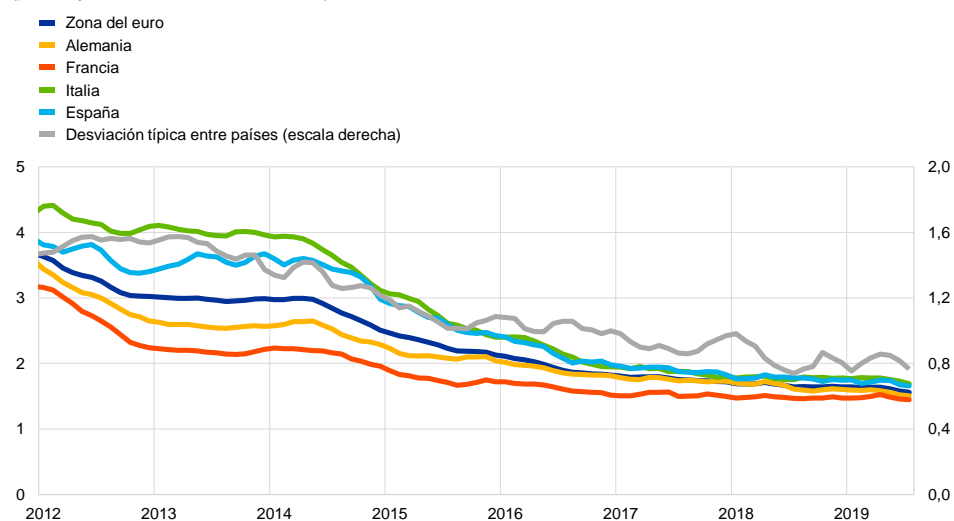
Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras y a los hogares continuaron disminuyendo.

Este descenso fue acorde, en general, con la evolución de los tipos de interés de referencia del mercado. En julio de 2019, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 23) se situó en el 1,56 %, solo ligeramente por encima de su mínimo histórico, mientras que el de los préstamos para adquisición de vivienda registró un nuevo mínimo histórico en julio, y se situó en el 1,61 % (véase gráfico 24). La presión de la competencia y los costes de financiación más favorables de las entidades de crédito moderaron los tipos de interés de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro. En conjunto, los tipos sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido considerablemente desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014 y, entre mayo de 2014 y julio de 2019, cayeron en torno a 140 y 130 puntos básicos, respectivamente. La reducción de los tipos del crédito bancario concedido 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 que se vieron más afectados por la crisis financiera, lo que indica una transmisión más homogénea de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos bancarios en todos los países de la zona y en todos los tamaños de empresas.

Gráfico 23

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



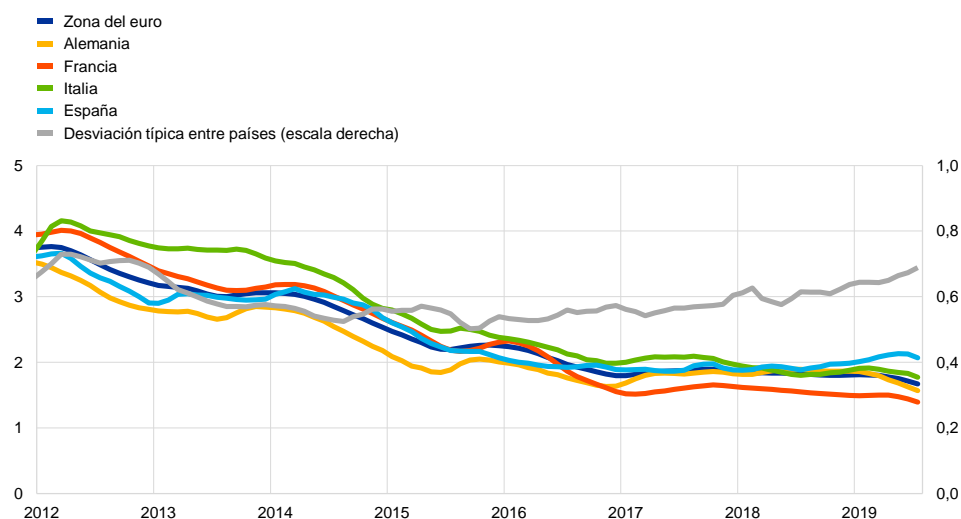
Fuente: BCE.

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

Gráfico 24

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

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

El flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro apenas varió en el segundo trimestre de 2019, tras la fuerte contracción observada en el trimestre anterior.

Los préstamos concedidos por las entidades de crédito crecieron durante este trimestre, mientras que las emisiones netas de valores representativos de deuda continuaron siendo elevadas. En cambio, las emisiones netas de acciones cotizadas y los préstamos de las instituciones financieras no monetarias se mantuvieron débiles. En comparación con anteriores desaceleraciones económicas, los flujos de financiación mediante deuda de las sociedades no financieras han mantenido una capacidad de resistencia relativa. Esta evolución refleja unas condiciones de financiación de la deuda favorables, la mayor contribución de los servicios y de las actividades relacionadas con el sector inmobiliario al crecimiento general de la economía, el sólido avance de la inversión empresarial y la ralentización del crecimiento de los beneficios, factores todos ellos que han sustentado el volumen de financiación mediante deuda.

En el segundo trimestre de 2019, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras fueron bastante elevadas, aunque se redujeron con respecto al nivel registrado en el trimestre anterior, el más alto desde 1999.

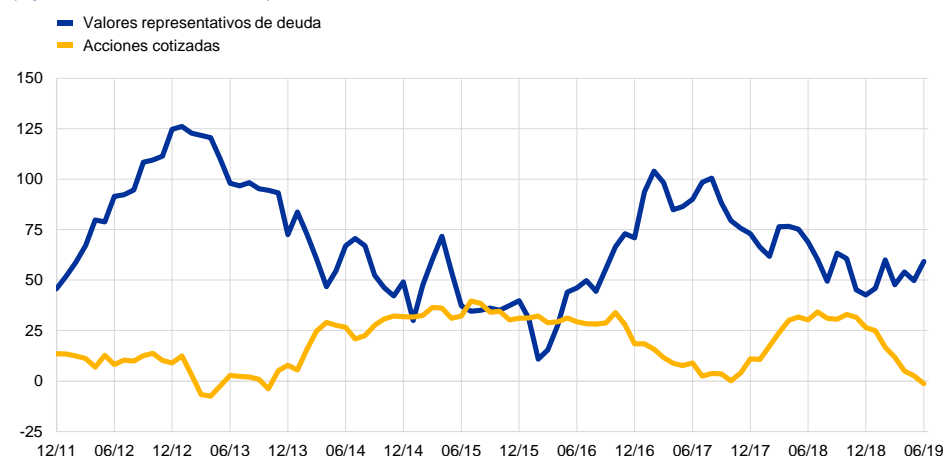
La moderación de las emisiones netas de valores representativos de deuda en el segundo trimestre de 2019 está en consonancia con el patrón estacional típico de la serie y el efecto de reversión tras los niveles excepcionalmente elevados —42 mm de euros— del trimestre precedente. Asimismo, entre abril y junio de 2019 el coste de la financiación mediante valores de renta fija se redujo otros 25 puntos básicos y continuó respaldando las emisiones netas de valores representativos de deuda. Desde una perspectiva de medio plazo, parece que la desaceleración gradual de los flujos interanuales de emisiones netas que empezó en 2017 se ha detenido, al menos temporalmente.

(véase gráfico 25), lo que confirma las señales de estabilización gradual observadas desde principios de 2019. Los datos de mercado sugieren que las emisiones netas de valores representativos de deuda continuaron siendo elevadas en julio y en agosto de 2019, aunque se limitaron a los emisores con calificación de grado de inversión, mientras que las emisiones de alta rentabilidad permanecen en niveles mucho más moderados que en el segundo trimestre de 2019. Las emisiones netas de acciones cotizadas siguieron disminuyendo y pasaron a ser negativas en el segundo trimestre de 2019, como consecuencia de la escasa actividad de fusiones y adquisiciones y de un aumento continuado del coste de financiación mediante acciones.

Gráfico 25

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 junio de 2019.

En junio de 2019, el coste de financiación de las sociedades no financieras se mantuvo ligeramente por encima del mínimo histórico registrado en abril de 2019. 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, se situó en el 4,6 % en junio de 2019. Esta cifra supone un incremento de 16 puntos básicos con respecto a abril de 2019, cuando el coste de financiación alcanzó su mínimo histórico, pero sigue siendo inferior al nivel observado a mediados de 2014, cuando empezaron a generarse expectativas en los mercados sobre la introducción del programa de compras de valores públicos. El aumento del coste de financiación es atribuible al mayor coste de las acciones —resultante del incremento de las primas de riesgo—, que se vio contrarrestado solo en parte por un nuevo descenso del coste de los valores de renta fija. Se estima que, en los dos meses siguientes, el coste total de la financiación se mantuvo prácticamente en el nivel registrado en junio de 2019.

6 Evolución de las finanzas públicas

Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro aumente como consecuencia de la reducción de los saldos primarios durante el horizonte de proyección (2019-2021). El diferencial favorable tipo de interés-crecimiento y los saldos primarios positivos, aunque en disminución, siguen manteniendo la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro en una senda descendente. Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea ligeramente expansiva y que respalde la actividad económica en cierta medida. En vista del debilitamiento de las perspectivas económicas y de la persistencia de pronunciados riesgos a la baja, los Gobiernos con margen de maniobra fiscal que estén afrontando una desaceleración deberían actuar de manera efectiva y oportuna. Asimismo, en los países con niveles elevados de deuda pública, los Gobiernos deben aplicar políticas prudentes y cumplir los objetivos de saldo estructural. Con ello se crearán las condiciones para que los estabilizadores automáticos actúen libremente.

Se prevé que el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuya a lo largo del horizonte de proyección⁸. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2019, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentará desde el 0,5 % del PIB en 2018 hasta el 0,8 % del PIB en 2019. Esta evolución obedece a una reducción del saldo primario ajustado de ciclo, contrarrestada, en parte, con una disminución del gasto por intereses, mientras que el componente cíclico se mantiene prácticamente inalterado. Se espera que el mayor déficit persista en 2020, que siga aumentando hasta situarse en el 1 % del PIB en 2021 (véase gráfico 26), debido a un descenso continuado del saldo primario ajustado de ciclo.

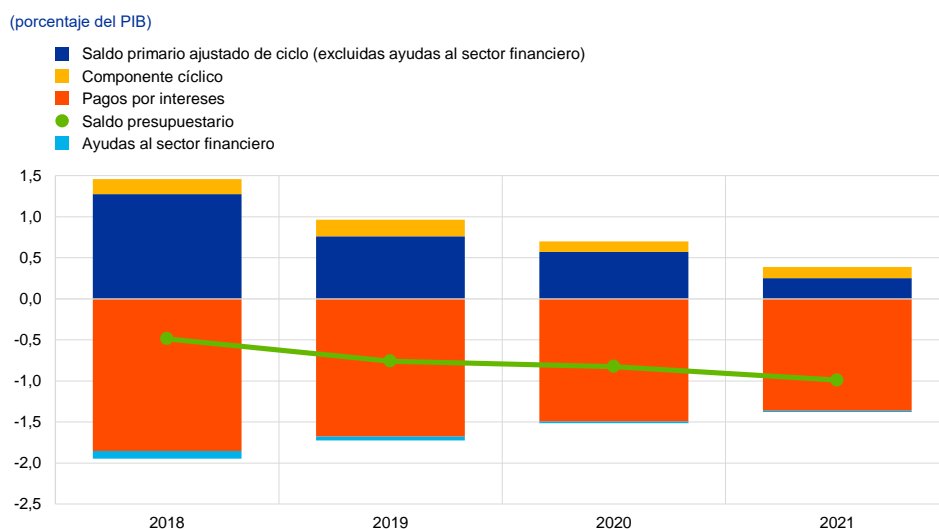
En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2019, las perspectivas relativas al saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona de euro prácticamente no han variado.

Aunque se prevé que la ratio de déficit registre un leve descenso en 2019, debido al aumento del saldo primario ajustado de ciclo, se ha revisado ligeramente al alza para 2021, reflejo de que el componente cíclico será menos favorable.

⁸ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2019», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de septiembre de 2019.

Gráfico 26

Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre 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 será ligeramente expansiva durante el horizonte de proyección⁹.

La relajación de esta orientación en 2019 se debe, fundamentalmente, a los recortes de los impuestos directos en Francia y en Alemania, y al incremento del gasto público en Alemania. En los dos años siguientes, la orientación continuará siendo ligeramente expansiva, principalmente como consecuencia de nuevas reducciones de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales en la mayoría de los países más grandes de la zona del euro.

Se prevé que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continúe disminuyendo. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2019, la deuda agregada de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro descenderá desde el 85,4 % de 2018¹⁰ hasta el 81,2 % en 2021. La reducción proyectada de esta ratio se sustenta en un diferencial tipo de interés-crecimiento negativo¹¹ y en el mantenimiento de los superávits primarios, aunque se espera que estos disminuyan con el tiempo (véase gráfico 27). La ratio de deuda se reducirá en la mayoría de los países de la zona del euro durante el horizonte de proyección, pero seguirá superando considerablemente el valor de referencia del 60 % del PIB en algunos. En comparación con las proyecciones de junio de 2019, se espera que la citada

⁹ 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.

¹⁰ Como las proyecciones suelen tener en cuenta las revisiones más recientes de los datos, podría haber diferencias con respecto a los últimos datos validados de Eurostat.

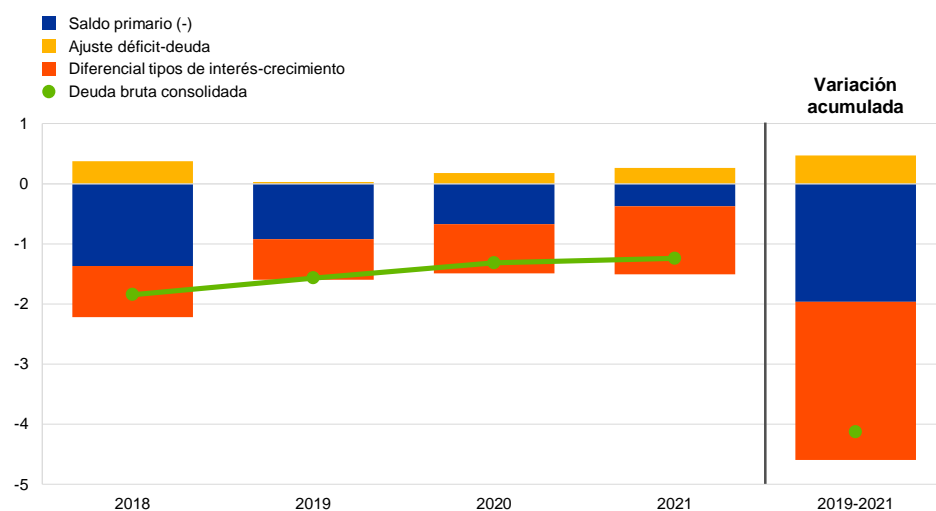
¹¹ Para más información, véase el recuadro titulado «El diferencial tipo de interés-crecimiento y la evolución de la deuda pública», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.

ratio descienda más lentamente, y la proyectada para 2021 se ha revisado al alza en 0,7 puntos porcentuales. Este incremento refleja una revisión al alza del diferencial tipo de interés-crecimiento, la reducción de los superávits primarios y una revisión estadística de la ratio de deuda en relación con el PIB correspondiente a 2018.

Gráfico 27

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 septiembre de 2019.
Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

Los países deben elaborar los presupuestos de 2020 de conformidad con las disposiciones del marco fiscal de la UE. En vista del debilitamiento de las perspectivas económicas y de la persistencia de pronunciados riesgos a la baja, los Gobiernos con margen de maniobra fiscal que estén afrontando una desaceleración deberían actuar de manera eficaz y oportuna. En los países con niveles elevados de deuda pública, los Gobiernos deben aplicar políticas prudentes y cumplir los objetivos de saldo estructural. Con ello se crearán las condiciones para que los estabilizadores automáticos actúen libremente. Asimismo, todos los países deberían intensificar sus esfuerzos para lograr una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento.

Recuadros

1 El paquete de medidas de política monetaria de septiembre

Julian Schumacher e Ine Van Robays

En su reunión de septiembre, el Consejo de Gobierno se enfrentó a una desaceleración más prolongada de lo previsto anteriormente de la economía de la zona del euro, a la persistencia de importantes riesgos a la baja y a un nuevo retraso de la convergencia de la inflación hacia su objetivo a medio plazo. Las perspectivas de inflación han continuado por debajo del objetivo del Consejo de Gobierno, debido a la ralentización de la dinámica de crecimiento de la zona del euro. Las tasas de inflación, tanto observadas como proyectadas, no han logrado repuntar en los últimos meses, las medidas de la inflación subyacente se han mantenido, en general, en niveles moderados, y los indicadores de mercado y de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo permanecen en niveles históricamente bajos. Este panorama también ha quedado reflejado en las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro, que recogen una nueva revisión a la baja de las perspectivas de inflación y de crecimiento.

Para cumplir su objetivo de estabilidad de precios en la zona del euro, el Consejo de Gobierno adoptó un importante paquete de medidas de política monetaria. El paquete consta de cinco medidas: i) un recorte del tipo de interés aplicado a la facilidad de depósito; ii) ajustes de la política de *forward guidance* sobre los tipos de interés oficiales del BCE; iii) la reanudación de las adquisiciones netas de activos en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés); iv) cambios en las modalidades de la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), y v) la introducción de un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas. Estas medidas se complementan entre sí para proporcionar un estímulo monetario sustancial y contribuirán a asegurar que las condiciones financieras en los distintos segmentos de los mercados sean lo suficientemente favorables como para promover la reaceleración del crecimiento y el anclaje de las expectativas de inflación. Las medidas mantienen unas condiciones de financiación bancaria favorables y contribuyen también a la transmisión fluida de la orientación acomodaticia de la política monetaria a la economía real.

En primer lugar, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito hasta el $-0,50$ %. En un entorno de exceso de liquidez, el tipo de interés de la facilidad de depósito es el ancla de los tipos de interés a corto plazo, que, a su vez, sustentan el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El tipo de interés del mercado interbancario (eonia) sirve de anclaje de la curva de tipos *swap* de índices a un día en la zona del euro, que se utiliza para determinar el precio de muchos instrumentos financieros y, en particular,

de los tipos de referencia de los préstamos. De este modo, los recortes del tipo de interés de la facilidad de depósito proporcionan un estímulo de política monetaria a toda la estructura temporal de tipos de interés, influyendo así sobre los costes de financiación de las empresas y los hogares. Por tanto, la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos proporciona un mayor grado de acomodación y, además, anima a los bancos a conceder crédito a la economía en vez de acumular liquidez, lo que debería prestar apoyo al canal de recomposición de carteras del APP.

En segundo lugar, el Consejo de Gobierno proporcionó una indicación clara sobre la senda futura de los tipos de interés a corto plazo modificando el elemento de condicionalidad a la situación económica (*state-based*) de su política de *forward guidance*. Los ajustes complementan el énfasis del Consejo de Gobierno en la simetría de su objetivo de inflación que recalcó en su reunión de julio, subrayando su determinación de actuar ante unas tasas de inflación por debajo de niveles compatibles con su definición de estabilidad de precios con el mismo compromiso que si se sitúan por encima del objetivo. En la reunión de septiembre se proporcionaron aclaraciones adicionales sobre la política de *forward guidance*.

El Consejo de Gobierno ha reforzado ahora el elemento de condicionalidad a la situación económica (*state-based*) de su *forward guidance* vinculándola a una serie de condiciones más estrictas para las perspectivas de inflación.

Estas mejoras aclaran la función de reacción del Consejo de Gobierno en lo que respecta a la evolución de las perspectivas de inflación. En concreto, el Consejo de Gobierno espera ahora que los tipos de interés oficiales del BCE continúen «*en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observemos una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en nuestro horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente*». La referencia a niveles «*suficientemente próximos, aunque inferiores, al 2 %*» indica que las perspectivas de inflación deben aumentar de forma significativa con respecto a los actuales niveles observados y esperados, y que será necesario realizar un seguimiento de la convergencia de dichas perspectivas a lo largo del horizonte de proyección. Además, esta convergencia ha de ser robusta, lo que significa que el Consejo de Gobierno quiere estar seguro de que el proceso de convergencia se encuentra en una fase suficientemente madura y realista antes de empezar a subir los tipos de interés oficiales. El requisito de que la convergencia debe reflejarse en la dinámica de la inflación subyacente garantiza que la trayectoria de la inflación observada sostenga las perspectivas de inflación. Estos elementos proporcionan una salvaguardia frente a reacciones demasiado intensas a perturbaciones transitorias de la inflación, así como frente a errores de predicción y de medición.

La política de *forward guidance* reforzada subraya el compromiso del Consejo de Gobierno de mantener una orientación muy acomodaticia mientras sea necesario para alcanzar de forma sostenible unos niveles de inflación en torno a su objetivo a medio plazo. Asimismo, el Consejo de Gobierno señaló que podría haber nuevos recortes de los tipos de interés si así lo

requerían las perspectivas de inflación, manteniendo un «sesgo expansivo» en relación con los tipos de interés oficiales.

En tercer lugar, el Consejo de Gobierno decidió reanudar las compras netas de activos en el marco del APP a un ritmo mensual de 20 mm de euros y continuará con las reinversiones durante un período prolongado. La reanudación de las compras netas de activos mantendrá controlados los tipos de interés a largo plazo mediante la compresión de las primas de riesgo. Al mismo tiempo, determinó 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 los tipos de interés se incrementen y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria. El Consejo de Gobierno decidió también ampliar la posibilidad de adquirir activos con rendimientos inferiores al tipo de interés de la facilidad de depósito, en la medida en que sea necesario, a los programas del sector privado que forman parte del APP: el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3), el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP) y el programa de compras de bonos corporativos (CSPP). Esta ampliación facilitará la continuada aplicación fluida del APP y refleja los cambios en los tipos de interés de mercado en relación con el tipo de interés de la facilidad de depósito.

La reanudación de las compras netas de activos complementará el efecto de la política de *forward guidance* sobre los tipos de interés, ya que está previsto que las adquisiciones continúen durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos de interés oficiales y que finalicen poco antes de que los tipos se incrementen. Ello potencia el papel señalizador para los tipos de interés oficiales. Dado que el elemento de condicionalidad a la situación económica (*state-based*) relativa a los tipos de interés oficiales del BCE de su política de *forward guidance* se basa en la evolución de la inflación proyectada y de la subyacente, condiciona el horizonte de las compras netas a las perspectivas de inflación. Además, la vinculación de la política de reinversión a los tipos de interés garantiza asimismo que el horizonte de reinversión avance en paralelo a la evolución esperada de los tipos de interés, reforzando así el impacto acomodaticio de estos últimos.

En cuarto lugar, el Consejo de Gobierno decidió ajustar las modalidades de las TLTRO III. El ajuste ha hecho más atractivo el coste de financiación de las nuevas operaciones. En concreto, se ha eliminado el diferencial de 10 puntos básicos con respecto a los tipos de interés, iniciales y mínimos, aplicables a la financiación, anunciado en junio. El tipo de interés de cada operación se fijará ahora en el tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación a lo largo del período de vigencia de la TLTRO III correspondiente. A las entidades que superen el umbral de referencia de concesión de crédito se les ofrecerá un tipo más reducido, que podrá ser tan bajo como el tipo de interés medio de la facilidad de depósito. El nuevo coste de financiación brindará apoyo a las condiciones de financiación bancaria para asegurar que las entidades de crédito continúan ofreciendo unas condiciones de concesión de crédito favorables a las empresas y a los hogares. Además, el plazo

de vencimiento de las TLTRO III se ha ampliado de dos a tres años, con el fin de ajustarlas mejor al plazo que suele tener el crédito bancario destinado a financiar proyectos de inversión. Ello aumenta el respaldo que proporcionarán las TLTRO III a la financiación de la economía real. Por último, las entidades de contrapartida tendrán la oportunidad de realizar trimestralmente reembolsos anticipados voluntarios de los fondos obtenidos, transcurridos dos años desde la fecha de inicio de cada operación. Conjuntamente, estas modificaciones preservarán unas condiciones de financiación bancaria favorables, garantizarán la transmisión fluida de la política monetaria y reforzarán en mayor medida la orientación acomodaticia de esta política.

Por último, el Consejo de Gobierno decidió introducir un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas, según el cual el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito no se aplicará a una parte del exceso de liquidez de las entidades de crédito. El Consejo de Gobierno ha estado realizando un estrecho seguimiento de los posibles efectos colaterales de los tipos de interés negativos sobre la intermediación bancaria, efectos que pueden cobrar mayor importancia cuanto más tiempo permanezcan los tipos en terreno negativo y más bajos estén. A este respecto, el sistema de dos tramos contribuirá a preservar el impacto positivo de la política de tipos negativos en la economía contrarrestando parte del efecto directo sobre la rentabilidad bancaria. El volumen máximo de reservas por encima de las exigencias de reservas mínimas al que no se aplicará el tipo de la facilidad de depósito —el tramo exento— se calculará como un múltiplo de las exigencias de reservas mínimas de las entidades de crédito. El multiplicador, que se aplicará a partir del séptimo período de mantenimiento de 2019, será 6, y el tramo exento se remunerará al tipo anual del 0 %¹². El tipo de remuneración del tramo exento y el multiplicador que determina su importe máximo podrán modificarse con el tiempo, en función de las condiciones en los mercados monetarios. En las condiciones de liquidez actuales¹³, el tramo exento podría ser el 43 % del exceso de liquidez si las entidades de crédito utilizan todos los importes exentos. Ello apoyará la transmisión de la política monetaria a través de las entidades de crédito, y de este modo aumentará la efectividad de la política de tipos de interés negativos en la traslación de los bajos niveles de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés del crédito bancario.

Este amplio paquete de medidas de política monetaria contribuirá a la convergencia de la inflación hacia el objetivo a medio plazo del Consejo de Gobierno. A través de cada una de las medidas y de su impacto de refuerzo mutuo, las decisiones de política monetaria de septiembre proporcionarán un estímulo monetario sustancial para asegurar que las empresas y los hogares pueden seguir

¹² El importe del tramo exento se determina como los saldos medios mantenidos por las entidades en sus cuentas de reservas al final de cada día natural durante un período de mantenimiento. Por tanto, incluidas las exigencias de reservas mínimas, que se remuneran al tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación (actualmente, el 0 %), el volumen máximo total de reservas (es decir, reservas obligatorias más exceso de reservas) al que no se aplica el tipo de la facilidad de depósito se limita a siete veces las exigencias de reservas mínimas.

¹³ Basadas en el nivel medio de las exigencias de reservas mínimas y del exceso de liquidez durante el tercer y el cuarto período de mantenimiento de 2019; véase el recuadro titulado «Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 17 de abril y el 30 de julio de 2019» en este *Boletín Económico*.

obteniendo financiación a tipos muy atractivos. Las favorables condiciones de financiación respaldarán la expansión económica apoyando la dinámica del consumo y de la inversión, lo que, a su vez, contribuirá a la convergencia de la inflación hacia el objetivo del Consejo de Gobierno.

En cualquier caso, el Consejo de Gobierno reiteró que sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos según proceda, a fin de orientar la inflación hacia su objetivo de forma sostenida. Será necesario continuar con una orientación muy acomodaticia de la política monetaria durante un período prolongado. El paquete de medidas de política monetaria de septiembre subraya la determinación y la disposición del Consejo de Gobierno para proporcionar el grado de acomodación necesario para cumplir su objetivo de estabilidad de precios. En caso de que las perspectivas de inflación continúen en niveles muy por debajo de su objetivo durante un tiempo prolongado, el Consejo de Gobierno sigue estando preparado para utilizar todos sus instrumentos según proceda, con el fin de asegurar una convergencia sostenida de la inflación hacia su objetivo, esto es, niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo, en línea con su compromiso de simetría.

2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 17 de abril y el 30 de julio de 2019

Annette Kamps y Christian Lizarazo

En este recuadro se describen la situación de liquidez del Eurosistema y las operaciones de política monetaria del BCE durante el tercer y el cuarto períodos de mantenimiento de reservas de 2019, comprendidos entre el 17 de abril y el 11 de junio de 2019, y entre el 12 de junio y el 30 de julio 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 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente. En paralelo, el Eurosistema continuó con la fase de reinversión de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), por lo que siguió reinvertiendo el principal de los valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos que fueron venciendo.

Necesidades de liquidez

En el período analizado, las necesidades de liquidez diarias agregadas del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.511,3 mm de euros, lo que representa un incremento de 14,9 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el primer y el segundo período de mantenimiento de 2019) (cuadro A). Estas necesidades de liquidez ligeramente mayores fueron resultado, en gran medida, del incremento de 13 mm de euros registrado en los factores autónomos netos, que pasaron a situarse en una cifra de 1.381,3 mm de euros durante el período considerado.

El aumento de los factores autónomos netos fue consecuencia del incremento de los factores de absorción de liquidez, que compensó con creces el crecimiento de los factores de inyección de liquidez. El aumento de los factores de absorción de liquidez tuvo su origen principalmente en «Otros factores autónomos», que crecieron, en promedio, 28,2 mm de euros —hasta alcanzar los 788,7 mm de euros—, y en los billetes en circulación, que registraron un incremento medio de 21,8 mm de euros y se situaron en 1.234,1 mm de euros. Los depósitos de las Administraciones Públicas, que pueden mostrar volatilidad estacional, se mantuvieron prácticamente sin variación en un promedio de 270,5 mm de euros (lo que representa un aumento de 7,2 mm de euros) durante el período considerado. Entre los factores de inyección de liquidez, los activos netos denominados en euros aumentaron, en promedio, 16,3 mm de euros —hasta situarse en 213 mm de euros— con respecto al período anterior, durante el cual un patrón estacional al final

del año se tradujo en un incremento más pronunciado. Otro de los factores fue el mayor valor de los activos exteriores netos, que crecieron, en promedio, 27,9 mm de euros, de modo similar al período de referencia anterior.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo - necesidades de liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 17 de abril a 30 de julio de 2019						Período de referencia anterior: 30 de enero - 16 de abril de 2019	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 17 de abril - 11 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 12 de junio - 30 de julio		Primer y segundo período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	2.293,3	(+57,2)	2.253,4	(+3,5)	2.339,0	(+85,6)	2.236,1	(+59,3)
Billetes en circulación	1.234,1	(+21,8)	1.228,1	(+12,4)	1.240,8	(+12,7)	1.212,2	(+2,2)
Depósitos de las AAPP	270,5	(+7,2)	248,3	(-22,2)	295,9	(+47,6)	263,3	(+27,2)
Otros factores autónomos	788,7	(+28,2)	776,9	(+13,3)	802,3	(+25,3)	760,6	(+29,9)
Cuentas corrientes	1.372,5	(+1,2)	1.404,6	(+25,6)	1.335,7	(-68,9)	1.371,3	(+13,7)
Instrumentos de política monetaria	717,5	(-40,1)	730,8	(-17,3)	702,3	(-28,5)	757,6	(-7,3)
Exigencias de reservas mínimas ¹	130,1	(+1,9)	128,8	(+0,4)	131,5	(+2,6)	128,1	(+1,1)
Facilidad de depósito	587,4	(-42,0)	601,9	(-17,7)	570,8	(-31,1)	629,4	(-8,4)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Activo - oferta de liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 17 de abril - 30 de julio de 2019						Período de referencia anterior: 30 de enero - 16 de abril de 2019	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 17 de abril - 11 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 12 de junio - 30 de julio		Primer y segundo período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	912,3	(+44,2)	904,9	(+18,0)	920,8	(+16,0)	868,1	(+75,4)
Activos exteriores netos	699,4	(+27,9)	689,7	(+11,1)	710,3	(+20,6)	671,4	(+32,2)
Activos netos denominados en euros	213,0	(+16,3)	215,1	(+6,9)	210,5	(-4,6)	196,6	(+43,2)
Instrumentos de política monetaria	3.341,2	(-27,9)	3.355,2	(-6,8)	3.325,1	(-30,0)	3.369,1	(-10,8)
Operaciones de mercado abierto	3.341,0	(-28,0)	3.354,8	(-7,1)	3.325,1	(-29,7)	3.369,0	(-10,7)
Operaciones de subasta	715,1	(-12,6)	724,2	(-1,8)	704,7	(-19,5)	727,7	(-4,9)
OPF	5,1	(-0,8)	5,5	(-0,2)	4,6	(-0,9)	5,9	(-1,5)
OFPLM a tres meses	3,3	(-0,7)	3,3	(-0,3)	3,3	(-0,0)	3,9	(-0,7)
Operaciones TLTRO-II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Carteras en firme	2.625,9	(-15,4)	2.630,6	(-5,2)	2.620,4	(-10,3)	2.641,3	(-5,9)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	3,1	(-1,0)	3,2	(-0,7)	2,9	(-0,3)	4,1	(-0,2)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	3,5	(-0,4)	3,5	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3,9	(-0,1)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	261,7	(-0,5)	261,9	(-0,1)	261,5	(-0,4)	262,2	(-0,1)
Programa para los mercados de valores	61,4	(-3,9)	62,8	(+0,1)	59,7	(-3,1)	65,3	(-7,7)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	26,1	(-0,0)	26,2	(+0,3)	26,0	(-0,2)	26,2	(-1,5)
Programa de compras de valores públicos	2.092,4	(-9,2)	2.095,2	(-4,4)	2.089,2	(-6,0)	2.101,6	(+2,9)
Programa de compras de bonos corporativos	177,7	(-0,3)	177,7	(-0,1)	177,6	(-0,1)	178,0	(+0,9)
Facilidad marginal de crédito	0,2	(+0,1)	0,4	(+0,3)	0,0	(-0,3)	0,1	(-0,1)

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 17 de abril - 30 de julio de 2019						Período de referencia anterior: 30 de enero - 16 de abril de 2019	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 17 de abril - 11 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 12 de junio - 30 de julio		Primer y segundo período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas	1.511,3	(+14,9)	1.477,4	(-14,3)	1.550,0	(+72,6)	1.496,4	(-15,1)
Factores autónomos ²	1.381,3	(+13,0)	1.348,6	(-14,7)	1.418,6	(+70,0)	1.368,3	(-16,2)
Exceso de liquidez	1.829,6	(-42,9)	1.877,4	(+7,3)	1.775,1	(-102,3)	1.872,5	(+4,3)

Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Período de referencia actual: 17 de abril - 30 de julio de 2019						Período de referencia anterior: 30 de enero - 16 de abril de 2019	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 17 de abril - 11 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 12 de junio - 30 de julio		Primer y segundo período 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)	-0,367	(-0,01)	-0,367	(-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.

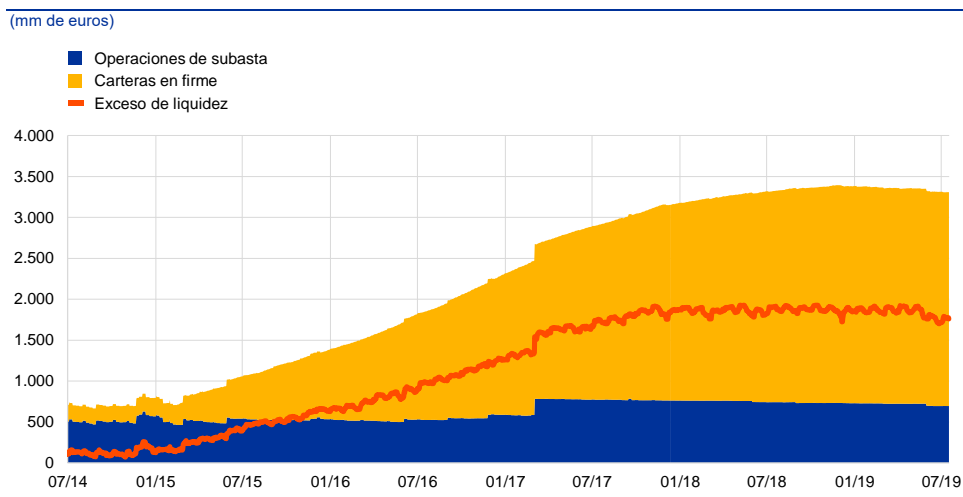
2) El valor total de los factores autónomos incluye también «partidas en curso de liquidación».

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 carteras mantenidas con fines de política monetaria— se redujo en 27,9 mm de euros, hasta un importe de 3.341,2 mm de euros (véase gráfico A). Este descenso estuvo motivado por la menor demanda en las operaciones de subasta y por la disminución de la liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas con fines de política monetaria, debido a las amortizaciones de los valores adquiridos en el marco del programa para los mercados de valores (SMP, por sus siglas en inglés) y a un ligero retroceso del valor contable de los activos adquiridos en el programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés). Durante la fase de reinversión es posible que, por razones operativas, se produzcan algunas desviaciones temporales en el tamaño y la composición del APP.

Gráfico A

Evolución de la liquidez proporcionada a través de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

El volumen medio de liquidez proporcionado mediante las operaciones de subasta disminuyó ligeramente (en 12,6 mm de euros) durante el período considerado y se situó en 715,1 mm de euros. Esta disminución fue atribuible, principalmente, a la menor liquidez inyectada mediante las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), que se redujo, en promedio, en 11,2 mm de euros, como resultado de los reembolsos anticipados voluntarios. La menor demanda de las entidades de contrapartida se tradujo en un descenso (de 0,8 mm de euros) de la liquidez proporcionada a través de las OPF hasta situarse, en promedio, en 5,1 mm de euros, y en una caída (de 0,7 mm de euros) de la liquidez inyectada mediante las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses, que se situó, en promedio, en 3,3 mm de euros.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria se redujo en 15,4 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.625,9 mm de euros, debido a las amortizaciones de los bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y a un ligero descenso observado en el PSPP. Las amortizaciones de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos primeros programas de adquisiciones de bonos garantizados ascendieron a 5,4 mm de euros en total. Con respecto a las carteras del APP, desde el 1 de enero de 2019 el programa se encuentra en la fase de reinversión. Durante esta fase es posible que, por razones operativas, se produzcan algunas desviaciones temporales en el tamaño y la composición del APP¹⁴. El PSPP se redujo levemente (9,2 mm de euros) durante el período considerado y se situó, en promedio, en 2.092,4 mm de euros.

¹⁴ Véase el artículo titulado «[Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez se redujo en comparación con el período anterior, en 42,9 mm de euros, hasta los 1.829,6 mm de euros (véase gráfico A). Este descenso refleja el aumento de los factores autónomos netos y la disminución de la liquidez inyectada a través de las operaciones de subasta y de las carteras mantenidas con fines de política monetaria del Eurosistema. 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 un leve incremento (de 1,2 mm de euros) y se situaron en 1.372,5 mm de euros, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito descendió en 42 mm de euros y se situó en 587,4 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 %, sin variación con respecto al período de referencia anterior. El eonia fluctuó en una banda comprendida entre el mínimo de -0,379 % observado el 19 de junio y el máximo del -0,252 % registrado el 7 de junio, antes del lunes de Pentecostés (10 de junio). El aumento del tipo coincidió con una caída notable del volumen de casi 800 millones de euros, hasta situarse en 611 millones de euros entre el jueves, 6 de junio, y el viernes, 7 de junio. Cabe señalar que las entidades de crédito que integran el panel que determina el eonia han mostrado desde siempre una tendencia a pasar de plazos de un día a plazos de dos o tres días con el propósito de cubrir los fines de semana largos. Como resultado, el volumen del eonia suele reducirse bruscamente esos días. En cuanto al mercado monetario de operaciones con garantía, el diferencial de los tipos *repo* medios a un día del mercado con activos de garantía generales (GC Pooling)¹⁵ entre las cestas estandarizada y ampliada de activos de garantía se amplió ligeramente. En comparación con el período de referencia anterior, el tipo *repo* medio a un día para la cesta estandarizada de activos de garantía aumentó en 0,6 puntos básicos, hasta situarse en el -0,419 %, mientras que el correspondiente a la cesta ampliada registró un incremento de 1,1 puntos básicos y se situó en el -0,397 %.

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

3 El papel de los factores internos y externos en la caída de la producción industrial de la zona del euro

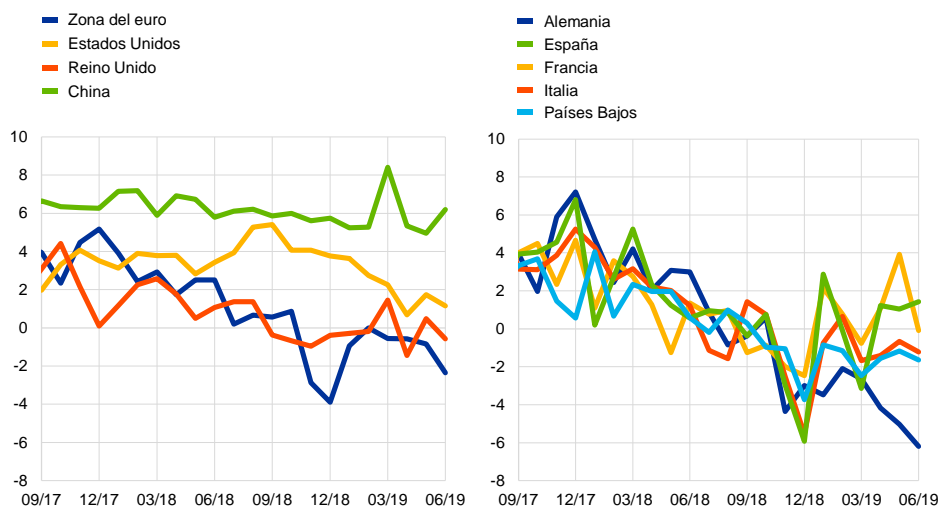
Roberto A. De Santis y Srečko Zimic

Después de experimentar un acusado descenso en 2018, en un contexto de debilidad del comercio mundial, la tasa de crecimiento interanual de la producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro se recuperó marginalmente en 2019, aunque se mantuvo en niveles negativos. En el período comprendido entre enero de 2018 y junio de 2019, esta tasa se redujo 6,3 puntos porcentuales en total y pasó del 3,9 % al -2,4 % (véase gráfico A). Esta caída es, con diferencia, la mayor registrada en las principales economías en ese período. En Estados Unidos, la producción industrial empezó a disminuir más tarde, en septiembre de 2018. Entre los países más importantes de la zona del euro, los descensos más acusados correspondieron a Alemania (10,9 puntos porcentuales), Países Bajos (5,7 puntos porcentuales) e Italia (5,5 puntos porcentuales). En Francia y en España, la producción industrial cayó en 2018, en consonancia con la evolución observada en los demás países de la zona del euro, pero esta tendencia negativa revirtió en 2019, aunque la volatilidad sigue siendo elevada. La ralentización de la actividad manufacturera en la zona parece haber tenido un impacto adverso sobre las tasas de crecimiento de algunos subcomponentes de los servicios, aunque hasta ahora este sector ha mantenido, en general, una capacidad de resistencia relativa. En este recuadro se examinan los factores que explican la evolución de la producción industrial de la zona del euro, con el objetivo de cuantificar la importancia relativa de las perturbaciones internas frente a las externas, desde la óptica de un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR, por sus siglas en inglés) multipaís.

Gráfico A

Producción industrial, excluida la construcción, de la zona del euro y de otras economías importantes

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: La última observación corresponde a junio de 2019.

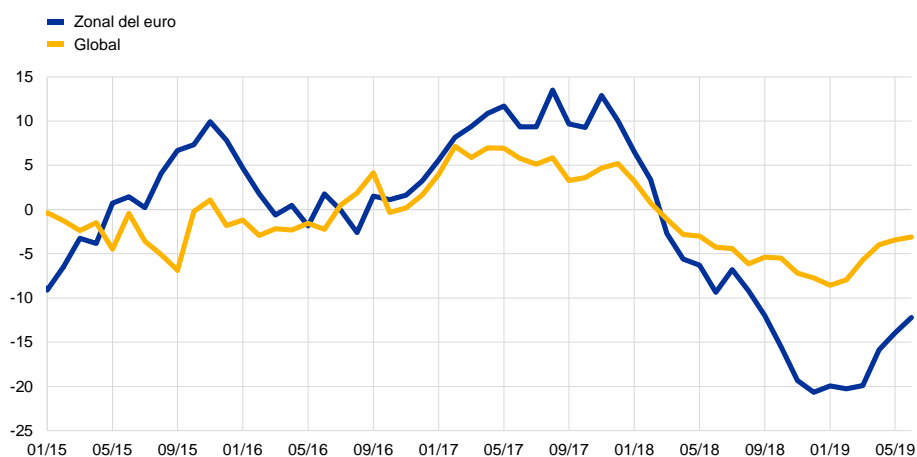
La evolución descrita se produjo en un entorno de caída del comercio mundial.

Como consecuencia de la intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, y de la incertidumbre sobre el Brexit, los nuevos pedidos exteriores se desplomaron a nivel global durante el período considerado, y la caída fue aún más pronunciada en la zona del euro (véase gráfico B).

Gráfico B

Índices de directores de compras de nuevos pedidos exteriores: global y de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: Markit.

Nota: La última observación corresponde a junio de 2019.

Para analizar la relevancia del contagio de factores externos a la producción industrial de la zona del euro se utiliza un modelo que incorpora esta producción en varias economías importantes. En el modelo se emplean series

mensuales desestacionalizadas de la producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro, China, Reino Unido y Estados Unidos (véase gráfico A). La estimación cubre un período muestral relativamente breve (de enero de 2007 a junio de 2019), en parte porque puede que las relaciones económicas entre los países fueran diferentes antes de la crisis económica y financiera mundial, pero también para incluir datos de China. Asimismo, el modelo incluye un factor global, que se aproxima por el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) global de nuevos pedidos exteriores (véase gráfico B). Para dar mayor relevancia a este factor de comercio mundial, se considera que reacciona solo de forma retardada a las perturbaciones de la producción industrial en los distintos países, mientras que la producción industrial de cada país reacciona a las perturbaciones globales de forma contemporánea. Todas las demás variables se modelizan partiendo del supuesto de que una perturbación tiene un efecto inmediato sobre la variable en el país de origen que, en términos absolutos, es superior a su impacto sobre variables externas¹⁶.

Los resultados del modelo sugieren que la caída de la producción industrial de la zona del euro del año pasado estuvo determinada por el debilitamiento de la demanda externa de bienes de la zona y por perturbaciones internas adversas. Aunque la debilidad del comercio internacional fue el factor que más contribuyó al menor crecimiento de la producción industrial de la zona del euro en la primera mitad de 2018 (véanse las barras de color gris del gráfico C)¹⁷, a partir de julio de 2018 factores específicos de la zona del euro también desempeñaron un papel destacado (véanse las barras de color amarillo). Además, se ha de señalar que la producción industrial de la zona se ha visto afectada por la evolución observada recientemente en Estados Unidos (véanse las barras de color rojo del gráfico C). La contribución negativa de China se ha mantenido relativamente estable desde principios de 2016. Habida cuenta de la evolución que se muestra en el gráfico A para Alemania, las perturbaciones internas de la zona del euro podrían reflejar una dinámica negativa del sector automovilístico alemán. La introducción de una nueva prueba para la medición de las emisiones de los automóviles el 1 de septiembre de 2018 —el procedimiento de ensayo de vehículos ligeros armonizado a nivel mundial (WLTP, por sus siglas en inglés)—, que provocó perturbaciones de oferta en Alemania, y quizás también la posible prohibición de los motores diésel anunciada en el verano de 2018, cuya entrada en vigor en las grandes ciudades alemanas está prevista para 2019 —lo que puede haber disuadido a los consumidores de comprar vehículos diésel—, parecen ser los principales determinantes, transitorios y específicos de un país, que explican buena parte de la caída de la producción industrial observada en la zona del euro en la segunda mitad de 2018. El aumento más reciente de la contribución negativa de los factores internos al crecimiento de la producción industrial de la zona del euro (en junio de 2019) se debe al menor crecimiento de la producción industrial en Alemania (véase

¹⁶ El método de identificación de perturbaciones se explica en R. A. De Santis y S. Zimic, «*Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions*», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 33, n.º 5, 2018, pp. 727-747.

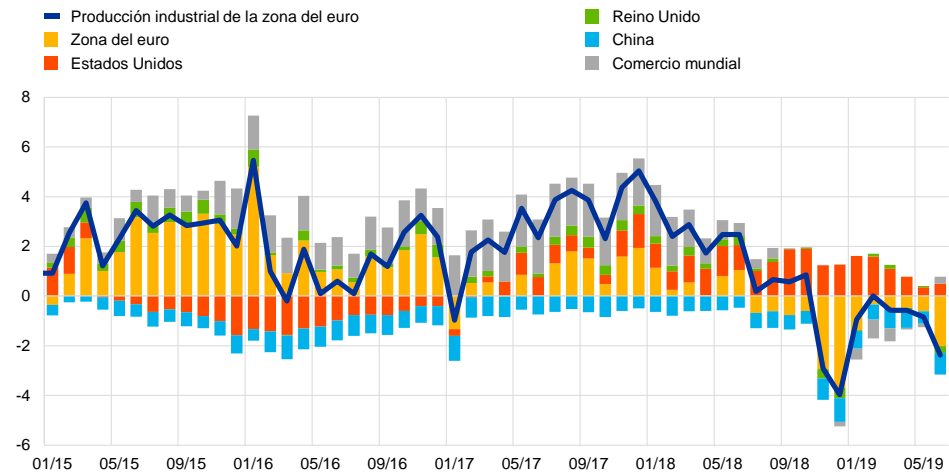
¹⁷ En la primera mitad de 2018, la contribución negativa del factor de comercio mundial a la variación de la producción industrial de la zona del euro fue de 1,5 puntos porcentuales, que es la diferencia entre la barra de color gris (gráfico C) de junio de 2018 y la correspondiente a enero de 2018.

gráfico A), lo que posiblemente esté vinculado al avance más débil del consumo en este país en el segundo trimestre de 2019.

Gráfico C

Descomposición de las perturbaciones sobre la producción industrial, excluida la construcción, de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las perturbaciones sobre la producción industrial de los países se identifican utilizando el método de restricciones de magnitud absoluta (véase R. A. De Santis y S. Zimic, *op. cit.*), que se supone que el impacto de la perturbación en la economía nacional cuando se produce es mayor en términos absolutos que la magnitud del contagio de una perturbación externa. Se considera que el PMI global de nuevos pedidos exteriores, que es una aproximación del comercio mundial, reacciona a las perturbaciones sobre la producción industrial de los países de forma retardada. El período muestral total abarca de enero de 2007 a junio de 2019.

En síntesis, la caída del crecimiento de la producción industrial de la zona del euro durante el año pasado parece haber estado determinada tanto por la intensificación de las tensiones comerciales como por factores internos. Entre julio de 2018 y junio de 2019, el factor de comercio mundial y todos los factores asociados a la evolución de China, Reino Unido y Estados Unidos explican el 37 % de la reducción del crecimiento de la producción industrial de la zona del euro, mientras que los factores internos contribuyeron al 63 % de la caída, aunque parte de este efecto puede ser resultado de factores transitorios relacionados con el sector del automóvil en la segunda mitad de 2018. La notable debilidad de la actividad manufacturera puede estar transmitiéndose a algunos subcomponentes de los servicios, pero, en general, este sector está resistiendo la perturbación negativa. Las posibles implicaciones para los servicios deben vigilarse de cerca.

Comparación de la expansión actual del empleo en la zona del euro con patrones históricos

Vasco Botelho y António Dias da Silva

En este recuadro se analiza la expansión actual del empleo en la zona del euro y se compara con períodos anteriores de crecimiento de la ocupación.

Desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2013, el empleo ha crecido durante casi seis años consecutivos en la zona del euro. Desde que comenzó su actual fase expansiva, el empleo ha aumentado en más de 11 millones de personas, mientras que la tasa de paro se ha reducido más de 4 puntos porcentuales y se ha situado en niveles próximos a los observados antes de la crisis. Al mismo tiempo, el avance de la productividad del trabajo y de los salarios reales ha sido relativamente débil. En este contexto, el objetivo de este recuadro es identificar las similitudes y las diferencias entre la actual expansión del empleo y episodios de crecimiento anteriores. En particular, se adopta una perspectiva de largo plazo para analizar la relación entre el avance del empleo y el del PIB, el comportamiento del desempleo y la relación entre el crecimiento de la productividad y el de los salarios reales. Este análisis se basa en datos anuales de la base de datos AMECO de la Comisión Europea relativos a los doce primeros países que integraron la zona del euro¹⁸ y correspondientes al período comprendido entre 1960 y 2018. A continuación, esta información se divide en diez períodos distintos de crecimiento consecutivo —positivo o negativo— del empleo¹⁹, que permiten identificar fases expansivas y contractivas del empleo y son una referencia útil para evaluar la fortaleza y la madurez de la expansión actual.

Desde una perspectiva histórica, la expansión actual del empleo no ha sido especialmente prolongada por el momento, y su crecimiento medio está siendo marginalmente inferior al observado durante la anterior fase expansiva.

El gráfico A muestra el crecimiento medio anual del empleo y del PIB en los doce países considerados durante los períodos de expansión y contracción identificados. La duración mediana de la expansión del empleo fue de unos seis años —el período más largo de crecimiento consecutivo en el horizonte temporal analizado en este recuadro fue el comprendido entre 1995 y 2008—, mientras que la duración mediana de la contracción del empleo fue de alrededor de dos años. En este contexto, la actual fase expansiva del empleo no es especialmente prolongada. Si se considera el ritmo de avance, en los tres últimos períodos de crecimiento del

¹⁸ Los doce países considerados en este análisis son Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. A este grupo de países de la zona del euro (ZE) se le denomina «ZE-12».

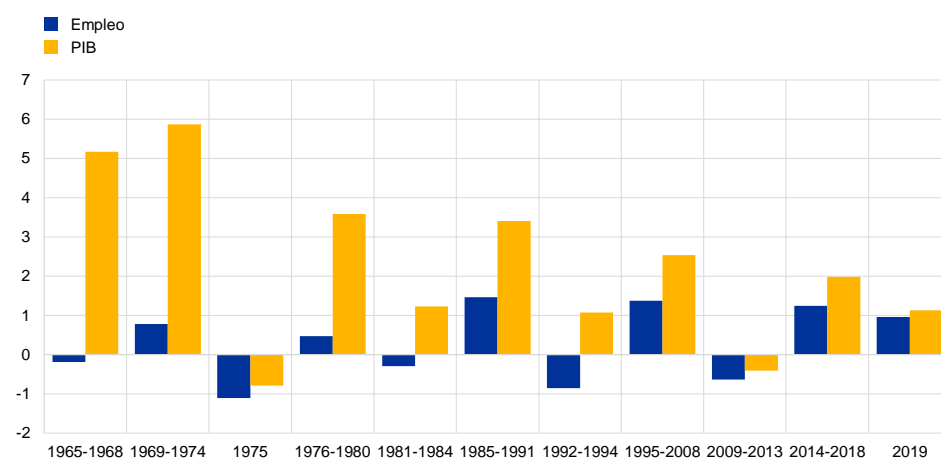
¹⁹ Partiendo de esta definición, los datos históricos correspondientes a los años comprendidos entre 1960 y 2018 se dividieron en diez períodos distintos. El año 2011 es una excepción, dado que se ha incluido en un período de contracción pese a registrar un ligero incremento del crecimiento del empleo. Los datos correspondientes a 2019 se muestran de forma separada y se basan en las previsiones económicas de primavera de 2019 de la Comisión Europea, para garantizar la coherencia con el análisis de los datos históricos de AMECO.

empleo, este aumentó, en promedio, un 1,4 % al año. En cambio, en la expansión actual, el empleo ha crecido a una tasa aproximada del 1,2 % al año entre 2014 y 2018, y las previsiones señalan una tasa más baja para 2019²⁰.

Gráfico A

Crecimiento medio anual del empleo y crecimiento del PIB real

(porcentajes, por año)



Fuentes: Base de datos AMECO de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de 2019 se basan en las previsiones económicas de primavera de la Comisión Europea para la ZE-12, que pueden consultarse en la base de datos AMECO.

Asimismo, si el avance del empleo se analiza en relación con el del PIB real, el peso del empleo en la actual expansión es mayor que en ciclos expansivos anteriores²¹. De hecho, la tasa media de crecimiento del PIB real en la actual fase de expansión del empleo es la más baja observada en cualquiera de los ciclos expansivos del período de la muestra, aunque el avance del empleo se ha ralentizado en menor medida. Desde una perspectiva de más largo plazo, las tres últimas fases de crecimiento del empleo (2014-2018, 1995-2008 y 1985-1991) se caracterizaron por registrar un ritmo de avance considerablemente superior al de períodos anteriores. Ello implica que la elasticidad del crecimiento del empleo (al crecimiento del PIB) ha aumentado en estas tres últimas fases y que se ha incrementado de forma ininterrumpida entre el período 1985-1991 y la expansión actual (véase gráfico B).

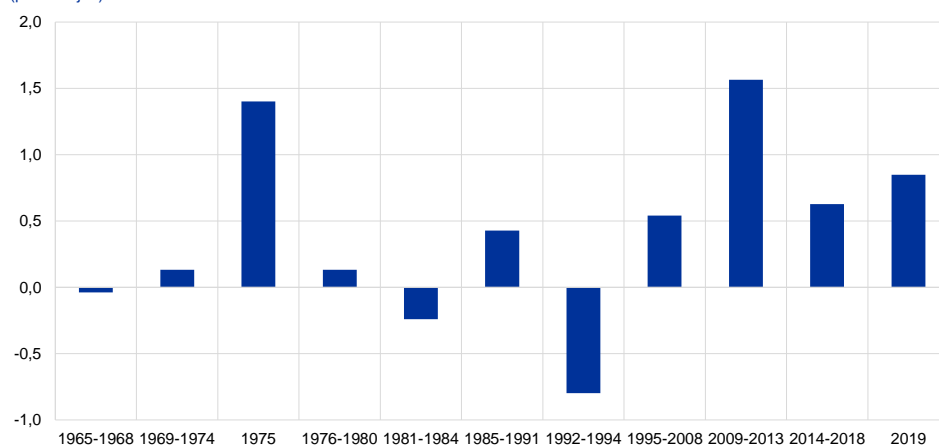
²⁰ Dado que el objetivo de este análisis es comparar el crecimiento del empleo con el del PIB, no se tiene en cuenta explícitamente el cambio demográfico a lo largo del tiempo. En cambio, si se considera la ratio empleo/población, la evolución del empleo en el actual período expansivo parece mucho más pronunciada que en expansiones anteriores. En particular, en 2015 esta ratio (para el grupo de edades comprendidas entre 15 y 64 años) alcanzó cotas registradas antes de la crisis, y actualmente se sitúa en el nivel más alto observado durante el horizonte temporal analizado en este recuadro.

²¹ Véase también el recuadro titulado «Crecimiento del empleo y del PIB en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.

Gráfico B

Elasticidad del empleo al PIB real

(porcentajes)



Fuentes: Base de datos AMECO de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de 2019 se basan en las previsiones económicas de primavera de la Comisión Europea para la ZE-12, que pueden consultarse en la base de datos AMECO. La elasticidad se calcula como la ratio entre el crecimiento acumulado del empleo y el crecimiento acumulado del PIB en cada período.

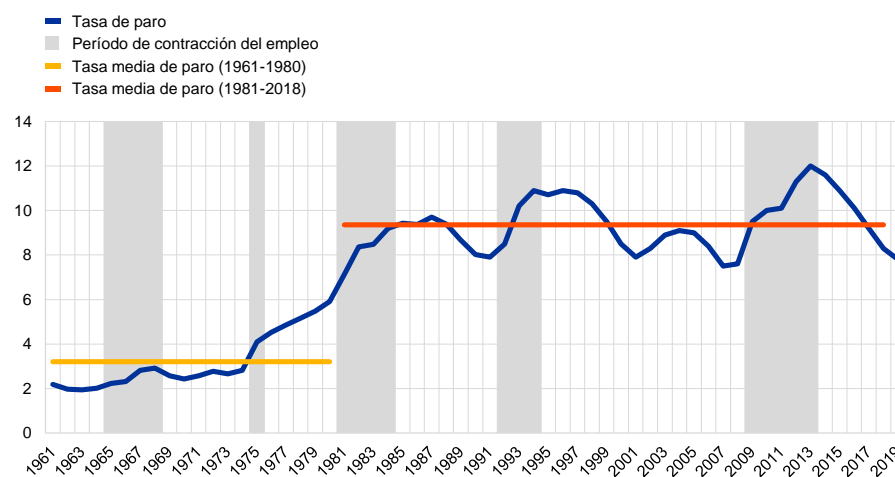
Además, la caída de la tasa de paro en el actual período expansivo ha sido especialmente acusada desde una perspectiva histórica. Durante los años 2014-2018, la tasa de paro se redujo, en promedio, 0,7 puntos porcentuales al año, el mayor ritmo de descenso de cualquiera de los períodos de cinco años de la muestra (véase gráfico C). Esta rápida caída se produjo en un contexto en el que dicha tasa se situó en niveles históricamente elevados. Desde una perspectiva de largo plazo se puede identificar un posible cambio estructural de la tasa de paro del grupo de doce países hacia mediados de los años setenta, cuando alcanzó un nivel sustancialmente más elevado²². De hecho, durante las tres últimas décadas, la tasa de paro anual rara vez se ha situado por debajo del 8 %. Si continúa reduciéndose al ritmo actual, en 2020 registrará niveles inferiores a los observados antes de la crisis. No obstante, queda por ver si la tasa de desempleo de la zona del euro podría disminuir hasta acercarse más a las cotas observadas antes de los años ochenta.

²² Varios autores han tratado de explicar el aumento del desempleo en Europa. Véase, por ejemplo, O. Blanchard, «European unemployment: the evolution of facts and ideas», *Economic Policy*, vol. 21, n.º 45, 2006, pp. 5-59, donde se sostiene que existen varias causas posibles del incremento observado en la década de los setenta. El aumento inicial del desempleo en Europa se atribuye al impacto de perturbaciones adversas y, en gran medida, comunes, como la subida de los precios del petróleo y la desaceleración del crecimiento de la productividad. Además, la existencia de instituciones diferentes se ha traducido en resultados heterogéneos en los distintos países, y algunas políticas de empleo no fueron la respuesta adecuada para afrontar el aumento del desempleo.

Gráfico C

Tasa de paro

(porcentajes)



Fuentes: Base de datos AMECO de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de 2019 se basan en las previsiones económicas de primavera de la Comisión Europea para la ZE-12, que pueden consultarse en la base de datos AMECO.

El descenso del desempleo y el crecimiento del empleo en la expansión actual han coincidido con una moderación de los costes laborales, que, sin embargo, ha sido menos intensa que la observada en la expansión anterior. Los salarios

reales crecieron a una tasa media del 0,3 % al año durante el período 2014-2018, por debajo de la tasa del 0,5 % registrada en la fase expansiva precedente. Sin embargo, el crecimiento medio de la productividad en la expansión actual ha sido de solo el 0,7 %, mientras que en la anterior se situó en el 1,1 %²³. Así pues, los costes laborales unitarios reales han seguido disminuyendo, aunque a un ritmo menor²⁴ (véase gráfico D). Desde una perspectiva de más largo plazo, la caída del crecimiento medio del PIB, junto con la mayor elasticidad de la expansión del empleo al avance del PIB, está asociada a una reducción de la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo por persona ocupada. La desaceleración de la productividad en los doce países de la muestra se ha prolongado a lo largo de las cuatro últimas décadas y ha ido acompañada de una ralentización del avance de los salarios reales. Esta ralentización fue especialmente acusada si se compara con la del crecimiento de la productividad durante la década de 1980, lo que dio lugar a una fuerte caída de la participación de las rentas del trabajo en el PIB en ese período, ya que los salarios reales empezaron a reaccionar con menor intensidad a la evolución de la productividad del trabajo.

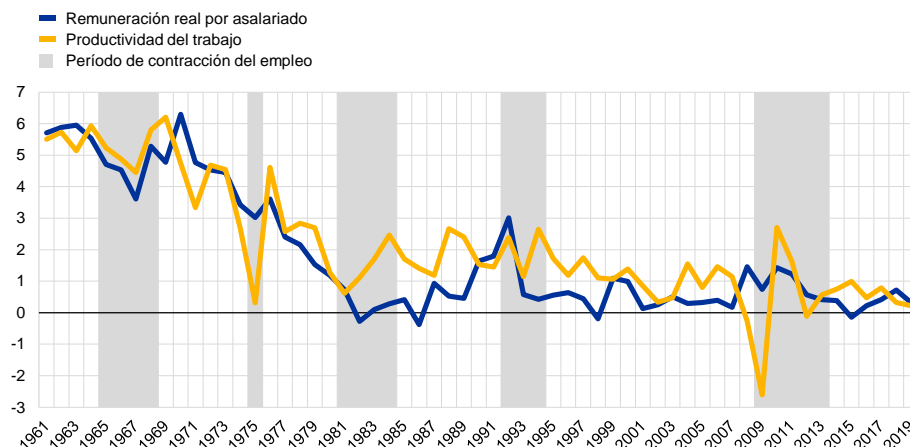
²³ Los salarios reales se definen como la remuneración por asalariado en términos reales en el total de la economía, mientras que la productividad del trabajo se define como el producto interior bruto real por persona ocupada. Para la conversión de términos nominales a reales se utiliza el deflactor de precios del PIB a precios de mercado.

²⁴ La tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios reales puede calcularse como la diferencia entre la tasa de avance de los salarios reales y la de la productividad del trabajo. Así pues, los costes laborales unitarios reales se redujeron, en promedio, un 0,6 % al año durante el período de expansión del empleo 1995-2008 y están experimentando un descenso medio del 0,4 % al año en la actual fase expansiva.

Gráfico D

Productividad del trabajo y remuneración real por asalariado

(tasas de crecimiento, porcentajes)



Fuentes: Base de datos AMECO de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de 2019 se basan en las previsiones económicas de primavera de la Comisión Europea para la ZE-12, que pueden consultarse en la base de datos AMECO.

En general, este análisis de largo plazo ayuda a poner en perspectiva la reciente recuperación con respecto a periodos anteriores de expansión y contracción del empleo. Desde mediados de los años ochenta, el empleo

reacciona al crecimiento del PIB con más intensidad, y en la expansión actual tiene mayor peso que en las anteriores. Sin embargo, la elasticidad del empleo al PIB ha sido históricamente más elevada (en términos absolutos) en las fases contractivas del empleo que en las expansivas, lo que pone en evidencia cierta asimetría en el ajuste de empleo en las fases alcistas y bajistas. La relación entre el avance del empleo y el del PIB puede haberse visto afectada por muchos factores, como las reformas estructurales orientadas a aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos, o los cambios de largo plazo en la composición sectorial del empleo y su crecimiento en el sector servicios. En definitiva, los cambios observados en la relación de largo plazo entre el empleo y el PIB, por un lado, y la remuneración real por asalariado y la productividad, por otro, también podrían reflejar otros factores, como un desplazamiento favorable de la curva de oferta de trabajo, o una evolución desfavorable de la productividad total de los factores o de la productividad del capital que contribuye al fortalecimiento de la demanda de trabajo frente a la de capital.

La volatilidad de la renta de los hogares a lo largo del ciclo económico

Moreno Roma Maarten Dossche y Jacob Hartwig

La renta de los hogares y la desigualdad de la riqueza han cobrado mayor importancia a la hora de entender la evolución de la economía en su conjunto.

Desde la crisis financiera ha aumentado la conciencia de que la heterogeneidad de los hogares y las empresas es esencial para comprender las fluctuaciones del ciclo económico (por ejemplo, a través de sus carteras o las dificultades en el acceso al crédito)²⁵. Al mismo tiempo, el público se interesa cada vez más por los aspectos distributivos de las políticas económicas. Además, la mayor disponibilidad de datos desagregados de empresas u hogares permite documentar regularidades empíricas microeconómicas relevantes. En esta línea, en este recuadro se arroja luz sobre la relación entre las fluctuaciones del ciclo económico y las variaciones de la renta de los trabajadores en la zona del euro.

La evidencia sugiere que la volatilidad de la renta de los hogares varía a lo largo del ciclo económico y de manera desigual entre trabajadores.

La volatilidad de los ingresos laborales de cada miembro del hogar puede considerarse la principal fuente de incertidumbre de la renta familiar, antes de tener en cuenta las transferencias sociales o la suma de recursos de los distintos miembros del hogar. Dada la importancia de dicho componente, Guvenen *et al.* documentan la distribución de las variaciones de los ingresos individuales utilizando un amplio conjunto de datos desagregados procedentes de registros administrativos de Estados Unidos²⁶, y muestran empíricamente que la asimetría de las variaciones de la renta es muy procíclica: la probabilidad de que los ingresos aumenten de forma acusada es menor durante las recesiones, siendo más probable que registren caídas sustanciales. Además, documentan que las perturbaciones agregadas no afectan de la misma manera a trabajadores con características diferentes: los ingresos de algunos trabajadores (por ejemplo, jóvenes, personas con salarios más bajos) son sistemáticamente más sensibles al ciclo económico que los de otros colectivos. Estos resultados contradicen las implicaciones de los modelos que habitualmente se utilizan para modelizar la incertidumbre en la renta de los hogares.

La incertidumbre de los hogares sobre su renta es importante para la propagación de las perturbaciones macroeconómicas y para la transmisión de las políticas económicas.

Varios autores consideran que los cambios en el grado de incertidumbre sobre la renta futura generan un ahorro por motivo precaución cuya magnitud cambia con el ciclo económico, lo que incrementa notablemente la

²⁵ Véase S. Ahn, G. Kaplan, B. Moll, T. Winberry y C. Wolf, «When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality», *NBER Macroeconomics Annual 2017*, vol. 32, 2018.

²⁶ Véase F. Guvenen, S. Ozkan y J. Song, «The Nature of Countercyclical Income Risk», *Journal of Political Economy*, vol. 122, n.º 3, junio de 2014, pp. 621-660.

sensibilidad del consumo a las fluctuaciones de la renta agregada²⁷. La evidencia muestra también que la proporción de los aumentos en la renta disponible que los hogares destinan al consumo es mayor en los hogares que afrontan una mayor incertidumbre respecto a su renta, lo que hace que el consumo agregado sea aún más sensible al ciclo económico²⁸. En la medida en que las rentas de los hogares con una propensión marginal a consumir elevada se beneficien más de las políticas macroeconómicas de estabilización, las diferencias entre hogares en el grado de incertidumbre sobre su renta también amplifican los efectos de las políticas fiscales y monetarias²⁹.

Las diferencias entre países de la zona del euro en el grado de incertidumbre sobre la renta futura pueden estudiarse utilizando información sobre ingresos procedente de encuestas. Debido a que la disponibilidad de datos era limitada hasta hace poco, todavía no se ha realizado ningún análisis sistemático de las tendencias —a lo largo del tiempo y a nivel individual— de la volatilidad de los ingresos de los trabajadores en la zona. Para abordar dicha cuestión, en este recuadro se utilizan los datos longitudinales sobre los niveles de renta individual observados durante un período de cuatro años obtenidos de la encuesta de la Unión Europea sobre la renta y las condiciones de vida (*European Union Statistics on Income and Living Conditions* [EU-SILC]). El análisis se centra en los cuatro países de mayor tamaño de la zona del euro. Ello contribuye a comprender mejor las regularidades empíricas microeconómicas en los países de la zona, al tiempo que se analizan las diferencias nacionales en términos de estructuras económicas y evolución macroeconómica reciente³⁰.

²⁷ Véanse A. McKay, «Time-varying idiosyncratic risk and aggregate consumption dynamics», *Journal of Monetary Economics*, vol. 88, junio de 2017, pp. 1-14; C. Bayer, R. Luetticke, L. Pham-Dao y V. Tjaden, «Precautionary Savings, Illiquid Assets, and the Aggregate Consequences of Shocks to Household Income Risk», *Econometrica*, vol. 87, número 1, enero de 2019, pp. 255-290, y J. Heathcote y F. Perri, «Wealth and Volatility», *The Review of Economic Studies*, vol. 85, número 4, octubre de 2018, pp. 2173-2213.

²⁸ Véanse T. Jappelli y L. Pistaferri, «Fiscal Policy and MPC Heterogeneity», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n.º 4, octubre de 2014, pp. 107-136, y A. Auclert, «Monetary Policy and the Redistribution Channel», *American Economic Review*, vol. 109, n.º 6, junio de 2019, pp. 2333-2367.

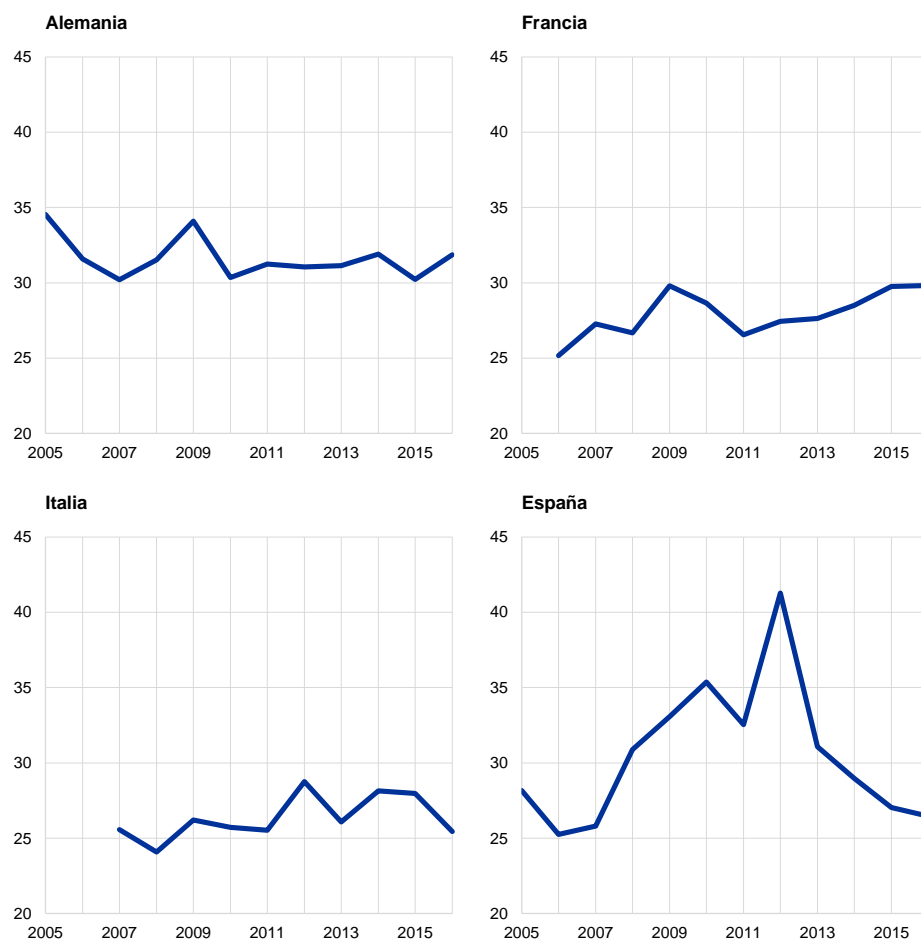
²⁹ Véanse M. Ampudia, D. Georgarakos, J. Slacalek, O. Tristani, P. Vermeulen y G. Violante, «Monetary policy and household inequality», *Working Paper Series*, n.º 2170, BCE, julio de 2018, y G. Kaplan y G. Violante, «A Model of the Consumption Response to Fiscal Stimulus Payments», *Econometrica*, vol. 82, n.º 4, julio de 2014, pp. 1199-1239.

³⁰ La información disponible para Alemania no permite seguir a los mismos hogares a lo largo del tiempo. Dado que los datos de las estadísticas EU-SILC relativas a este país se basan en el Panel Socioeconómico alemán (SOEP, por sus siglas en alemán), en el análisis se utiliza la versión de la EU-SILC creada recientemente y que se proporciona con el SOEP a partir de la versión 34.

Gráfico A

Riesgo de caídas de la renta salarial

(porcentaje de personas que experimentan una reducción en su renta salarial respecto al año previo)



Fuentes: Eurostat, DIW Berlin y cálculos del BCE.

Nota: Porcentaje de personas de entre 25 y 65 años que experimentan una reducción de su renta salarial (basado en el componente PY010G [renta monetaria bruta del asalariado] de los ficheros de datos longitudinales de EU-SILC; para Alemania se utiliza la versión de los ficheros de datos longitudinales de EU-SILC basada en el SOEP).

La proporción de individuos que sufren caídas en su renta salarial aumenta en las recesiones, pero la magnitud de esos cambios varía por países.

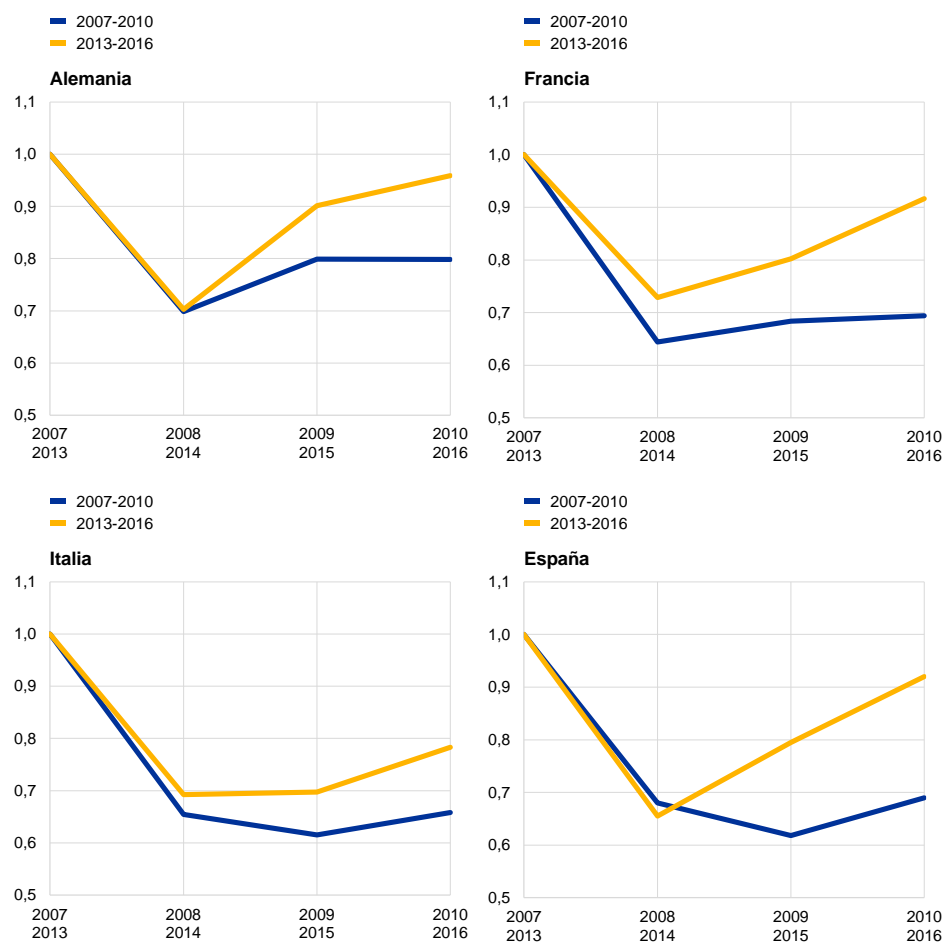
En el gráfico A se muestra la evolución de la proporción de trabajadores que experimentan una reducción de la renta salarial con respecto al año anterior (es decir, el cambio observado en la renta)³¹. Durante las recesiones, a medida que aumenta el número de trabajadores que pasan a estar desempleados, se incrementa la proporción de trabajadores cuya renta salarial disminuye, y viceversa. Esto se apreció claramente en 2008 y 2009, durante la crisis financiera, pero incluso más en España en 2011 y 2012, durante la crisis de deuda soberana. En este país, la mayor variabilidad del desempleo también se refleja en una mayor variabilidad del porcentaje de trabajadores que experimentan una disminución de la renta salarial. Esto es mucho menos habitual en Alemania, Francia e Italia, cuyos mercados de trabajo son más estables.

³¹ El porcentaje de trabajadores que experimentan una reducción de sus ingresos salariales refleja distintos fenómenos: períodos de desempleo, recortes de salarios y ajustes de la oferta de trabajo tanto en el margen intensivo como en el extensivo. Por tanto, este indicador no puede interpretarse como una medida de la rigidez salarial.

Gráfico B

Evolución de la renta salarial tras una reducción importante de la renta

(renta normalizada a 1 el primer año)



Fuentes: Eurostat, DIW Berlin y cálculos del BCE.

Nota: Tendencias de la renta salarial normalizada de hombres de entre 26 y 50 años que experimentan una reducción importante de la renta (definida como una disminución de los ingresos superior al 15 %) en 2007 o en 2013 (renta basada en el componente PY010G [renta monetaria bruta del asalariado] de los ficheros de datos longitudinales de EU-SILC; para Alemania se utiliza la versión de los ficheros de datos longitudinales de EU-SILC basada en el SOEP).

El efecto de una variación a la baja en la renta es persistente, lo que tiene un impacto considerable en las rentas a lo largo de la vida. En el gráfico B se muestra que, tras una disminución acusada de la renta salarial anual de una persona, la renta tiende a ser sustancialmente más baja durante los dos años siguientes. Esto sugiere que el efecto de una variación a la baja de la renta es persistente, lo que implica que las pérdidas de empleo pueden afectar de forma significativa a la renta permanente, y, por tanto, también al gasto en consumo³². Por otra parte, la persistencia de este riesgo también parece depender de la situación del ciclo económico: las caídas de la renta registradas desde 2013, cuando comenzó la expansión económica actual, parecen haber sido de naturaleza menos persistente que las que se produjeron al inicio de la crisis financiera. Aunque hay diferencias significativas entre países en la variación de

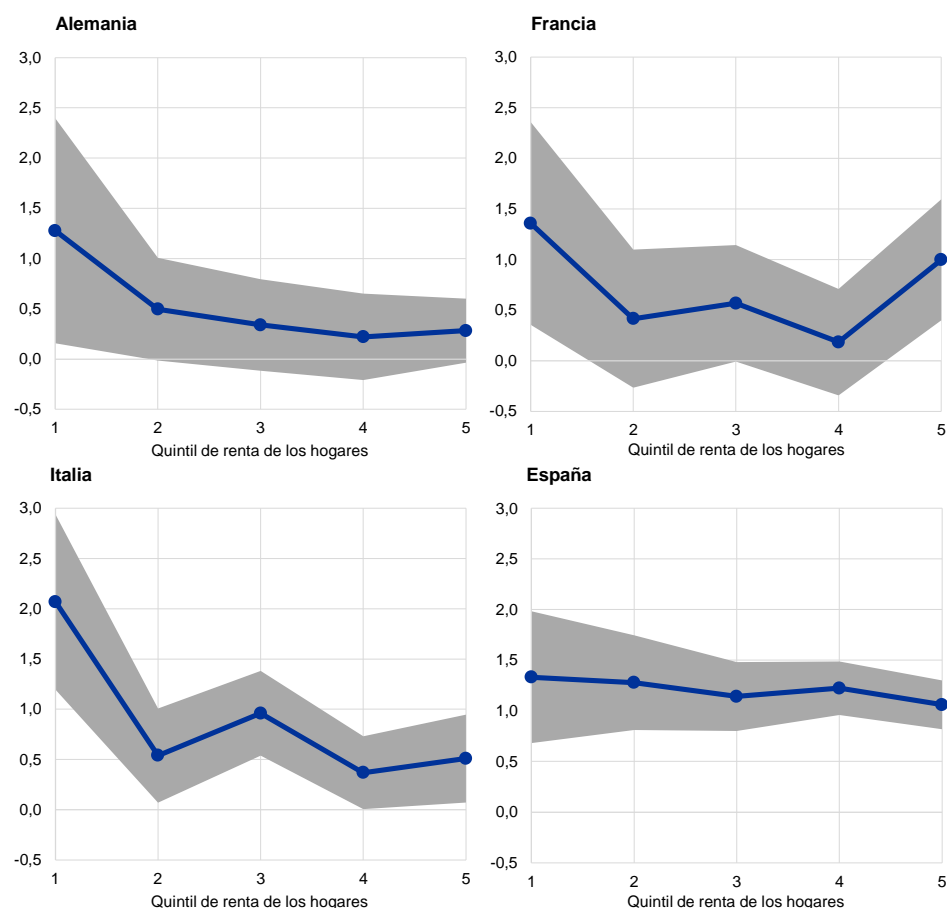
³² Véase C. Pissarides, «Loss of Skill During Unemployment and the Persistence of Employment Shocks», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, n.º 4, noviembre de 1992, pp. 1371-1391.

la proporción de trabajadores que experimentan una reducción de la renta salarial, parece que el grado de persistencia es bastante comparable.

Gráfico C

Coefficientes beta de trabajadores a lo largo de la distribución de la renta

(elasticidad de la renta con respecto al crecimiento del PIB en distintos tramos de la distribución de la renta)



Fuentes: Eurostat, DIW Berlin y cálculos del BCE.

Notas: Elasticidad estimada de la renta salarial con respecto al crecimiento del PIB agregado a lo largo de la distribución de la renta de los hogares (las personas se clasifican en quintiles de renta en función de la renta total de los hogares en los dos años anteriores para evitar correlaciones espurias entre la exposición y la clasificación; la renta de los hogares se basa en el componente HY020 [renta disponible total del hogar] del fichero de datos longitudinales de EU-SILC; para Alemania se utiliza la versión de los ficheros de datos longitudinales de EU-SILC basada en el SOEP). Las áreas sombreadas en gris representan bandas de confianza al 95 %.

En la zona del euro, la volatilidad de la renta varía de unos hogares a otros. En el gráfico C se presentan «coeficientes beta de trabajadores» como se documentó en Guvenen *et al.* para Estados Unidos³³. Estos coeficientes miden la elasticidad de la renta salarial con respecto a las variaciones del crecimiento del PIB agregado. A lo largo de la distribución de la renta, la sensibilidad de la renta salarial a cambios en el crecimiento del PIB es sustancialmente mayor para los trabajadores de hogares con ingresos más bajos. Este patrón es especialmente evidente en Alemania, Francia e Italia. En España, la sensibilidad de la renta salarial de los hogares con ingresos más bajos al crecimiento del PIB es comparable a la de trabajadores de otros países, pero no disminuye tanto en los hogares con ingresos más elevados. Esto puede reflejar que la variabilidad del desempleo

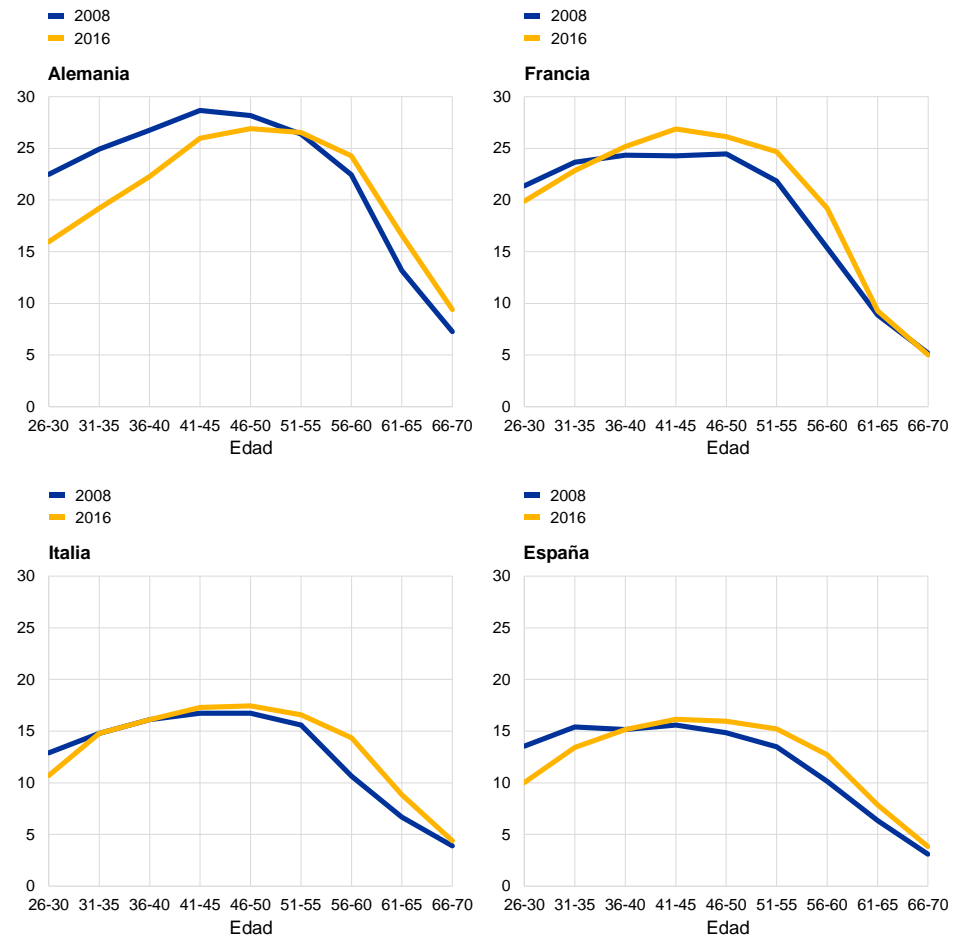
³³ Véase F. Guvenen, S. Schulhofer-Wohl, J. Song y M. Yogo, «Worker Betas: Five Facts about Systematic Earnings Risk», *American Economic Review*, vol. 107, n.º 5, mayo de 2017, pp. 398-403.

generalmente es más acusada en ese país y que afecta de forma más uniforme a los trabajadores a lo largo de la distribución de la renta³⁴. No obstante, ofrecer una explicación estructural de esta conclusión queda fuera del ámbito de este recuadro.

Gráfico D

Distribución de la renta salarial (en términos reales) por tramos de edad

(miles de euros al año)



Fuentes: Eurostat, DIW Berlin y cálculos del BCE.

Nota: Renta salarial estimada de personas de entre 26 y 70 años (grupos quinquenales de edad) en euros constantes de 2015 (basada en el componente PY010G [renta monetaria bruta del asalariado] de los ficheros de datos longitudinales de EU-SILC; para Alemania se utiliza la versión de los ficheros de datos longitudinales de EU-SILC basada en el SOEP).

La distribución del riesgo de renta muestra asimismo quién asume principalmente el coste de las fluctuaciones del ciclo económico.

Desde hace tiempo se viene manteniendo un debate en macroeconomía sobre el coste social de los ciclos económicos. Utilizando un modelo con un agente representativo, Lucas sostenía que el coste social de las recesiones es bastante pequeño³⁵, lo que implica que el argumento que propugna aplicar políticas macroeconómicas orientadas a estabilizar el ciclo económico sería bastante endeble. Desde la publicación del

³⁴ Se dispone de evidencia que sugiere que la divergencia entre las tasas de paro de los países de la zona del euro está relacionada con la existencia de diferentes instituciones del mercado de trabajo. Véase T. Boeri y J. Jimeno, «Learning from the Great Divergence in unemployment in Europe during the crisis», *Labour Economics*, vol. 41, número C, 2016, pp. 32-46.

³⁵ R. Lucas, *Models of business cycles*, Basil Blackwell, Oxford, 1987.

estudio de Lucas, varios trabajos de investigación han demostrado que comprender la distribución de pérdidas tanto en renta como en consumo, y su persistencia, es fundamental para valorar lo perjudiciales que son las desaceleraciones económicas³⁶. En este contexto, en el gráfico D se muestra la distribución de la renta salarial (en términos reales) por tramos de edad en 2008 y 2016, y se sugiere que, desde la crisis financiera, los ingresos de los trabajadores más jóvenes no han aumentado en la misma medida que los de los trabajadores de más edad. En Alemania y en España, la renta en términos reales de los trabajadores más jóvenes en 2016 fue aún más baja que en 2008. Si se tiene en cuenta la dispersión entre personas, es probable que los costes sociales de los ciclos económicos sean bastante sustanciales en la zona del euro.

La volatilidad de la renta de los hogares en la zona del euro se comporta de forma similar a la de otras economías, una conclusión que es de utilidad para valorar las perspectivas económicas actuales. En síntesis, el análisis sugiere que, al igual que en Estados Unidos, i) la incertidumbre sobre la renta está estrechamente relacionada con el comportamiento del mercado de trabajo, y ii) en fases de desaceleración este riesgo aumenta mucho más para algunos grupos de trabajadores que para otros. Esto es importante para comprender cómo se transmite la política económica y cómo se amplifican las perturbaciones macroeconómicas. A raíz de la fuerte perturbación externa que ha afectado recientemente a la economía de la zona del euro, la continuada capacidad de resistencia del mercado de trabajo (véase sección 3) puede ayudar a explicar los motivos por los que, hasta ahora, la incertidumbre sobre la renta salarial de los hogares no ha aumentado el impacto macroeconómico de esta perturbación.

³⁶ Véase T. Krebs, «Job Displacement Risk and the Cost of Business Cycles», *American Economic Review*, vol. 97, n.º 3, junio de 2007, pp. 664-686.

La influencia de los beneficios en las presiones inflacionistas internas en la zona del euro

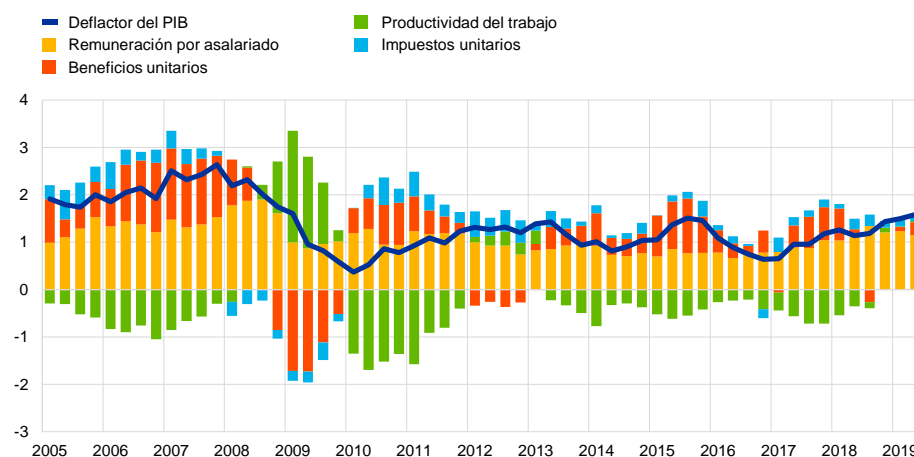
Elke Hahn

Los beneficios pueden tener un peso significativo en la formación de los precios internos y afectan a la transmisión de las variaciones de costes a los precios finales. Las cuentas nacionales contienen una medida amplia de los beneficios —el excedente bruto de explotación— que puede ofrecer más información sobre el papel de los beneficios en las presiones inflacionistas internas, medidas por el deflactor del PIB. El gráfico A muestra este papel en términos de variaciones de los beneficios unitarios, es decir, excedente bruto de explotación dividido por el PIB real, que es la medida de los márgenes utilizada en este recuadro. Los beneficios unitarios representaron alrededor de un tercio del aumento del deflactor del PIB de la zona del euro en las dos últimas décadas. En este recuadro se ilustra de qué forma los beneficios han influido recientemente en las presiones inflacionistas internas en la zona del euro. Se explica qué factores son los principales determinantes de las variaciones en los márgenes y se describe de qué manera es probable que hayan contribuido a su evolución reciente.

Gráfico A

Deflactor del PIB y contribuciones

(tasas de variación interanua; contribuciones en puntos porcentuales a las tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las contribuciones combinadas de la remuneración por asalariado y de la productividad del trabajo muestran la aportación de los costes laborales unitarios. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2019.

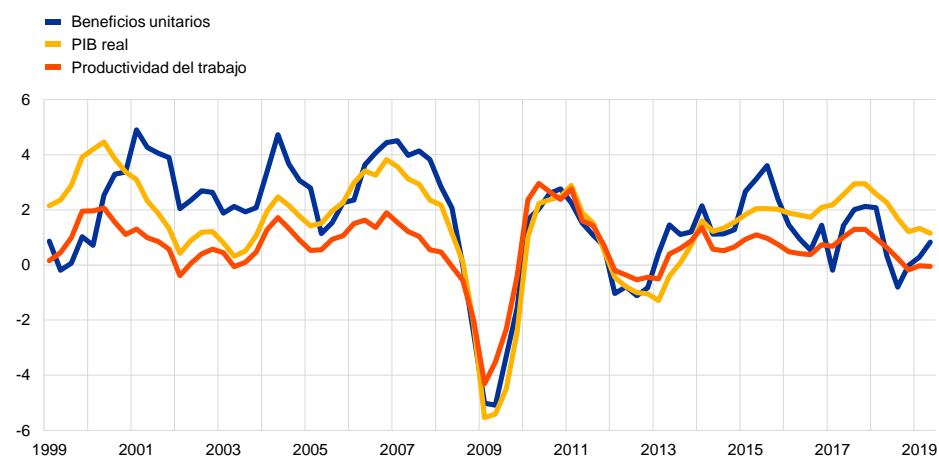
Las contribuciones de los beneficios unitarios a las presiones inflacionistas internas disminuyeron en 2018 y aumentaron levemente durante la primera mitad de 2019, aunque se mantuvieron reducidas. El crecimiento de los beneficios unitarios se debilitó notablemente en 2018, es decir, durante el período en el que el crecimiento de los salarios (medido en términos de remuneración por asalariado) y el crecimiento de los costes laborales unitarios repuntaron con intensidad, limitando así el ritmo de avance del deflactor del PIB (véase gráfico A).

En el primer semestre de 2019, la tasa de crecimiento de los beneficios unitarios pasó a ser ligeramente positiva y respaldó un nuevo incremento gradual de la tasa de avance del deflactor del PIB. A nivel agregado, existen dos factores determinantes principales que suelen explicar los movimientos en la contribución de los beneficios unitarios: el ciclo económico y la relación real de intercambio.

La evidencia empírica sugiere que los márgenes de beneficios se mueven procíclicamente, en línea con la evolución de la actividad económica (véase gráfico B). En una fase de desaceleración, los costes laborales unitarios suelen elevarse, pues los salarios fijados contractualmente responden con cierto retraso a la contracción de la economía, mientras que la productividad del trabajo cae inmediatamente, dado que la producción reacciona a la baja con mayor rapidez que el empleo. Teniendo en cuenta que un entorno económico más débil limita el margen para compensar los incrementos de precios, en una fase de desaceleración los márgenes se contraen y en una expansiva ocurre lo contrario. Por tanto, los márgenes de beneficios muestran una fuerte respuesta positiva a la evolución del PIB real y de la productividad del trabajo como indicadores cíclicos amplios. En el gráfico B se observa que este movimiento conjunto también se produjo en 2018, cuando el crecimiento de los beneficios unitarios se debilitó en paralelo con la ralentización del crecimiento del PIB real y de la productividad del trabajo. En el primer semestre de 2019, el deterioro de los tres indicadores se detuvo, mientras que el crecimiento de los beneficios unitarios ya había comenzado a fortalecerse gradualmente, debido al impacto de otros factores ajenos al ciclo.

Gráfico B
Beneficios unitarios, PIB y productividad del trabajo

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2019.

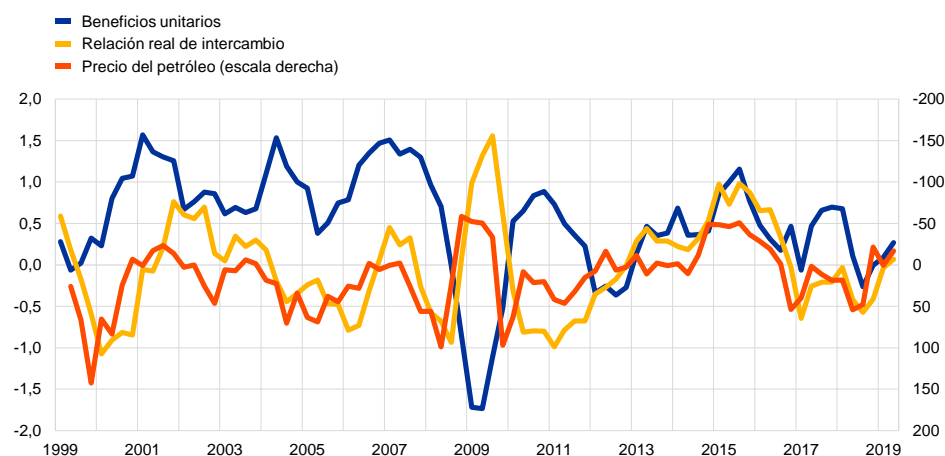
En ocasiones, los márgenes de beneficios también están estrechamente relacionados con la evolución de la relación real de intercambio, en particular si dicha relación experimenta cambios importantes (véase gráfico C). Estos cambios pueden tener diferentes orígenes. La mejora de la relación real de intercambio asociada a una caída de los precios de los insumos importados, como el petróleo, puede tener un impacto positivo en los márgenes de beneficio si las

empresas ajustan a la baja sus precios de venta en menor medida que la caída de los costes de sus insumos. Parece que esto fue lo que ocurrió en el período comprendido entre mediados de 2014 y principios de 2016. Los márgenes pueden beneficiarse de las variaciones de los precios de exportación relacionadas con la depreciación del tipo de cambio del euro si los exportadores fijan los precios de sus productos al mercado y mantienen sin cambios sus precios de exportación en moneda extranjera. Además, la evolución de la relación real de intercambio también puede verse influida por la evolución de los precios relativos entre la economía doméstica y la extranjera si esta también se refleja en la dinámica de los precios de importación y exportación. A este respecto, si la evolución de los precios relativos es más vigorosa en la economía doméstica que en la extranjera, la relación real de intercambio podría mejorar con efectos positivos sobre los márgenes de beneficio. Parece que en 2018 la relación real de intercambio lastró los márgenes y ello se debió, principalmente, a la subida de los precios del petróleo. No obstante, los precios de esta materia prima han descendido desde finales de 2018, lo que se ha traducido en una mejora de la relación real de intercambio que habría respaldado el crecimiento de los beneficios unitarios y, de esta manera, habría contribuido a su evolución más favorable en comparación con la de los indicadores cíclicos en la primera mitad de 2019³⁷.

Gráfico C

Beneficios unitarios, relación real de intercambio y precio del petróleo

(contribuciones en puntos porcentuales al deflactor del PIB; tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2019.

La composición sectorial de la evolución de los beneficios unitarios confirma que estos se debilitaron en 2018, principalmente en sectores sensibles al ciclo, mientras que su fortalecimiento gradual en la primera mitad de 2019 reflejó la evolución en sectores menos sensibles al ciclo (véase gráfico D). Es evidente un impacto procíclico sobre los beneficios unitarios, particularmente en el sector industrial (excluida la construcción), que está muy expuesto a la evolución del

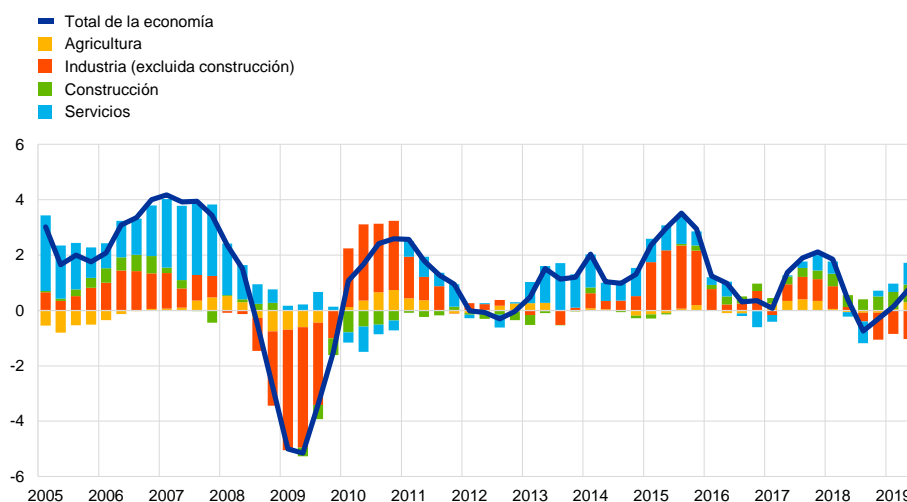
³⁷ Otro factor que ha contribuido al aumento del crecimiento de los beneficios unitarios en la primera mitad de 2019 es la aplicación de una medida fiscal en Francia en 2019. Esta medida supone la conversión de un crédito fiscal (el CICE) en una rebaja permanente de las cotizaciones sociales a cargo de los empresarios, lo que implica una disminución del crecimiento de la remuneración por asalariado, pero un aumento equivalente en el crecimiento de los beneficios unitarios.

comercio y, por tanto, es el que más ha sufrido por el deterioro del entorno internacional y del ciclo económico de la zona del euro desde finales de 2017. Es probable que el empeoramiento de la relación real de intercambio asociado al repunte de los precios del petróleo durante 2018 haya contribuido a la moderación de los márgenes ese año, en particular en sectores como el del transporte (perteneciente a los servicios) y que, de igual modo, el posterior descenso de los precios del crudo haya respaldado su recuperación. Al mismo tiempo, la evolución de los márgenes en sectores más orientados al consumo interno, como la construcción, han resistido mejor durante todo el período, lo que también se debe a que las condiciones financieras son muy favorables actualmente.

Gráfico D

Evolución de los beneficios unitarios y contribuciones de los sectores económicos

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales a las tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En la descomposición del crecimiento de los beneficios unitarios por sectores económicos, estos beneficios se calculan en función del valor añadido. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2019.

A modo de conclusión, los márgenes agregados se debilitaron durante 2018 y frenaron el aumento de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro ese año, pero comenzaron a incrementarse gradualmente en el primer semestre de 2019.

La disminución de los márgenes en 2018 fue una reacción a la reciente ralentización de la actividad económica y al deterioro de la relación real de intercambio atribuible a la evolución de los precios del petróleo en dicho año³⁸. El ajuste supuso amortiguar parcialmente los aumentos de los costes laborales, generando la imagen de una transmisión limitada de los salarios a los precios. En la primera mitad de 2019, los márgenes comenzaron a repuntar como consecuencia, entre otros factores, de la mejora de la relación real de intercambio asociada a la caída de los precios del petróleo. De cara al futuro, los márgenes deberían incrementarse en línea con el crecimiento gradual de la actividad económica previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019.

³⁸ La evidencia econométrica sugiere que el descenso de la tasa de crecimiento de los beneficios unitarios en 2018 se debió, en gran medida, a perturbaciones de la demanda externa, de la oferta de petróleo y del margen salarial (véase el discurso de Philip R. Lane, «The Phillips Curve at the ECB», *London School of Economics*, 4 de septiembre de 2019).

Artículos

1 Los datos de las operaciones con derivados y su uso en los análisis de los bancos centrales

Lena Boneva, Benjamin Böninghausen, Linda Fache Rousová y Elisa Letizia

Algunos bancos centrales, entre ellos el BCE, han empezado a disponer recientemente de datos de las operaciones con derivados, que han abierto nuevas vías de análisis. Estos datos, recopilados como resultado de las reformas del mercado de derivados extrabursátiles (OTC, por sus siglas en inglés) concebidas principalmente para hacer frente al riesgo sistémico, tienen numerosas aplicaciones más allá del ámbito de la estabilidad financiera.

En este artículo se presentan dos de estas aplicaciones y se muestra cómo los datos recopilados con arreglo al Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR, por sus siglas en inglés) pueden emplearse para comprender mejor dos segmentos del mercado de derivados —el de derivados de tipos de interés y el de *swaps* de inflación— que son de particular importancia para el análisis que realizan los bancos centrales.

Por lo que respecta al mercado de derivados de tipos de interés, en el artículo se muestra cómo las expectativas de los inversores sobre los tipos de interés pueden inferirse mediante «indicadores de posicionamiento» que siguen la evolución de las posiciones que un grupo de «inversores informados» toman en el mercado anticipándose a los movimientos futuros de los tipos de interés. Estos indicadores cuantitativos pueden servir para complementar otros indicadores más consolidados de expectativas de tipos de interés, como los tipos *forward* o los indicadores de opinión o procedentes de encuestas.

En cuanto a los mercados de *swaps* de inflación de la zona del euro, el artículo parte del hecho de que los datos obtenidos de conformidad con el EMIR permiten realizar, por primera vez, un análisis sistemático de la actividad de negociación en estos mercados, que puede proporcionar información valiosa y oportuna sobre las expectativas de inflación de los inversores. En el artículo se ponen de relieve algunas características estructurales de la actividad de estos mercados y se consideran sus posibles implicaciones para el seguimiento de los indicadores de mercado de la compensación por inflación.

Introducción

A raíz de la caída de Lehman Brothers y de la crisis que llevó a AIG al borde de la quiebra en 2008, se ha reconocido que los derivados OTC actuaron como amplificadores de la crisis financiera global. Como respuesta, en la cumbre

celebrada en Pittsburgh en septiembre de 2009, los líderes del G-20 se comprometieron a reformar los mercados de derivados OTC, con el fin de aumentar su transparencia, prevenir conductas de abuso de mercado y reducir los riesgos sistémicos. En Europa, esta iniciativa se formalizó en 2012 en el Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado. El EMIR exige a las entidades que suscriban un contrato de derivados el cumplimiento de varios requisitos, como la aplicación de normas de gestión del riesgo, la compensación de determinados contratos a través de entidades de contrapartida central (ECC), y la obligación de presentar información³⁹.

Aunque las reformas de los mercados de derivados OTC se diseñaron principalmente con el objetivo de reducir el riesgo sistémico, los datos recopilados con arreglo al EMIR pueden utilizarse en el análisis que realizan los bancos centrales más allá del ámbito de la estabilidad financiera⁴⁰. Tras

una breve introducción a los datos obtenidos de conformidad con el EMIR (sección 2), en el artículo se presentan dos ejemplos de sus aplicaciones. En primer lugar, se muestra que los datos sobre derivados de tipos de interés obtenidos de acuerdo con el EMIR pueden emplearse para evaluar las expectativas de los inversores sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales (sección 3). Esto se basa en la premisa de que, si los inversores esperan que los tipos de interés se sitúen en niveles más bajos en el futuro, se posicionarán comprando más contratos (de los que venden), por lo que se beneficiarán de los tipos más reducidos. Por tanto, puede considerarse que los «indicadores de posicionamiento» calculados a partir de esta base captan la consistencia de las expectativas de los inversores informados y pueden servir para complementar otros indicadores de expectativas de tipos de interés, como los tipos *forward* o los indicadores de opinión. En segundo lugar, se examinan los patrones estructurales de la actividad en los mercados de *swaps* de inflación de la zona del euro (sección 4), se describen los contratos más importantes y las contrapartes que operan en esos mercados, y se extraen algunas conclusiones para el seguimiento por parte del BCE de los indicadores de mercado de la compensación por inflación, en particular en lo que respecta al contenido informativo a distintos plazos. Ambas aplicaciones demuestran el amplio potencial de uso de los datos obtenidos con arreglo al EMIR en el análisis que realizan los bancos centrales.

³⁹ Para una descripción detallada de las reformas de los mercados de derivados OTC, véase el artículo titulado «[Looking back at OTC derivative reforms - objectives, progress and gaps](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2016.

⁴⁰ Para conocer ejemplos de cómo se utilizan los datos obtenidos con arreglo al EMIR en el contexto de la estabilidad financiera, véanse, por ejemplo, J. Abad *et al.*, «Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset», *ESRB Occasional Paper Series*, n.º 11, Junta Europea de Riesgo Sistémico, 2016; P. Hoffmann, S. Langfield, F. Pierobon y G. Vuilleme, «Who bears interest rate risk», *Working Paper Series*, n.º 2176, BCE, 2018; S. Dalla Fontana, M. Holz auf der Heide, L. Pelizzon y M. Scheicher, «The anatomy of the euro area interest rate swap market», *Working Paper Series*, n.º 2242, BCE, septiembre de 2018; S. Rosati y F. Vacirca, «Interdependencies in the euro area derivatives clearing network: A multi-layer network approach», de próxima publicación en *Journal of Network Theory in Finance*; E. Benos, R. Payne y M. Vasios, «Centralized Trading, Transparency and Interest Rate Swap Market Liquidity: Evidence from the Implementation of the Dodd-Frank Act», de próxima publicación en *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Conclusiones

En este artículo se muestra cómo los datos obtenidos con arreglo al EMIR pueden utilizarse en análisis más allá del ámbito de la estabilidad financiera.

Se presentan ejemplos basados en dos segmentos del mercado de derivados —el de derivados de tipos de interés y el de *swaps* de inflación— que son de particular importancia para el análisis que realizan los bancos centrales.

El primer ejemplo sirve para ilustrar cómo los datos recopilados de conformidad con el EMIR pueden ayudar a inferir las expectativas de los inversores sobre los tipos de interés futuros.

Los indicadores de posicionamiento siguen la evolución de las posiciones que un grupo de «inversores informados» toman en el mercado de futuros anticipándose a los movimientos futuros de los tipos de interés. Estos indicadores cuantitativos pueden servir para complementar otros indicadores más consolidados sobre las expectativas de tipos de interés, como los tipos *forward* o los indicadores de opinión. Aunque este artículo ofrece las primeras intuiciones extraídas de estos indicadores cuantitativos, nuevos análisis de los datos pueden contribuir a mejorar los indicadores y a arrojar más luz sobre la información incluida en los tipos *forward*, especialmente en situaciones en las que las señales procedentes de los indicadores de posicionamiento y de los basados en precios no son totalmente coherentes.

El segundo ejemplo muestra cómo los datos recopilados de conformidad con el EMIR permiten realizar por primera vez un análisis sistemático de la actividad de negociación en los mercados de *swaps* de inflación de la zona del euro.

En este ejemplo se ponen de relieve varias características estructurales de estos mercados, que pueden proporcionar información valiosa y oportuna sobre las perspectivas de inflación de los inversores. En general, los resultados corroboran la idea de que estos datos permiten complementar y ayudar a contrastar la información de carácter más cualitativo sobre su actividad obtenida en los mercados. Por ejemplo, los datos pueden facilitar la valoración del contenido informativo de los tipos de los *swaps* de inflación, tanto a distintos plazos como sobre la base de la actividad relativa de los distintos tipos de inversores. Por tanto, los datos se consideran una importante aportación al conjunto de herramientas analíticas del BCE.

Pese a que el uso de estos *big data* obtenidos con arreglo al EMIR plantea muchos retos, el BCE y otros bancos centrales los utilizan cada vez más.

La creciente importancia de los análisis basados en estos datos pone en evidencia los beneficios para las autoridades reguladoras derivados de la presentación de datos de conformidad con el EMIR como parte de las medidas para incrementar la transparencia en el mercado de derivados OTC.

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

2 La taxonomía de los instrumentos del BCE para la supervisión bancaria

Rinke Bax y Andreas Witte

Introducción

En el Boletín Mensual del BCE de noviembre de 1999 se publicó un artículo sobre los instrumentos jurídicos del Banco Central Europeo (BCE). Desde que en 2014 le fue encomendada la supervisión de las entidades de crédito, el BCE ha adoptado una amplia variedad de nuevos instrumentos jurídicos y no jurídicos en el contexto de la supervisión prudencial. Las facultades de supervisión le han sido otorgadas en el Reglamento del MUS⁴¹, que le atribuye competencias exclusivas para ejercerlas en relación con todas las entidades de crédito y establece tipos concretos de actos jurídicos que puede adoptar para desempeñar las tareas encomendadas. Además, en dicho Reglamento se estipula que el BCE debe ejercer sus funciones de supervisión con independencia de las de política monetaria. En este artículo se describen los instrumentos adoptados en los últimos años por el BCE en su papel de supervisor bancario.

La supervisión de las entidades de crédito conlleva cambios en su situación jurídica por ejemplo, como resultado de la imposición de medidas supervisoras que son de obligado cumplimiento o de la concesión de una autorización a una entidad para llevar a cabo actuaciones que de otra manera no podría iniciar. Estos cambios en la situación jurídica solo pueden implementarse por medio de un instrumento jurídico vinculante. A estos efectos, el Derecho primario (principalmente, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y los Estatutos del SEBC) y el Derecho secundario (fundamentalmente, el Reglamento del MUS) ofrecen una gran variedad de instrumentos (algunos considerados actos jurídicos) que el BCE puede adoptar como herramientas para desempeñar sus funciones de supervisión.

No obstante, en muchos casos, para el BCE —o para cualquier otra autoridad de supervisión— puede ser de utilidad elaborar instrumentos que no sean actos jurídicos vinculantes. Dichos instrumentos pueden utilizarse, por ejemplo, para comunicar al público la postura del BCE sobre una cuestión de política o para proporcionar orientaciones sobre cómo tiene previsto utilizar sus competencias supervisoras en el futuro.

Por tanto, el BCE cuenta con diversos instrumentos que puede utilizar en el ámbito de la supervisión, lo que refleja la variedad relativamente amplia de actividades supervisoras que lleva a cabo. Los distintos tipos de instrumentos sirven para objetivos diferentes. En este artículo se intenta poner un poco de

⁴¹ Reglamento (UE) n° 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito (DO L 287 de 29.10.2013, p. 63).

orden en esta multitud de instrumentos y describir sus implicaciones jurídicas. En la sección 2 se analizan actos jurídicos de carácter vinculante, mientras que en la sección 3 se abordan, a grandes rasgos, instrumentos que no son de carácter vinculante y otros instrumentos, algunos de los cuales se consideran actos jurídicos pese a no ser vinculantes. En la sección 4 se estudian las dificultades para distinguir entre estas dos categorías, que no siempre es una tarea sencilla, y en la sección 5 se presentan algunas conclusiones generales a modo de resumen.

Conclusiones

El BCE puede adoptar una amplia variedad de instrumentos jurídicos en el ejercicio de sus funciones de supervisión, y también publica periódicamente actos no jurídicos para aclarar su postura.

El BCE puede formular distintos actos jurídicos vinculantes para ejercer sus competencias y su discrecionalidad supervisoras. El BCE tiene atribuidas ciertas potestades normativas para desempeñar sus funciones de supervisión, pero solo le está permitido ejercerlas en el ámbito encomendado por el legislador; no puede formular actos jurídicos para modificar o desviarse del código normativo único (Single Rulebook) ni promulgar nueva legislación en forma de reglamentos de aplicación general. No obstante, al adoptar actos o instrumentos jurídicos, o al divulgar documentos, el BCE puede limitar su discrecionalidad de acuerdo con el principio de compromiso voluntario. Por otro lado, al BCE se le ha encomendado la tarea de elaborar decisiones de supervisión dirigidas a entidades de crédito concretas, y lo hace de forma continuada. Asimismo, el BCE ha formulado decisiones sin destinatarios específicos, principalmente para organizar mejor el funcionamiento del MUS. El BCE también puede emitir actos jurídicos no vinculantes, que son, sobre todo, recomendaciones dirigidas a las entidades de crédito y a las autoridades nacionales competentes (ANC).

Una herramienta importante para los supervisores bancarios, y también para el BCE en el ejercicio de sus funciones de supervisión, es la divulgación de documentos de política supervisora no vinculantes en los que se aporte transparencia a las entidades de crédito sobre las prácticas y las expectativas supervisoras. Estos documentos de política supervisora no son actos jurídicos y, por tanto, deben diferenciarse de las recomendaciones. El BCE ha publicado muchos de estos documentos en su sitio web, y se espera que continúe utilizando esta herramienta útil y práctica. Habida cuenta de que la línea que separa la adopción de normas de aplicación general, por un lado, y la transparencia sobre la aplicación coherente del Derecho de la Unión pertinente y sobre la igualdad de trato, por otra, puede ser muy fina, el BCE debe dar la debida consideración a las limitaciones de esos documentos y realizar esfuerzos adecuados para dejar claro que sus posturas no son vinculantes. No debe dar la impresión de que los documentos de política supervisora contienen normas de aplicación general, ni en el título ni en el contenido, dado que es el contenido de un documento —y no el nombre— lo que determina su efecto jurídico y si puede ser recurrido.

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

Estadísticas

Índice

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

Información adicional

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

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (tasas de variación entre periodos)						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	3,3	1,6	1,8	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2	
2017	3,8	2,4	1,8	1,9	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5	
2018	3,7	2,9	1,4	0,8	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8	
2018 III TR	0,8	0,7	0,7	-0,5	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1	
IV TR	0,7	0,3	0,2	0,4	1,5	0,3	2,8	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9	
2019 I TR	0,8	0,8	0,5	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4	
II TR	.	0,5	-0,2	0,3	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	.	0,8	2,6	1,4	
2019 Mar	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,9	1,9	0,5	2,3	1,4	
Abr	-	-	-	-	-	-	2,5	2,2	2,0	2,1	0,9	2,5	1,7	
May	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,8	2,0	0,7	2,7	1,2	
Jun	-	-	-	-	-	-	2,0	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3	
Jul	-	-	-	-	-	-	.	.	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0	
Ago ³⁾	-	-	-	-	-	-	1,0	

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	1,1	1,4	0,9
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,7
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2018 III TR	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	1,7	0,5	2,4
IV TR	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,9	1,6	-2,4
2019 I TR	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	-0,2	-1,1
II TR	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,4	-0,1
2019 Mar	53,1	54,6	50,0	50,4	52,9	51,6	50,9	53,8	49,7	-0,7	-0,2	-1,1
Abr	52,3	53,0	50,9	50,8	52,7	51,5	51,1	52,7	49,6	0,0	-1,2	0,8
May	51,0	50,9	50,9	50,7	51,5	51,8	50,3	51,3	49,4	0,5	-0,9	1,3
Jun	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,6	-1,4	-0,1
Jul	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,3	49,0	.	.	.
Ago	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,5	51,3	47,8	.	.	.

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 periodos; 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 (líbor)	Depósitos a 3 meses (líbor)
	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
2019 Feb	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,68	-0,08
Mar	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,61	-0,07
Abr	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,59	-0,06
May	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
Jun	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
Jul	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
Ago	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10

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
2019 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
Mar	-0,57	-0,61	-0,62	-0,45	-0,01	0,60	0,00	0,35	-0,64	-0,59	-0,02	0,75
Apr	-0,56	-0,60	-0,59	-0,39	0,08	0,67	0,12	0,43	-0,62	-0,54	0,08	0,88
May	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64
Jun	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44
Jul	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25
Ago	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12

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	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
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
2019 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
Mar	365,7	3.332,9	718,3	272,1	692,2	339,9	157,6	621,0	493,4	307,8	297,0	755,1	2.804,0	21.414,9
Abr	379,0	3.458,8	750,9	277,8	731,0	341,6	163,8	652,7	522,5	311,9	296,9	749,6	2.903,8	21.964,9
May	369,4	3.385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2.854,7	21.218,4
Jun	369,7	3.406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2.890,2	21.060,2
Jul	380,0	3.507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2.996,1	21.593,7
Ago	363,6	3.355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2.897,5	20.629,7

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés	TAE ³⁾	Por período inicial de fijación del tipo de interés							
			Hasta 2 años	Más de 2 años					Tipo flexible y hasta 1 año		Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 a 10 años		Más de 10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2018 Ago	0,03	0,45	0,30	0,64	6,01	16,78	5,44	5,88	6,41	2,38	1,63	1,82	1,92	1,85	2,11	1,81
Sep	0,03	0,45	0,30	0,69	6,04	16,71	5,30	5,74	6,27	2,33	1,60	1,81	1,91	1,85	2,08	1,79
Oct	0,03	0,45	0,29	0,73	5,97	16,73	5,06	5,71	6,23	2,45	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
Nov	0,04	0,44	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,18	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
Dic	0,03	0,43	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,98	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019 Ene	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,83	6,34	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
Feb	0,03	0,42	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,28	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
Mar	0,03	0,40	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78
Abr	0,03	0,40	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75
May	0,03	0,43	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72
Jun	0,03	0,43	0,32	0,82	5,81	16,63	5,43	5,67	6,24	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
Jul ^(p)	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61

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 descubiertos	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 Ago	0,03	0,08	0,61	2,25	2,19	2,43	2,32	1,67	1,63	1,73	1,10	1,27	1,69	1,63
Sep	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,35	2,31	1,65	1,54	1,67	1,13	1,40	1,69	1,65
Oct	0,03	0,06	0,52	2,22	2,13	2,43	2,33	1,66	1,60	1,69	1,23	1,10	1,66	1,64
Nov	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66
Dic	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63
2019 Ene	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63
Feb	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,63	1,70	1,13	1,39	1,56	1,64
Mar	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
Abr	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
May	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,16	1,50	1,57
Jun	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
Jul ^(p)	0,03	0,04	0,58	2,11	2,06	2,49	2,19	1,65	1,56	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56

Fuente: BCE.

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

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

2 Evolución financiera

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Públicas
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Corto plazo														
2016	1.241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1.222	505	174	.	72	424	47	388	171	65	.	41	76	35
2019 Feb	1.277	539	170	.	94	419	55	392	189	74	.	42	63	24
Mar	1.331	564	178	.	98	435	55	431	186	81	.	44	79	40
Abr	1.319	562	169	.	109	418	61	421	195	68	.	53	58	47
May	1.338	574	169	.	115	422	59	443	196	70	.	56	83	37
Jun	1.303	557	162	.	100	428	56	370	152	68	.	45	71	35
Jul	1.332	576	167	.	109	424	57	455	204	74	.	55	76	45
Largo plazo														
2016	15.379	3.695	3.174	.	1.184	6.684	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15.360	3.560	3.050	.	1.243	6.865	642	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.753	3.687	3.151	.	1.267	7.022	626	228	64	68	.	16	75	6
2019 Feb	15.956	3.749	3.175	.	1.276	7.125	632	300	104	56	.	14	115	11
Mar	16.024	3.754	3.201	.	1.301	7.127	641	269	76	63	.	25	88	17
Abr	15.999	3.746	3.183	.	1.307	7.122	641	233	55	68	.	19	84	8
May	16.061	3.766	3.202	.	1.306	7.153	635	247	62	80	.	13	86	7
Jun	16.109	3.766	3.222	.	1.313	7.175	633	242	61	74	.	22	80	5
Jul	16.184	3.788	3.254	.	1.324	7.183	636	250	70	70	.	25	76	8

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 Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Públicas				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldo vivo											
2016	16.620,2	4.213,2	3.309,9	.	1.243,5	7.149,9	703,7	7.089,5	537,6	1.080,2	5.471,6
2017	16.600,8	4.079,3	3.205,3	.	1.312,6	7.303,6	699,9	7.954,7	612,5	1.249,6	6.092,6
2018	16.975,2	4.191,4	3.325,4	.	1.339,7	7.446,0	672,7	7.027,2	465,1	1.099,4	5.462,7
2019 Feb	17.233,2	4.287,1	3.344,7	.	1.370,8	7.544,0	686,5	7.716,0	518,7	1.225,2	5.972,1
Mar	17.354,9	4.318,0	3.379,3	.	1.399,5	7.562,4	695,7	7.761,2	495,8	1.230,9	6.034,5
Abr	17.318,1	4.308,1	3.351,6	.	1.415,7	7.540,5	702,3	8.090,6	537,0	1.281,8	6.271,8
May	17.399,4	4.339,3	3.370,9	.	1.421,0	7.574,4	693,8	7.586,8	470,9	1.208,1	5.907,8
Jun	17.411,4	4.322,8	3.383,8	.	1.413,7	7.602,7	688,4	7.940,6	493,3	1.246,0	6.201,3
Jul	17.516,6	4.363,8	3.420,9	.	1.433,3	7.606,2	692,4	7.980,5	484,0	1.252,8	6.243,7
Tasa de crecimiento											
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,1	.	5,9	2,3	0,5	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,1	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019 Feb	2,7	3,0	2,6	.	4,6	2,5	-1,6	0,5	-0,1	2,1	0,3
Mar	2,5	3,0	3,0	.	3,6	2,1	0,0	0,4	-0,2	1,7	0,2
Abr	2,3	2,9	1,6	.	4,0	2,1	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1
May	2,6	3,9	2,0	.	3,7	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0
Jun	2,8	4,4	1,8	.	4,4	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Jul	2,9	5,1	1,9	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1

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	89,5	90,8	85,1	79,0	89,3	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,3	89,8	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,5	79,3	90,9	117,9	93,8
2018 III TR	99,2	93,7	93,4	87,7	79,3	91,3	119,2	94,8
IV TR	98,5	93,0	92,9	87,1	79,1	90,4	118,4	93,8
2019 I TR	97,4	91,7	92,1	85,9	78,6	89,1	116,7	92,1
II TR	97,3	91,4	91,6	.	.	.	116,8	91,9
2019 Mar	96,9	91,1	91,5	-	-	-	116,2	91,6
Abr	96,7	91,0	91,3	-	-	-	116,1	91,4
May	97,4	91,4	91,8	-	-	-	117,0	91,9
Jun	97,9	91,9	91,9	-	-	-	117,4	92,2
Jul	97,5	91,4	91,1	-	-	-	116,5	91,4
Ago	98,1	91,9	91,4	-	-	-	117,6	92,1
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2019 Ago	0,7	0,6	0,4	-	-	-	0,9	0,8
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2019 Ago	-0,8	-1,6	-1,9	-	-	-	-1,2	-2,7

Fuente: BCE.

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

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

2.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslovi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
2019 I TR	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
II TR	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
2019 Mar	7,587	7,421	25,676	7,462	315,924	125,674	4,297	0,858	4,7546	10,500	1,131	1,130
Abr	7,549	7,428	25,677	7,465	321,181	125,436	4,286	0,862	4,7584	10,482	1,132	1,124
May	7,674	7,419	25,768	7,468	324,978	122,948	4,296	0,872	4,7594	10,737	1,130	1,118
Jun	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129
Jul	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
Ago	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2019 Ago	1,9	0,0	1,0	-0,1	0,5	-2,7	2,0	1,8	0,0	1,7	-1,7	-0,8
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2019 Ago	-0,6	-0,5	0,5	0,1	1,2	-7,8	1,4	2,1	1,8	2,6	-4,6	-3,7

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Total ¹⁾			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)												
2018 II TR	25.683,4	26.256,5	-573,2	10.999,6	9.039,5	8.752,4	10.907,1	-96,6	5.337,9	6.309,9	690,0	14.294,7
III TR	25.848,2	26.265,3	-417,1	10.967,4	8.923,6	8.891,9	10.984,8	-80,1	5.395,1	6.356,9	673,9	14.343,2
IV TR	25.145,7	25.478,1	-332,4	10.679,9	8.813,7	8.481,9	10.369,2	-94,5	5.359,4	6.295,2	719,1	14.054,3
2019 I TR	26.292,8	26.450,1	-157,3	10.900,8	8.851,1	9.091,7	11.127,4	-100,1	5.659,2	6.471,6	741,1	14.431,9
<i>Saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2019 I TR	226,3	227,6	-1,4	93,8	76,2	78,2	95,8	-0,9	48,7	55,7	6,4	124,2
Transacciones												
2018 III TR	26,5	-58,8	85,3	-110,6	-93,6	39,0	-9,5	34,9	62,0	44,3	1,3	-
IV TR	-379,3	-447,2	67,8	-269,6	-182,3	-35,4	-143,7	29,9	-110,0	-121,2	5,8	-
2019 I TR	337,3	279,8	57,5	79,7	27,7	52,9	142,3	6,6	195,4	109,7	2,7	-
II TR	172,3	103,4	68,9	-15,8	2,1	1,5	53,1	13,1	170,7	48,2	2,8	-
2019 Ene	293,8	291,1	2,6	53,7	38,9	38,3	59,9	1,0	203,5	192,4	-2,7	-
Feb	-2,6	-5,4	2,8	20,6	7,8	-0,8	23,0	-1,1	-21,6	-36,2	0,2	-
Mar	46,2	-5,9	52,1	5,4	-18,9	15,3	59,5	6,8	13,5	-46,4	5,2	-
Abr	166,3	189,6	-23,3	29,0	73,7	9,4	-8,6	3,1	121,7	124,5	3,2	-
May	86,8	45,9	40,9	12,8	-4,2	-0,2	58,3	2,2	70,2	-8,1	1,8	-
Jun	-80,8	-132,1	51,3	-57,6	-67,4	-7,7	3,5	7,8	-21,1	-68,2	-2,2	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2019 Jun	156,8	-122,7	279,5	-316,3	-246,1	58,0	42,3	84,4	318,2	81,1	12,6	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2019 Jun	1,3	-1,0	2,4	-2,7	-2,1	0,5	0,4	0,7	2,7	0,7	0,1	-

Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾	
	Total construcción				Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Precios corrientes (mm de euros)											
2016	10.806,0	10.340,5	5.853,0	2.228,6	2.211,7	1.053,5	686,2	466,4	47,1	465,5	4.938,7	4.473,1
2017	11.183,8	10.702,9	6.025,6	2.292,4	2.325,1	1.116,8	720,2	482,7	59,8	480,9	5.303,1	4.822,2
2018	11.544,0	11.053,2	6.197,9	2.357,4	2.425,8	1.189,5	757,2	473,9	72,0	490,8	5.560,7	5.069,8
2018 III TR	2.893,1	2.777,4	1.554,1	590,8	612,6	300,3	192,0	119,0	19,9	115,8	1.401,6	1.285,8
IV TR	2.917,2	2.800,7	1.564,7	595,5	623,4	305,9	192,9	123,3	17,1	116,5	1.415,6	1.299,0
2019 I TR	2.939,5	2.807,5	1.572,9	599,9	627,1	312,5	192,5	120,8	7,6	132,0	1.429,4	1.297,4
II TR	2.959,2	2.829,9	1.583,9	604,9	633,3	314,5	195,3	122,2	7,7	129,3	1.433,5	1.304,2
	en porcentaje del PIB											
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	21,0	10,3	6,6	4,1	0,6	4,3	-	-
	Volúmenes encadenados (precios del año anterior)											
	tasas de variación intertrimestral											
2018 III TR	0,2	0,4	0,2	0,2	0,5	0,1	0,8	1,0	-	-	0,4	0,9
IV TR	0,3	0,3	0,4	0,4	1,5	1,3	0,5	3,6	-	-	1,0	1,0
2019 I TR	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	1,4	-0,1	-2,3	-	-	0,9	0,4
II TR	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,0	1,2	0,9	-	-	0,0	0,2
	tasas de variación interanual											
2016	1,9	2,4	2,0	1,8	4,0	2,8	5,9	4,2	-	-	3,0	4,2
2017	2,5	2,1	1,6	1,5	3,5	3,4	4,4	2,5	-	-	5,4	4,8
2018	1,9	1,5	1,4	1,1	2,3	3,3	4,4	-2,9	-	-	3,5	2,8
2018 III TR	1,7	1,8	1,1	0,9	3,4	2,3	4,3	4,7	-	-	3,3	3,8
IV TR	1,2	1,8	1,2	1,0	4,0	3,3	2,3	8,8	-	-	1,9	3,3
2019 I TR	1,3	1,4	1,1	1,3	4,0	4,7	3,2	3,6	-	-	3,4	3,8
II TR	1,2	1,2	1,2	1,3	2,8	2,9	2,4	3,2	-	-	2,4	2,6
	contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales											
2018 III TR	0,2	0,4	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,2	-	-
IV TR	0,3	0,3	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	-	-
2019 I TR	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
II TR	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-	-
	contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales											
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,1	0,5	-	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,5	-	-
2018 III TR	1,7	1,8	0,6	0,2	0,7	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	-	-
IV TR	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,5	-	-
2019 I TR	1,3	1,3	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,4	0,0	-	-
II TR	1,2	1,1	0,6	0,3	0,6	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,0	-	-

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)												
2016	9.694,0	159,3	1.944,5	485,1	1.831,7	449,1	473,6	1.097,2	1.075,0	1.847,5	331,1	1.112,0
2017	10.024,2	174,0	2.008,4	510,0	1.909,8	470,0	466,4	1.121,4	1.128,7	1.897,8	337,8	1.159,6
2018	10.340,0	175,4	2.059,5	546,5	1.968,8	489,5	467,9	1.153,9	1.179,1	1.956,1	343,3	1.203,9
2018 III TR	2.590,6	44,0	516,6	137,7	492,5	122,4	117,3	288,9	295,4	490,0	85,8	302,5
IV TR	2.613,5	44,5	516,2	140,9	497,2	124,7	117,7	291,5	299,5	494,8	86,4	303,7
2019 I TR	2.633,2	44,9	518,0	144,6	501,3	125,8	117,9	294,0	302,1	497,5	87,1	306,3
II TR	2.650,7	46,3	515,5	146,4	505,4	127,0	118,0	296,3	305,5	502,2	88,0	308,5
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2018	100,0	1,7	19,9	5,3	19,0	4,7	4,5	11,2	11,4	18,9	3,3	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2018 III TR	0,2	-0,8	-0,2	0,7	0,0	1,6	0,7	0,4	0,2	0,3	0,4	0,1
IV TR	0,3	0,8	-0,4	1,2	0,5	0,3	0,0	0,3	0,8	0,5	0,3	0,2
2019 I TR	0,5	0,7	0,0	1,5	1,0	1,3	0,0	0,4	0,2	0,1	0,6	0,1
II TR	0,1	0,0	-0,7	0,1	0,1	0,5	0,7	0,4	0,6	0,3	0,1	0,9
<i>tasas de variación interanual</i>												
2016	1,8	-1,4	3,0	1,6	1,9	3,9	-0,8	0,4	2,5	1,6	0,2	2,8
2017	2,5	1,0	3,4	2,5	3,0	4,9	1,3	0,5	4,1	1,6	0,9	2,5
2018	2,0	1,0	1,9	3,5	2,2	4,2	0,7	1,4	3,4	1,0	0,6	1,7
2018 III TR	1,7	0,1	1,3	3,4	1,8	4,8	0,9	1,3	2,7	0,8	0,4	1,8
IV TR	1,2	0,0	-0,6	3,5	1,5	3,5	0,4	1,3	2,8	0,9	0,5	1,3
2019 I TR	1,4	0,4	-0,3	4,6	1,9	4,4	0,9	1,2	1,9	1,1	1,1	0,9
II TR	1,1	0,7	-1,3	3,5	1,6	3,8	1,4	1,5	1,9	1,2	1,4	1,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2018 III TR	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
IV TR	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 I TR	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
II TR	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,5	0,0	0,7	0,1	0,6	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,0	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 III TR	1,7	0,0	0,3	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
IV TR	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2019 I TR	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
II TR	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	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	85,4	14,6	3,2	14,8	5,9	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	13,8	24,2	7,0
2018	100,0	86,0	14,0	3,1	14,7	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	13,9	24,1	6,9
<i>tasas de variación interanual</i>													
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,3	0,8	0,3	1,5	3,1	-0,5	2,2	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,4	2,1	3,3	1,3	1,0
2018	1,5	1,8	-0,3	-0,4	1,4	2,6	1,5	3,2	-1,0	1,8	2,6	1,2	0,5
2018 III TR	1,4	1,7	-0,2	0,0	1,3	2,7	1,5	3,6	-1,2	1,7	2,4	1,2	0,0
IV TR	1,4	1,6	-0,2	-0,3	1,2	3,2	1,5	3,5	-0,7	1,3	1,9	1,2	-0,1
2019 I TR	1,4	1,6	-0,1	0,2	1,2	2,6	1,3	3,9	-0,3	2,1	1,8	1,2	0,3
II TR	1,2	1,5	-0,5	-1,9	0,9	1,7	1,3	3,9	-0,5	1,3	1,5	1,3	1,1
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,3	6,6	25,7	3,0	2,6	1,0	13,3	21,9	6,2
2017	100,0	81,1	18,9	4,2	15,3	6,7	25,7	3,0	2,5	1,0	13,5	21,8	6,2
2018	100,0	81,5	18,5	4,2	15,3	6,8	25,7	3,1	2,5	1,0	13,7	21,8	6,1
<i>tasas de variación interanual</i>													
2016	1,4	1,9	-0,5	-0,2	1,0	0,4	1,6	3,1	-0,1	2,7	3,1	1,3	0,6
2017	1,2	1,7	-0,9	-1,1	1,0	1,8	1,2	2,9	-2,0	2,2	2,9	0,8	0,4
2018	1,5	1,9	-0,5	0,2	1,2	2,9	1,2	3,0	-1,1	1,9	2,8	1,3	0,3
2018 III TR	1,6	2,0	0,0	0,7	1,1	3,6	1,4	3,6	-1,1	2,1	3,1	1,3	0,3
IV TR	1,5	2,0	-0,3	0,0	1,2	3,5	1,4	3,7	-0,4	0,8	2,3	1,4	0,4
2019 I TR	1,7	2,0	0,5	1,2	1,4	3,8	1,6	4,0	-0,1	1,6	2,2	1,3	0,5
II TR	1,0	1,3	-0,5	-1,7	0,6	2,2	1,0	3,4	-1,0	1,5	1,5	1,0	0,8
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2016	0,0	0,2	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	0,5	0,1	0,0	-0,1
2017	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	-0,5	-0,2	-0,6	0,1	-0,3	-0,5	-0,6
2018	0,0	0,1	-0,2	0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2
2018 III TR	0,2	0,3	0,2	0,7	-0,2	0,9	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,7	0,0	0,3
IV TR	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,4	-0,5	0,3	0,2	0,5
2019 I TR	0,3	0,4	0,5	1,0	0,2	1,2	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,3	0,0	0,2
II TR	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,4	-0,3	-0,6	-0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,3

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	16,258	10,0	5,0	13,294	9,0	2,965	20,9	8,484	9,7	7,774	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,094	8,1	2,667	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9
2018	163,301	3,8	13,393	8,2	3,8	10,964	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 III TR	163,730	3,6	13,144	8,0	3,6	10,744	7,2	2,400	16,8	6,792	7,7	6,352	8,4	2,1
IV TR	163,702	3,7	12,970	7,9	3,6	10,596	7,1	2,375	16,5	6,651	7,6	6,319	8,3	2,3
2019 I TR	163,278	3,6	12,690	7,7	3,5	10,371	6,9	2,319	16,1	6,480	7,4	6,209	8,2	2,3
II TR	.	.	12,417	7,6	.	10,166	6,8	2,251	15,6	6,387	7,3	6,029	7,9	2,3
2019 Feb	-	-	12,713	7,8	-	10,393	7,0	2,320	16,1	6,495	7,4	6,217	8,2	-
Mar	-	-	12,563	7,7	-	10,264	6,9	2,299	15,9	6,422	7,3	6,141	8,1	-
Abr	-	-	12,500	7,6	-	10,238	6,8	2,262	15,6	6,421	7,3	6,079	8,0	-
May	-	-	12,413	7,6	-	10,153	6,8	2,260	15,6	6,396	7,3	6,017	7,9	-
Jun	-	-	12,338	7,5	-	10,107	6,8	2,231	15,5	6,345	7,2	5,992	7,9	-
Jul	-	-	12,322	7,5	-	10,077	6,7	2,245	15,6	6,332	7,2	5,991	7,9	-

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	2,0	1,8	0,5	3,0	0,6	1,6	1,0	2,3	1,3	7,2
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	1,0	5,7
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,3	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,8
2018 III TR	0,5	0,7	-0,3	1,5	1,0	-1,2	2,4	1,6	1,3	1,1	1,5	0,1	3,4
IV TR	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,6	1,9	-1,0	1,5	1,4	1,7	1,7	-9,4
2019 I TR	-0,5	-0,2	-0,6	-0,5	1,4	-2,7	4,5	-3,2	2,4	1,1	3,5	2,9	-3,6
II TR	-1,4	-1,5	-2,1	-2,8	1,6	0,1	2,0	-3,3	2,0	1,1	2,9	0,5	-1,7
2019 Feb	-0,2	0,7	-0,5	0,3	3,4	-6,1	6,9	-3,8	3,0	0,9	4,6	2,9	-2,3
Mar	-0,7	0,2	-0,3	1,1	-0,2	-7,7	5,9	-3,0	2,1	0,6	3,7	1,8	-5,5
Abr	-0,7	-0,8	-1,1	-2,2	1,9	0,0	3,0	-1,8	2,1	2,3	1,8	1,5	-0,2
May	-0,8	-0,8	-2,4	-1,8	3,1	0,4	1,7	-5,0	1,1	-0,3	2,5	-0,9	1,1
Jun	-2,6	-2,8	-2,6	-4,4	-0,1	-0,1	1,0	-3,1	2,8	1,2	4,4	1,0	-5,6
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	1,3	2,8	2,0	.
tasas de variación intermensual (d.)													
2019 Feb	0,0	0,5	0,0	0,0	0,6	-3,3	3,1	-1,5	0,7	0,3	1,1	-0,4	-0,1
Mar	-0,2	-0,2	0,0	0,8	-0,8	-0,8	-0,2	0,1	0,1	0,4	-0,1	-0,6	-3,6
Abr	-0,5	-0,8	-0,9	-1,9	0,3	1,8	-1,5	0,9	0,2	0,0	0,4	-0,2	4,8
May	0,8	0,8	-0,2	0,9	2,5	0,5	-0,5	-1,9	-0,4	-0,8	0,0	-1,4	2,8
Jun	-1,6	-1,7	-0,8	-4,0	-2,6	-0,2	0,0	0,8	1,2	1,3	1,1	1,8	-6,7
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	-0,3	-1,0	0,0	.

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	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 III TR	110,9	5,9	83,7	-5,1	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
IV TR	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 I TR	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
II TR	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
2019 Mar	105,6	-1,6	-	-6,6	7,5	0,3	11,5	-	47,5	47,2	53,3	51,6
Abr	103,9	-4,3	82,8	-7,3	6,5	-1,1	11,8	90,6	47,9	48,0	52,8	51,5
May	105,2	-2,9	-	-6,5	4,1	-0,9	12,1	-	47,7	48,9	52,9	51,8
Jun	103,3	-5,6	-	-7,2	7,6	0,1	11,0	-	47,6	48,5	53,6	52,2
Jul	102,7	-7,3	81,9	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
Ago	103,1	-5,9	-	-7,1	3,7	0,5	9,3	-	47,0	47,9	53,5	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	
2016	12,1	93,8	1,8	2,0	6,1	3,3	2,7	35,7	7,7	139,0	4,9	6,1	2,9
2017	11,7	93,7	1,4	2,1	7,2	4,3	4,2	34,5	6,9	137,3	3,7	4,5	2,3
2018	11,9	93,5	1,6	2,0	7,7	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	7,7	1,3
2018 II TR	11,7	93,5	2,1	2,0	8,2	4,0	4,7	34,8	7,0	137,7	3,1	1,6	1,8
III TR	11,8	93,5	1,4	2,0	8,5	3,6	4,7	34,4	6,8	137,4	2,7	8,6	1,6
IV TR	11,9	93,5	1,6	2,0	8,5	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	21,3	1,3
2019 I TR	12,4	93,1	2,7	2,2	7,7	3,5	4,0	33,9	6,4	135,9	1,8	5,5	1,3

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 III TR	1.038,1	963,7	74,4	588,2	525,3	230,1	204,4	191,1	165,4	28,7	68,7	8,8	5,7
IV TR	1.058,8	978,0	80,8	600,4	530,8	233,3	205,8	195,1	167,4	29,9	74,1	22,0	64,3
2019 I TR	1.061,1	969,7	91,3	606,2	524,6	233,7	205,7	192,0	171,5	29,2	67,9	10,5	14,8
II TR	1.043,9	972,2	71,8	597,0	520,9	232,1	217,4	188,0	171,1	26,8	62,8	9,0	6,1
2019 Ene	361,0	322,8	38,3	201,7	173,6	77,3	68,8	71,5	56,6	10,5	23,8	3,9	4,6
Feb	348,9	318,6	30,4	200,8	173,2	77,1	68,1	62,3	55,3	8,7	21,9	3,6	4,1
Mar	351,1	328,4	22,7	203,6	177,9	79,3	68,7	58,2	59,5	10,0	22,3	3,0	6,1
Abr	346,9	323,8	23,1	197,9	174,0	77,1	70,9	63,2	58,4	8,7	20,5	2,4	1,9
May	350,9	320,6	30,3	199,7	172,8	77,0	71,4	64,8	56,9	9,3	19,5	3,0	2,0
Jun	346,2	327,8	18,4	199,3	174,1	78,0	75,1	60,0	55,8	8,8	22,8	3,6	2,3
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2019 Jun	4.201,8	3.883,6	318,2	2.391,8	2.101,5	929,1	833,3	766,2	675,3	114,6	273,5	50,2	91,0
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2019 Jun	35,9	33,2	2,7	20,4	17,9	7,9	7,1	6,5	5,8	1,0	2,3	0,4	0,8

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	Manu-facturas	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 III TR	4,7	10,2	572,8	278,5	117,7	166,8	479,1	530,8	310,1	86,1	127,0	373,6	68,5
IV TR	3,8	7,8	580,1	278,3	123,3	168,3	485,1	535,6	309,4	88,5	129,9	379,8	66,0
2019 I TR	4,1	5,1	588,1	283,9	120,5	172,7	492,9	531,6	306,5	85,0	132,6	381,2	64,2
II TR	2,4	2,4	582,4	.	.	.	485,8	529,7	.	.	.	378,0	.
2019 Ene	2,6	3,5	195,2	94,9	40,6	56,9	164,3	177,9	102,6	29,0	43,7	127,0	20,9
Feb	6,2	5,6	195,4	94,2	40,0	57,1	163,9	174,8	100,8	27,5	43,9	126,2	21,0
Mar	3,5	6,2	197,5	94,9	40,0	58,7	164,6	178,9	103,2	28,5	45,0	128,0	22,2
Abr	5,4	6,8	192,7	92,4	39,1	58,2	159,8	177,4	101,8	27,9	44,8	126,8	21,8
May	7,1	4,8	195,5	91,6	40,4	59,0	163,3	175,9	101,1	28,3	43,7	125,0	22,3
Jun	-4,7	-4,2	194,3	.	.	.	162,7	176,4	.	.	.	126,2	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2018 III TR	1,1	2,0	125,4	125,8	125,3	127,6	126,2	115,6	115,1	119,1	115,6	120,4	99,5
IV TR	0,2	1,7	126,0	124,9	130,1	127,7	126,6	116,2	115,2	119,9	117,1	120,8	100,5
2019 I TR	0,1	1,4	126,8	126,9	126,2	129,3	126,9	116,6	116,6	115,3	118,8	120,7	107,9
II TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Dic	-5,0	0,3	125,6	123,7	132,5	127,6	125,6	116,8	116,0	120,0	115,4	119,8	108,9
2019 Ene	-1,1	1,9	126,4	127,1	127,9	128,3	126,8	117,6	118,2	118,8	116,9	120,6	111,3
Feb	2,0	1,5	126,6	126,3	125,6	128,4	126,7	115,3	115,0	112,4	118,8	120,5	105,8
Mar	-0,7	0,8	127,5	127,1	125,1	131,2	127,1	116,9	116,7	114,6	120,9	121,2	106,5
Abr	0,9	2,4	123,6	123,1	121,4	129,6	122,9	115,8	114,9	113,1	120,4	120,7	98,8
May	3,3	1,3	125,3	122,1	125,9	130,2	125,6	115,1	113,6	117,0	118,0	119,5	99,2

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
		1	2											Total, excluidos energía y alimentos	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	86,7	13,3
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	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,2
2018 III TR	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,3	0,1	2,7	0,3	2,1	2,4
IV TR	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,3	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8
2019 I TR	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,4
II TR	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1
2019 Mar	104,4	1,4	0,8	1,6	1,1	0,1	0,4	-1,3	-0,1	0,8	0,2	1,3	2,2
Abr	105,1	1,7	1,3	1,5	1,9	0,3	0,1	0,0	0,0	0,7	0,5	1,7	2,1
May	105,2	1,2	0,8	1,4	1,0	0,1	0,2	0,5	0,1	0,9	-0,2	1,1	2,0
Jun	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,2	0,4	1,1	2,2
Jul	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,4	0,1	-0,6	0,1	1,0	1,3
Ago ³⁾	105,1	1,0	0,9	.	1,3	0,1	0,2	0,9	0,0	-0,6	0,1	.	.

	Bienes						Servicios						
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios		
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía						Alquileres	
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% del total en 2019	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 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	
2019 I TR	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5	
II TR	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5	
2019 Mar	1,8	2,0	1,1	1,5	0,1	5,3	1,2	1,2	1,1	-0,7	1,2	1,5	
Abr	1,5	1,7	0,8	1,6	0,2	5,3	1,3	1,2	2,5	-1,2	2,8	1,6	
May	1,5	1,9	0,4	1,3	0,3	3,8	1,3	1,2	1,5	-1,5	1,0	1,4	
Jun	1,6	1,9	0,7	0,6	0,3	1,7	1,5	1,4	2,2	-0,9	2,1	1,4	
Jul	1,9	2,0	1,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,5	2,1	-1,1	0,8	1,4	
Ago ³⁾	2,1	2,0	2,5	.	0,4	-0,6	.	.	.	.	.	.

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 2015	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	0,7	4,0	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,4	4,8	4,2
2018 III TR	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	3,0	4,9	3,3
IV TR	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,3	4,7	3,0
2019 I TR	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,0	.
II TR	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,1	.	.	.
2019 Feb	105,5	3,0	1,5	1,2	1,3	1,6	0,5	0,0	1,0	8,0	-	-	-
Mar	105,4	2,9	1,7	1,1	1,2	1,6	0,2	-0,4	1,0	7,7	-	-	-
Abr	105,1	2,6	1,6	1,1	1,2	1,5	0,8	0,6	1,0	6,4	-	-	-
May	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,1	-	-	-
Jun	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,3	0,9	-0,2	-	-	-
Jul	104,6	0,2	0,3	0,6	-0,2	1,5	1,0	1,1	0,8	-1,7	-	-	-

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	0,4	0,4	0,5	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	107,9	0,9	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	109,2	1,3	1,7	1,5	1,7	1,9	1,3	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 III TR	109,3	1,2	1,9	1,7	1,9	2,3	2,2	3,8	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
IV TR	109,9	1,4	2,0	1,7	1,7	2,1	1,7	2,9	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 I TR	110,3	1,5	1,6	1,3	1,6	2,2	1,3	1,6	55,6	3,2	3,7	2,8	3,9	5,2	2,7
II TR	110,8	1,6	1,6	1,4	1,6	2,2	1,1	1,2	61,0	-1,8	-0,6	-2,8	-0,1	4,8	-4,9
2019 Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	58,8	4,3	2,4	6,0	5,9	6,3	5,5
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	2,0	1,2	2,8	4,3	7,5	1,0
May	-	-	-	-	-	-	-	-	63,1	-4,2	-3,3	-5,0	-2,3	2,6	-7,1
Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	-2,9	0,5	-5,8	-2,1	4,4	-8,4
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	57,1	2,9	4,2	1,8	3,0	7,8	-1,6
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-1,0	1,0	-2,7	-1,2	3,3	-5,7

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)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,2	-	-	-3,6	32,0	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 III TR	11,1	7,5	9,0	12,4	21,2	65,2	58,4	55,5	52,8
IV TR	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 I TR	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
II TR	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
2019 Mar	6,9	7,8	10,4	8,9	21,5	52,3	56,8	52,3	53,3
Abr	5,2	8,3	10,1	7,8	15,6	52,7	57,7	51,4	53,1
May	5,3	7,7	8,2	6,7	22,6	51,2	57,5	51,6	51,6
Jun	3,2	5,5	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3
Jul	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3
Ago	2,2	6,0	8,7	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1

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

4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2016	100,0	1,3	1,4	1,0	1,1	1,6	1,4
2017	101,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	104,1	2,2	2,1	2,7	2,4	1,8	2,0
2018 III TR	100,8	2,4	2,3	2,9	2,6	2,1	2,1
IV TR	110,6	2,3	2,3	2,4	2,3	2,4	2,1
2019 I TR	99,6	2,5	2,5	2,2	2,4	2,4	2,3
II TR	.	.	.	.	.	.	2,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

4 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios												
2016	105,6	0,8	1,3	-0,7	0,5	1,1	-0,2	2,7	4,6	1,0	1,1	2,0
2017	106,3	0,7	-0,7	-0,8	1,0	0,2	0,6	-1,9	4,1	1,8	1,3	1,6
2018	108,1	1,7	0,7	1,5	0,9	1,7	1,8	-0,3	3,7	1,9	2,2	2,2
2018 III TR	108,5	2,2	2,2	2,2	1,5	2,4	1,5	-0,4	4,3	2,7	2,5	2,5
IV TR	109,0	2,4	1,3	3,5	1,6	2,3	2,3	0,0	4,2	2,0	2,3	2,5
2019 I TR	109,4	2,2	1,3	3,6	1,0	2,3	1,4	-0,5	4,8	2,0	2,0	1,7
II TR	110,0	2,1	-0,9	3,8	0,8	2,2	1,6	-1,1	2,7	2,1	2,0	2,7
Remuneración por asalariado												
2016	109,6	1,3	0,1	1,4	1,8	1,5	0,6	2,4	2,8	0,6	1,4	1,5
2017	111,4	1,6	0,8	1,4	1,7	1,5	2,3	0,8	2,5	2,6	1,6	1,5
2018	113,8	2,1	2,1	1,9	1,8	2,4	2,8	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3
2018 III TR	114,3	2,4	2,4	2,2	2,2	2,7	2,7	1,8	3,9	3,0	2,1	2,9
IV TR	114,9	2,2	1,6	1,7	1,9	2,3	2,3	1,1	4,3	2,9	2,0	3,2
2019 I TR	115,3	2,2	1,6	2,1	2,9	2,9	1,9	0,8	3,9	2,0	1,8	2,5
II TR	115,9	2,1	1,8	1,5	2,6	2,5	1,5	0,9	3,0	2,5	1,9	3,0
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2016	103,8	0,5	-1,1	2,2	1,3	0,4	0,8	-0,2	-1,7	-0,4	0,3	-0,5
2017	104,8	0,9	1,5	2,2	0,7	1,3	1,8	2,7	-1,6	0,8	0,3	-0,1
2018	105,2	0,4	1,5	0,4	0,8	0,7	1,0	1,7	-0,4	0,7	-0,2	0,2
2018 III TR	105,3	0,2	0,1	0,0	0,7	0,3	1,2	2,1	-0,4	0,3	-0,4	0,4
IV TR	105,3	-0,2	0,3	-1,8	0,4	0,0	0,0	1,2	0,0	0,9	-0,3	0,7
2019 I TR	105,4	0,0	0,3	-1,5	1,9	0,6	0,5	1,3	-0,8	0,0	-0,2	0,8
II TR	105,3	-0,1	2,7	-2,2	1,8	0,3	-0,1	2,0	0,2	0,4	-0,1	0,3
Remuneración por hora trabajada												
2016	111,2	1,1	-0,5	1,2	1,9	1,0	0,5	1,9	2,4	0,2	1,4	1,6
2017	113,3	1,9	1,0	1,5	1,6	1,8	2,5	1,4	2,4	2,7	2,1	2,1
2018	115,6	2,0	1,8	2,0	1,2	2,4	2,7	1,5	2,7	2,4	1,9	2,1
2018 III TR	115,5	2,1	2,4	2,2	1,4	2,5	2,5	1,8	2,8	2,3	2,0	2,1
IV TR	116,0	1,8	1,3	1,7	1,3	2,1	1,9	0,8	4,0	2,5	1,7	2,4
2019 I TR	116,5	1,8	0,2	1,9	1,9	2,3	1,6	0,5	3,8	1,7	1,8	2,4
II TR	117,3	2,2	2,7	1,8	2,4	2,6	1,7	1,3	2,6	2,5	2,2	3,4
Productividad del trabajo por hora												
2016	105,7	0,5	-1,2	2,0	1,2	0,3	0,8	-0,6	-2,2	-0,5	0,3	-0,4
2017	107,2	1,3	2,1	2,4	0,8	1,8	2,0	3,3	-1,7	1,2	0,8	0,6
2018	107,7	0,5	0,8	0,6	0,5	1,0	1,2	1,8	-0,5	0,5	-0,3	0,3
2018 III TR	107,2	0,1	-0,6	0,2	-0,1	0,4	1,1	2,1	-0,8	-0,4	-0,5	0,1
IV TR	107,2	-0,3	0,0	-1,7	0,0	0,1	-0,2	0,8	0,5	0,6	-0,5	0,2
2019 I TR	107,3	-0,3	-0,7	-1,7	0,7	0,2	0,3	1,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,6
II TR	107,5	0,2	2,5	-1,9	1,3	0,6	0,4	2,5	0,0	0,3	0,2	0,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Dinero y crédito

5.1 Agregados monetarios¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			7	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	6	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	6.637,3	7.748,9	1.197,0	2.260,9	3.457,9	11.206,8	74,7	512,0	71,6	658,4	11.865,1
2018	1.162,7	7.114,8	8.277,4	1.128,2	2.298,0	3.426,1	11.703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12.374,5
2018 III TR	1.150,6	7.009,8	8.160,3	1.126,6	2.284,6	3.411,2	11.571,5	71,4	495,4	60,4	627,3	12.198,8
IV TR	1.162,7	7.114,8	8.277,4	1.128,2	2.298,0	3.426,1	11.703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12.374,5
2019 I TR	1.180,7	7.285,2	8.465,9	1.113,0	2.318,5	3.431,5	11.897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12.512,3
II TR	1.188,0	7.419,2	8.607,2	1.110,2	2.338,9	3.449,1	12.056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12.678,9
2019 Feb	1.172,8	7.190,1	8.362,9	1.125,1	2.308,9	3.433,9	11.796,8	70,7	505,1	57,4	633,2	12.430,0
Mar	1.180,7	7.285,2	8.465,9	1.113,0	2.318,5	3.431,5	11.897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12.512,3
Abr	1.182,2	7.307,3	8.489,5	1.126,3	2.327,2	3.453,5	11.943,0	73,9	514,0	39,4	627,3	12.570,3
May	1.185,4	7.365,5	8.550,9	1.124,6	2.335,2	3.459,8	12.010,7	70,7	511,9	46,0	628,5	12.639,2
Jun	1.188,0	7.419,2	8.607,2	1.110,2	2.338,9	3.449,1	12.056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12.678,9
Jul ^(p)	1.193,1	7.492,8	8.685,9	1.099,5	2.345,0	3.444,5	12.130,3	76,5	525,1	36,2	637,8	12.768,2
Operaciones												
2016	38,1	541,6	579,7	-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	6,9	-10,9	-18,4	-22,4	529,5
2018	50,0	461,9	511,9	-71,5	45,0	-26,5	485,4	-3,5	11,3	-2,3	5,5	490,8
2018 III TR	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,7	94,4	-2,4	-12,6	-4,8	-19,7	74,7
IV TR	12,1	105,3	117,4	0,3	13,4	13,7	131,1	2,9	27,7	9,3	39,8	170,9
2019 I TR	18,1	167,8	185,9	-17,5	21,0	3,5	189,4	-0,5	-20,5	-38,7	-59,6	129,7
II TR	7,9	138,8	146,6	-3,7	20,3	16,5	163,2	0,8	0,3	7,6	8,6	171,8
2019 Feb	5,1	66,3	71,4	0,8	6,2	6,9	78,3	-4,3	-3,5	-4,2	-12,0	66,2
Mar	8,0	90,7	98,7	-13,4	9,5	-3,9	94,8	3,5	2,5	-24,7	-18,7	76,1
Abr	1,5	22,3	23,8	13,2	8,6	21,7	45,6	-0,5	4,6	8,2	12,3	57,9
May	3,2	58,4	61,6	-3,2	8,0	4,7	66,3	-3,2	-2,1	5,3	0,0	66,3
Jun	3,2	58,0	61,2	-13,7	3,8	-9,9	51,3	4,5	-2,2	-5,9	-3,6	47,6
Jul ^(p)	5,0	70,4	75,4	-12,1	6,0	-6,1	69,3	1,4	15,6	-3,0	13,9	83,3
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	10,0	-2,1	-21,4	-3,3	4,7
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2018 III TR	4,1	7,3	6,9	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,5	-6,7	-26,1	-8,1	3,6
IV TR	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2019 I TR	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,7	-49,5	-6,3	4,5
II TR	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5
2019 Feb	5,0	6,9	6,6	-4,9	2,2	-0,2	4,5	-7,1	-1,7	-4,1	-2,6	4,1
Mar	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,7	-49,5	-6,3	4,5
Abr	5,2	7,7	7,4	-3,7	2,8	0,6	5,3	-4,6	-0,8	-42,9	-5,8	4,7
May	4,9	7,6	7,2	-3,9	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-28,2	-3,4	4,8
Jun	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5
Jul ^(p)	5,0	8,3	7,8	-5,5	3,0	0,1	5,5	10,7	1,9	-40,5	-1,2	5,2

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	2.239,0	1.795,5	285,7	148,8	9,1	6.315,2	3.700,7	562,0	2.051,9	0,7	998,6	204,4	412,6
2018	2.336,5	1.900,3	280,8	147,5	7,8	6.643,0	4.034,7	517,3	2.089,8	1,2	1.004,6	200,2	431,2
2018 III TR	2.309,7	1.886,3	267,9	148,7	6,8	6.545,8	3.946,3	524,6	2.073,8	1,1	986,4	212,2	438,3
IV TR	2.336,5	1.900,3	280,8	147,5	7,8	6.643,0	4.034,7	517,3	2.089,8	1,2	1.004,6	200,2	431,2
2019 I TR	2.383,9	1.960,5	269,6	147,9	5,9	6.753,9	4.126,3	515,0	2.111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
II TR	2.407,2	1.985,8	263,8	150,2	7,4	6.844,1	4.203,9	510,3	2.128,0	1,9	1.012,3	217,4	462,3
2019 Feb	2.347,9	1.919,0	275,8	147,0	6,1	6.723,4	4.103,0	516,8	2.102,0	1,5	965,2	206,0	452,1
Mar	2.383,9	1.960,5	269,6	147,9	5,9	6.753,9	4.126,3	515,0	2.111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
Abr	2.390,9	1.963,1	271,7	148,8	7,2	6.789,7	4.156,2	513,5	2.118,3	1,7	983,4	211,7	459,0
May	2.401,7	1.977,0	268,5	149,2	7,0	6.828,6	4.188,3	512,7	2.126,1	1,6	990,2	216,7	458,7
Jun	2.407,2	1.985,8	263,8	150,2	7,4	6.844,1	4.203,9	510,3	2.128,0	1,9	1.012,3	217,4	462,3
Jul ^(p)	2.438,0	2.018,0	263,2	150,4	6,4	6.898,1	4.253,7	508,8	2.133,4	2,1	1.003,2	220,9	453,6
Operaciones													
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,1	-28,4	19,1
2017	179,8	182,7	-3,1	-0,8	1,0	254,1	303,6	-81,6	33,5	-1,3	55,4	6,3	26,9
2018	93,6	103,0	-6,9	-1,1	-1,4	327,1	325,8	-45,1	45,9	0,5	-1,9	-4,8	17,8
2018 III TR	25,9	35,4	-9,9	0,6	-0,2	76,0	75,5	-10,7	11,3	0,0	-29,2	-8,0	11,4
IV TR	27,3	14,2	13,0	-0,7	0,9	96,6	88,3	-7,5	15,7	0,1	17,2	-12,4	-6,8
2019 I TR	50,1	61,9	-11,4	0,8	-1,2	109,7	90,9	-2,7	21,4	0,1	-31,8	12,4	30,5
II TR	26,8	28,1	-5,4	2,6	1,5	90,2	78,1	-4,8	16,3	0,6	34,9	4,5	-0,3
2019 Feb	22,6	19,6	4,4	-0,3	-1,0	44,9	38,8	-0,5	6,8	-0,1	-14,5	2,1	13,7
Mar	34,0	40,0	-6,6	0,8	-0,2	29,7	22,8	-2,1	9,2	-0,3	9,8	7,0	10,0
Abr	7,0	2,7	2,1	1,0	1,3	35,1	29,8	-2,0	6,9	0,4	6,4	-1,6	-3,3
May	11,8	15,0	-3,3	0,3	-0,2	38,8	32,0	-0,9	7,7	-0,1	4,7	5,0	-0,3
Jun	8,1	10,5	-4,1	1,3	0,4	16,3	16,3	-1,9	1,7	0,3	23,8	1,0	3,3
Jul ^(p)	30,2	31,1	0,1	0,0	-1,0	53,6	49,6	-1,8	5,4	0,3	-12,8	3,3	-8,7
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	-0,5	12,5	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,2	7,0
2018	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2018 III TR	4,8	7,0	-6,8	0,3	27,4	4,5	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
IV TR	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2019 I TR	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
II TR	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,7	8,1
2019 Feb	4,4	6,0	-2,8	-0,1	-25,7	5,6	8,9	-6,1	2,5	-13,6	-3,7	-1,3	8,4
Mar	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
Abr	5,8	7,1	-0,6	1,6	0,1	5,8	8,9	-5,2	2,9	1,5	0,1	-0,5	9,2
May	5,5	6,8	-1,3	1,4	8,9	6,0	8,9	-4,7	3,2	20,2	-0,7	0,3	8,8
Jun	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,7	8,1
Jul ^(p)	7,0	8,8	-3,0	2,4	-8,1	6,1	9,2	-4,6	3,1	15,9	-0,2	1,5	6,2

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	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			
												Préstamos ajustados ²⁾
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	11.167,4	4.325,4	5.600,0	839,1	109,6	1.442,4	799,8
2018	4.687,0	1.007,4	3.668,2	13.418,1	11.127,0	11.484,9	4.408,8	5.741,5	848,8	127,9	1.520,0	771,0
2018 III TR	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,1	11.064,5	11.394,1	4.396,2	5.702,0	841,9	124,4	1.513,8	784,8
IV TR	4.687,0	1.007,4	3.668,2	13.418,1	11.127,0	11.484,9	4.408,8	5.741,5	848,8	127,9	1.520,0	771,0
2019 I TR	4.662,8	1.001,3	3.650,1	13.527,0	11.196,3	11.548,1	4.422,3	5.788,2	854,4	131,4	1.527,4	803,4
II TR	4.633,4	1.000,7	3.621,0	13.642,4	11.293,8	11.668,4	4.461,7	5.825,7	874,9	131,4	1.546,6	802,0
2019 Feb	4.684,7	1.000,8	3.672,0	13.502,5	11.179,4	11.527,1	4.425,2	5.770,5	857,4	126,3	1.533,1	789,9
Mar	4.662,8	1.001,3	3.650,1	13.527,0	11.196,3	11.548,1	4.422,3	5.788,2	854,4	131,4	1.527,4	803,4
Abr	4.639,6	998,2	3.630,0	13.570,4	11.234,0	11.591,2	4.443,8	5.800,5	864,1	125,7	1.523,3	813,1
May	4.632,4	1.004,3	3.616,4	13.592,9	11.257,4	11.623,7	4.463,9	5.807,5	862,8	123,2	1.533,9	801,6
Jun	4.633,4	1.000,7	3.621,0	13.642,4	11.293,8	11.668,4	4.461,7	5.825,7	874,9	131,4	1.546,6	802,0
Jul ^(p)	4.673,6	1.000,6	3.661,4	13.680,0	11.338,8	11.710,6	4.486,4	5.842,7	876,1	133,7	1.534,2	807,0
Operaciones												
2016	485,9	-34,5	520,3	319,6	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6
2017	289,7	-43,2	332,3	362,7	274,8	315,6	82,7	173,7	22,0	-3,5	64,3	23,6
2018	92,5	-28,3	120,8	372,6	304,7	378,4	124,0	166,2	-3,6	18,1	89,4	-21,4
2018 III TR	48,0	-16,2	64,5	105,3	91,0	88,0	48,7	49,9	-12,1	4,5	18,6	-4,2
IV TR	40,8	4,0	36,8	66,0	60,1	92,6	16,5	42,0	-1,8	3,4	13,6	-7,7
2019 I TR	-41,0	-6,8	-34,2	107,5	83,1	78,7	25,2	50,1	6,0	1,8	-1,7	26,1
II TR	-56,9	-1,4	-55,8	126,4	113,8	134,4	53,8	38,7	24,2	-2,8	17,5	-4,9
2019 Feb	10,9	-4,8	15,3	46,4	25,0	32,2	17,6	12,9	-4,1	-1,4	7,1	14,3
Mar	-38,8	0,4	-38,7	26,2	23,1	27,7	3,2	18,8	-2,4	3,5	-8,7	11,8
Abr	-22,2	-3,2	-19,0	40,5	41,7	46,6	26,1	12,6	8,6	-5,7	-6,3	5,2
May	-8,3	5,9	-14,5	34,0	25,6	33,7	21,9	7,6	-1,5	-2,5	13,9	-5,5
Jun	-26,4	-4,1	-22,3	52,0	46,6	54,0	5,8	18,4	17,1	5,3	10,0	-4,6
Jul ^(p)	14,8	-0,2	15,0	34,7	45,0	43,0	25,9	17,1	-0,1	2,2	-14,2	3,9
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	2,7	-3,1	4,6	3,0
2018	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018 III TR	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,3	11,7	5,9	-1,1
IV TR	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2019 I TR	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9
II TR	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,2
2019 Feb	2,5	-2,6	4,0	2,8	2,7	3,3	2,6	3,2	-1,4	10,6	5,3	-0,3
Mar	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9
Abr	1,3	-2,7	2,5	2,7	2,8	3,4	2,8	3,2	0,6	5,4	2,6	1,2
May	0,6	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,4	1,6	3,1	0,5
Jun	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,2
Jul ^(p)	-0,5	-1,4	-0,2	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,5	7,1	1,2	1,8

Fuente: BCE.

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

2) Ajustados de titulizaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM), así como de posiciones resultantes de los servicios de centralización notional 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	4.325,4	4.360,1	987,3	820,2	2.517,9	5.600,0	5.866,6	654,4	4.217,0	728,6
2018	4.408,8	4.494,3	995,7	844,3	2.568,7	5.741,5	6.023,3	683,5	4.353,9	704,1
2018 III TR	4.396,2	4.459,8	999,7	836,2	2.560,4	5.702,0	5.979,1	678,6	4.311,7	711,7
IV TR	4.408,8	4.494,3	995,7	844,3	2.568,7	5.741,5	6.023,3	683,5	4.353,9	704,1
2019 I TR	4.422,3	4.508,9	979,9	852,0	2.590,4	5.788,2	6.065,7	694,4	4.391,6	702,2
II TR	4.461,7	4.555,9	978,6	867,7	2.615,5	5.825,7	6.112,2	707,6	4.421,3	696,8
2019 Feb	4.425,2	4.506,1	980,1	851,5	2.593,7	5.770,5	6.051,7	690,8	4.375,6	704,0
Mar	4.422,3	4.508,9	979,9	852,0	2.590,4	5.788,2	6.065,7	694,4	4.391,6	702,2
Abr	4.443,8	4.528,0	984,9	858,9	2.600,0	5.800,5	6.083,2	695,7	4.405,3	699,5
May	4.463,9	4.546,6	982,4	865,7	2.615,9	5.807,5	6.098,7	701,0	4.409,5	697,0
Jun	4.461,7	4.555,9	978,6	867,7	2.615,5	5.825,7	6.112,2	707,6	4.421,3	696,8
Jul ^(p)	4.486,4	4.575,9	987,1	874,7	2.624,6	5.842,7	6.133,0	710,8	4.437,0	694,9
Operaciones										
2016	82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4
2017	82,7	131,7	-0,3	38,0	45,0	173,7	165,5	45,1	134,3	-5,8
2018	124,0	176,1	19,6	33,5	70,8	166,2	188,6	39,6	136,4	-9,8
2018 III TR	48,7	47,8	16,4	9,7	22,6	49,9	48,6	10,3	40,5	-0,9
IV TR	16,5	40,9	-2,3	7,4	11,3	42,0	50,8	7,7	39,2	-4,9
2019 I TR	25,2	23,7	-14,3	10,3	29,2	50,1	49,0	11,7	38,7	-0,3
II TR	53,8	58,4	2,6	18,6	32,7	38,7	48,6	13,1	27,3	-1,7
2019 Feb	17,6	17,3	0,7	5,3	11,6	12,9	17,5	3,3	9,1	0,5
Mar	3,2	8,3	-0,8	2,2	1,9	18,8	16,1	3,9	15,8	-0,9
Abr	26,1	23,7	6,4	7,2	12,6	12,6	17,4	2,8	10,2	-0,4
May	21,9	18,8	-2,4	7,0	17,4	7,6	16,9	5,6	4,2	-2,2
Jun	5,8	15,8	-1,4	4,4	2,8	18,4	14,3	4,7	12,8	0,8
Jul ^(p)	25,9	21,8	8,3	7,3	10,3	17,1	20,9	3,3	15,5	-1,7
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	2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2018 III TR	3,2	4,3	3,3	4,6	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,9
IV TR	2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2019 I TR	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
II TR	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
2019 Feb	2,6	3,8	0,1	4,5	3,0	3,2	3,3	6,0	3,5	-1,2
Mar	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
Abr	2,8	3,9	-0,9	5,3	3,4	3,2	3,3	5,8	3,5	-1,3
May	2,7	3,8	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
Jun	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
Jul ^(p)	3,3	3,9	-0,2	5,7	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2

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 nacional de tesorería (*notional cash pooling*) prestados por las IFM.

5 Dinero y crédito

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

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

	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Tenencias de la Administración Central ²⁾	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Activos exteriores netos	Otros		
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Capital y reservas		Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
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	343,9	6.768,4	1.968,3	59,7	2.014,1	2.726,2	935,5	299,8	143,5	92,5
2018	378,9	6.808,8	1.941,4	56,0	2.090,6	2.720,8	1.028,6	428,5	187,0	194,9
2018 III TR	403,7	6.693,6	1.934,8	56,9	2.048,5	2.653,5	881,1	424,5	177,3	183,0
IV TR	378,9	6.808,8	1.941,4	56,0	2.090,6	2.720,8	1.028,6	428,5	187,0	194,9
2019 I TR	367,4	6.903,1	1.937,7	55,6	2.144,8	2.764,9	1.174,3	418,6	199,0	212,3
II TR	366,6	6.980,2	1.955,8	57,6	2.132,3	2.834,6	1.315,2	434,7	191,5	207,8
2019 Feb	409,0	6.875,6	1.936,6	55,6	2.140,6	2.742,7	1.110,1	417,2	198,1	210,5
Mar	367,4	6.903,1	1.937,7	55,6	2.144,8	2.764,9	1.174,3	418,6	199,0	212,3
Abr	362,2	6.892,0	1.934,7	56,0	2.129,7	2.771,5	1.196,5	417,9	216,8	232,2
May	361,8	6.905,8	1.932,2	56,5	2.130,3	2.786,8	1.271,1	410,5	212,8	229,2
Jun	366,6	6.980,2	1.955,8	57,6	2.132,3	2.834,6	1.315,2	434,7	191,5	207,8
Jul ^(p)	370,5	7.015,8	1.927,8	58,1	2.148,5	2.881,5	1.399,7	401,2	206,5	224,1
Operaciones										
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,1	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,5	-66,2	-61,2	-28,5
2018	39,0	45,1	-37,8	-4,9	17,0	70,8	64,6	45,2	21,8	24,2
2018 III TR	76,4	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,9	-11,3	3,2	-0,8
IV TR	-24,1	16,4	-0,5	-0,9	3,4	14,4	34,7	21,8	9,7	11,9
2019 I TR	-11,4	50,8	-10,7	-0,3	44,7	17,1	109,7	-7,1	2,7	5,5
II TR	-0,7	46,8	20,5	2,0	-1,8	26,2	109,0	39,4	-7,1	-4,5
2019 Feb	31,5	21,3	-3,3	0,0	26,3	-1,8	42,7	19,1	-0,9	2,1
Mar	-41,4	8,4	-1,5	0,0	-1,4	11,3	48,0	7,6	-8,4	-10,2
Abr	-5,2	-5,4	-2,6	0,3	-14,0	10,9	26,5	2,5	17,8	19,8
May	-0,4	5,2	-1,8	0,6	-0,9	7,2	58,9	-13,5	-4,1	-2,9
Jun	4,8	47,1	24,8	1,1	13,1	8,1	23,6	50,4	-20,8	-21,4
Jul ^(p)	3,9	-3,5	-29,1	0,4	10,0	15,3	59,0	-24,9	14,9	16,3
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	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2018 III TR	14,3	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,5	3,9
IV TR	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2019 I TR	8,8	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	-	-	18,9	12,7
II TR	12,0	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	-	-	5,1	6,7
2019 Feb	19,7	1,4	-1,8	-7,1	2,9	2,8	-	-	35,9	27,9
Mar	8,8	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	-	-	18,9	12,7
Apr	4,6	1,1	-1,9	-5,4	2,2	2,6	-	-	40,6	44,3
May	8,7	1,3	-1,6	-3,8	2,4	2,8	-	-	14,4	15,9
Jun	12,0	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	-	-	5,1	6,7
Jul ^(p)	5,5	1,9	-1,9	0,5	3,8	3,4	-	-	7,1	9,9

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
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,1	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 II TR	-0,5	.	.	.	.	1,4
III TR	-0,4	.	.	.	.	1,4
IV TR	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 I TR	-0,7	.	.	.	.	1,1

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

6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes			Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital		
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas			Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	12,5	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	5,2	2,0	22,4	3,8
2018	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7
2018 II TR	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,7
III TR	46,2	45,8	12,9	13,0	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,6
IV TR	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7
2019 I TR	46,2	45,7	12,9	13,0	15,1	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor		Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda		
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90,1	2,8	16,4	70,9	44,3	27,5	45,7	9,1	81,0	17,5	31,3	41,3	88,0	2,1
2016	89,2	2,7	15,6	70,9	46,8	30,7	42,5	8,8	80,5	17,2	29,8	42,2	87,2	2,1
2017	87,1	2,6	14,5	70,0	47,6	32,1	39,5	8,0	79,0	15,8	28,9	42,3	85,2	1,8
2018	85,1	2,6	13,7	68,9	47,3	32,3	37,8	7,5	77,7	15,6	28,2	41,3	83,7	1,5
2018 II TR	86,6	2,6	14,0	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	86,4	2,6	13,8	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	85,1	2,6	13,7	68,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 I TR	85,9	2,6	13,6	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores 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
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	-0,4	1,6
2017	-2,2	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,9
2018	-1,9	-1,3	0,3	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,9	0,8
2018 II TR	-2,8	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,4	-1,3	0,5
III TR	-2,0	-1,4	0,5	0,7	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-1,1	1,0
IV TR	-1,9	-1,3	0,3	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,9	0,8
2019 I TR	-1,2	-1,1	0,7	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,8	1,2

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

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

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

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾							
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos					Operaciones		
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Hasta 3 meses		Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo		Emisión	Amortización	
										Hasta 1 año				
	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	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2018 II TR	12,5	10,9	3,4	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9	
III TR	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9	
IV TR	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2019 I TR	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
2019 Feb	12,7	11,2	4,0	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	0,0	2,7	2,4	0,4	0,9	
Mar	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
Abr	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,1	
May	12,8	11,4	3,4	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
Jun	12,8	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9	
Jul	13,0	11,5	4,0	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0	

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) Saldos 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									
2015	-2,4	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3
2017	-0,8	1,0	-0,4	-0,3	0,7	-3,1	-2,8	-2,4	1,8
2018	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8
2018 II TR	-0,4	1,9	0,1	-0,6	0,8	-2,7	-2,7	-2,0	3,5
III TR	-0,3	2,0	0,1	-0,5	0,8	-2,6	-2,5	-2,1	-4,9
IV TR	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8
2019 I TR	-1,0	1,7	-0,7	0,0	0,4	-2,4	-3,2	-2,1	-4,2
Deuda pública									
2015	106,4	71,6	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0
2016	106,1	68,5	9,2	73,5	178,5	99,0	98,0	131,4	105,5
2017	103,4	64,5	9,2	68,5	176,2	98,1	98,4	131,4	95,8
2018	102,0	60,9	8,4	64,8	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5
2018 II TR	105,9	62,2	8,7	68,4	177,5	98,2	99,0	133,5	102,9
III TR	105,4	61,8	8,5	67,4	182,3	98,3	99,4	133,5	110,1
IV TR	102,0	60,9	8,4	63,6	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5
2019 I TR	105,1	61,0	8,1	65,6	181,9	98,7	99,7	134,0	105,0
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP									
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,8
2016	0,1	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,4	1,2	-0,8	-3,0	0,0	-0,8
2018	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7
2018 II TR	-0,2	0,7	1,7	3,8	1,8	0,1	-1,1	0,5	-0,6
III TR	-0,5	0,6	2,1	3,4	2,0	0,2	-0,2	0,5	-0,7
IV TR	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,8
2019 I TR	-0,9	0,2	2,8	1,9	1,8	-0,2	-0,1	0,6	-0,8
Deuda pública									
2015	36,8	42,6	22,2	57,9	64,6	84,7	128,8	82,6	63,4
2016	40,3	40,0	20,7	55,5	61,9	83,0	129,2	78,7	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,2	124,8	74,1	61,3
2018	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	58,9
2018 II TR	36,9	35,0	22,1	49,0	53,9	76,3	124,9	72,6	60,0
III TR	37,0	35,0	21,7	46,0	52,9	75,4	124,8	71,1	59,4
IV TR	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	59,5
2019 I TR	37,2	34,1	21,3	46,6	50,9	72,7	123,0	67,9	59,3

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 11 de septiembre 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-19-006-ES-N (edición electrónica)