



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 8 / 2019



Índice

Evolución económica y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	6
2 Evolución financiera	15
3 Actividad económica	22
4 Precios y costes	27
5 Dinero y crédito	33
6 Evolución de las finanzas públicas	40
Recuadros	43
1 Los efectos de los aumentos de los aranceles en un mundo de cadenas globales de valor	43
2 Reacción de los mercados al sistema de dos tramos	51
3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 31 de julio y el 29 de octubre de 2019	55
4 Indicadores de las condiciones del mercado de trabajo de la zona del euro	63
5 Evolución reciente de las cotizaciones sociales y de los salarios mínimos en la zona del euro	68
6 La actividad exportadora de las pymes de la zona del euro: información procedente de la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro	73
7 La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2020: algunas implicaciones para la reforma de la gobernanza fiscal	78
Artículos	83
1 ¿Qué indica la encuesta sobre préstamos bancarios acerca de las condiciones crediticias aplicadas a las empresas de la zona del euro?	83
2 Los efectos de los cambios en la composición del empleo sobre el crecimiento de los salarios en la zona del euro	87
3 La precisión de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema/BCE desde la crisis financiera	91
Estadísticas	S1

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

Sobre la base del análisis de las perspectivas económicas y de inflación para la zona del euro, y teniendo en cuenta las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, el Consejo de Gobierno decidió, en la reunión de política monetaria celebrada el 12 de septiembre, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y reiterar su política de *forward guidance* sobre los tipos de interés oficiales, las compras netas de activos y las reinversiones. La información disponible desde la última reunión del Consejo de Gobierno, celebrada a finales de octubre, apunta a una continuación de presiones inflacionistas moderadas y una evolución débil del crecimiento en la zona del euro, si bien hay ciertos indicios iniciales de estabilización de la ralentización del crecimiento y de un leve incremento de la inflación subyacente en consonancia con las expectativas anteriores. El actual crecimiento del empleo y las subidas salariales siguen apoyando la resiliencia de la economía de la zona del euro. En este contexto general y en vista de las moderadas perspectivas de inflación, el Consejo de Gobierno reiteró la necesidad de una orientación muy acomodaticia de la política monetaria durante un período prolongado para respaldar las presiones sobre la inflación subyacente y la evolución de la inflación general a medio plazo. Asimismo, las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria del Consejo de Gobierno aseguran un ajuste de las condiciones financieras acorde con la evolución de las perspectivas de inflación. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

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

El crecimiento del PIB real (excluida la zona del euro) se debilitó durante la primera mitad de 2019, pero empezaron a observarse indicios de estabilización hacia el final del año. El débil dinamismo del crecimiento se caracterizó por un ritmo de avance más lento de las manufacturas y de la inversión, que se ha visto reforzado por el aumento de la incertidumbre política y sobre las políticas económicas, en particular en un contexto de intensificación de las tensiones comerciales y de acontecimientos relacionados con el Brexit. Sin embargo, información más reciente apunta a una estabilización del crecimiento mundial, como también han confirmado los últimos datos procedentes de encuestas. En concreto, los índices de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) señalan una recuperación modesta del crecimiento de la producción de las manufacturas y cierta moderación del de la producción del sector servicios. De cara al futuro, se prevé que la recuperación de la actividad económica mundial sea

suave, debido a la moderación del crecimiento en las economías avanzadas y a la lenta recuperación de algunas economías emergentes. El comercio mundial se ha ralentizado este año y, según las proyecciones, en el medio plazo avanzará a un ritmo más lento que la actividad global. Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas, mientras que los riesgos para la actividad económica mundial siguen apuntando a la baja, aunque son menos pronunciados.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre de 2019, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro han aumentado y la curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se ha desplazado al alza, sin que los mercados esperen actualmente un nuevo recorte del tipo de interés de la facilidad de depósito. En consonancia con la mejora observada en la percepción global del riesgo, los precios de las acciones de la zona del euro se han incrementado y los diferenciales corporativos se han reducido. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro también reflejan, en gran medida, la subida de los tipos de interés libres de riesgo. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo estable en términos generales.

Se ha confirmado que el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se situó en el 0,2 % en el tercer trimestre de 2019, sin variación con respecto al trimestre anterior. La actual debilidad del comercio internacional en un entorno de prolongadas incertidumbres a escala mundial sigue afectando al sector manufacturero de la zona del euro y frenando el avance de la inversión. Al mismo tiempo, aunque los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes siguen mostrando una evolución débil, en general, apuntan a una cierta estabilización de la ralentización del crecimiento económico en la zona del euro. Los servicios y la construcción mantienen su capacidad de resistencia, pese a haberse observado cierta moderación en el segundo semestre de 2019. De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá estando respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por mejoras adicionales del empleo unidas a subidas salariales, 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 Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2019. Las proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,2 % en 2019, el 1,1 % en 2020 y el 1,4 % en 2021 y en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja para 2020. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, relacionados con factores geopolíticos, el creciente proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, siguen apuntando a la baja, si bien ahora son algo menos pronunciados.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 1 % en noviembre de 2019, desde el 0,7 % de octubre, debido principalmente al incremento de la tasa de

variación de los precios de los servicios y de los alimentos. Sobre la base de los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general aumente ligeramente en los próximos meses. Los indicadores de las expectativas de inflación se sitúan en niveles reducidos y los de la inflación subyacente se han mantenido, en general, en niveles moderados, si bien hay algunos indicios de un leve ascenso acorde con las expectativas anteriores. Aunque las presiones sobre los costes laborales se han intensificado en un contexto de tensionamiento de los mercados de trabajo, el menor impulso del crecimiento está retrasando su transmisión a la inflación. A medio plazo, se espera un incremento de la inflación, respaldado por las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, por la expansión económica en curso y por el sólido crecimiento de los salarios.

Esta valoración también se refleja, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,2 % en 2019, el 1,1 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente al alza para 2020 y levemente a la baja para 2021, sobre todo debido a las expectativas sobre la senda futura de los precios de la energía. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1 % en 2019, el 1,3 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022.

En octubre de 2019, el crecimiento interanual del agregado monetario amplio continuó siendo robusto, mientras que los préstamos al sector privado siguieron recuperándose gradualmente. El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 5,6 % en octubre de 2019, sin variación con respecto al mes anterior. Las tasas de crecimiento sostenidas de M3 reflejan la creación continuada de crédito bancario para el sector privado y el bajo coste de oportunidad de mantener instrumentos incluidos en este agregado. 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 concedidos a las sociedades no financieras aumentó hasta el 3,8 % en octubre, frente al 3,6 % de septiembre. La orientación acomodaticia de la política monetaria del Consejo de Gobierno contribuirá a salvaguardar unas condiciones de financiación bancaria muy favorables y seguirá respaldando el acceso a la financiación de todos los sectores económicos y, en particular, de las pequeñas y medianas empresas.

Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro continúe siendo ligeramente expansiva en 2020, respaldando así la actividad económica. Se prevé que la orientación siga siendo expansiva en 2021 y que se establezca en 2022, principalmente como consecuencia de un saldo primario en descenso, pero todavía positivo. En vista del debilitamiento de las perspectivas económicas, los Gobiernos con margen de maniobra fiscal han de estar preparados para 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, lo que creará las condiciones para que los estabilizadores automáticos actúen libremente. Todos los países deben intensificar sus esfuerzos para lograr una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento.

Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno decidió, en su reunión de política monetaria celebrada el 12 septiembre de 2019, mantener los tipos de interés oficiales del BCE sin variación y reiterar su política de *forward guidance* sobre los tipos de interés oficiales, las compras netas de activos y las reinversiones:

- En primer lugar, el Consejo de Gobierno espera 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, tras reanudar las compras netas efectuadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) del BCE a un ritmo mensual de 20 mm de euros el 1 de noviembre, el Consejo de Gobierno espera que continúen durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos de interés oficiales del BCE y que finalicen poco antes de que comience a subir esos tipos de interés.
- En tercer lugar, el Consejo de Gobierno tiene intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que 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.

El amplio paquete de medidas de política monetaria aprobado por el Consejo de Gobierno en septiembre ofrece un estímulo monetario sustancial que asegura unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores de la economía. En particular, las mejores condiciones de financiación para las empresas y los hogares están respaldando el gasto en consumo y la inversión empresarial. Ello respaldará la expansión de la zona del euro, la actual acumulación de presiones inflacionistas internas y, por consiguiente, la sólida convergencia de la inflación hacia el objetivo a medio plazo del Consejo de Gobierno. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de la evolución de la inflación y del impacto en la economía de las medidas de política monetaria que se están aplicando. El Consejo de Gobierno sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

Entorno exterior

Aunque el crecimiento mundial del PIB real (excluida la zona del euro) se debilitó durante la primera mitad de 2019, los últimos datos disponibles indican que se estabilizó en el segundo semestre. El débil dinamismo del crecimiento se caracterizó por un ritmo de avance más lento de las manufacturas y de la inversión, que se ha visto reforzado por el aumento de la incertidumbre política y sobre las políticas económicas, en particular en un contexto de intensificación de las tensiones comerciales y de acontecimientos relacionados con el Brexit. Sin embargo, información más reciente apunta a una estabilización del crecimiento mundial en el tercer trimestre, como también han confirmado los últimos datos procedentes de encuestas. En concreto, los índices de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) señalan una recuperación modesta del crecimiento de la producción de las manufacturas y cierta moderación del de la producción del sector servicios. De cara al futuro, se prevé que la recuperación de la actividad económica mundial sea suave, debido a la moderación del crecimiento en las economías avanzadas y a la lenta recuperación de las emergentes. El comercio mundial se ha ralentizado este año y, según las proyecciones, en el medio plazo avanzará a un ritmo más lento que la actividad global. Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas, mientras que los riesgos para la actividad económica mundial siguen apuntando a la baja, aunque son menos pronunciados.

Actividad económica y comercio mundiales

Aunque el crecimiento mundial (excluida la zona del euro) se debilitó durante la primera mitad de 2019, en torno a finales del año empezaron a observarse indicios de estabilización. Después de registrar un máximo a mediados de 2018, el crecimiento mundial inició una fase de debilidad que continuó durante la primera mitad de 2019, lo que supuso el período de crecimiento más débil desde la crisis financiera global. La desaceleración se ha caracterizado por la atonía de la actividad manufacturera y de la inversión a escala global, y se ha visto agravada por la creciente incertidumbre política y sobre las políticas económicas en un contexto de reiteradas escaladas de las tensiones comerciales¹ y de acontecimientos relacionados con el Brexit. Sin embargo, datos recientes apuntan a una estabilización de la actividad, aunque en niveles bajos. El PIB real siguió creciendo de forma ininterrumpida en Estados Unidos y en Japón, mientras que en el Reino Unido se observó un repunte de la actividad real. En Estados Unidos, la fortaleza del mercado de trabajo y del gasto en consumo, así como las favorables condiciones financieras, continuaron respaldando el crecimiento en el tercer trimestre, mientras que, en Japón, la intensa demanda interna fue el principal motor de la expansión. En el Reino Unido, el crecimiento se recuperó como consecuencia del avance inesperadamente pronunciado de la demanda exterior neta y del sólido crecimiento del consumo privado. En cuanto a China, los datos correspondientes al tercer

¹ En el recuadro 1 se presenta un análisis del impacto de los aranceles comerciales sobre la actividad económica en el contexto de las cadenas globales de valor.

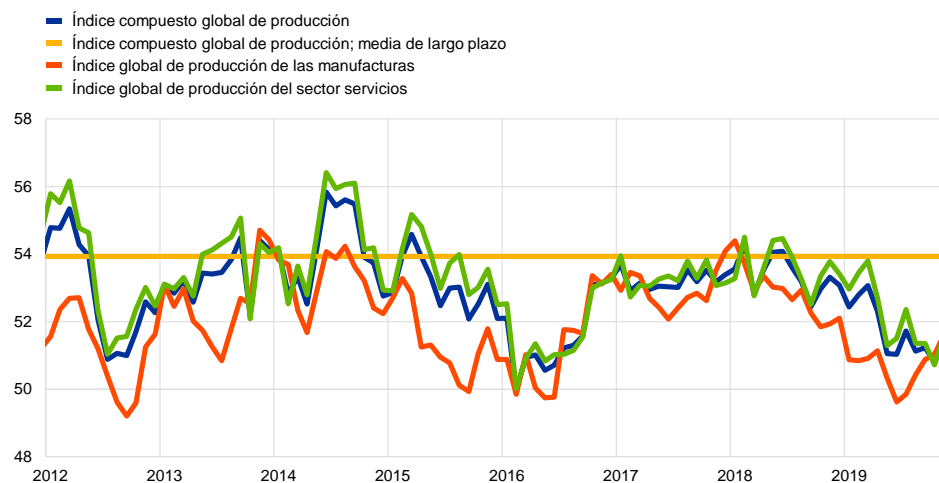
trimestre confirmaron la ralentización gradual de la actividad, debido a la desaceleración de la inversión, mientras que, en otras economías emergentes, el crecimiento se ha estabilizado.

Los indicadores de opinión sugieren que la actividad mundial continuó estabilizándose en el cuarto trimestre. En el tercer trimestre, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, no varió con respecto al trimestre precedente, lo que apunta a una estabilización de la actividad mundial. Los datos disponibles para octubre y noviembre también confirman que el crecimiento del PIB mundial (excluida la zona del euro) fue constante, aunque moderado, en el cuarto trimestre. A escala de sectores, la brecha entre los PMI de producción de las manufacturas y de los servicios a escala global se ha ido estrechando paulatinamente desde julio/agosto, lo que es indicativo de una recuperación gradual de la producción manufacturera y de cierta ralentización del crecimiento de la producción en el sector servicios.

Gráfico 1

PMI compuesto global de producción (excluida la zona del euro)

(Índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2019. «Media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y noviembre de 2019. Los índices que se muestran en el gráfico se refieren al agregado global, excluida la zona del euro.

Las condiciones financieras globales han vuelto a mejorar. Desde que se finalizaron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019, las condiciones financieras se han relajado, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. En estas últimas, la mejora de las condiciones financieras se debe principalmente a la caída de los rendimientos de los valores de renta fija y a la compresión de los diferenciales. Por otra parte, los países avanzados se han beneficiado de las subidas de las cotizaciones (en particular en Estados Unidos y en el Reino Unido) y de la reducción de los diferenciales corporativos. La disminución de las tensiones comerciales y de la incertidumbre relacionada con el Brexit, así como una orientación más acomodaticia de la política monetaria, ha contribuido a esta evolución.

De cara al futuro se prevé solo un ligero repunte del crecimiento mundial, reflejo de la desaceleración en las economías avanzadas y en China, que se verá compensada por una recuperación moderada de las economías emergentes. Tres fuerzas principales están determinando la evolución del

crecimiento mundial. La ralentización del impulso cíclico en la mayoría de las economías avanzadas y la transición gradual de China a una senda de menor crecimiento frenarán el crecimiento global. En cambio, un efecto base positivo resultante de la estabilización de la actividad en los países emergentes que han experimentado una recesión (grave) contribuirá a la recuperación. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2019, las perspectivas de crecimiento mundial se han revisado a la baja para el horizonte de proyección, lo que refleja una recuperación menos dinámica de lo esperado anteriormente en varias economías emergentes, también en vista de la inestabilidad interna en algunas de ellas (por ejemplo, en Hong Kong y en Chile).

En Estados Unidos se espera que la actividad económica continúe siendo sólida a corto plazo y que se desacelere a medio plazo. La actividad creció a una tasa del 2,1 %, en términos anualizados, en el tercer trimestre de 2019, prácticamente sin variación con respecto al segundo trimestre. La fortaleza del mercado de trabajo, la solidez del gasto en consumo y unas condiciones financieras favorables siguieron siendo los principales factores impulsores del crecimiento, mientras que la inversión no residencial continuó reduciéndose. La contribución de la demanda exterior neta fue neutral, ya que tanto las importaciones como las exportaciones registraron un avance moderado. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) repuntó marginalmente hasta situarse en el 1,8 % en octubre, desde el 1,7 % del mes anterior, principalmente como consecuencia de los precios de los alimentos y de la energía. El IPC, excluidos la energía y los alimentos, experimentó un ligero descenso en octubre y se situó en el 2,3 %. A medio plazo se prevé que el crecimiento retorne de forma progresiva a su tasa potencial (justo por debajo del 2 %), reflejo de la maduración del ciclo económico y de unas restricciones de capacidad cada vez más evidentes, mientras que se espera que la tasa de variación de los precios de consumo se mantenga por encima del 2 %.

En China, la actividad económica se mantiene en una trayectoria de desaceleración gradual. En el tercer trimestre de 2019, el crecimiento interanual del PIB descendió hasta el 6 %, desde el 6,2 % del segundo trimestre, debido a la contribución menos positiva de la demanda exterior neta. La inversión sorprendió a la baja y se espera que continúe siendo débil, mientras que el conflicto comercial con Estados Unidos sigue lastrando el comercio. En cuanto al futuro, las proyecciones indican que el crecimiento seguirá disminuyendo en 2020, como consecuencia de la caída de las exportaciones y de la falta de dinamismo de la inversión, y que repunte ligeramente en 2021 y en 2022, respaldado por medidas de política. En general, la contracción de la actividad económica refleja los procesos de desapalancamiento acometidos anteriormente con el fin de 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 la aplicación de reformas estructurales dé lugar a

una transición ordenada a una senda de crecimiento más moderado que dependa menos de la inversión y de las exportaciones.

En Japón, la actividad económica sigue siendo débil, y se prevé que avance con moderación en el medio plazo. El PIB real se incrementó un 0,4 % en el tercer trimestre de 2019 (en tasa intertrimestral), frente al 0,5 % del trimestre anterior. La fortaleza de la demanda interna, favorecida por la inversión privada no residencial de las empresas y por el adelanto de compras antes de la subida del impuesto sobre el valor añadido el 1 de octubre, se vio parcialmente contrarrestada por la debilidad de las exportaciones y por los ajustes de las existencias, así como por cierta reversión de los resultados relativamente buenos del segundo trimestre (en parte como resultado de la ampliación del período festivo para celebrar la sucesión al trono imperial). Aunque las proyecciones indican que el crecimiento se debilitará de forma transitoria tras el aumento del impuesto sobre el valor añadido y las catástrofes naturales acaecidas en octubre, se espera que la actividad retorne gradualmente a una senda de crecimiento moderado, ya que el país sigue beneficiándose de una política monetaria muy acomodaticia, de unas condiciones favorables en el mercado de trabajo y de los preparativos de los Juegos Olímpicos que se celebrarán en Tokio en 2020. Asimismo, es probable que el sustancial paquete de medidas de estímulo fiscal anunciado recientemente por el Gobierno japonés —que debe ser aprobado por el Parlamento— impulse el crecimiento posteriormente. Al mismo tiempo, se prevé que la maduración del ciclo económico, en un contexto de restricciones de capacidad y de la oferta de mano de obra cada vez más evidentes, frene el ritmo de expansión.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real registró una ligera recuperación en el tercer trimestre, pero las perspectivas siguen siendo moderadas, pese al menor riesgo de que se produzca un Brexit desordenado. Después de experimentar una contracción en el segundo trimestre (–0,2 % en tasa intertrimestral), el PIB real se incrementó un 0,3 % en el tercero, impulsado por el crecimiento inesperadamente intenso de la demanda exterior neta. El avance del consumo privado se mantuvo sólido (0,4 % en términos intertrimestrales), lo que reflejó el crecimiento más acusado de los salarios reales durante 2019 —con apoyo adicional del consumo público (0,3 % en tasa intertrimestral)—, mientras que la inversión y las existencias continuaron constituyendo un lastre para el crecimiento. La incertidumbre relacionada con el Brexit siguió siendo elevada, lo que limitará el avance en el corto plazo. Las perspectivas de crecimiento a largo plazo siguen dependiendo en gran medida de la forma que adopten los eventuales acuerdos comerciales posteriores al Brexit que todavía deben alcanzar el Reino Unido y la UE. La inflación descendió considerablemente a principios del cuarto trimestre y la inflación interanual medida por el IPC cayó hasta situarse en el 1,5 % en octubre, frente al 1,8 % del tercer trimestre. Esta caída refleja el efecto de la bajada de los precios del petróleo denominados en libras esterlinas en comparación con el año pasado, la reducción de los precios de importación derivada de la apreciación de la libra desde septiembre y el fuerte impacto a la baja sobre los precios energéticos internos resultante del recorte del precio máximo de la energía por parte del regulador, que probablemente se revierta en la primavera de 2020.

En los países de Europa Central y Oriental se prevé que el crecimiento del PIB real continúe siendo vigoroso durante el horizonte de proyección. La actividad económica sigue descansando en la fortaleza del gasto en consumo, respaldada por el tensionamiento de los mercados de trabajo, mientras que las proyecciones apuntan a una ralentización de la inversión en un contexto en que el ciclo de fondos de la UE se encuentra en una fase más avanzada. Durante el horizonte de proyección se espera que el crecimiento se modere desde unas tasas por encima del potencial, aunque continuará siendo robusto.

Las proyecciones señalan que la actividad económica en los grandes países exportadores de materias primas se recuperará ligeramente de la debilidad registrada durante 2019. En Rusia, el bombeo de petróleo contaminado a un oleoducto clave para la exportación provocó interrupciones de suministro a gran escala, pero el restablecimiento más rápido de lo esperado de la producción se plasmó en un avance del PIB y de las exportaciones mejor de lo previsto en el tercer trimestre de 2019. De cara al futuro, las perspectivas a medio plazo de este país estarán determinadas fundamentalmente por la aplicación de políticas fiscales y estructurales, por la evolución de los mercados internacionales de petróleo —en concreto por el compromiso de mantener los recortes de la producción del grupo de importantes productores que forman la OPEP+— y por el alcance de las sanciones internacionales con las que estará operando el país. En Brasil, pese a haberse observado algunas mejoras desde principios de 2019, el crecimiento sigue siendo frágil, debido a una situación fiscal restrictiva (que incluye congelaciones de los presupuestos), a un entorno exterior incierto (por ejemplo, tensiones comerciales y crisis en Argentina y en otros países latinoamericanos) y a perturbaciones idiosincrásicas (como la rotura de una presa). Aunque la reforma de las pensiones aprobada recientemente fue esencial para estimular la confianza, la medida en que se apliquen las reformas fiscales adicionales necesarias influirá de forma significativa en el crecimiento a medio y a largo plazo.

En Turquía se prevé que el crecimiento siga siendo ligeramente positivo en 2019 y que a medio plazo se recupere gradualmente. Tras la acusada contracción que experimentó el PIB en la segunda mitad de 2018, la economía se recuperó en el primer semestre de 2019, debido al estímulo fiscal introducido antes de las elecciones municipales de marzo, a la mayor fortaleza del consumo de los hogares y a la demanda exterior neta, mientras que la inversión siguió reduciéndose. Se espera que el crecimiento siga siendo ligeramente positivo en 2019 siempre que el consumo de los hogares continúe mostrando capacidad de resistencia, mientras que el entorno exterior podría ser menos favorable. Asimismo, se espera que la actividad económica se acelere de forma gradual hacia el final del horizonte de proyección.

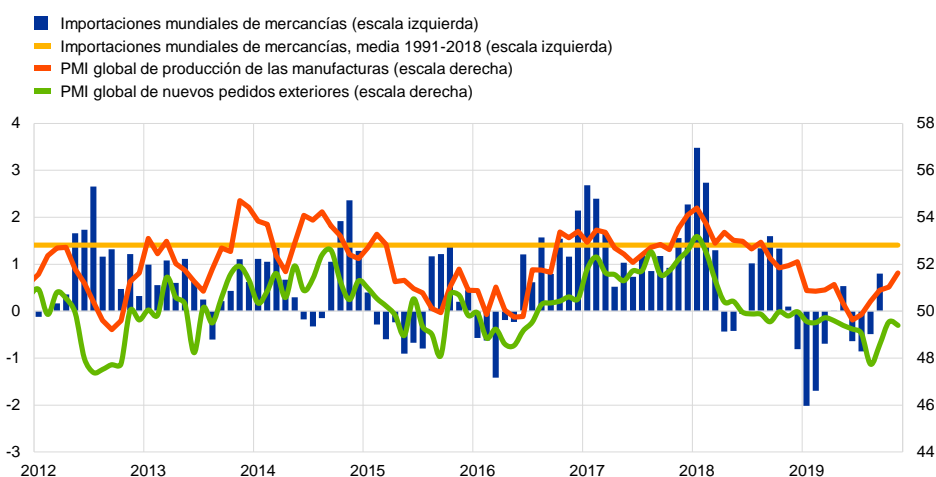
El comercio mundial se ha debilitado de forma significativa a lo largo de 2019, en un contexto de reiteradas escaladas de las tensiones comerciales y de desaceleración de la actividad industrial. Después de que el comercio mundial experimentara una contracción en la primera mitad de 2019, los últimos datos disponibles señalan una estabilización durante el resto del año, aunque en niveles muy bajos. En las economías avanzadas, el comercio retornó a un crecimiento

moderado en el tercer y cuarto trimestre de 2019, respaldado por la normalización de las importaciones en el Reino Unido (tras el excepcional acopio de existencias registrado a principios de este año)² y por el repunte de las importaciones en los países de Europa Central y Oriental pertenecientes a la UE, tras registrar una ralentización temporal en el segundo trimestre. En las economías emergentes, el comercio siguió reduciéndose en el tercer trimestre, debido a los factores adversos relacionados con el comercio en China, a la desaceleración económica en la India y a las turbulencias políticas en América Latina, aunque en el cuarto trimestre se están observando indicios de estabilización. Según datos del CPB, las importaciones mundiales de mercancías (excluida la zona del euro) aumentaron un 0,8 % en el tercer trimestre de 2019 con respecto al segundo, después de tres trimestres consecutivos de contracción y pese a la fuerte caída de septiembre (véase gráfico 2). Como los indicadores de opinión sobre nuevos pedidos exteriores permanecen en territorio contractivo, pese a haberse observado una leve recuperación, es probable que la actual debilidad del comercio mundial continúe en el corto plazo.

Gráfico 2

Encuestas y comercio mundial de bienes (excluida la zona del euro)

(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 noviembre de 2019 (PMI) y a septiembre de 2019 (importaciones mundiales de mercancías). Los índices y los datos se refieren al agregado global, excluida la zona del euro.

Los recientes cambios en la política comercial de Estados Unidos envían señales contradictorias sobre una posible desaparición de las tensiones comerciales.

La reanudación de las negociaciones comerciales bilaterales entre Estados Unidos y China a principios de octubre allanaron el camino para un acuerdo comercial «de Fase 1», lo que generó esperanzas de cierta relajación del conflicto comercial. Sin embargo, en la fecha límite de recepción de los datos de este Boletín, las negociaciones continuaban —en un contexto de choques políticos entre

² En el primer trimestre de 2019, las importaciones del Reino Unido se incrementaron alrededor de un 10 %, en tasa intertrimestral, como consecuencia del acopio de existencias antes de la primera fecha fijada para el Brexit, el 29 de marzo de 2019. La reversión ulterior de dicho acopio en el segundo trimestre hizo que las importaciones disminuyeran un 13 %.

ambos países— y seguía sin estar claro cuándo se firmará el acuerdo³. En vista de estos avances, Estados Unidos ha aplazado indefinidamente la subida de aranceles prevista para el 15 de octubre⁴, y también ha pospuesto la decisión sobre la imposición de aranceles a las importaciones de automóviles (y de sus componentes) de la UE (que inicialmente debía entrar en vigor a mediados de noviembre). No obstante, las tensiones comerciales con otros países se han intensificado últimamente. A principios de diciembre, la Administración estadounidense amenazó con volver a aplicar aranceles a las importaciones de acero y de aluminio de Argentina y Brasil en respuesta a sus políticas cambiarias. Al mismo tiempo, a raíz de la finalización de una investigación iniciada por el representante de Comercio de Estados Unidos en relación con el impuesto sobre los servicios digitales aprobado en Francia en 2019, Estados Unidos ha amenazado con imponer aranceles a determinadas importaciones de productos franceses porque se consideró que este impuesto era discriminatorio para las empresas estadounidenses. Aunque el volumen total de comercio que podría verse afectado por estos aranceles no es elevado, estas escaladas recientes no son un buen presagio para una posible desaparición de las tensiones comerciales.

A tenor de las previsiones, las importaciones mundiales aumentarán de forma gradual a medio plazo y crecerán a un ritmo más moderado que la actividad global. La nueva escalada de las tensiones comerciales, cuyos efectos continuarán dejándose sentir en 2020, unida a una recuperación de las economías emergentes más paulatina de lo previsto anteriormente y al reajuste estructural de la economía china, contribuirá a retrasar la recuperación del comercio. En consecuencia, se prevé que la elasticidad del comercio a la actividad económica se mantenga por debajo del valor unitario durante el horizonte de proyección. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) experimentarán una desaceleración acusada, pasando de un crecimiento del 4,6 % en 2018 a un crecimiento nulo en 2019, antes de recuperarse y situarse en el 0,8 % en 2020, el 2,4 % en 2021 y el 2,7 % en 2022. Se prevé que la demanda externa de la zona del euro, que registró una expansión del 3,7 % el año pasado, se desacelere hasta situarse en el 0,7 % en 2019, y que posteriormente se incremente progresivamente hasta el 1 % en 2020, el 2,3 % en 2021 y el 2,6 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019, la demanda externa de la zona del euro se ha revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales en 2019, en 0,9 puntos porcentuales en 2020 y en 0,4 puntos porcentuales en 2021. Además del impacto de los aranceles anunciados a finales de agosto y de los datos peores de lo esperado, estas revisiones también reflejan la debilidad generalizada de las importaciones tanto en las economías

³ Se espera que el acuerdo que se está negociando contemple diversos aspectos de la relación entre los dos países, aunque todavía no se conocen los detalles. Según la información disponible, en el acuerdo de Fase 1, China se comprometerá, entre otras cosas, a incrementar sus importaciones de productos agrícolas estadounidenses (básicamente retornando a los volúmenes de importaciones anteriores a la imposición de aranceles por parte de China a dichos productos, es decir, unos 20 mm de dólares estadounidenses al año), a aumentar la transparencia del mercado de divisas y a reforzar la normativa de protección de la propiedad intelectual.

⁴ La subida arancelaria prevista para el 15 de octubre consistía en un incremento de 5 puntos porcentuales (del 25 % al 30 %) de los aranceles a importaciones chinas por valor de 250 mm de dólares.

avanzadas como en las emergentes, como consecuencia de las perspectivas de crecimiento moderado.

Los riesgos para la actividad mundial siguen apuntando a la baja, pero ahora son algo menos pronunciados. Una nueva escalada de los conflictos comerciales sería perjudicial para el comercio y el crecimiento globales y provocaría distorsiones en las cadenas de producción globales. Además, un escenario de Brexit «sin acuerdo» podría tener efectos de contagio más adversos, 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 reajuste en curso en este país. Las correcciones de precios en los mercados financieros podrían hacer mella en el apetito de riesgo a escala global, mientras que una reintensificación de las tensiones geopolíticas también incidiría negativamente en la actividad y el comercio mundiales. Los riesgos al alza están relacionados con una recuperación más rápida del comercio global y con una resolución más favorable de las incertidumbres políticas actuales.

Evolución mundial de los precios

Los precios del petróleo han aumentado en un contexto de mejora del clima existente en los mercados. La preocupación acerca de la debilidad de la demanda global de crudo siguió siendo un importante factor determinante de la evolución de los mercados hasta mediados de octubre, cuando se reanudaron las negociaciones entre Estados Unidos y China. Desde entonces, los precios del petróleo se han recuperado, como consecuencia de la mejora del clima existente en los mercados, y se han visto respaldados por el acuerdo alcanzado por la OPEP+ el 6 de diciembre para aplicar recortes más sustanciales de la producción.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, los precios del petróleo descenderán durante el horizonte de proyección. Como consecuencia de la subida de los precios al contado, la curva de futuros sobre el petróleo se ha situado ligeramente por encima de la utilizada en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019, mientras que la pendiente prácticamente no ha variado. Por lo tanto, los supuestos relativos a los precios del petróleo en los que se basan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019 fueron alrededor de un 2,1 %, un 4,6 % y un 2,1 % más elevados para 2019, 2020 y 2021, respectivamente, que los supuestos utilizados en las proyecciones macroeconómicas del BCE de septiembre de 2019. Desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones de diciembre, el precio del crudo ha vuelto a aumentar, y el precio del barril de *Brent* se situó en 65,2 dólares estadounidenses el 11 de diciembre.

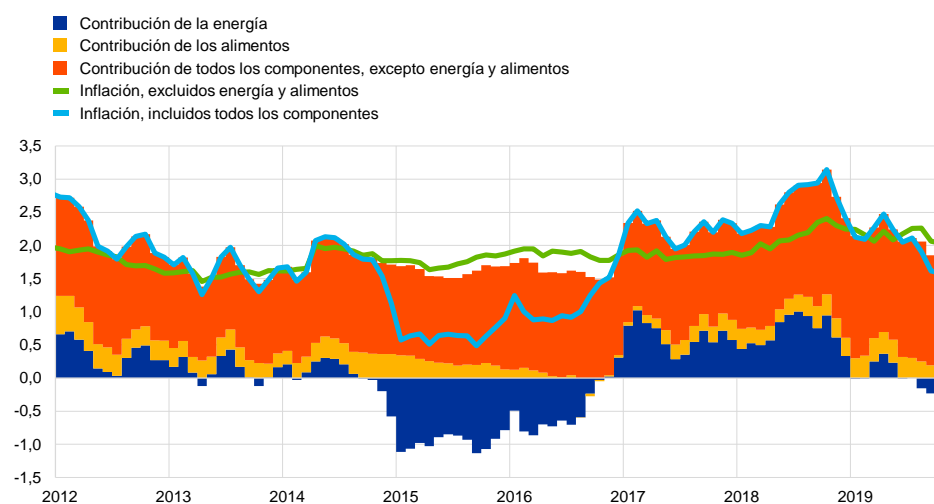
Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en el 1,6 % en octubre de 2019, sin variación con respecto al mes anterior. Los precios de la

energía siguieron constituyendo un lastre para la inflación (que descendió de nuevo, hasta el -3 %, desde el -2,7 % de septiembre), mientras que la tasa de variación de los precios de los alimentos repuntó marginalmente, compensando así la caída de los precios de la energía. El IPC, excluidos la energía y los alimentos, experimentó un ligero descenso interanual y se situó en el 2 %, frente al 2,1 % de septiembre (véase gráfico 3). En las principales economías avanzadas, las presiones inflacionistas siguen contenidas, pese a la orientación acomodaticia de la política monetaria y a las tensiones observadas en los mercados de trabajo, que no están logrando plasmarse completamente en subidas salariales. En conjunto, esto sugiere que es probable que las presiones inflacionistas subyacentes continúen siendo moderadas en un futuro próximo.

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 octubre 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 (en moneda nacional) de los países competidores de la zona del euro se estabilice, en general, a medio plazo, ya que se espera que la contribución de la pendiente descendente de la curva de futuros sobre el precio del petróleo se vea prácticamente compensada con la depreciación del euro durante el horizonte de proyección.

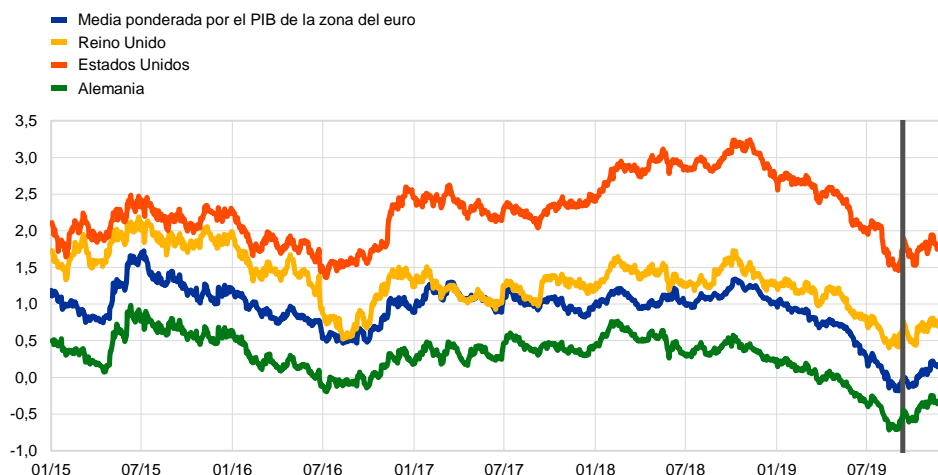
Desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre de 2019, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro han aumentado y la curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se ha desplazado al alza, sin que los mercados esperen actualmente un nuevo recorte del tipo de interés de la facilidad de depósito. En consonancia con cierta mejora observada en la percepción global del riesgo, los precios de las acciones de la zona del euro se han incrementado y los diferenciales corporativos se han reducido. Como los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro han reflejado, en gran medida, la subida de los tipos de interés libres de riesgo, los diferenciales soberanos apenas han variado, y solo el diferencial de Italia ha registrado un incremento significativo, principalmente como consecuencia de las tensiones políticas internas. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha mantenido estable en términos generales.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo han aumentado en todos los países de la zona del euro, lo que indica un punto de inflexión en la tendencia a la baja observada entre finales de 2018 y agosto de 2019 (véase gráfico 4). Durante el período de referencia (del 12 de septiembre al 11 de diciembre de 2019), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 25 puntos básicos, hasta situarse en el 0,20 %, ya que los tipos de interés libres de riesgo subieron en un contexto de mejora de la percepción de riesgos y de tímida estabilización de las perspectivas macroeconómicas. En el Reino Unido, el rendimiento de la deuda soberana a diez años también aumentó durante el período analizado y se situó en torno al 0,78 %, mientras que en Estados Unidos se mantuvo prácticamente sin variación, en el 1,79 %.

Gráfico 4

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

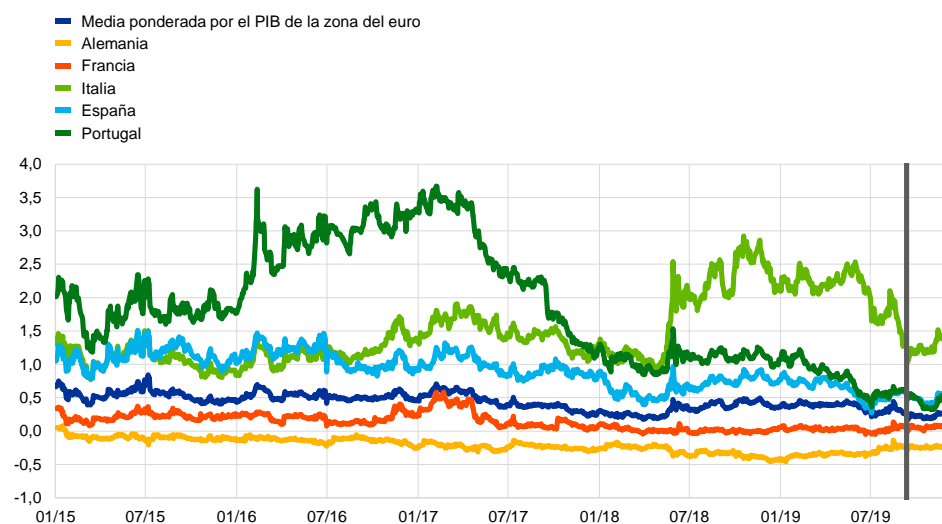
Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2019.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro reflejaron, en gran medida, el incremento del tipo swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) libre de riesgo en el período analizado, de modo que, salvo en el caso de Italia, la mayoría de los diferenciales con respecto al tipo OIS prácticamente no variaron (véase gráfico 5). El diferencial de la deuda soberana italiana a diez años registró un aumento considerable (27 puntos básicos) y se situó en 1,43 puntos porcentuales, principalmente como consecuencia del aumento de las tensiones políticas en ese país, que, al ser internas, no se propagaron a otros países de la zona del euro. Los diferenciales correspondientes a Alemania y a Portugal se redujeron 3 y en 4 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en -0,23 y 0,46 puntos porcentuales, mientras que en España y en Francia aumentaron 7 y 1 puntos básicos, y se situaron en 0,53 y 0,09 puntos porcentuales. En conjunto, el diferencial de rendimiento de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 6 puntos básicos y se situó en 0,27 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 (12 de septiembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2019.

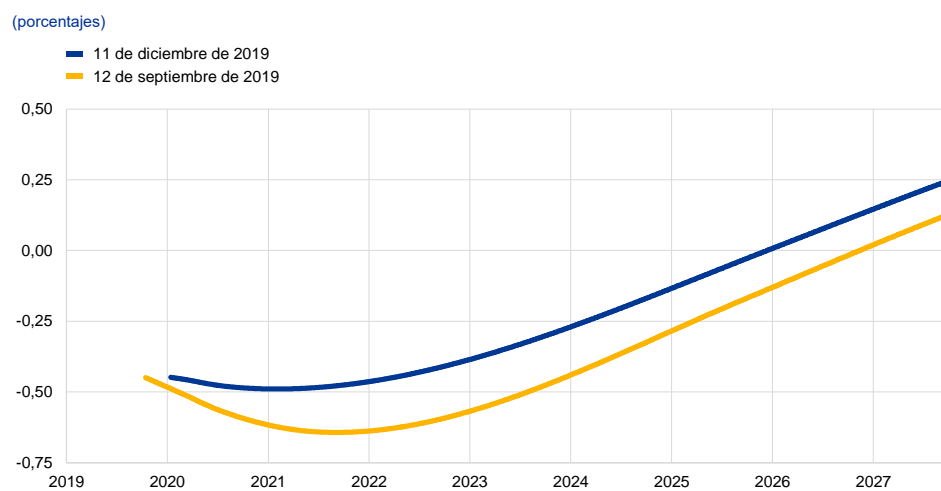
El eonia y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -45 y -54 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado. Estos niveles fueron unos 10 puntos básicos inferiores a los registrados, en promedio, en agosto de 2019, debido al recorte del tipo de interés de la facilidad de depósitos que se hizo efectivo el 18 de septiembre de 2019. La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019; ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR⁵. El exceso de liquidez aumentó en el período considerado en aproximadamente 41 mm de euros, hasta situarse en torno a los 1.800 mm de euros, lo que refleja, sobre todo, un descenso de los factores autónomos de absorción de liquidez y la reanudación del programa de compras netas de activos del Eurosistema el 1 de noviembre de 2019.

La curva de tipos *forward* del eonia se ha desplazado considerablemente al alza, lo que indica que los mercados ya no esperan un nuevo recorte del tipo aplicado a la facilidad de depósitos (véase gráfico 6). Tras perder casi totalmente su forma invertida en el período analizado, la curva alcanzará un mínimo de alrededor del -0,49 % en torno al cambio de año de 2020 a 2021, es decir, solo unos puntos básicos por debajo del nivel actual del eonia. La desaparición de esta forma invertida de la curva de tipos *forward* del eonia señala que los mercados ya no esperan un recorte adicional del tipo de la facilidad de depósitos. En general, la curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2025, lo que

⁵ Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

refleja las expectativas continuadas de los mercados de que los tipos de interés sigan siendo negativos durante un período prolongado.

Gráfico 6 Tipos *forward* del eonia



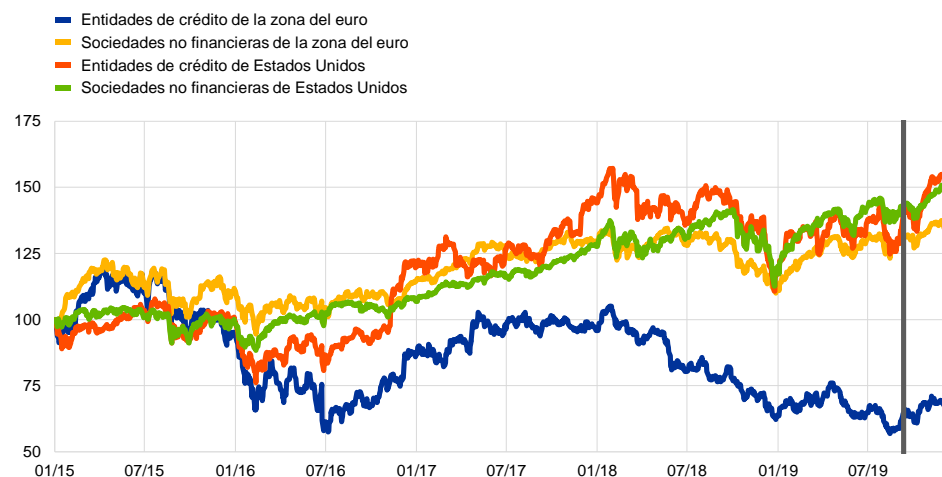
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Los índices bursátiles amplios de la zona del euro han subido, como consecuencia de la mejora observada en la percepción global del riesgo (véase gráfico 7). Durante el período analizado, las cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro registraron un alza del 6,6 % y del 3 %, respectivamente. El lastre sobre las cotizaciones derivado de unos tipos de interés libres de riesgo más elevados y de unas expectativas algo más bajas de beneficios a largo plazo fue contrarrestado con creces por un descenso de la prima de riesgo de las acciones, que, en parte, puede reflejar cierta relajación de las tensiones comerciales mundiales y una tímida estabilización de las perspectivas macroeconómicas.

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 (12 de septiembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2019.

Los diferenciales de los valores de renta fija del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujeron durante el período analizado (véase gráfico 8). Dado que la mejora observada en la percepción global del riesgo resultó ser positiva para los activos de riesgo en general, las alzas en las cotizaciones se reflejaron en un endurecimiento de los diferenciales de rendimiento de la renta fija privada en la zona del euro. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y de la deuda del sector financiero con respecto al tipo de interés libre de riesgo disminuyeron 11 y 13 puntos básicos, respectivamente, en el período considerado, hasta situarse en 61 y 73 puntos básicos. El descenso de los diferenciales no reflejó los cambios en los determinantes fundamentales del riesgo de crédito, medidos por las calificaciones crediticias y las frecuencias de impago esperadas, que apenas variaron. En conjunto, pese a que los diferenciales de los valores de renta fija privada se encuentran actualmente por encima de los mínimos registrados a principios de 2018, continúan muy por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

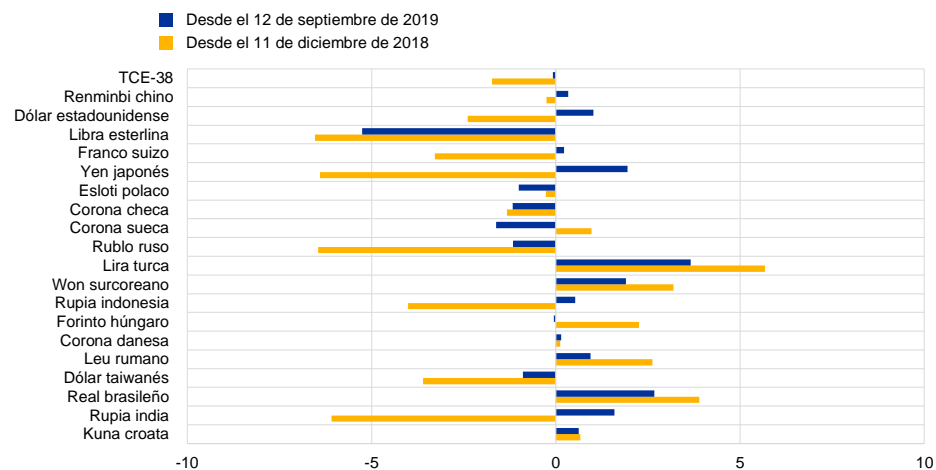
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de diciembre de 2019.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo, en general, estable (véase gráfico 9) y algunos tipos de cambio bilaterales se movieron en direcciones opuestas. 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 0,1 % durante el período analizado. La moneda única se fortaleció frente a las principales monedas, como el dólar estadounidense (1 %), el renminbi chino (0,3 %), el yen japonés (1,9 %) y el franco suizo (0,2 %). El euro también se apreció frente a las monedas de Brasil, India y Turquía. Esta evolución se vio contrarrestada principalmente por la caída del 5,3 % registrada en el euro frente a la libra esterlina, en un contexto de noticias que apuntaban a una mayor probabilidad de un Brexit suave. El euro se depreció asimismo frente a la corona checa (1,2 %) y el esloti polaco (1 %).

Gráfico 9

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-38 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 11 de diciembre de 2019.

3 Actividad económica

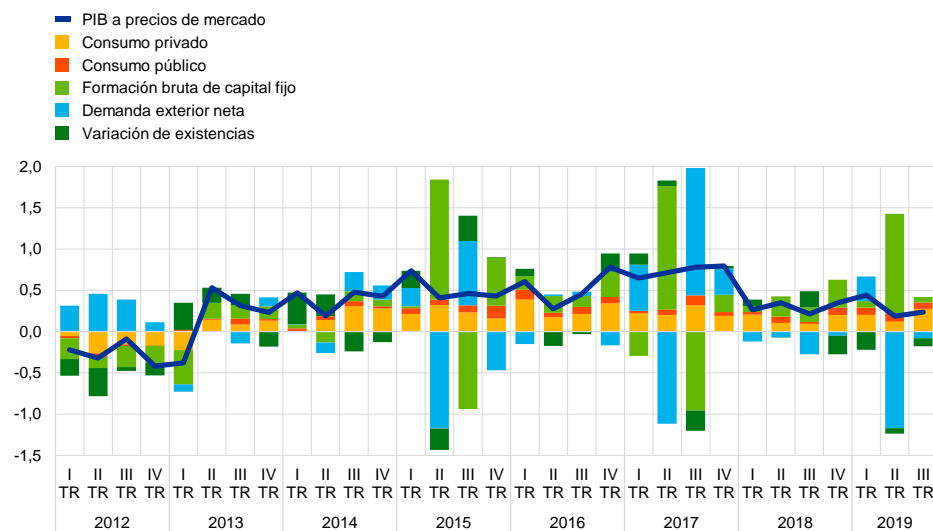
El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se mantuvo en el 0,2 % en el tercer trimestre de 2019. La actividad económica de la zona se sustentó fundamentalmente en el consumo privado, que siguió respaldando la contribución positiva de la demanda interna al crecimiento. A su vez, el sector exterior continuó lastrando el crecimiento de la zona, como quedó reflejado en la aportación ligeramente negativa de la demanda exterior neta. De cara al futuro, la información más reciente sugiere un crecimiento moderado, aunque con ciertos riesgos a la baja. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2019, el crecimiento anual del PIB real será del 1,2 % en 2019, del 1,1 % en 2020 y del 1,4 % tanto en 2021 como en 2022. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2019, el crecimiento del PIB real se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2020, dadas las considerables revisiones a la baja de la demanda externa, que solo se han visto contrarrestadas parcialmente por unas políticas fiscales y monetarias más expansivas y por la depreciación efectiva del euro.

El ritmo de crecimiento de la zona del euro siguió siendo moderado en el tercer trimestre de 2019, respaldado por la capacidad de resistencia de la demanda interna. El avance intertrimestral del PIB real fue del 0,2 % en el tercer trimestre, sin variación con respecto al trimestre anterior y por debajo del 0,4 % observado en el primer trimestre del año (véase gráfico 10). La demanda interna siguió contribuyendo positivamente al crecimiento en el tercer trimestre de 2019, mientras que la aportación de la variación de existencias fue negativa. La evolución del sector exterior continuó lastrando el crecimiento de la zona del euro, como quedó reflejado en la contribución ligeramente negativa de la demanda exterior neta. En cuanto a la producción, en el tercer trimestre, la actividad económica se vio favorecida principalmente por el avance de los servicios, y se observó un repunte de la construcción, mientras que el valor añadido de la industria (excluida la construcción) volvió a disminuir.

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuente: Eurostat.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2019. Las acusadas variaciones de la formación bruta de capital fijo y de la demanda exterior neta en 2015, 2017 y 2019 reflejan desarrollos específicos relacionados con la inversión en activos intangibles registrada en Irlanda y Países Bajos.

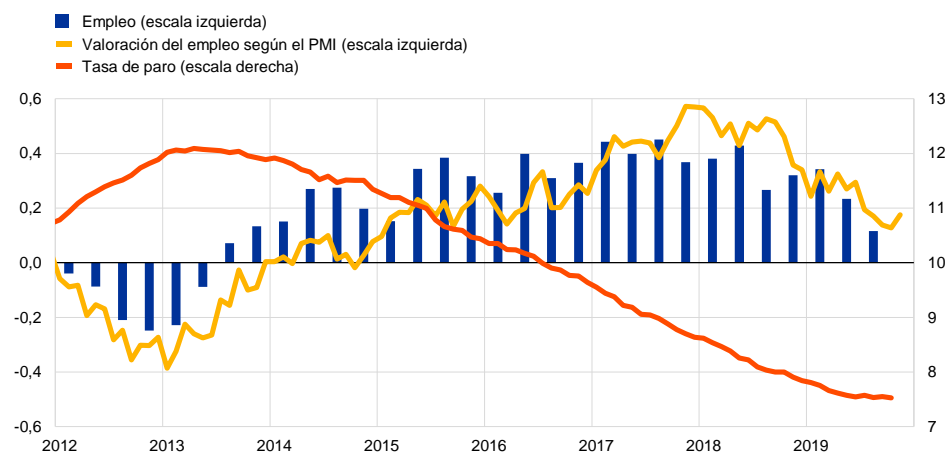
El mercado de trabajo continúa mejorando, aunque a un ritmo moderado

(véase gráfico 11). El empleo creció un 0,1 % en el tercer trimestre de 2019, frente al 0,4 % del segundo trimestre. Este ligero incremento fue generalizado en los distintos sectores y países. En la actualidad, la tasa de empleo se sitúa un 3,9 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. La tasa de paro permaneció sin cambios, en el 7,6 %, en el tercer trimestre. Desde entonces, ha descendido hasta situarse en el 7,5 % en octubre y se mantiene próxima a los reducidos niveles previos a la crisis. La productividad por persona ocupada aumentó un 0,1 %, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre de 2019. Para los próximos meses, los indicadores de opinión sugieren que, en el corto plazo, el crecimiento del empleo seguirá siendo positivo. En el recuadro 4 se presenta un análisis de los componentes principales del mercado de trabajo y se llega a la conclusión de que el dinamismo de este mercado sigue siendo elevado, pese a haber descendido levemente, lo que apuntaría a mejoras adicionales de carácter moderado en el corto plazo.

Gráfico 11

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

El consumo privado sigue estando respaldado por el incremento de las rentas del trabajo y por la mejora de los balances de los hogares. En el tercer trimestre de 2019, el consumo privado aumentó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un crecimiento algo más débil en el segundo trimestre. Las ventas del comercio minorista durante el tercer trimestre se situaron, en promedio, un 0,5 % por encima del nivel observado en el segundo trimestre, período en el que también registraron un avance (0,6 %, en términos intertrimestrales). Sin embargo, en octubre estas ventas se redujeron un -0,6 % con respecto al mes anterior. Desde una perspectiva de medio plazo, el incremento de las rentas del trabajo continúa respaldando el dinamismo subyacente del gasto en consumo. Además, la mejora continuada de los balances de los hogares sigue siendo un importante factor determinante del crecimiento sostenido del consumo.

En el tercer trimestre de 2019, la inversión empresarial (aproximada por la inversión, excluida la construcción) aumentó ligeramente —un 0,2 %, en tasa intertrimestral—, tras registrar un significativo avance impulsado por la inversión en productos de propiedad intelectual en Irlanda en el trimestre anterior. Los últimos datos sugieren un crecimiento débil de la inversión empresarial en la zona del euro. La confianza del sector de bienes de equipo se estabilizó ligeramente en noviembre, aunque siguió cayendo, en promedio, en términos intertrimestrales, en un contexto de incertidumbre mundial unida a diversos factores estructurales —como la normativa medioambiental y el cambio tecnológico, que también influyeron. La disminución de los niveles de utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero, junto con la debilidad de los márgenes empresariales y de las expectativas de beneficios, también apunta a un escaso crecimiento de la inversión. Como nota positiva, la inversión empresarial seguirá estando respaldada por unas condiciones de financiación favorables.

En el tercer trimestre de 2019, la inversión residencial creció un 0,6 %, tras registrar un leve incremento (0,1 %) en el segundo trimestre. La inversión en construcción también aumentó en el tercer trimestre (0,3 %), respaldada tanto por el componente residencial como por el no residencial. Pese a la continuada recuperación del sector de la vivienda, los indicadores coyunturales y de opinión sugieren una evolución divergente de los mercados de la vivienda. Por una parte, los indicadores de demanda —como el incremento de las intenciones de gasto de los consumidores en relación con la vivienda nueva o usada— apuntan a un intenso dinamismo. Por otra, los indicadores de oferta —como la producción de la construcción, los visados de obra nueva y las indicaciones de escasez de mano de obra por parte de empresas constructoras— sugieren que las restricciones a la producción son cada vez mayores. Se espera que el impulso positivo, pero decreciente, de la inversión residencial se mantenga en el cuarto trimestre. En octubre y noviembre, los indicadores de confianza retrocedieron, aunque permanecieron en niveles superiores a sus medias históricas, mientras que el PMI relativo al sector de la vivienda se situó, en promedio, en 50,7, frente a un valor de 50,1 en el tercer trimestre.

Las exportaciones reales totales de la zona del euro siguieron creciendo a un ritmo lento en el tercer trimestre (0,4 %, frente al 0,3 % del segundo) en términos intertrimestrales. Las exportaciones de bienes de la zona del euro se recuperaron, mientras que las de servicios se moderaron, en un contexto de cierta normalización de las exportaciones al Reino Unido y a Turquía. Las exportaciones a Estados Unidos continuaron aumentando, compensando así la evolución negativa de las dirigidas a otros destinos, especialmente a Asia. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue marginalmente negativa (–0,1 puntos porcentuales). De cara al futuro, los indicadores adelantados sugieren que las condiciones comerciales se están estabilizando, pero en un contexto de debilidad. Los datos menos negativos sobre pedidos exteriores pueden interpretarse como una señal temprana de que en el cuarto trimestre se tocará fondo, mientras que los indicadores de transporte de mercancías ofrecen una imagen heterogénea. Las condiciones que rodean a la política comercial internacional también están teniendo un impacto adverso en la evolución del comercio, ya que el sector de las manufacturas se estructura en torno a una red regional muy integrada que hace que la zona del euro sea particularmente vulnerable al aumento de las medidas proteccionistas (véase el recuadro 1, titulado «Los efectos de los aumentos de los aranceles en un mundo de cadenas globales de valor»).

Los indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes siguen sugiriendo que la economía de la zona del euro registra un ritmo de crecimiento moderado. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea aumentó en noviembre hasta situarse por encima de su media de largo plazo, aunque en tasa intertrimestral ha retrocedido, en promedio, en el tiempo transcurrido del cuarto trimestre. En general, el PMI compuesto de producción no varió entre octubre y noviembre, y se mantuvo en niveles que señalan la continuación del crecimiento moderado, pese al descenso intertrimestral registrado, en promedio, hasta noviembre.

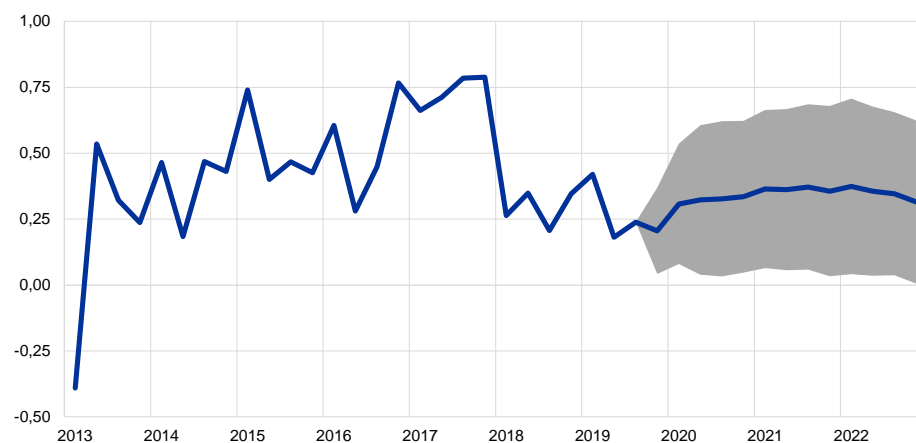
De cara al futuro, la expansión de la zona del euro seguirá sustentándose en unas condiciones de financiación favorables. La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE sigue sosteniendo la demanda interna. El aumento en curso del empleo, las subidas salariales y la mejora de los balances de los hogares deberían seguir favoreciendo el consumo privado. Asimismo, se espera que la continuada expansión de la actividad mundial, aunque algo más lenta, respalde el crecimiento.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2019 prevén un crecimiento del PIB real del 1,2 % en 2019, el 1,1 % en 2020 y el 1,4 % tanto en 2021 como en 2022 (véase gráfico 12). En comparación con las proyecciones de septiembre de 2019, el crecimiento del PIB real se ha revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, para 2020, debido a la revisiones a la baja de la demanda externa, que solo se han visto contrarrestadas parcialmente por unas políticas fiscales y monetarias más expansivas y por la depreciación efectiva del euro. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, relacionados con factores geopolíticos, el creciente proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, siguen apuntando a la baja, pero ahora son algo menos pronunciados.

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 Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2019», publicado en el sitio web del BCE el 12 de diciembre 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.

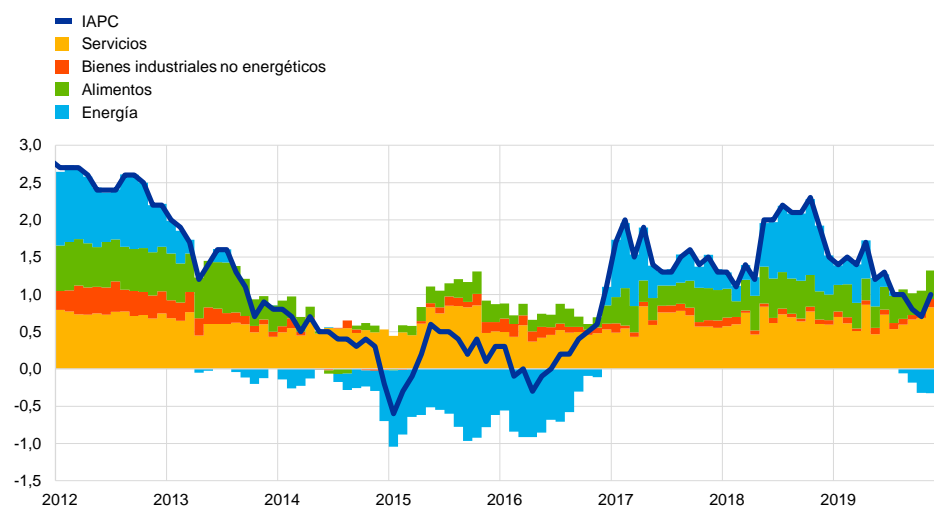
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 1 % en noviembre de 2019, desde el 0,7 % de octubre, debido principalmente al incremento de la tasa de variación de los precios de los servicios y de los alimentos. Sobre la base de los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general registre un ligero incremento en los próximos meses. Los indicadores de las expectativas de inflación se sitúan en niveles reducidos, y los de la inflación subyacente se han mantenido, en general, en niveles moderados, si bien hay algunos indicios de un leve ascenso acorde con las expectativas anteriores. Aunque las presiones sobre los costes laborales se han intensificado en un contexto de tensionamiento de los mercados de trabajo, el menor impulso del crecimiento está retrasando su transmisión a la inflación. A medio plazo, se espera un aumento de la inflación, 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 también se refleja, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2019, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,2 % en 2019, el 1,1 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2019, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente al alza para 2020 y levemente a la baja para 2021, sobre todo debido a las expectativas sobre la senda futura de los precios de la energía. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1 % en 2019, el 1,3 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se incrementó hasta el 1 % en noviembre, desde el 0,7 % de octubre. Esta evolución fue atribuible, principalmente, al aumento de la tasa de variación de los precios de los servicios y de los alimentos y, en menor medida, de la de los bienes industriales no energéticos, que se compensaron con creces con el ligero descenso que volvió a experimentar la inflación de la energía.

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 noviembre 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, volvió a aumentar, hasta el 1,3 % en noviembre, desde el 1,1 % observado en octubre y el 1 % de septiembre, lo que también reflejó la desaparición gradual de los efectos a la baja asociados a los cambios metodológicos⁶. Los indicadores alternativos de la inflación subyacente que tienden a presentar menos volatilidad que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se han mantenido bastante estables en los últimos trimestres (datos disponibles solo hasta octubre; 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, se situó en el 1,1 % en octubre, continuando la tendencia muy gradual al alza que había comenzado a principios de 2017. Las señales procedentes de otras medidas de la inflación subyacente, como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»)⁷, indican que persistirá la relativa estabilidad que se lleva observando varios trimestres.

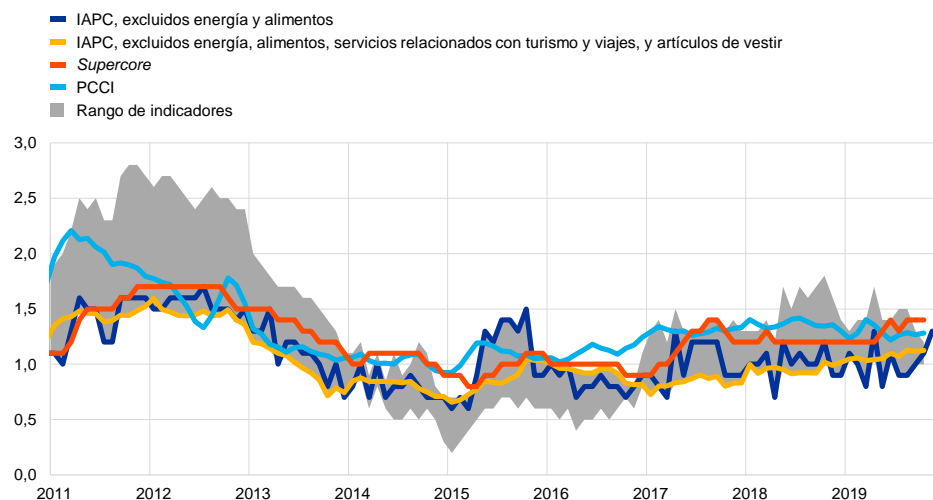
⁶ Los cambios en el método de contabilización de los precios de los paquetes turísticos en Alemania tuvieron un efecto a la baja sobre la tasa de variación de los precios de los servicios y sobre la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro, que ahora está desapareciendo progresivamente. 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.

⁷ 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 noviembre de 2019 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación de avance), y a octubre 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).

Las presiones inflacionistas latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC se mantuvieron prácticamente estables en las fases posteriores de la cadena de producción.

La tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores, que es un indicador de las presiones inflacionistas en las fases posteriores de la cadena de producción, se situó en el 0,8 % en octubre, sin variación desde julio y por encima de su media histórica. La tasa interanual correspondiente de los precios de importación disminuyó y fue del 0,5 % en octubre, frente al 0,9 % de septiembre. Los indicadores de las presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de producción disminuyeron ligeramente, y la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios cayó hasta el -1 % en octubre, desde el -0,7 % de septiembre, mientras que la tasa correspondiente a los precios de importación de esos bienes se redujo hasta el -0,5 % en octubre, frente al 0,4 % de septiembre. La evolución de la inflación de los precios de producción a escala mundial, excluida la energía —que registró un nuevo ligero descenso y se situó en el 1,1 % en octubre, frente al 1,2 % de septiembre— señala la disminución de las presiones inflacionistas externas.

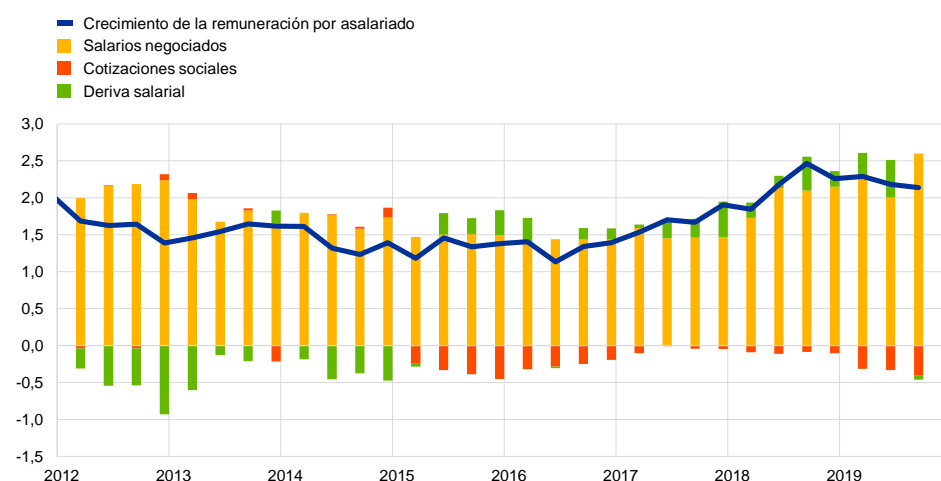
El crecimiento de los salarios ha mantenido su fortaleza. La tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2,1 % en el tercer trimestre de 2019, ligeramente por debajo del 2,2 % y del 2,3 % del segundo y primer trimestre, respectivamente (véase gráfico 15). Las cifras correspondientes a 2019 se han visto afectadas por una caída significativa de las cotizaciones sociales

en Francia⁸. La tasa de crecimiento interanual de los sueldos y salarios por trabajador, que excluye las cotizaciones sociales, fue del 2,5 % en el tercer trimestre, sin variación con respecto al segundo trimestre, tras registrar un avance del 2,6 % en el primer trimestre y del 2,3 %, en promedio, el año anterior. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro se situó en el 2,6 % en el tercer trimestre de 2019, frente al 2 % observado en el segundo. Este incremento se debió, principalmente, a los pagos extraordinarios efectuados en el sector manufacturero en Alemania. Si se analizan los distintos indicadores y los factores transitorios, el crecimiento salarial ha mostrado un comportamiento, en general, estable desde mediados de 2018, con niveles en torno a sus medias históricas o levemente superiores.

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 tercer trimestre de 2019.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido en niveles muy reducidos, y las basadas en indicadores de opinión también se sitúan en mínimos históricos. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se mantuvieron prácticamente estables durante el período analizado, fluctuando justo por encima de los nuevos mínimos históricos de principios de octubre de 2019. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,25 % el 11 de diciembre de 2019, aproximadamente el mismo nivel que cuando se celebró la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de septiembre. Con todo, la probabilidad de deflación basada en datos de mercado siguió siendo reducida, lo que indica un punto de inflexión en la tendencia al alza observada en 2019. En general, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación. Las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de opinión también se sitúan en mínimos históricos según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2019,

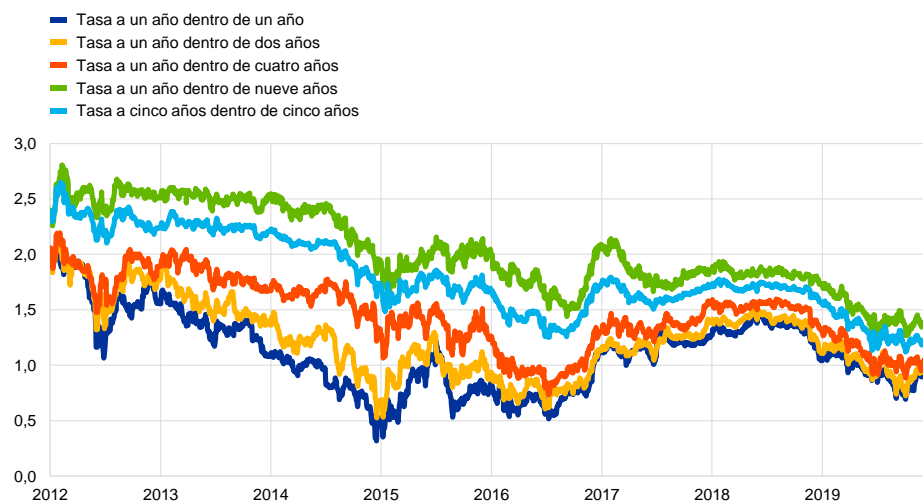
⁸ Para un análisis, véase el recuadro 5 de este Boletín Económico.

así como a tenor de las encuestas de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro publicadas en noviembre.

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 diciembre de 2019.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, la inflación subyacente aumentará a medio plazo. Estas proyecciones, que se basan en la información disponible a finales de noviembre, sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 1,2 % en 2019, el 1,1 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022, frente al 1,2 %, el 1 % y el 1,5 % para los años 2019, 2020 y 2021, respectivamente, que se preveían en las proyecciones macroeconómicas del BCE de septiembre de 2019 (véase gráfico 17). Las revisiones se debieron, sobre todo, a la senda futura esperada de los precios de la energía, que se ha revisado al alza para 2020, pero a la baja para 2021, como consecuencia de la subida de los precios del petróleo a corto plazo y de la pendiente algo más descendente de la curva de futuros sobre el precio del petróleo. Tras experimentar un incremento moderado al final de 2019, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, registrará altibajos en torno al 1,3 % a lo largo de 2020 y aumentará hasta situarse en el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022. Se espera que la senda ascendente de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, esté respaldada por el fortalecimiento de la actividad económica, por el crecimiento relativamente sólido de los salarios en un contexto de tensiones en los mercados de trabajo y por la recuperación de los márgenes a medida que la actividad recobre impulso, favorecida, entre otros factores, por las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en septiembre de 2019. También se espera que la subida de los precios de las materias primas no energéticas sostenga en cierto modo la inflación medida por el IAPC, excluida la energía y los alimentos.

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 Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2019», publicado en el sitio web del BCE el 12 de diciembre de 2019.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2019 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2022 (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 27 de noviembre de 2019.

5 Dinero y crédito

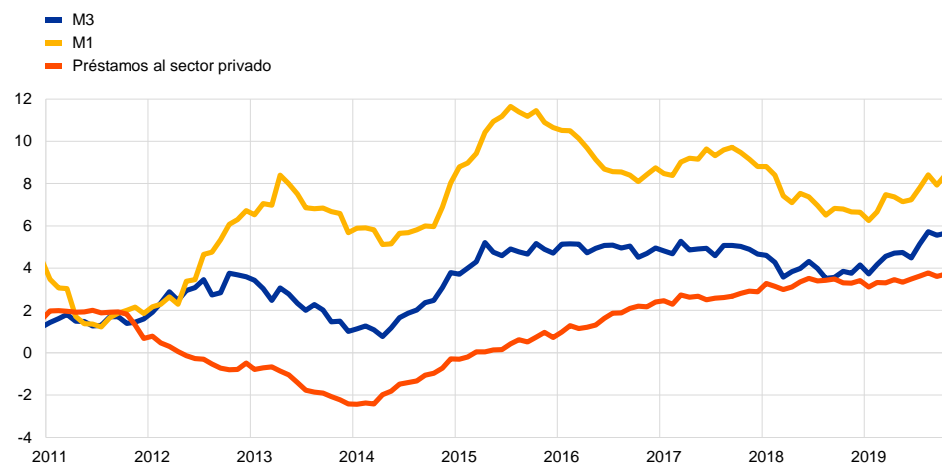
En octubre de 2019, el crecimiento interanual del agregado monetario amplio continuó siendo robusto, mientras que los préstamos al sector privado siguieron recuperándose gradualmente. La solidez del crecimiento de M3 reflejó principalmente el muy bajo coste de oportunidad de mantener dinero. Las favorables 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 se incrementaron en el tercer trimestre de 2019, tras el vigoroso avance que ya registraron en el trimestre anterior. Las condiciones de los mercados de renta fija siguen apoyando las emisiones de estos valores.

El agregado monetario amplio creció a un ritmo sólido en octubre. La tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo sin variación en el 5,6 % en octubre (véase gráfico 18), superando ligeramente la tasa de alrededor del 5 % observada entre 2015 y 2018, cuando las compras netas de activos en el marco del programa de compra de activos (APP) eran positivas. El avance del agregado monetario amplio se vio respaldado por el muy bajo coste de oportunidad de mantener instrumentos monetarios, mientras que el debilitamiento del crecimiento económico actuó de lastre. La configuración de los tipos de interés también está afectando a la composición de M3, ya que incentiva la concentración de volúmenes en los instrumentos más líquidos. Por tanto, como en los trimestres anteriores, el crecimiento de M3 continuó estando impulsado por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los depósitos a la vista y el efectivo en circulación. La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó en octubre hasta situarse en el 8,4 %, frente al 7,8 % de septiembre, prolongando 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 octubre de 2019.

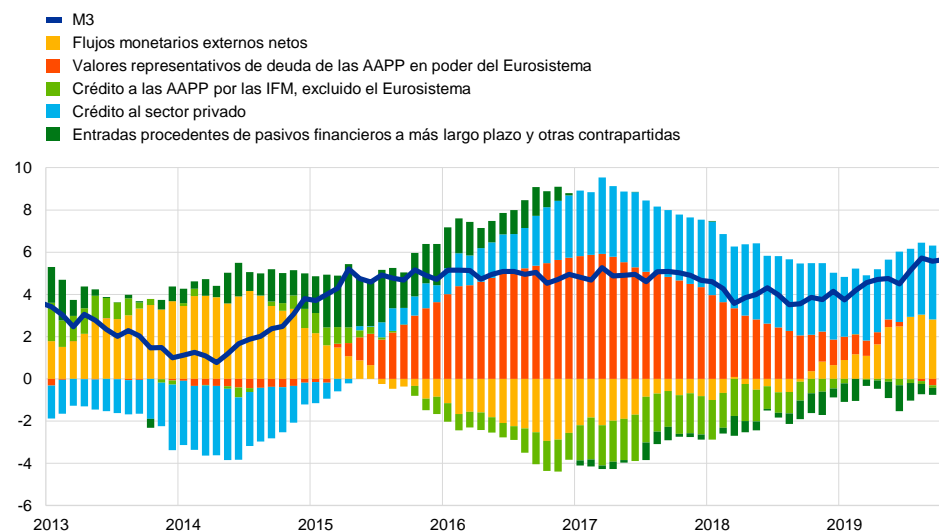
Los depósitos a la vista fueron los que más contribuyeron al crecimiento monetario. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista siguió aumentando y se situó en el 9 % en octubre, frente al 8,5 % de septiembre. La estabilidad que mostró la evolución del efectivo en circulación no apunta a una sustitución acelerada de los depósitos por efectivo en el entorno de tipos de interés negativos. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) contribuyeron positivamente al avance de M3 en octubre, lo que fue atribuible sobre todo al crecimiento más acusado de los depósitos de ahorro. Al mismo tiempo, los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) volvieron a contribuir de forma ligeramente negativa al crecimiento del agregado monetario amplio, como consecuencia de su remuneración relativamente reducida.

El crédito al sector privado continuó siendo la principal fuente de creación de dinero en octubre. El crédito al sector privado contribuyó de forma sustancial al crecimiento del agregado monetario amplio (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 19). No obstante, la aceleración del crecimiento de M3 desde principios de 2019 se debe fundamentalmente a la evolución de los flujos monetarios externos (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 19). Esta evolución refleja el mayor interés por parte de los inversores extranjeros por los activos de la zona del euro. Al mismo tiempo, la finalización de las compras netas de activos en el marco del APP a finales de 2018 hizo que la contribución de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema fuera marginal (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 19). Además, el lastre de los pasivos financieros a más largo plazo continuó siendo ligero (véase la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 19).

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 octubre de 2019.

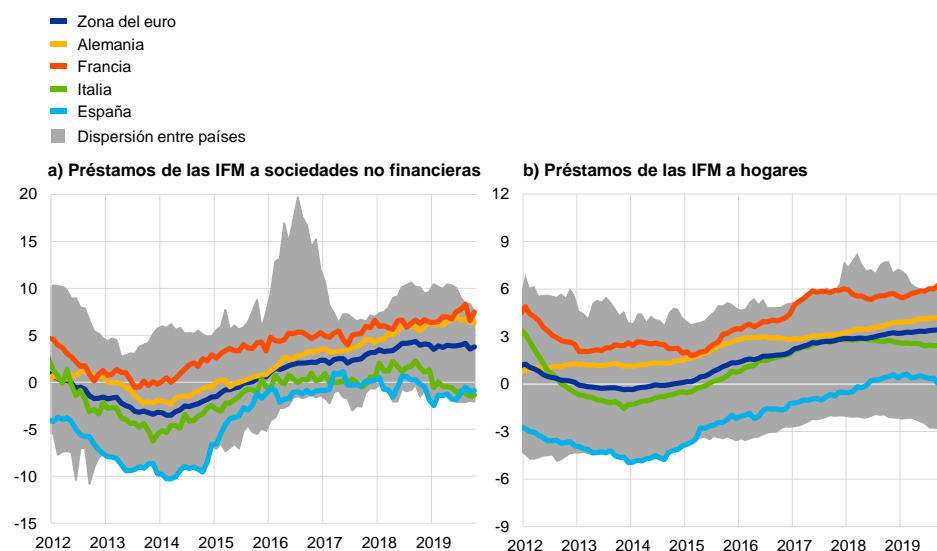
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado repuntó ligeramente, afianzando su recuperación gradual.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) aumentó levemente en octubre, hasta el 3,7 %, frente al 3,6 % registrado en septiembre (véase gráfico 18). Esta evolución obedeció principalmente al incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras, que se situó en el 3,8 % en octubre, en comparación con el 3,6 % de septiembre, afianzando así su estabilización en niveles en torno al 4 % desde mediados de 2018. El crédito a empresas del sector servicios (incluidas las que prestan servicios inmobiliarios) explica la mayor parte del avance de los préstamos a sociedades no financieras. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares continuó su gradual tendencia al alza, ayudado en particular por unas condiciones de concesión de crédito favorables y por la evolución positiva del mercado de la vivienda. La tasa de crecimiento interanual de estos préstamos se incrementó ligeramente en octubre, hasta el 3,5 %, frente al 3,4 % registrado en septiembre. El avance de los préstamos a empresas y a hogares sigue caracterizándose por una considerable heterogeneidad entre países (véase gráfico 20), que refleja, entre otros aspectos, diferencias de crecimiento económico a lo largo del tiempo entre unos países y otros, variaciones en la disponibilidad de otras fuentes de financiación, el nivel de endeudamiento de los hogares y las sociedades no financieras, así como disparidades en la evolución de los precios de la vivienda en los distintos países.

Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras también se han ajustado de 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 octubre de 2019.

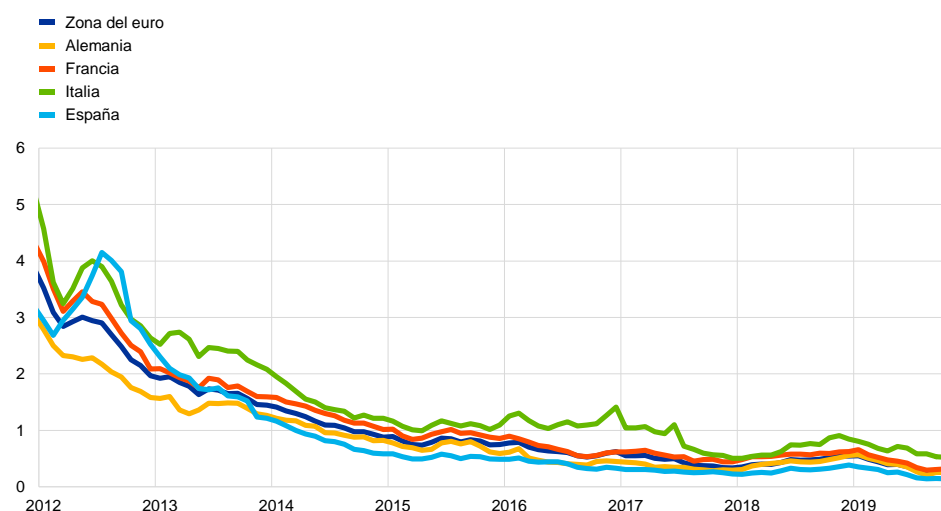
Las condiciones de financiación de la deuda de las entidades de crédito han seguido siendo favorables. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro, que ha disminuido desde comienzos del año en línea con los tipos de interés del mercado, se mantuvo en niveles muy bajos en el tercer trimestre de 2019 (véase gráfico 21). Esta evolución refleja una considerable caída tendencial en la rentabilidad de los bonos bancarios, aunque, desde septiembre, los rendimientos de los bonos han registrado un ligero repunte, como consecuencia de un aumento más amplio de los tipos de interés libres de riesgo. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro se situaron en nuevos mínimos históricos en octubre. Si bien la evolución de los costes de financiación de la deuda de las entidades fue muy paralela en los países más grandes de la zona del euro, debido a las medidas de política monetaria del BCE, el nivel de los costes de financiación de los bancos continuó siendo heterogéneo. En sus respuestas a la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2019 llevada a cabo por el BCE, las entidades de la zona indicaron que esperaban que la reanudación de las compras netas de activos en el marco del APP facilitara una relajación adicional de las condiciones de financiación en los mercados, contribuyendo así a mejorar las condiciones que aplican a los préstamos. Además, la presión a la baja sobre los márgenes crédito-depósito de las entidades de la zona del euro, que ejerce un impacto moderador sobre la rentabilidad bancaria, se está viendo compensada por un aumento de los volúmenes de préstamo, y el efecto global sobre el margen de intereses (como producto de los márgenes y los volúmenes de préstamo) ha sido ligeramente positivo. 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 en términos internacionales e históricos, y esto puede dificultar la capacidad de las entidades de crédito para intermediar y transmitir las señales de la política monetaria. En este entorno, algunas de las medidas de política monetaria no convencionales introducidas recientemente por el BCE, como las operaciones TLTRO III y el sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas, están orientadas a respaldar la intermediación de los bancos.

Gráfico 21

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.

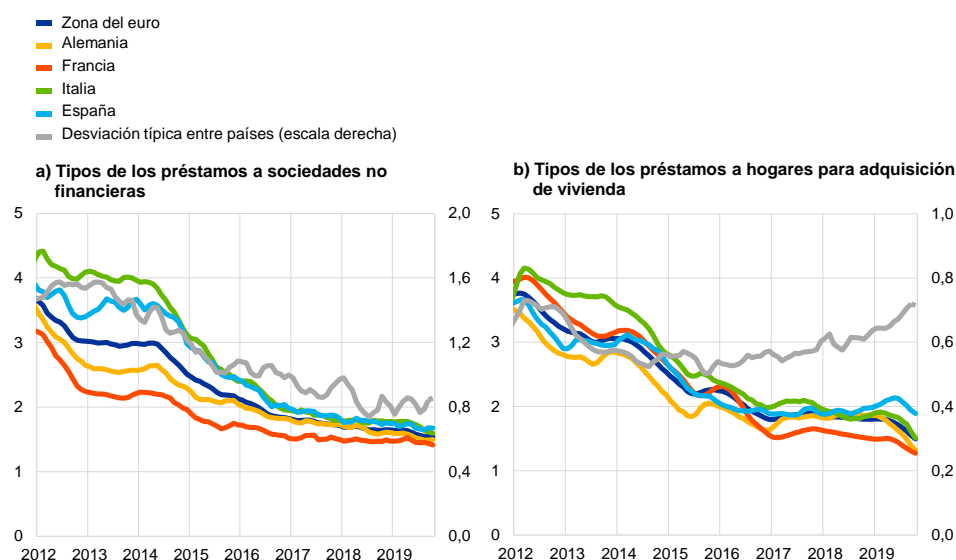
Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La última observación corresponde a octubre de 2019.

Los favorables tipos de interés de los préstamos continúan respaldando el crecimiento económico. En los últimos meses, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras se han mantenido prácticamente sin variación, en consonancia con la evolución de los tipos de interés de referencia del mercado, mientras que los tipos equivalentes de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda han seguido reduciéndose. En octubre de 2019, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras (véase gráfico 22) se situó en el 1,56 %, ligeramente por encima de su mínimo histórico, mientras que el de los préstamos para adquisición de vivienda cayó a un nuevo mínimo histórico del 1,44 % (véase gráfico 22). Las presiones competitivas y los costes más favorables de la financiación de las entidades de crédito han reducido los tipos de interés de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro. En conjunto, los tipos sintéticos de los préstamos bancarios a sociedades no financieras y a hogares para adquisición de vivienda han disminuido considerablemente desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014 y, entre mayo de 2014 y octubre de 2019, descendieron en torno a 140 y 150 puntos básicos, respectivamente.

Gráfico 22

Tipos de interés sintéticos de los préstamos en una selección de países de la zona del euro

(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 octubre de 2019.

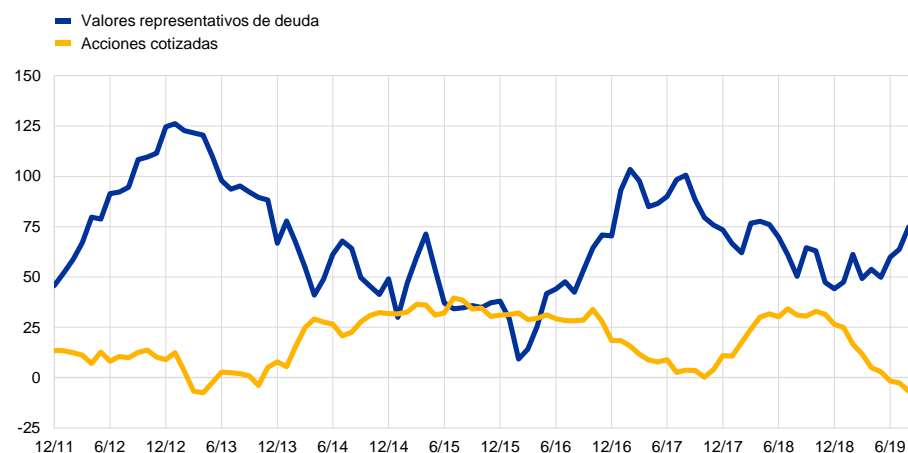
El flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro continuó siendo sólido en el tercer trimestre de 2019. En conjunto, como las condiciones de financiación son favorables, los flujos de financiación mediante deuda de las sociedades no financieras han resistido con bastante fuerza a la debilidad económica actual. A este respecto, de acuerdo con la [Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro \(SAFE\)](#), las pequeñas y medianas empresas, que dependen fundamentalmente de las entidades de crédito para su financiación, señalan que estas mantienen su disposición a concederles crédito. La financiación externa concedida a las empresas repuntó en el tercer trimestre de 2019, favorecida por los bajos costes —cada vez menores— de los instrumentos de financiación. En el citado trimestre, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se incrementaron, por lo que la actividad emisora en el período transcurrido de 2019 se situó próxima a niveles históricos. Este incremento se produjo en un contexto de recuperación gradual del crédito total a las sociedades no financieras —incluidos los préstamos de las IFM— y de mejora adicional de las condiciones de financiación mediante bonos corporativos, que fue más acusada que la mejora de las condiciones de los préstamos bancarios. Desde una perspectiva de medio plazo, como consecuencia de la recuperación de las emisiones de valores representativos de deuda en 2019, en septiembre, los flujos interanuales de emisiones netas retornaron a los niveles registrados en la primavera de 2018 y se situaron muy por encima del mínimo de diciembre de 2018 (véase gráfico 23). Las emisiones netas de acciones cotizadas fueron positivas en septiembre, pero se mantuvieron negativas en el conjunto del tercer trimestre de 2019, debido a la

escasa actividad de fusiones y adquisiciones y al aumento del coste de financiación mediante acciones durante ese período. Datos de mercado recientes sugieren que las emisiones netas de valores representativos de deuda continuaron siendo elevadas en octubre y en noviembre de 2019, dominadas todavía por los emisores con calificación de grado de inversión, aunque las emisiones de alta rentabilidad también se incrementaron.

Gráfico 23

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 septiembre de 2019.

En septiembre de 2019, el coste de financiación de las sociedades no financieras se mantuvo próximo al 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 septiembre. Esta cifra supone un incremento de 9 puntos básicos con respecto a abril, cuando el coste de financiación se situó en un mínimo histórico, pero sigue siendo muy favorable. Se estima que, a finales de noviembre, el coste total de la financiación habría permanecido prácticamente sin variación con respecto a septiembre. Esto refleja un coste ligeramente inferior de las acciones, que se vio contrarrestado por un coste algo más elevado de los valores de renta fija. El menor coste estimado de las acciones obedeció, sobre todo, a la disminución de las primas de riesgo, respaldada, a su vez, por la mejora de la percepción global del riesgo. Por otra parte, el leve incremento del coste de los valores de renta fija fue atribuible al aumento de los tipos de interés libres de riesgo, aunque los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron en el mismo período.

6 Evolución de las finanzas públicas

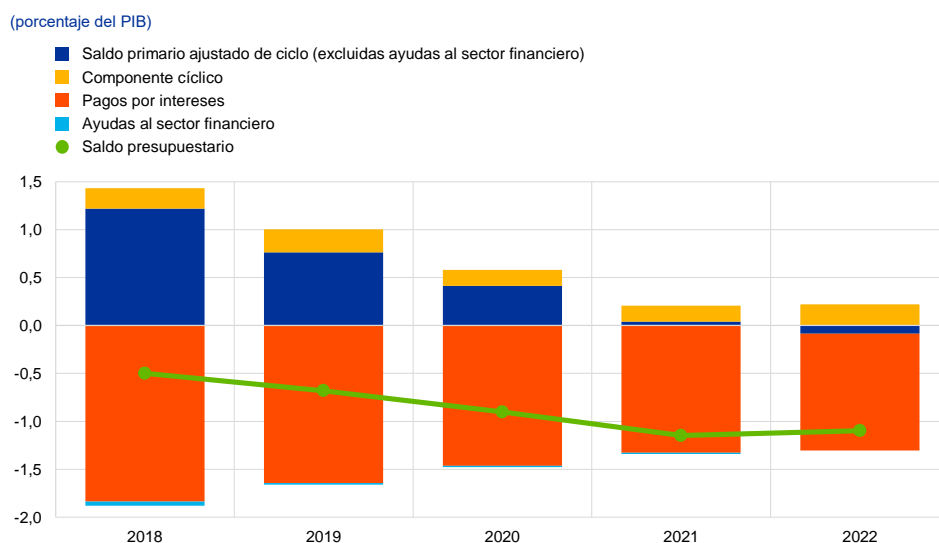
Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro aumente de forma continuada durante el período 2019-2021 como consecuencia de la disminución de los superávits primarios. La reducción del saldo primario refleja principalmente la orientación expansiva proyectada de la política fiscal, que respalda la actividad económica. Se espera que la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se mantenga en una senda descendente, debido a un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable y a un saldo primario que, aunque está disminuyendo, todavía es positivo. Sin embargo, en algunos países los niveles de deuda continúan siendo elevados, por lo que sus Gobiernos deben aplicar políticas prudentes y cumplir los objetivos de saldo estructural, lo que contribuirá a crear las condiciones para que los estabilizadores automáticos puedan actuar libremente. En vista del debilitamiento de las perspectivas económicas, los Gobiernos con margen de maniobra fiscal han de estar preparados para actuar de manera eficaz y oportuna.

A tenor de las proyecciones, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá de forma continuada durante 2019-2021 y se estabilizará en 2022⁹. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se incrementó desde el 0,5 % del PIB en 2018 hasta el 0,7 % del PIB en 2019. Se prevé que el déficit continúe aumentando en 2020 y 2021, y que se estabilice posteriormente en el 1,1 % del PIB (véase gráfico 24). La disminución del saldo presupuestario en 2019-2021 obedece principalmente a la reducción del saldo primario ajustado de ciclo, que se contrarrestará, en cierta medida, con el menor gasto por intereses, mientras que el componente cíclico se mantiene en gran parte inalterado durante el horizonte de proyección.

⁹ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2019](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de diciembre de 2019.

Gráfico 24

Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019.

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

Las perspectivas fiscales de la zona del euro para 2020-2021 implican una orientación algo más expansiva de la política fiscal que la de las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2019. Tras una ligera revisión al alza en 2019, la reducción del saldo presupuestario en 2020 y 2021 refleja la relajación adicional de la política fiscal, mientras que las proyecciones relativas al componente cíclico y a los pagos por intereses se mantienen prácticamente inalteradas.

Se considera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será expansiva en 2019-2021 y prácticamente neutral en 2022¹⁰. Según las estimaciones, la orientación de la política fiscal se relajará en 2019 y se prevé que siga siendo expansiva en 2020 y 2021, apoyando así la actividad económica. Esto se debe, fundamentalmente, a los recortes de los impuestos directos en Francia y en los Países Bajos, al aumento de las transferencias y de la inversión pública en Italia y Alemania, y al mayor consumo público en Alemania, Países Bajos y España. Se prevé que la orientación de la política fiscal sea prácticamente neutral en 2022, con nuevas reducciones limitadas de los impuestos directos en Francia e incrementos del gasto en Alemania y España

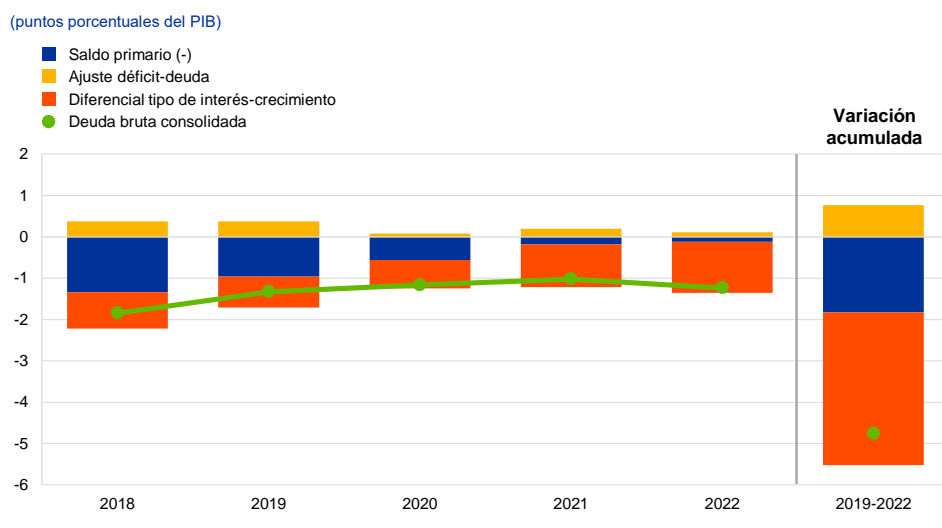
Se prevé que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se mantenga en una senda descendente. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, la deuda agregada de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del

¹⁰ 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. Esta orientación se mide como la variación del 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.

euro descenderá desde el 85,8 % de 2018¹¹ hasta el 81,1 % del PIB en 2022. Esta reducción se sustenta en un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable¹² y en unos superávits primarios que, sin embargo, están disminuyendo (véase gráfico 25). En comparación con las proyecciones de septiembre de 2019, se prevé que la ratio de deuda siga una senda ligeramente ascendente, debido a las revisiones al alza de los datos históricos (0,5 % del PIB en 2018), a unos superávits primarios proyectados más bajos y a unos diferenciales tipo de interés-crecimiento menos favorables en 2020-2021.

Gráfico 25

Factores determinantes de la variación de la deuda pública



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

Aunque se prevé que la ratio de deuda disminuya en la mayoría de los países de la zona del euro, en algunos seguirá superando considerablemente el valor de referencia del 60 % del PIB. En aquellos países en los que la deuda pública sigue siendo elevada, 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. Los Gobiernos con margen de maniobra fiscal deben estar preparados para actuar de manera eficaz y oportuna, en vista del debilitamiento de las perspectivas económicas y de la persistencia de pronunciados riesgos a la baja. Asimismo, todos los países deberían intensificar sus esfuerzos para lograr una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento.

¹¹ 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.

¹² 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.

Recuadros

1 Los efectos de los aumentos de los aranceles en un mundo de cadenas globales de valor

Philipp Meinen

En el contexto del conflicto comercial entre Estados Unidos y China, las cadenas globales de valor (CGV) son un factor que podría amplificar el impacto de los incrementos de los aranceles sobre la actividad económica. En

un mundo globalizado con cadenas de producción internacionales, las subidas arancelarias pueden tener importantes repercusiones negativas sobre la actividad económica. En general, el aprovisionamiento de insumos a escala global por parte de las empresas hace que los aumentos de los aranceles, que generalmente se imponen para proteger a un sector nacional, puedan dar lugar a incrementos de los costes de los insumos para los productores nacionales. Además, los efectos de las subidas arancelarias pueden verse amplificados por las CGV, especialmente en los procesos de producción en varias etapas, en los que los bienes se mueven secuencialmente desde las fases iniciales (*upstream*) a las fases finales (*downstream*) de la producción con valor añadido en cada etapa¹³. Con este trasfondo, en este recuadro se presenta evidencia de los efectos adversos de los aranceles sobre la actividad económica en el marco del aprovisionamiento de insumos a escala global y de las CGV.

Según los datos disponibles, los flujos de comercio relacionados con las CGV, definidos en este recuadro como bienes y servicios comercializados que cruzan al menos dos fronteras internacionales, se expandieron durante el decenio que precedió a la crisis financiera (en porcentaje del comercio total), posteriormente se estancaron y en los últimos años han disminuido (véase gráfico A)¹⁴. El comercio asociado a las CGV puede descomponerse en los denominados «vínculos hacia atrás» (o participación *backward*) y «vínculos hacia delante» (o participación *forward*). La participación *forward* se refiere a las exportaciones con valor añadido de un país que no son absorbidas por la demanda

¹³ Estas cadenas de valor organizadas secuencialmente también se conocen como «serpientes», en contraposición a las cadenas de producción denominadas, en ocasiones, «arañas», en las que las distintas patas (esto es, partes) se unen para formar un cuerpo (es decir, se ensamblan) sin seguir un patrón secuencial concreto. R. Baldwin y A. J. Venables, «Spiders and snakes: Offshoring and agglomeration in the global economy», *Journal of International Economics*, 90, Elsevier, Amsterdam, 2013, pp. 245-254.

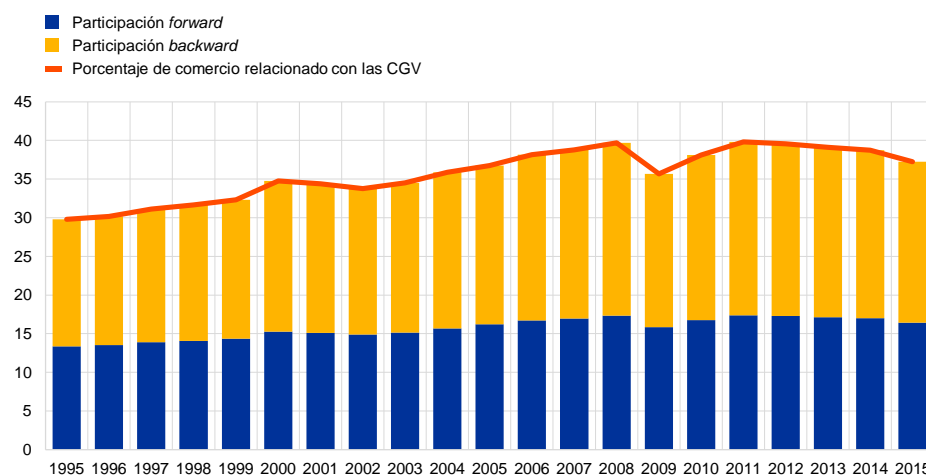
¹⁴ Por tanto, los bienes y servicios comercializados relacionados con las CGV se reexportan al menos una vez antes de ser absorbidos por la demanda final (Borin y Mancini, 2019). Estos flujos comerciales pueden calcularse a partir de tablas *input-output* internacionales (ICIO, por sus siglas en inglés). En este recuadro se utilizan las tablas ICIO que publica la OCDE. Se ha de observar que el nivel de comercio relacionado con las CGV puede depender de la fuente de las tablas ICIO (es decir, datos de la OCDE frente a datos de las tablas *World Input Output Tables*), mientras que la dinámica exhibida a lo largo del tiempo (gráfico A) tiende a ser bastante similar. En este recuadro se han alineado en el tiempo dos tablas ICIO de la OCDE con el fin de ampliar el período muestral. A. Borin y M. Mancini, «Measuring What Matters in Global Value Chains and Value-Added Trade», *Policy Research working paper*, WPS 8804, Banco Mundial, 2019.

final de sus socios comerciales directos, pero que (normalmente, tras algún tipo de transformación) se reexportan a terceros mercados. Por otra parte, el comercio con participación *backward* incluye el contenido importado utilizado para producir las exportaciones de un país¹⁵. En los sectores que intervienen en fases iniciales (*further upstream*) de la cadena de producción (como la minería y el desarrollo de productos) la participación *forward* suele ser más elevada, mientras que los sectores que intervienen en las fases finales (*more downstream*) de la producción, como muchas industrias manufactureras, suelen caracterizarse por una participación *backward* mayor. Estas consideraciones son relevantes en el contexto de los efectos de amplificación de los aumentos de los aranceles debido a las CGV, ya que dichos efectos dependen, entre otras cosas, del peso del valor añadido foráneo en las exportaciones.

Gráfico A

Evolución del comercio relacionado con las CGV entre 1995 y 2015

(porcentaje de exportaciones relacionadas con las CGV en el total de exportaciones [brutas])



Fuentes: Tablas *input-output* internacionales (ICIO) de la OCDE y cálculos del BCE basados en Borin y Mancini (2019).
 Notas: El comercio relacionado con las CGV incluye todos los bienes y servicios comercializados que cruzan al menos dos fronteras internacionales. El gráfico muestra la media ponderada de los indicadores de 64 países.

El comercio de bienes intermedios puede amplificar el impacto de los aranceles sobre la economía, e incluso en mayor grado en los procesos de producción internacional en varias etapas.

Los modelos de comercio internacional que incluyen vínculos sectoriales y el comercio de bienes intermedios sugieren que las ganancias de bienestar resultantes de la liberalización de los flujos comerciales son mayores que en los modelos que no incluyen estos factores. Esta conclusión está relacionada con el hecho de que —si se tiene en cuenta el aprovisionamiento de insumos a escala global— la disminución de las fricciones comerciales no solo reduce el precio de los bienes finales, sino también los costes

¹⁵ La participación *backward* incluye también el valor añadido doméstico que se contabiliza doblemente en la descomposición de las exportaciones brutas. Estos valores doblemente contabilizados suelen ser reducidos.

de los insumos de las empresas¹⁶. Si, además de esto, se toma en consideración una estructura global de producción en varias etapas organizadas secuencialmente en distintos países, los efectos de los aranceles pueden verse amplificados¹⁷. En primer lugar, como en los procesos internacionales de producción en varias etapas los bienes cruzan fronteras varias veces, pueden verse gravados con impuestos cada vez que atraviesan una frontera. En segundo lugar, los aranceles suelen imponerse al valor (bruto) total de importación de un bien, en lugar de al valor añadido en la etapa de producción más reciente. En consecuencia, cuanto menor sea el valor añadido en el último proceso de producción (con respecto a su valor bruto), mayor será el arancel efectivo aplicado a esa etapa.

Un análisis empírico sugiere que, a medio plazo, las subidas arancelarias pueden frenar de forma significativa la actividad económica de sectores que dependen de los insumos importados. La fragmentación global de las actividades de producción de las empresas hace que los aranceles dirigidos a proteger sectores concretos de la economía puedan perjudicar al mismo tiempo a los productores nacionales de otros sectores a través de aumentos de los costes de sus insumos. Además, la producción internacional en varias etapas hace que los costes de los insumos se vean afectados no solo por el propio régimen arancelario de un país, sino también por los aranceles aplicados en fases iniciales (*further upstream*) de la producción. Por ejemplo, un arancel impuesto por Estados Unidos a las exportaciones chinas puede afectar a empresas mexicanas en las fases finales (*downstream*) de la producción si dichas empresas utilizan insumos estadounidenses con contenido chino. En consecuencia, el impacto de los aranceles sobre la actividad económica depende de la posición de un país-sector en la cadena de producción. En el gráfico B se presentan las funciones de impulso-respuesta de la producción industrial real a un aumento de una desviación típica de una variable que mide los «aranceles *upstream*» de países-sectores con una participación

¹⁶ Véase, por ejemplo, L. Caliendo y F. Parro, «Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA», *The Review of Economic Studies*, 82(1), 2015, pp. 1-44. Véase también C. I. Jones, «Intermediate goods and weak links in the theory of economic development», *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 2011, pp. 1-28, en el que se realiza un análisis más general de la forma en que los bienes intermedios crean vínculos entre empresas que pueden generar efectos multiplicadores.

¹⁷ La importancia cuantitativa de estos efectos de amplificación suele investigarse en modelos de comercio de equilibrio general con resultados heterogéneos. Por ejemplo, Yi, al igual que Antràs y De Gortari, llega a la conclusión de que los efectos de amplificación de la producción en varias etapas pueden ser considerables, mientras que Johnson y Moxnes sugieren que su relevancia es limitada si se comparan con un modelo que incluye el aprovisionamiento a escala global. Véanse K. M. Yi, «Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?», *Journal of Political Economy*, 111(1), 2003, pp. 52-102; K. M. Yi, «Can multistage production explain the home bias in trade?», *American Economic Review*, 100, 2010, pp. 364-393; P. Antràs y A. de Gortari, «On the Geography of Global Value Chains», mimeo, Harvard University, 2019, y R. C. Johnson y A. Moxnes, «GVCs and trade elasticities with multistage production», *NBER Working Paper*, n.º 26108, 2019.

backward baja y elevada, respectivamente¹⁸. Aunque un incremento de los «aranceles *upstream*» no incide de forma significativa en la actividad real de los sectores con una participación *backward* baja, se han observado efectos negativos importantes para los sectores que intervienen en las fases finales de la cadena de valor (esto es, con una participación *backward* elevada), lo que parece una conclusión intuitiva porque sus procesos de producción dependen de los insumos importados¹⁹. Para esos sectores, un aumento de una desviación típica de los aranceles *upstream* se asocia a una caída de un punto porcentual de la producción industrial al cabo de tres años. Este efecto pasa a ser estadísticamente no significativo transcurridos seis años.

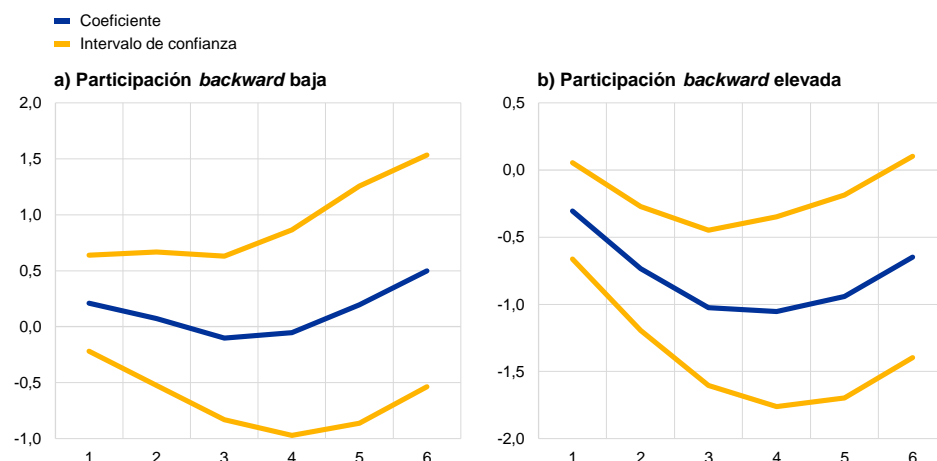
¹⁸ Los aranceles *upstream* se calculan como la media ponderada de los aranceles aplicados a los bienes intermedios utilizados por un país-sector, y las ponderaciones se refieren al porcentaje de insumos en la producción total de dicho país-sector. La medida se amplía para incluir también los aranceles impuestos por países que intervienen en fases iniciales de la cadena de producción siguiendo las conclusiones sobre aranceles acumulados presentadas por Rouzet y Miroudot para las que emplean las tablas ICIO de la OCDE. Los datos sobre aranceles se han obtenido del sistema de Análisis e Información Comercial (TRAINS, por sus siglas en inglés) y de la OMC a nivel detallado de productos usando el programa Solución Comercial Integrada Mundial (WITS, por sus siglas en inglés) del Banco Mundial, y se han agregado a nivel sectorial utilizando cuotas de comercio constantes obtenidas de la base de datos BACI del Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII). Se ha de observar que los aranceles aplicados en las fases finales de la cadena de valor también podrían afectar a la producción de sectores que intervienen en las fases iniciales, lo que no se investiga en este recuadro. D. Rouzet y S. Miroudot, «The cumulative impact of trade barriers along the value chain», *June 2013 Conference Paper*, GTAP Resource n.º 4184, 2013.

¹⁹ Las funciones de impulso-respuesta se obtienen utilizando las proyecciones locales de Jordà con errores estándar clusterizados a escala de país-sector. La unidad observacional es un país-sector en un año determinado. La variable de interés resultante es la producción industrial real (obtenida de UNIDO) que varía a nivel de dos dígitos de la clasificación sectorial de la Clasificación Internacional Industrial Uniforme (CIIU). Las proyecciones locales implican la realización de una regresión de la variación de esta variable sobre las modificaciones de aranceles y un vector de variables de control que incluye dos retardos (de cada una) de las variaciones de la variable dependiente, variables de los aranceles a los insumos y de los aranceles protectores, y el crecimiento del valor añadido nominal. El modelo incluye también efectos fijos país-sector, sector-tiempo y país-tiempo para controlar por otros factores que pueden determinar la actividad industrial. Las variables arancelarias se interrelacionan con una medida país-sector de la participación *backward* calculada a partir de la tabla ICIO de la OCDE para el año 2005, que se encuentra en la mitad del período muestral. La muestra abarca el período comprendido entre 1995 y 2017 e incluye 54 países y 22 sectores. El foco en los aranceles *upstream* puede reducir los problemas de endogeneidad relacionados con la variable arancelaria, al tiempo que se ha de observar que el análisis no presenta necesariamente efectos causales. O. Jordà, «Estimation and inference of impulse responses by local projections», *American Economic Review*, 95(1), 2005, pp. 161-182.

Gráfico B

Funciones de impulso-respuesta de la producción industrial real a un aumento de los aranceles *upstream* (insumos) en un horizonte de seis años

(respuestas en puntos porcentuales y con intervalos de confianza del 90 %)



Fuentes: ONUDI, OCDE, WITS, BACI y cálculos del BCE.

Notas: Las funciones de impulso-respuesta se refieren a una perturbación arancelaria de una desviación típica. Los países-sectores con una participación *backward* elevada (baja) son los que se sitúan en el percentil 80 (20) de la distribución de la variable. Las participaciones *backward* miden el contenido importado de las exportaciones de un país-sector y se calculan aplicando el enfoque de Borin y Mancini (2019). En la nota a pie 7 se ofrecen más detalles sobre los datos y el método de estimación.

Los efectos de amplificación de los aranceles resultantes de la producción internacional en varias etapas hacen que los flujos comerciales asociados a sectores que intervienen en las fases finales de la producción sean especialmente sensibles a los aranceles, una conclusión acorde con los resultados de las estimaciones de un modelo de gravedad. Como el valor de la

producción se acumula a lo largo de la cadena de valor, los costes comerciales *ad valorem* (como los aranceles) son más elevados, en términos absolutos, para los productores en las fases finales de la cadena de producción. Por otra parte, la producción internacional en varias etapas implica que los ahorros de costes derivados de la reubicación solo se aplican al valor añadido de la etapa de producción concreta que se relocaliza, mientras que los costes *ad valorem* se aplican al valor total del producto en la etapa de producción. Ambos aspectos sugieren que cabe esperar que los sectores que intervienen en las fases finales de la cadena de producción sean especialmente sensibles a los aranceles, lo que sería acorde con los efectos de amplificación de los aranceles resultantes de la producción en varias etapas²⁰. Esto puede probarse empíricamente utilizando un modelo de gravedad empírico con aranceles en el que se realiza una regresión de las exportaciones bilaterales a escala de sectores sobre los tipos arancelarios bilaterales a nivel de sectores que varían en el tiempo y sobre un conjunto de

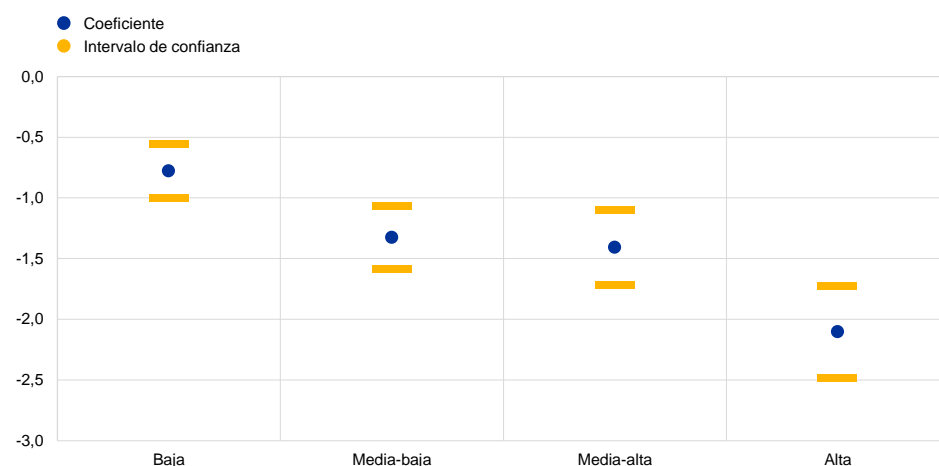
²⁰ Para más detalles, véase R. Johnson y A. Moxnes, «GVCs and trade elasticities with multistage production», *NBER Working Paper*, n.º 26108, 2019.

efectos fijos para controlar por otros componentes de los costes comerciales²¹. El modelo permite que el coeficiente de los aranceles varíe en función del contenido importado de las exportaciones bilaterales para determinar si un mayor peso del contenido importado (es decir, más *backward*) se asocia a una sensibilidad más elevada de los costes comerciales. Ciertamente, los resultados empíricos sugieren que la sensibilidad del comercio a los aranceles aumenta notablemente con el contenido importado de los flujos comerciales bilaterales (véase gráfico C). Aunque los sectores con un nivel bajo de participación *backward* muestran una elasticidad de los aranceles próxima a $-0,8$, dicha elasticidad asciende a alrededor de $-1,4$ en los sectores con un grado medio de contenido importado y aumenta hasta $-2,1$ en el caso de los flujos de comercio con una participación *backward* elevada²². Estas conclusiones son, por tanto, acordes con la tesis de que los efectos de amplificación de los aranceles son significativos en las cadenas de producción internacionales organizadas secuencialmente.

Gráfico C

Sensibilidad de las exportaciones a los aranceles por participación *backward*

(coeficiente estimado e intervalos de confianza del 95 %)



Fuentes: OCDE, WITS, BACI y cálculos del BCE.

Notas: La participación *backward* baja, media-baja, media-alta y alta se refiere a los cuatro cuartiles de la distribución de la variable de participaciones *backward*. Esta variable mide el contenido importado de las exportaciones de un país-sector y se calcula utilizando el enfoque de Borin y Mancini (2019). La variable dependiente se refiere a las exportaciones bilaterales a nivel de sector, que se regresan sobre tipos arancelarios bilaterales específicos de un sector, controlando por otros factores que afectan a las exportaciones con los correspondientes efectos fijos. En la nota a pie 9 se ofrecen más detalles sobre los datos y el método de estimación.

²¹ El enfoque empírico aplicado es similar al de Bergstrand *et al.*, que analizan métodos de estimación de modelos de gravedad estructurales. Por ejemplo, el modelo incluye efectos fijos exportador-sector-tiempo e importador-sector-tiempo, así como efectos fijos exportador-importador-sector. Las estimaciones del modelo se basan en datos sectoriales sobre comercio y producción obtenidos de las tablas ICIO de la OCDE para el período comprendido entre 1995 y 2015, e incluyen 62 países y 18 sectores manufactureros. Los datos sobre aranceles proceden de la WITS. Los errores estándar están clusterizados a escala bilateral por sector. Los resultados que se presentan en el gráfico C se refieren a un modelo estimado por mínimos cuadrados ordinarios (MCO). La estimación del modelo con arreglo al método de pseudo-máxima verosimilitud de Poisson arroja resultados cualitativos similares, si bien las estimaciones de la elasticidad suelen ser más elevadas. Véase J. H. Bergstrand, M. Larch e Y. V. Yotov, «Economic integration agreements, border effects, and distance elasticities in the gravity equation», *European Economic Review*, 78, 2015, pp. 307-327.

²² El modelo de gravedad presenta una perspectiva de largo plazo. Una elasticidad de -1 sugiere que un aumento de un 10 % de los aranceles bilaterales reduciría un 10 % las exportaciones entre los dos países en cuestión.

En vista de lo anterior, con frecuencia se considera que las CGV influyen en el actual conflicto comercial entre Estados Unidos y China porque amplifican los efectos de los aumentos de los aranceles. Por un lado, resultados anteriores sugieren que los aranceles que elevan los costes de los insumos pueden frenar de forma significativa la producción de sectores cuyos procesos se basan en bienes intermedios importados. Como los aranceles impuestos por Estados Unidos a China iban dirigidos a un número elevado de bienes intermedios, este canal realmente puede ser relevante en la actual disputa comercial²³. Por otro, la importancia de los efectos de ampliación derivados de la producción global en varias etapas es menos clara y depende del predominio del comercio asociado a las CGV en las relaciones comerciales bilaterales. Los datos de la OCDE correspondientes a 2015 indican que, en general, alrededor del 25 % de los intercambios comerciales entre Estados Unidos y China se produce en el contexto de la participación en CGV (barras de color distinto del azul del gráfico D)²⁴. Para ambos países, este porcentaje es inferior a la proporción total de flujos comerciales relacionados con las CGV en el total de exportaciones y a la media (ponderada) del porcentaje relacionado con las CGV del comercio mundial (gráfico A), que, a su vez, puede explicarse por la larga distancia existente entre los dos países. Además, en el caso de las exportaciones estadounidenses a China, la participación *forward* (barras de color amarillo del gráfico D) tiene más importancia relativa, lo que indica que dichas exportaciones se encuentran en las fases iniciales de la cadena de valor²⁵. En cambio, en el caso de las exportaciones chinas a Estados Unidos, el peso de la participación *backward* es mayor (barras de color verde y naranja del gráfico D), lo que aumenta la posibilidad de que estos flujos comerciales sean más sensibles a los efectos de ampliación de los incrementos de los aranceles vinculados a la organización en varias etapas de la producción analizados anteriormente²⁶.

²³ Más de la mitad del valor de los productos afectados por los aranceles impuestos por Estados Unidos a las importaciones chinas (por valor de 250 mm dólares estadounidenses) en el tercer trimestre de 2018 correspondió a bienes intermedios. Véase, por ejemplo, C. P. Bown, E. Jung y Z. Lu, «Trump and China formalize tariffs on \$260 billion of imports and look ahead to next phase», *Peterson Institute for International Economics Trade and Investment Policy Watch*, 20 de septiembre de 2018.

²⁴ Se ha de observar que el valor añadido chino y estadounidense absorbido por el importador (barras de color azul del gráfico D) incluye bienes intermedios y bienes finales.

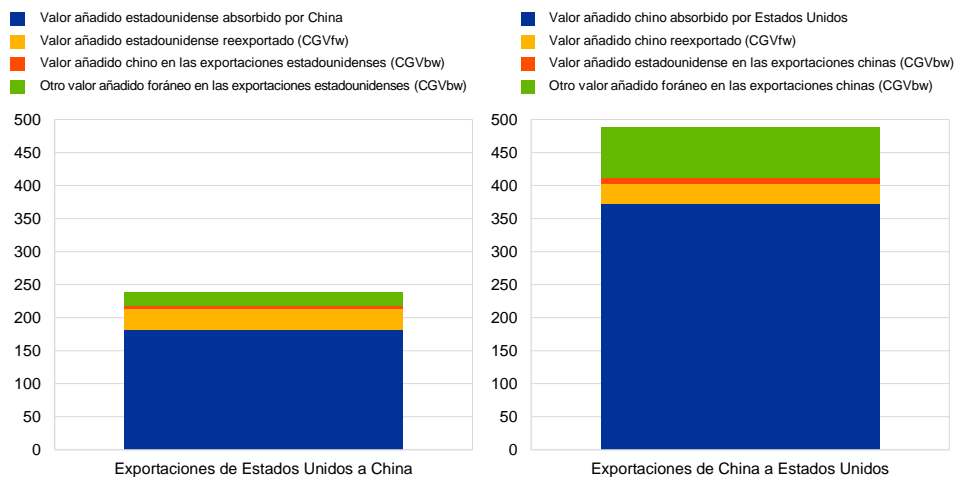
²⁵ Esta participación *forward* puede hacer que los costes arancelarios se trasladen a las fases finales de la cadena de valor de terceros mercados. Véase, por ejemplo, H. Mao y H. Görg (2019), «Friends like this: The Impact of the US – China Trade War on Global Value Chains», Kiel Center for Globalization Working Paper n.º 17.

²⁶ De acuerdo con el desglose por sectores del comercio bilateral bruto, según datos de la OCDE correspondientes a 2015, el 90 % del total de exportaciones (esto es, bienes y servicios) chinas a Estados Unidos proceden del sector manufacturero, mientras que menos del 10 % corresponden a servicios, y el papel del sector agrícola es insignificante. En cambio, apenas el 50 % del total de exportaciones estadounidenses a China tienen origen en las manufacturas, mientras que alrededor del 7 % son productos agrícolas y el resto está relacionado principalmente con actividades de servicios. Si la atención se centra únicamente en el comercio de bienes, casi el 55 % de las exportaciones brutas de China a Estados Unidos son bienes de consumo (incluidos teléfonos y ordenadores personales, y automóviles para uso privado), mientras que los bienes intermedios y los bienes de equipo representan en torno al 30 % y el 15 %, respectivamente. Las exportaciones de bienes de Estados Unidos a China son fundamentalmente bienes intermedios (más del 55 %), mientras que los bienes de equipo y los bienes de consumo suponen más o menos el 15 %, cada uno (y alrededor de otro 15 % está relacionado con otros productos).

Gráfico D

Descomposición de las exportaciones bilaterales entre China y Estados Unidos en 2015

(mm de dólares estadounidenses)



Fuentes: Tablas *input-output* internacionales (ICIO) de la OCDE y cálculos del BCE basados en Borin y Mancini (2019).
Notas: Las barras de color azul incluyen los bienes intermedios y los bienes finales. «CGVfw» y «CGVbw» se refieren a participaciones *forward* y *backward*. Las exportaciones incluyen bienes y servicios.

2 Reacción de los mercados al sistema de dos tramos

Luca Baldo, Cristina Coutinho y Nick Ligthart

El 30 de octubre de 2019, el BCE puso en marcha un sistema de dos tramos según el cual la remuneración a tipos negativos no se aplicará a una parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades de crédito en el Eurosistema.

El sistema de dos tramos se aplica al exceso de liquidez mantenido por las entidades en cuentas corrientes en el Eurosistema, y no a las tenencias mantenidas en la facilidad de depósito del BCE²⁷. El exceso de liquidez (es decir, las reservas por encima de las exigencias de reservas mínimas) que queda exento se remunera al 0 %, en lugar de al tipo de la facilidad de depósito, que actualmente es del -0,5 %.

El objetivo del sistema de dos tramos es apoyar la transmisión de la política monetaria a través del canal bancario al tiempo que se preserva la contribución positiva general de los tipos negativos a la orientación acomodaticia de la política monetaria. El Consejo de Gobierno ha determinado que la parte del exceso de liquidez que quedará exenta (tramo exento o *exemption allowance*) se calculará multiplicando por seis las exigencias de reservas mínimas de la entidad. El multiplicador es el mismo para todas las entidades y se ha elegido para favorecer la transmisión del tipo negativo de la facilidad de depósito a los tipos de interés del crédito bancario compensando parte del impacto adverso de los tipos negativos sobre la rentabilidad bancaria y asegurando también que los tipos a corto plazo del mercado monetario de la zona del euro se mantengan próximos a este tipo oficial. El multiplicador y el tipo de remuneración del tramo exento del exceso de liquidez podrán modificarse con el tiempo para garantizar que las entidades de crédito sigan otorgando préstamos a sus clientes en condiciones que reflejen plenamente la orientación deseada de la política monetaria.

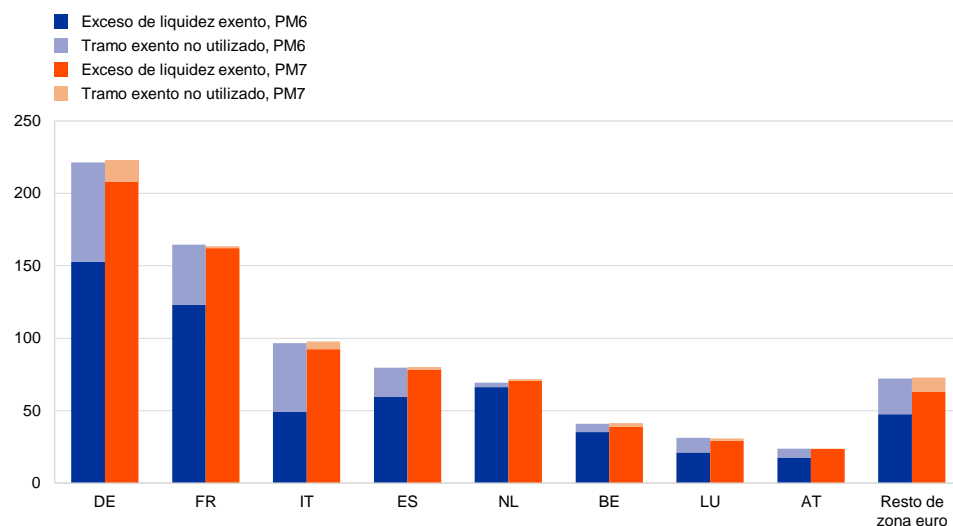
Con la introducción del sistema de dos tramos, las entidades de crédito cuyo exceso de liquidez era inferior al tramo exento recibieron liquidez procedente de las entidades que superaban su tramo exento. El 30 de octubre de 2019, es decir, el día en que entró en vigor el sistema de dos tramos, las entidades de crédito redujeron la parte no utilizada del tramo exento del 28 % al 13 %. Durante los días siguientes, las entidades que no habían utilizado íntegramente su tramo exento siguieron aumentando gradualmente su exceso de liquidez, hasta que, el 11 de diciembre, quedó sin utilizar menos del 5 % del tramo exento (véase gráfico A). Al mismo tiempo, el exceso de liquidez mantenido por las entidades que superaban su tramo exento disminuyó ligeramente, lo que indica una redistribución del exceso de liquidez a través de los mercados monetarios y otros canales, en consonancia con los incentivos establecidos en el sistema de dos tramos (véase gráfico B).

²⁷ El BCE también publicó información adicional sobre el [sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de liquidez](#).

Gráfico A

Exceso de liquidez exento y tramo exento por país

(mm de euros)



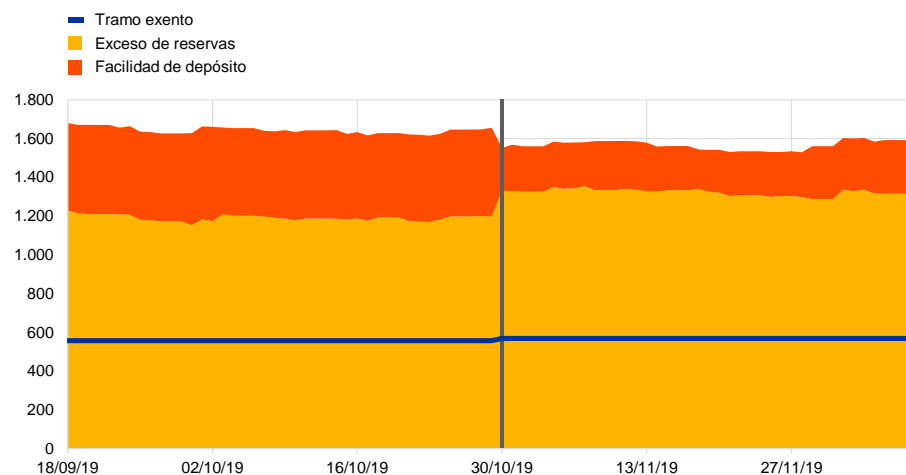
Fuente: BCE.

Notas: El exceso de liquidez exento y el tramo exento no utilizado se calculan sobre la base de la media individual del exceso de liquidez (exceso de reservas más recurso a la facilidad de depósito) correspondiente al sexto período de mantenimiento (PM6) y sobre la base de la media del exceso de reservas (hasta el 24 de noviembre) correspondiente al séptimo período de mantenimiento (PM7).
Últimas observaciones: 11 de diciembre de 2019.

Gráfico B

Evolución del exceso de liquidez de las entidades de crédito que superan su tramo exento

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Exceso de reservas y recurso a la facilidad de depósito de las entidades de crédito que superan su tramo exento en el sexto período de mantenimiento (PM6) y el comienzo del séptimo período de mantenimiento (PM7). La línea de color gris marca el comienzo del séptimo período de mantenimiento de reservas (30/10/2019).
Últimas observaciones: 11 de diciembre de 2019.

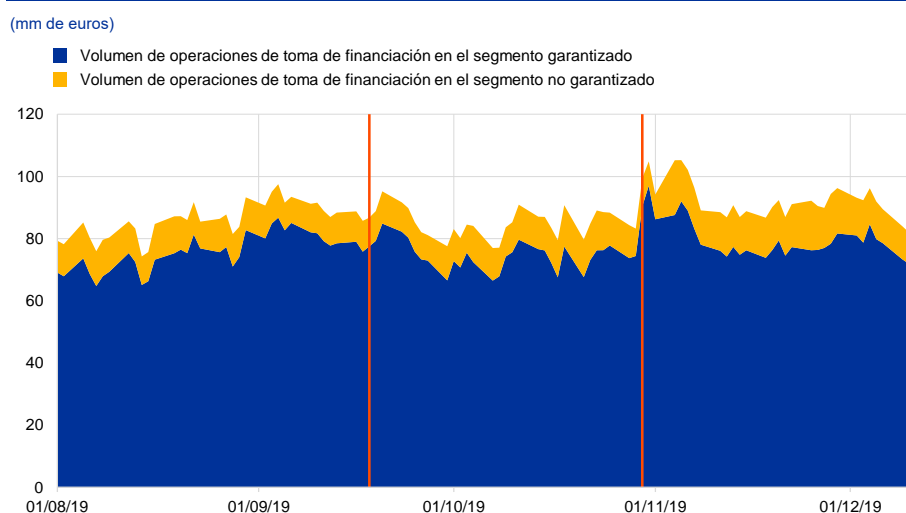
El grueso del aumento de la financiación recibida por las entidades de crédito en el mercado monetario se materializó en forma de operaciones con garantía.

Los datos de las operaciones de un subconjunto de entidades de crédito con partes no utilizadas del tramo exento muestran que, durante los primeros días posteriores a

la puesta en marcha del sistema de dos tramos, dichas entidades incrementaron en unos 15 mm de euros la negociación media diaria en sus operaciones de toma de financiación con garantía, mientras que las operaciones de toma de financiación sin garantía se mantuvieron prácticamente sin variación (véase gráfico C). Sin embargo, a partir de entonces recurrieron menos al mercado monetario para cubrir el tramo exento no utilizado. Las entidades pueden adoptar otras estrategias fuera del mercado monetario para cubrir el tramo exento, como vender activos y atraer otras formas de financiación.

Gráfico C

Volumen de financiación en efectivo a corto plazo obtenida en los segmentos garantizado y no garantizado por las entidades de crédito con una parte no utilizada del tramo exento



Fuentes: BCE y MMSR (información estadística sobre los mercados monetarios).

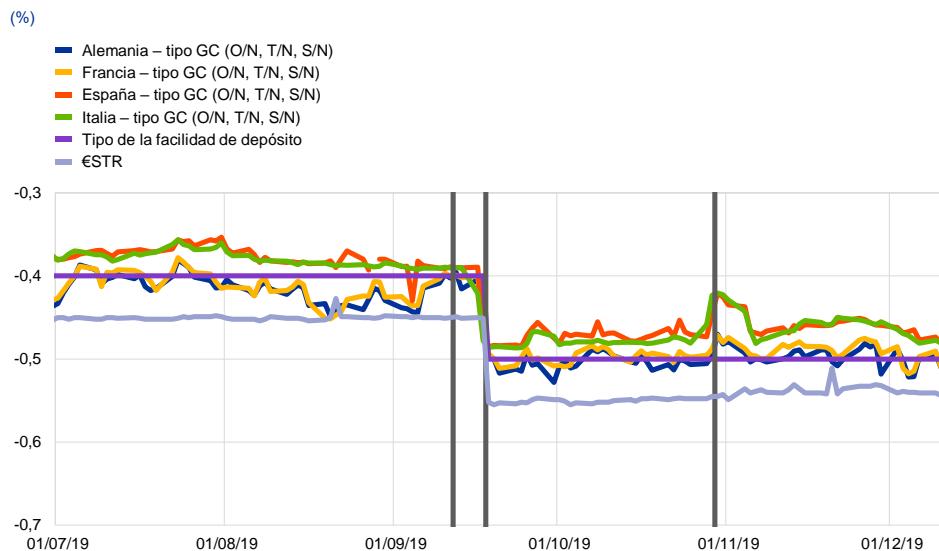
Notas: Financiación en efectivo obtenida en los segmentos garantizado y no garantizado en operaciones con los plazos más cortos (a un día, *tomorrow/next* y *spot/next*) para las entidades que presentan información estadística sobre los mercados monetarios que tienen una parte no utilizada del tramo exento que se calcula sobre la base de su exceso de liquidez en el sexto período de mantenimiento de reservas. Las líneas de color rojo marcan el comienzo del sexto período de mantenimiento de reservas (18/09/2019) y el séptimo período de mantenimiento de reservas (30/10/2019).

Últimas observaciones: 11 de diciembre de 2019.

Aunque el aumento de la actividad de negociación coincidió temporalmente con la subida de los tipos de interés del mercado monetario, la experiencia con el sistema de dos tramos durante sus seis primeras semanas muestra que los tipos del mercado monetario solo se vieron ligeramente afectados y siguen alineados con el tipo de interés oficial. Tras la puesta en marcha del sistema de dos tramos, el €STR (el tipo de interés de depósito a un día basado en la financiación mayorista obtenida) se mantuvo próximo a su nivel medio calculado durante el período comprendido entre el 1 y el 29 de octubre. Los tipos aplicados a las operaciones con garantía registraron un incremento temporal de hasta 6 puntos básicos en los países de mayor tamaño de la zona del euro, pero desde entonces han vuelto a niveles en el rango de volatilidad observado antes de la introducción del sistema de dos tramos (véase gráfico D).

Gráfico D

Tipos de interés de las operaciones sin garantía y con garantía del mercado monetario



Fuentes: BCE, MTS y NEX.

Notas: Los tipos *repo* de los activos de garantía generales (GC, por sus siglas en inglés) son tipos medios ponderados por volumen de los activos de garantía alemanes, franceses, españoles e italianos, y operaciones con plazos a un día (O/N), *tomorrow/next* (T/N) y *spot/next* (S/N) con la misma fecha de operación. Las líneas de color gris indican la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre (12/9/2019), el comienzo del sexto período de mantenimiento de reservas (18/9/2019), cuando entró en vigor el recorte de 10 puntos básicos del tipo de interés de la facilidad de depósito, y el comienzo del séptimo período de mantenimiento de reservas (30/10/2019), cuando se puso en marcha el sistema de dos tramos. *Pre-€STR* hasta el 30 de septiembre, *€STR* a partir del 1 de octubre. Últimas observaciones: 11 de diciembre de 2019.

3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 31 de julio y el 29 de octubre de 2019

Luca Baldo y Denis Lungu

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el quinto y el sexto períodos de mantenimiento de reservas de 2019, comprendidos entre el 31 de julio y el 17 de septiembre, y entre el 18 de septiembre y el 31 de octubre, respectivamente. El período analizado contiene el importante paquete de medidas de política monetaria adoptado por el Consejo de Gobierno el 12 de septiembre de 2019, que consta de cinco medidas: i) un recorte del $-0,40\%$ al $-0,50\%$ del tipo de interés aplicado a la facilidad de depósito, que entró en vigor el 18 de septiembre, al tiempo que los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF) y a la facilidad marginal de crédito se mantienen sin variación en el $0,00\%$ y el $0,25\%$, respectivamente; 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) el 1 de noviembre; 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 a partir del séptimo período de mantenimiento, que comenzó el 30 de octubre de 2019. Paralelamente, el Eurosistema continuó reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que fueron venciendo. Asimismo, el 2 de octubre de 2019, el BCE comenzó a publicar el nuevo tipo de interés de depósito a un día de referencia para la zona del euro, el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR). Ese día también se modificó la metodología de cálculo del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia), y a partir de entonces pasó a calcularse como el €STR más un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos.

Necesidades de liquidez

En el período analizado, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.559,5 mm de euros, lo que representa un incremento de 48,2 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el tercer y cuarto período de mantenimiento de 2019; véase cuadro A). Este cambio en las necesidades de liquidez fue resultado, en gran parte, del aumento de 45,6 mm de euros registrado en los factores autónomos netos, que pasaron a situarse en una cifra de 1.426,9 mm de euros.

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. Los factores de absorción

de liquidez se incrementaron, principalmente, como resultado de «Otros factores autónomos», que crecieron, en promedio, 57,6 mm de euros, hasta alcanzar los 846,4 mm de euros. Los billetes en circulación aumentaron, en promedio, 17,8 mm de euros y se situaron en 1.251,8 mm de euros. Los depósitos de las Administraciones Públicas crecieron 11,9 mm de euros, hasta registrar un promedio de 282,4 mm de euros durante el período considerado, y alcanzaron un máximo histórico de 298,6 mm de euros en el sexto período de mantenimiento de reservas. Entre los factores autónomos de inyección de liquidez, los activos exteriores netos se incrementaron en 38,5 mm de euros, hasta los 737,9 mm de euros, mientras que los activos netos denominados en euros se mantuvieron prácticamente sin variación en 216,1 mm de euros (lo que representa un aumento de 3,2 mm de euros). Los pasivos del Eurosistema frente a no residentes en la zona del euro disminuyeron en el período analizado y al final de septiembre mostraban un patrón estacional menos pronunciado que al final del trimestre anterior y que al final de septiembre de 2018²⁸.

²⁸ Los pasivos del Eurosistema frente a no residentes en la zona del euro corresponden principalmente a depósitos denominados en euros en cuentas mantenidas por bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro en bancos centrales nacionales del Eurosistema. Al final de cada trimestre los bancos centrales de fuera de la zona del euro suelen aumentar los depósitos que mantienen en bancos centrales nacionales del Eurosistema porque los bancos comerciales son más reacios a aceptarlos. De hecho, estos bancos centrales no pertenecientes a la zona también depositan su efectivo en bancos comerciales de la zona, salvo en las fechas de presentación de información (es decir, al final de cada trimestre), cuando los bancos comerciales tienden a reducir sus balances. El 30 de septiembre, los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro aumentaron hasta alcanzar los 252,2 mm de euros, en comparación con el importe medio de 223,1 mm de euros registrado durante el sexto período de mantenimiento. Esta evolución implicó un efecto menos pronunciado que el observado el 30 de junio de 2019, cuando estos pasivos se incrementaron hasta situarse en 277,4 mm de euros, frente a los 243,7 mm de euros registrados, en promedio, en el cuarto período de mantenimiento. Un año antes, el 30 de septiembre de 2018, la misma partida del balance aumentó hasta los 301,7 mm de euros, frente al promedio de 264,7 mm de euros registrado durante el sexto período de mantenimiento de ese mismo año.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 31 de julio a 29 de octubre de 2019						Período de referencia anterior: 17 de abril a 30 de julio de 2019	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 31 de julio a 17 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 18 de septiembre a 29 de octubre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	2.380,7	(+87,3)	2.345,3	(+6,3)	2.421,9	(+76,6)	2.293,3	(+57,2)
Billetes en circulación	1.251,8	(+17,8)	1.251,1	(+10,2)	1.252,7	(+1,7)	1.234,1	(+21,8)
Depósitos de las AAPP	282,4	(+11,9)	268,5	(-27,4)	298,6	(+30,1)	270,5	(+7,2)
Otros factores autónomos ¹	846,4	(+57,6)	825,7	(+23,4)	870,5	(+44,8)	788,7	(+28,2)
Saldos en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	1.225,2	(-17,2)	1.199,5	(-4,8)	1.255,3	(+55,8)	1.242,4	(-0,7)
Instrumentos de política monetaria	642,6	(-74,9)	687,8	(-14,5)	589,8	(-98,0)	717,5	(-40,1)
Exigencias de reservas mínimas	132,6	(+2,5)	132,0	(+0,6)	133,2	(+1,2)	130,1	(+1,9)
Facilidad de depósito	510,0	(-77,4)	555,7	(-15,1)	456,6	(-99,1)	587,4	(-42,0)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

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) Se calculan como la suma de las cuentas de revalorización, otros activos y pasivos de los residentes en la zona del euro, capital y reservas.

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 31 de julio a 29 de octubre de 2019						Período de referencia anterior: 17 de abril a 30 de julio de 2019	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 31 de julio a 17 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 18 de septiembre a 29 de octubre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	954,0	(+41,7)	924,7	(+3,9)	988,2	(+63,5)	912,3	(+44,2)
Activos exteriores netos	737,9	(+38,5)	720,2	(+9,9)	758,5	(+38,3)	699,4	(+27,9)
Activos netos denominados en euros	216,1	(+3,2)	204,5	(-6,0)	229,7	(+25,2)	213,0	(+16,3)
Instrumentos de política monetaria	3.294,6	(-46,6)	3.307,9	(-17,2)	3.279,2	(-28,7)	3.341,2	(-27,9)
Operaciones de mercado abierto	3.294,6	(-46,6)	3.307,9	(-17,2)	3.279,2	(-28,7)	3.341,2	(-27,9)
Operaciones de subasta	683,9	(-31,1)	695,5	(-9,3)	670,5	(-25,0)	715,1	(-12,6)
OPF	2,5	(-2,6)	3,0	(-1,6)	2,0	(-1,0)	5,1	(-0,8)
OFPML a tres meses	2,9	(-0,3)	3,0	(-0,2)	2,8	(-0,3)	3,3	(-0,7)
Operaciones TLTRO II	677,2	(-29,5)	689,4	(-7,4)	662,9	(-26,5)	706,7	(-11,2)
Operaciones TLTRO III	1,3	(+1,3)	0,0	(+0,0)	2,8	(+2,8)	0,0	(+0,0)
Carteras en firme	2.610,7	(-15,1)	2.612,4	(-8,0)	2.608,7	(-3,7)	2.625,9	(-15,4)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,8	(-0,3)	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,1)	3,1	(-1,0)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	3,2	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3	(-0,3)	3,5	(-0,4)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	260,9	(-0,8)	261,2	(-0,3)	260,6	(-0,5)	261,7	(-0,5)
Programa para los mercados de valores	52,8	(-8,6)	54	(-5,7)	51,4	(-2,6)	61,4	(-3,9)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	26,1	(-0,1)	26	(-0,0)	26,2	(+0,2)	26,1	(-0,0)
Programa de compras de valores públicos	2.087,6	(-4,8)	2.087,8	(-1,4)	2.087,4	(-0,4)	2.092,4	(-9,2)
Programa de compras de bonos corporativos	177,3	(-0,4)	177,2	(-0,4)	177,4	(+0,1)	177,7	(-0,3)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(-0,2)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,2	(+0,1)

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.

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 31 de julio a 29 de octubre de 2019						Período de referencia anterior: 17 de abril a 30 de julio de 2019	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 31 de julio a 17 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 18 de septiembre a 29 de octubre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas ¹	1.559,5	(+48,2)	1.552,7	(+2,6)	1.567,4	(+14,8)	1.511,3	(+14,9)
Factores autónomos netos ²	1.426,9	(+45,6)	1.420,6	(+2,0)	1.434,2	(+13,6)	1.381,3	(+13,0)
Exceso de liquidez ³	1.735,2	(-94,5)	1.755,2	(-19,9)	1.711,8	(-43,4)	1.829,6	(-42,9)

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) Se calculan como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas mínimas.

2) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez en el lado del pasivo y los factores autónomos de liquidez en el lado del activo. En este recuadro, también se incluyen las «partidas en curso de liquidación» en los factores autónomos netos.

3) Se calcula como la suma de los saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.

Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Período de referencia actual: 31 de julio a 29 de octubre de 2019						Período de referencia anterior: 17 de abril a 30 de julio de 2019	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 31 de julio a 17 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 18 de septiembre a 29 de octubre		Tercer y cuarto 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	-0,45	(-0,05)	-0,40	(+0,00)	-0,50	(-0,10)	-0,40	(+0,00)
Eonia ¹	-0,408	(-0,04)	-0,362	(+0,01)	-0,462	(-0,10)	-0,363	(+0,00)
€STR ²	-0,496	(-0,05)	-0,450	(+0,00)	-0,550	(-0,10)	-0,450	(-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) Se calcula como el €STR más 8,5 puntos básicos desde el 1 de octubre de 2019.

2) Se incluyen las cifras *pre-€STR* en el cálculo de las medias antes del 30 de septiembre de 2019.

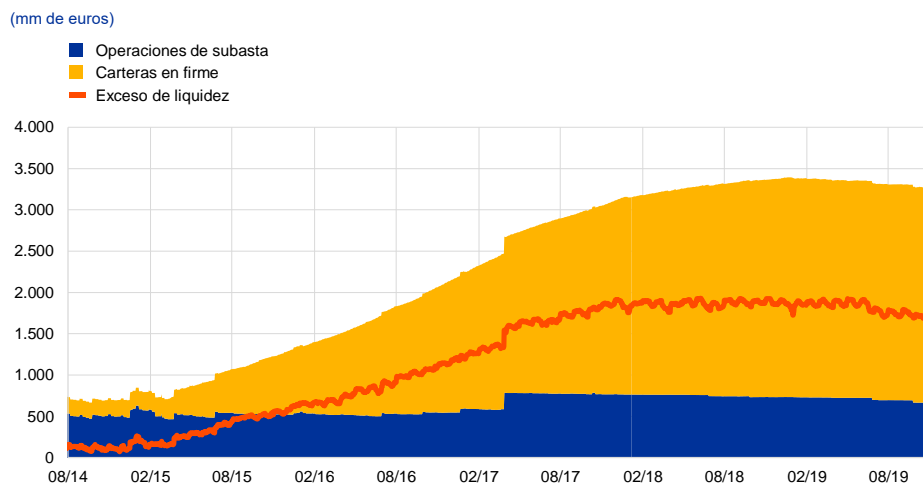
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —incluidas tanto las operaciones de subasta como las carteras mantenidas con fines de política monetaria— se redujo en 46,6 mm de euros, hasta un importe de 3.294,6 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 pasado 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).

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 en 31,1 mm de euros durante el período considerado y se situó en 683,9 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). El saldo vivo de la financiación solicitada en las TLTRO II se redujo, en promedio, en 29,5 mm de euros en el período analizado, como resultado de los reembolsos anticipados voluntarios por valor de 31,8 mm de euros que se liquidaron el 25 de septiembre. Este descenso se compensó, solo en parte, con los 3,4 mm de euros adjudicados en la primera operación TLTRO III que se liquidaron ese mismo día. La menor demanda de las entidades de contrapartida se tradujo también en un descenso de 2,6 mm de euros de la liquidez proporcionada a través de las OPF, hasta situarse, en promedio, en 2,5 mm de euros, y en una caída de 0,3 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 2,9 mm de euros.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria se redujo en 15,1 mm de euros, hasta situarse en 2.610,7 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. En el período analizado, 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 9,1 mm de euros en total. Por lo que respecta al APP, si bien las adquisiciones netas se interrumpieron entre el 1 de enero de 2019 y el 31 de octubre de 2019, el principal de los valores adquiridos que fueron venciendo siguió reinvirtiéndose. Pese a la reinversión íntegra, es

posible que, por razones operativas, se produzcan algunas desviaciones temporales en el volumen total y en la composición del APP²⁹. En consecuencia, el valor contable del PSPP se redujo levemente (4,8 mm de euros) durante el período considerado y se situó, en promedio, en 2.087,6 mm de euros.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez se redujo en comparación con el período anterior, en 94,5 mm de euros, hasta los 1.735,2 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 del Eurosistema y de las carteras mantenidas por este con fines de política monetaria. En el sexto período de mantenimiento de reservas, el recurso a la facilidad de depósito registró un descenso de 99,1 mm de euros, mientras que el exceso de liquidez depositado en cuentas corrientes aumentó en 55,8 mm de euros. Este cambio sugiere que algunos intermediarios empezaron a trasladar los fondos desde la facilidad de depósito a las cuentas corrientes en previsión de la entrada en vigor del sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas anunciado el 12 de septiembre de 2019, ya que la remuneración cero solo se aplica a los fondos mantenidos en cuentas corrientes. El sistema de dos tramos lleva vigente desde el séptimo período de mantenimiento que comenzó el 30 de octubre de 2019, por lo que no afecta a la remuneración del exceso de liquidez en el período analizado. Las reservas de las entidades de contrapartida a las que podrá aplicarse la exención se calculan sobre la base de los saldos medios mantenidos en las cuentas corrientes de las entidades al final de cada día natural durante el período de mantenimiento.

Evolución de los tipos de interés

Durante el período considerado, en concreto el 2 de octubre, el €STR se publicó por primera vez³⁰. Si se compara con los datos anteriores a su publicación, no se produjo ningún cambio en el €STR en torno a la fecha en la que se publicó por primera vez.

El recorte del tipo de la facilidad de depósito hasta situarse en el -0,50 %, que se aplica desde el 18 de septiembre, se ha transmitido a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. En el segmento no garantizado del mercado monetario, la reducción de 10 puntos básicos del tipo de la facilidad de depósito se transmitió plenamente al €STR, dado que se situó, en promedio, en el -0,550 % en el sexto período de mantenimiento de reservas, frente al -0,450 % observado en el quinto período de mantenimiento de reservas³¹. Asimismo, el eonia descendió del –

²⁹ 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.

³⁰ Véase el recuadro titulado «[Adiós eonia, hola €STR](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

³¹ Se incluyen datos *pre-€STR* antes del 30 de septiembre de 2019 con fines de comparación.

0,362 % al -0,462 % durante el mismo período. El tipo más bajo de la facilidad de depósito también se transmitió a los tipos de interés de las operaciones con garantía del mercado monetario. Entre el quinto y el sexto período de mantenimiento de reservas, los tipos *repo* medios a un día del mercado con activos de garantía generales (GC Pooling)³² procedentes de las cestas estandarizada y ampliada de activos de garantía cayeron desde el 0,097 % y el 0,094 %, hasta situarse en el -0,502 % y en el -0,491 %, respectivamente.

³² El mercado GC Pooling permite negociar acuerdos de recompra con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

4 Indicadores de las condiciones del mercado de trabajo de la zona del euro

Vasco Botelho y António Dias da Silva

En este recuadro se presentan dos herramientas complementarias para analizar el comportamiento del mercado de trabajo de la zona del euro. La primera es una herramienta de visualización en forma de gráfico de telaraña con 18 variables que caracterizan las actuales condiciones de este mercado. Mediante la segunda se aplica un análisis de componentes principales a las variables presentadas en el gráfico. Este enfoque resume la información disponible sobre las condiciones del mercado de trabajo de la zona del euro en dos indicadores sintéticos³³: el nivel de actividad y el dinamismo del mercado laboral. El indicador del nivel de actividad muestra la evolución del mercado de trabajo en el tiempo, mientras que el relativo al dinamismo evalúa la tasa de variación de sus resultados. El análisis corresponde a la zona del euro en su conjunto y no refleja totalmente la heterogeneidad de los mercados laborales de los distintos países.

La herramienta de visualización del mercado de trabajo de la zona del euro se muestra en el gráfico A, que representa las condiciones de este mercado a través de un enfoque con una «perspectiva multifocal»³⁴. Esta herramienta ofrece una visión general rápida del mercado laboral comparando los valores actuales de cada serie temporal con los mejores y peores resultados de estas series desde 2005. También permite comparar las condiciones del mercado de trabajo en la actualidad con las vigentes en otros momentos, como en el máximo previo a la crisis (primer trimestre de 2008) y el comienzo de la recuperación económica (primer trimestre de 2013). Las variables presentadas en el gráfico A reflejan la complejidad del mercado de trabajo. Así pues, a través de estas variables, además de abordar la dinámica actual del empleo y del desempleo, se ofrece información adicional sobre otros factores que caracterizan las condiciones del mercado de trabajo para los trabajadores y las empresas, como: i) las características del desempleo en términos de duración y de edad; ii) los flujos del mercado laboral y los anuncios de vacantes; iii) la utilización del factor trabajo y sus implicaciones para la productividad laboral y los salarios reales, y iv) los factores estructurales que pueden estar influyendo en los desarrollos observados actualmente en el mercado de trabajo.

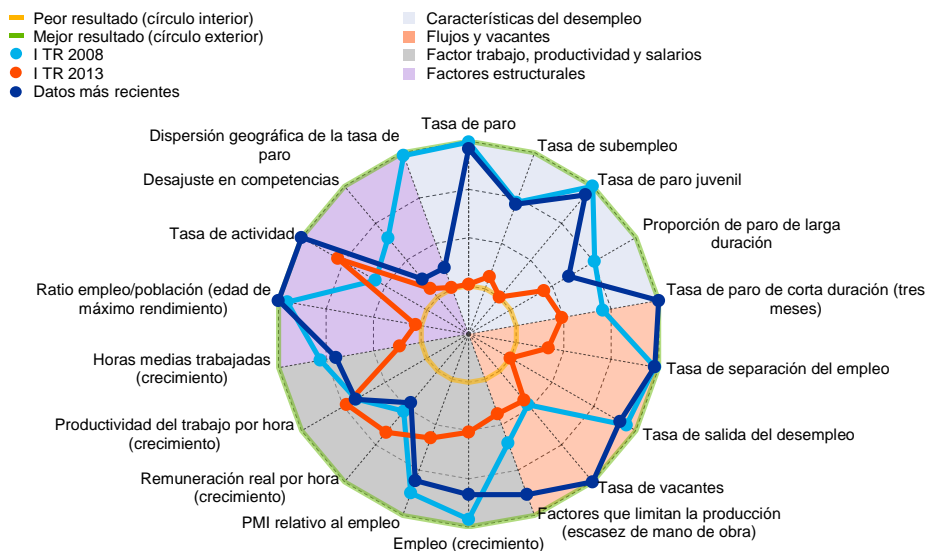
³³ Este enfoque metodológico sigue el utilizado en la elaboración de los indicadores de las condiciones del mercado de trabajo («[Labor Market Conditions Indicators \(LMCI\)](#)») de la Reserva Federal de Kansas City. El [Banco de la Reserva de Australia](#), el [Banco de Canadá](#) y el [Banco de la Reserva de Nueva Zelanda](#) han elaborado otros indicadores para este mercado aplicando un enfoque similar.

³⁴ Esta forma de representar las variables del mercado de trabajo se inspira en el gráfico de telaraña de la Reserva Federal de Atlanta «[Labor Market Distributions Spider Chart](#)», herramienta desarrollada para realizar el seguimiento de la evolución general del mercado de trabajo en el tiempo. El enfoque visual empleado en este recuadro es ligeramente diferente al del gráfico de la Reserva Federal de Atlanta, ya que no clasifica jerárquicamente la información, sino que los valores se normalizan para poder comparar los mejores y los peores resultados de la muestra para las distintas variables. Las fechas de los ciclos económicos que determinan el máximo anterior a la crisis de 2008-2009 y el mínimo que marca el comienzo de la recuperación económica se toman de la información publicada por el [Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research \(CEPR\)](#).

Gráfico A

Visión general del mercado de trabajo de la zona del euro desde 2005

(círculo interior: peor resultado desde el primer trimestre de 2005; círculo exterior: mejor resultado desde el primer trimestre de 2005; valores normalizados de cada variable)



Fuentes: Eurostat (estadísticas coyunturales y encuesta de población activa de la UE para todas las variables relacionadas con el desempleo, la ratio empleo/población y la tasa de actividad; estadísticas sobre vacantes de empleo para la tasa de vacantes, y cuentas nacionales para el empleo, la remuneración, las horas trabajadas y la productividad); Comisión Europea (encuestas de consumidores y empresas para los factores que limitan la producción [escasez de mano de obra]); Markit (para el índice de directores de compras, PMI), y cálculos del BCE. Puede consultarse información adicional sobre las tasas de salida del desempleo y de separación del empleo en la nota al pie 3 y sobre la dispersión geográfica del desempleo y el desajuste en competencias en la nota al pie 4. La última observación para el PMI relativo al empleo y para los factores que limitan la producción (escasez de mano de obra) corresponde a octubre de 2019; la última observación para la tasa de paro, la dispersión geográfica de la tasa de paro y el crecimiento del empleo (estimación de avance) corresponde a septiembre de 2019, y la última observación para las restantes variables corresponde al segundo trimestre de 2019.

Notas: i) todas las tasas de crecimiento se expresan en términos interanuales; ii) «edad de máximo rendimiento» se refiere a la comprendida entre los 25 y los 54 años; iii) la tasa de paro juvenil se refiere a la población de entre 15 y 24 años; iv) la tasa de subempleo se proyecta de forma retrospectiva para el período comprendido entre el primer trimestre de 2005 y el cuarto trimestre de 2007 mediante una interpolación *spline* cúbica en la que el número de empleados que trabajan a tiempo parcial pero que desearían trabajar más se utiliza como una aproximación (*proxy*) para calcular el número de trabajadores a tiempo parcial subempleados durante ese período; v) el mejor resultado para cada variable se define bien como el nivel más bajo registrado desde el primer trimestre de 2005, que se aplica a todas las variables relacionadas con las características del desempleo, con la tasa de separación del empleo, con el porcentaje de paro de larga duración, con el indicador de desajuste en competencias y con la dispersión geográfica de la tasa de paro, o como el nivel más alto alcanzado desde el primer trimestre de 2005, y vi) el peor resultado se define en sentido contrario al mejor resultado.

El gráfico A muestra que, si bien ciertas variables del mercado de trabajo se sitúan en valores próximos a los observados antes de la crisis, la estructura subyacente de este mercado ha cambiado considerablemente. Las tasas de paro, de subempleo y de paro juvenil se encuentran cerca de los niveles previos a la crisis, aunque la tasa de subempleo sigue situándose algo por encima de su mejor resultado desde 2005. En términos de duración, la tasa de paro difiere mucho de la observada antes de la crisis: la tasa de paro de corta duración registra su nivel más bajo desde 2005, mientras que la proporción actual de paro de larga duración sigue siendo más elevada que antes de la crisis. El mercado de trabajo de la zona del euro muestra un comportamiento dinámico en términos de flujos y de vacantes, ya que todas las variables incluidas en esta categoría presentan valores próximos a sus mejores resultados desde 2005. Los datos recientes sobre flujos del mercado de

trabajo³⁵ son similares a los observados en el período previo a la crisis, mientras que las vacantes —medidas por la tasa de vacantes y el indicador de los factores que limitan la producción— se sitúan en máximos históricos o en niveles próximos a estos. El factor trabajo, la productividad y los salarios muestran un comportamiento algo peor que antes de la crisis (aunque comparable). En cuanto a los factores estructurales, dos importantes características de la situación actual del mercado laboral son los niveles récord de la ratio de empleo/población en el colectivo de entre 25 y 54 años y de la tasa de actividad. En cambio, el indicador de desajuste en competencias y la dispersión geográfica de la tasa de paro³⁶ se sitúan considerablemente por encima de los niveles previos a la crisis, y permanecen en cotas comparables a las observadas al comienzo de la recuperación.

En la segunda herramienta se emplea un análisis de componentes principales para resumir el conjunto de datos sobre el mercado de trabajo en dos indicadores sintéticos.

Este análisis utiliza la información disponible sobre el mercado laboral de la zona del euro al tiempo que aísla los patrones que más influyen en las condiciones de este mercado³⁷. Aplicando este enfoque, se identifican dos componentes principales. El primero está relacionado con el nivel de actividad en el mercado de trabajo y refleja fundamentalmente la evolución de la ratio empleo/población del colectivo de entre 25 y 54 años, la tasa de paro, la tasa de salida del desempleo, la tasa de paro juvenil y la proporción de paro de larga duración. El segundo es más revelador del dinamismo del mercado de trabajo, ya que está relacionado principalmente con la tasa de crecimiento del empleo total, la tasa de crecimiento de las horas medias trabajadas, la proporción de paro de larga duración, el PMI relativo al empleo y la tasa de paro de corta duración. Se identifica un tercer componente al controlar por los errores de cálculo de los indicadores sintéticos del nivel de actividad y del dinamismo del mercado de trabajo de la zona

³⁵ El cálculo de los flujos del mercado de trabajo se basa en R. Shimer, «[Reassessing the ins and outs of unemployment](#)», *Review of Economic Dynamics*, vol. 15, n.º 2, 2012, pp. 127-148, y en M. W. L. Elsby, B. Hobijn y A. Şahin, «[Unemployment dynamics in the OECD](#)», *Review of Economics and Statistics*, vol. 95, n.º 2, 2013, pp. 530-548, en el sentido de que las entradas y salidas del desempleo se estiman a partir de información relativa a la duración del desempleo, mientras que se supone que los flujos a y desde la inactividad se mantienen constantes.

³⁶ La dispersión geográfica de la tasa de paro se mide como el coeficiente de variación de la tasa de paro de los distintos países de la zona del euro, ponderado por las respectivas tasas de empleo. El indicador de desajuste en competencias sigue la metodología del Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, «[Euro Area Labour Markets and the Crisis](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 138, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2012.

³⁷ Este enfoque es similar a la metodología en la que se basan los indicadores LMCI elaborados por la Reserva Federal de Kansas City (C. S. Hakkio y J. L. Willis, «[Assessing Labor Market Conditions: The level of activity and the speed of improvement](#)», *The Macro Bulletin*, Banco de la Reserva Federal de Kansas City, julio de 2013, y C. S. Hakkio y J. L. Willis, «[Kansas City Fed's Labor Market Conditions Indicators](#)», *The Macro Bulletin*, Banco de la Reserva Federal de Kansas City, agosto de 2014). Los componentes principales relevantes se seleccionan siguiendo dos criterios: i) la suma de todos los componentes seleccionados ha de representar al menos el 80 % de la varianza total de las 18 variables del mercado de trabajo, y ii) cada componente debe tener un autovalor asociado significativamente superior a la unidad. A continuación, se utiliza el método varimax de rotación de los componentes con el fin de facilitar su interpretación, en consonancia con los indicadores LMCI de la Reserva Federal de Kansas City. Los indicadores LMCI desarrollados para la zona del euro en este recuadro son robustos a la eliminación de cualquiera de las variables del mercado de trabajo.

del euro debidos a la posible no estacionariedad de algunas variables de este mercado³⁸.

Los indicadores sintéticos muestran que el nivel de actividad del mercado de trabajo de la zona del euro en el segundo trimestre de 2019 es comparable al máximo previo a la crisis, mientras que el dinamismo de este mercado sigue siendo elevado, aunque se haya desacelerado ligeramente (véase gráfico B).

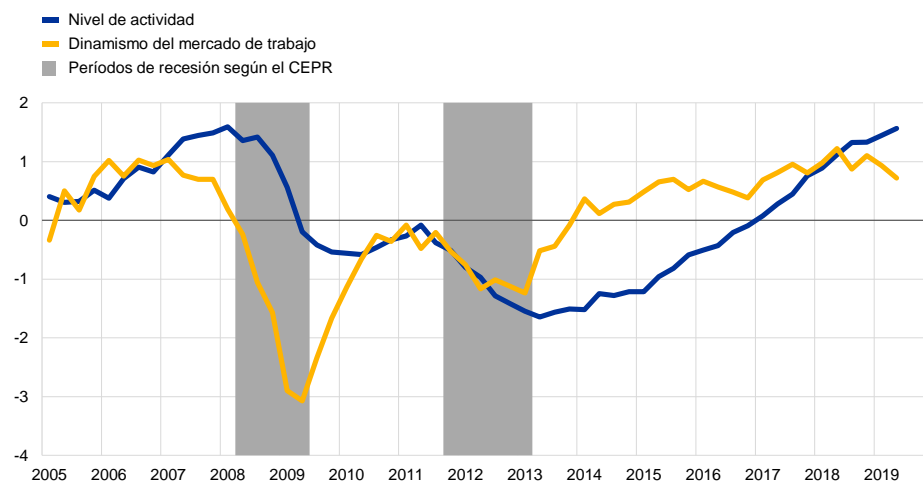
Ambos indicadores parecen reflejar fielmente las fluctuaciones cíclicas del mercado laboral de la zona del euro. El indicador del nivel de actividad de este mercado alcanzó un valor máximo antes de la recesión, en el primer trimestre de 2008, y después experimentó un descenso gradual hasta que el empleo comenzó a recuperarse, registrando su valor más bajo en el segundo trimestre de 2013. Volvió a situarse en su valor medio de largo plazo a finales de 2016, coincidiendo con el retorno del empleo total a su nivel máximo previo a la crisis, y en el segundo trimestre de 2019 registró niveles comparables a los observados antes de la crisis. El indicador del dinamismo del mercado de trabajo empezó a retroceder un tiempo antes de la crisis y se situó en su cota más baja en 2009, cuando el empleo experimentó una fuerte caída. Este indicador se mantuvo por debajo de su nivel medio hasta finales de 2013, alcanzó un máximo en 2018, situándose en niveles ligeramente superiores a los previos a la crisis, y permanece por encima de su media de largo plazo, lo que sugiere que existe margen para que el mercado de trabajo continúe mejorando a corto plazo.

³⁸ Este componente (que no se muestra en el gráfico B) se ve afectado sobre todo por variables de tendencia del mercado de trabajo, como la tasa de actividad, el indicador de desajuste en competencias, la dispersión geográfica de la tasa de paro, la tasa de vacantes y el indicador de los factores que limitan la producción. Así pues, este componente está asociado a los cambios de largo plazo registrados en el mercado laboral entre 2005 y 2019. Si se excluye el tercer componente, en los últimos trimestres, el nivel de actividad observado del mercado de trabajo habría sido menor y su dinamismo mayor. Los tres indicadores LMCI resultantes representan conjuntamente el 84,9 % de la varianza total de las 18 variables del mercado laboral del gráfico A. La evolución de la tasa de empleo es acorde con el indicador del nivel de actividad.

Gráfico B

Indicadores de las condiciones del mercado de trabajo para la zona del euro

(desviaciones típicas)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE. La última observación corresponde al segundo trimestre de 2019. Nota: Las zonas sombreadas representan períodos de recesión identificados por el Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research (CEPR).

En conclusión, en este recuadro se presentan dos herramientas complementarias que ayudan a analizar el conjunto de datos sobre el mercado de trabajo. El gráfico de telaraña representa las distintas dimensiones concurrentes del mercado de trabajo, como las características del desempleo, la evolución de los flujos y de las vacantes del mercado laboral, la evolución del factor trabajo, la productividad y los salarios reales, y los cambios en las condiciones estructurales de este mercado en la zona del euro. La información más relevante de las 18 variables representadas en el gráfico se resume en los dos indicadores sintéticos del mercado de trabajo. Estos indicadores proporcionan una medida del nivel de actividad y del dinamismo del mercado laboral de la zona del euro, ayudando así a evaluar sus resultados y su posición cíclica. El análisis sugiere que existe margen para que el nivel de actividad en la zona del euro siga mejorando a corto plazo, beneficiándose del positivo dinamismo de este mercado. Los indicadores no reflejan plenamente las diferencias de un país a otro que se observan en el mercado de trabajo de la zona del euro, y las mejoras de las condiciones de este mercado dependen de los cambios que se produzcan en la posición cíclica de la actividad económica en el futuro.

5 Evolución reciente de las cotizaciones sociales y de los salarios mínimos en la zona del euro

Ferdinand Dreher, Omiros Kouvavas y Gerrit Koester

El comportamiento de los costes laborales puede verse afectado significativamente por los cambios en las cotizaciones sociales y en los salarios mínimos en cada país. Al evaluar la fortaleza del crecimiento de los salarios y sus implicaciones para la inflación de los precios de producción y de consumo es importante tener en cuenta la naturaleza y la magnitud de esos factores. En este recuadro se analiza cómo han influido estos dos factores en el crecimiento salarial agregado de la zona del euro.

Los indicadores de costes laborales, como la remuneración por asalariado³⁹, pueden verse afectados en ocasiones por medidas relacionadas con las cotizaciones sociales a cargo de la empresa. Si los cambios en las cotizaciones sociales a cargo de la empresa son suficientemente sustanciales, pueden generar una brecha entre los distintos indicadores salariales (véase el panel a del gráfico A). Por ejemplo, la diferencia entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y el de los sueldos y salarios por trabajador observada en 2015-2016 estuvo asociada a reducciones de las cotizaciones sociales a cargo de la empresa en los cuatro países de mayor tamaño de la zona del euro (véase el panel b del gráfico A)⁴⁰. Desde principios de 2019 ha vuelto a surgir una brecha, debido principalmente a una caída significativa de dichas cotizaciones en Francia, mientras que en Alemania, Italia y España se han incrementado. La disminución de las cotizaciones en Francia estuvo vinculada a un cambio legislativo que supuso una reducción permanente de las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, una medida que substituyó al crédito fiscal para incentivar la competitividad y el empleo (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*, CICE). Este cambio frenó el crecimiento de la remuneración por asalariado en los tres primeros trimestres de 2019, con incrementos del 2,3 %, del 2,2 % y del 2,1 % cada trimestre, solo ligeramente por encima de la media de largo plazo del 2,1 % desde 1999. Así pues, la tasa de avance interanual de los sueldos y salarios por trabajador —que excluye las cotizaciones sociales a cargo de la empresa y no se ve afectada por el cambio legislativo introducido en Francia— aumentó más que la remuneración por asalariado y fue del 2,6 %, del 2,5 % y del 2,5 % en el primer, segundo y tercer trimestre, respectivamente, bastante por encima de la media de largo plazo del 2,2 % registrada desde 1999. En general, en la coyuntura actual, el crecimiento de los sueldos y salarios por trabajador es más dinámico que el de la remuneración por asalariado.

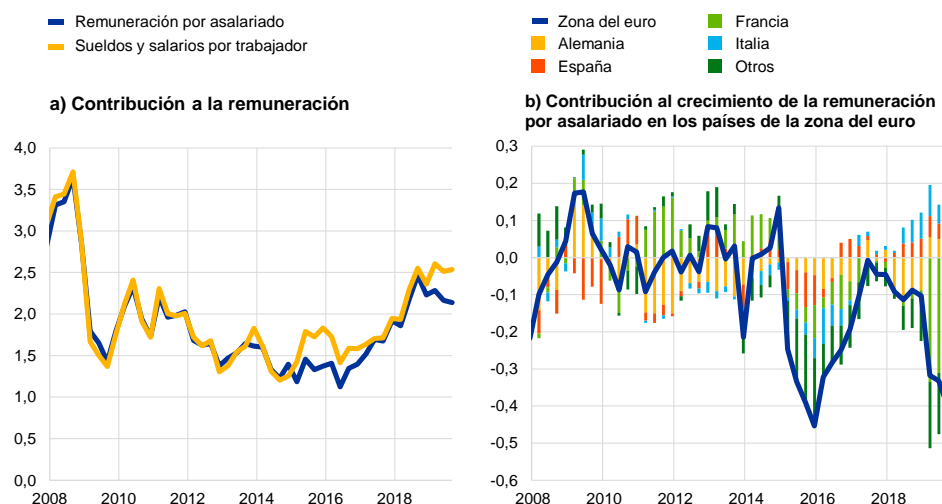
³⁹ La remuneración por asalariado es la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus empleados como contrapartida del trabajo realizado por estos —es decir, sueldos y salarios brutos, así como componentes salariales variables, horas extraordinarias y cotizaciones sociales a cargo de la empresa— dividida por el número total de empleados.

⁴⁰ Cabe señalar que los efectos de las cotizaciones sociales sobre el crecimiento salarial pueden reflejar otros factores además de cambios en las cotizaciones sociales.

Gráfico A

Cotizaciones sociales a cargo de la empresa y crecimiento de los salarios en la zona del euro

(panel a: tasas de variación interanual; panel b: puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2019.

Los cambios en los salarios mínimos también pueden tener un impacto significativo en el comportamiento de los salarios, dado que se rigen por cláusulas de indexación o por normas legislativas, más que por procesos de negociación salarial. El salario mínimo existe en 15 de los 19 países de la zona del euro⁴¹. En julio de 2019, el salario mínimo de la zona fluctuaba entre 430 euros (Letonia) y 2.071 euros (Luxemburgo) al mes. En los diez últimos años, ha aumentado, en promedio, entre un 1,5 % (Irlanda) y un 7 % (Estonia) al año⁴². Los niveles del salario mínimo se fijan empleando distintos métodos —como fórmulas predeterminadas, recomendaciones de comités de expertos y consultas a los agentes sociales—, pero a menudo también están sujetos a la discrecionalidad del Gobierno. Como resultado, la frecuencia con la que cambian varía de un país a otro. Con todo, la mayoría suele revisar el salario mínimo cada año o cada dos años.

En los meses transcurridos de 2019, el crecimiento de los salarios mínimos ha sido considerablemente más vigoroso que el de los sueldos y salarios por trabajador en conjunto. Un índice de la zona del euro que se elabora a partir de los datos nacionales disponibles⁴³ muestra que, tras aumentar solo el 1 % en 2018, los salarios mínimos registraron un incremento interanual del 4,6 % en la primera mitad de 2019 (véase gráfico B).

⁴¹ Los cuatro países de la zona del euro en los que no hay un salario mínimo obligatorio son Italia, Chipre, Austria y Finlandia.

⁴² Fuente: Eurostat.

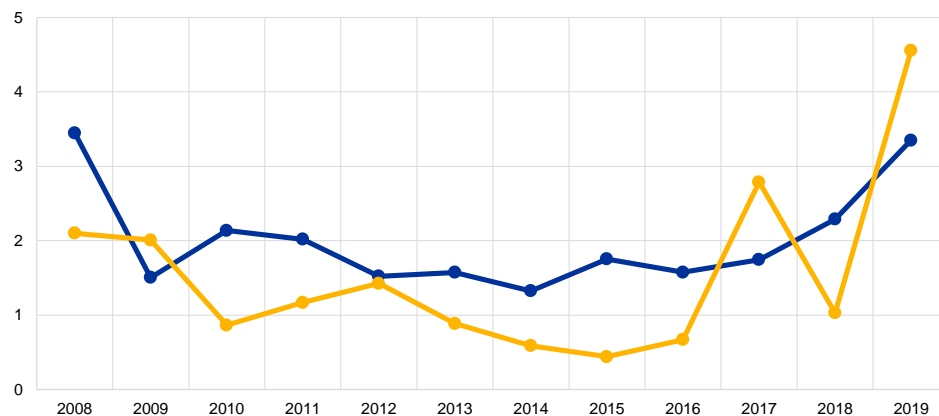
⁴³ El índice se pondera por el número de asalariados en los respectivos países. En aquellos sin salario mínimo, se supone que el salario mínimo es igual a cero. Esto hace que la tasa de crecimiento de los salarios mínimos de la zona del euro del gráfico B se vea lastrada por la inclusión de estos países.

Gráfico B

Crecimiento de los sueldos y salarios por trabajador, y de los salarios mínimos, en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos anuales)

- Sueldos y salarios por trabajador
- Salarios mínimos



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La observación correspondiente a 2019 se basa en los datos de los tres primeros trimestres de 2019.

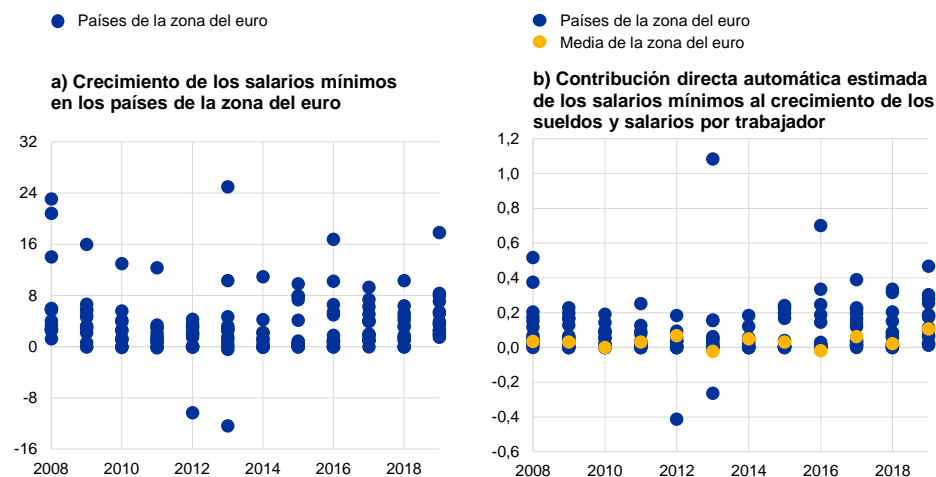
En la primera mitad de 2019, los salarios mínimos aumentaron de forma generalizada en los distintos países⁴⁴. Por primera vez desde 2008, todos los países de la zona del euro que tienen un salario mínimo lo han subido en 2019, y los incrementos registrados el año anterior se situaron entre el 1,5 % (Francia) y el 17,9 % (España) (véase el panel a del gráfico C).

⁴⁴ Para cada uno de los 15 países de la zona del euro que tienen un salario mínimo, el salario mínimo nacional se estima utilizando una media de los niveles observados el 1 de enero y el 1 de julio de cada año.

Gráfico C

Evolución de los salarios mínimos y su contribución al crecimiento de los sueldos y salarios por trabajador

(panel a: tasas de variación interanual; panel b: puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: El panel b se basa en estimaciones (se aplican cálculos basados en datos de la EU-SILC) del tamaño del grupo de perceptores del salario mínimo en los países de la zona del euro y el agregado de la zona.

El impacto directo automático de los cambios en el nivel de los salarios mínimos sobre el crecimiento salarial de la zona del euro suele ser reducido.

Para calcular esos efectos directos es necesario disponer de información sobre el número de perceptores. En este recuadro se utilizan datos extraídos de la encuesta de la Unión Europea sobre la renta y las condiciones de vida (*EU Statistics on Income and Living Conditions* [EU-SILC]) con el fin de obtener una aproximación del porcentaje de perceptores del salario mínimo sobre el total de perceptores de sueldos y salarios⁴⁵. Teniendo en cuenta la considerable incertidumbre que rodea a esta aproximación, los datos correspondientes a la zona del euro muestran que la contribución directa automática de los salarios mínimos al crecimiento de los sueldos y salarios por trabajador ha aumentado en 2019, pero ha sido bastante limitada —en torno a 0,1 puntos porcentuales— (véase el panel b del gráfico C).

En algunos países es probable que los cambios en los salarios mínimos hayan tenido un impacto directo automático más acusado en el crecimiento de los sueldos y salarios por trabajador. En la primera mitad de 2019, por ejemplo, las

⁴⁵ En primer lugar, se calcula el porcentaje de perceptores del salario mínimo utilizando datos de la EU-SILC. Para ello, se calcula el porcentaje de asalariados con una renta comprendida entre el 90 % y el 110 % del salario mínimo. A continuación, este porcentaje se aplica al número total de asalariados de la economía para obtener el número de perceptores del salario mínimo de esa economía. El resultado de multiplicar esta cifra por el salario mínimo respectivo de cada país es el importe de los sueldos y salarios que puede asignarse a los perceptores del salario mínimo y permite calcular la proporción que representa este grupo en el total de sueldos y salarios de cada país y —agregando los resultados de los países— de la zona del euro. Controlar por las diferencias en las horas trabajadas por los perceptores del salario mínimo y el empleo total no tiene un efecto importante en los resultados. Los porcentajes de asalariados se han estimado con microdatos de la EU-SILC correspondientes a cada año hasta la última observación de 2016. Para el resto de la muestra, los porcentajes se mantienen constantes, salvo en los casos en los que se dispone de datos administrativos de un país para complementar el análisis. Para información detallada de los microdatos de la EU-SILC, véase el análisis del artículo titulado «The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth» en este Boletín Económico.

estimaciones basadas en la aproximación sugieren que el crecimiento de los salarios mínimos ha contribuido como mucho en 0,5 puntos porcentuales al avance de los salarios agregados en cada país (véase el panel b del gráfico C). Sin embargo, esas estimaciones solo abarcan los efectos directos de las variaciones de los salarios mínimos en el crecimiento salarial desde un punto de vista contable. Por consiguiente, no tienen en cuenta los efectos indirectos que ejercen los salarios mínimos en la escala salarial⁴⁶, ni los asociados a las posibles repercusiones sobre el empleo derivadas de cambios en los salarios mínimos⁴⁷ o la interacción dinámica entre la fijación de los salarios y los ajustes de los salarios mínimos.

En conjunto, los salarios han registrado un crecimiento bastante vigoroso recientemente, en especial si se tiene en cuenta la evolución de las cotizaciones sociales. Aunque el avance de la remuneración por asalariado se ha moderado en los últimos trimestres (véase gráfico A), refleja sobre todo la reducción de las cotizaciones sociales a cargo de la empresa. El crecimiento de los sueldos y salarios por trabajador, que excluye dichas cotizaciones, siguió siendo relativamente vigoroso y recientemente también se ha beneficiado de una contribución algo mayor de los salarios mínimos. En general, este recuadro respalda la opinión de que la fortaleza del crecimiento de los salarios es principalmente el resultado de la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo, en especial si se considera la evolución reciente de las cotizaciones sociales y de los salarios mínimos.

⁴⁶ Para un análisis de esos efectos en Francia, véase E. Gautier, D. Fougère y S. Roux, «The Impact of the National Minimum Wage on Industry-Level Wage Bargaining in France», *Working Paper Series*, n.º 587, Banque de France, abril de 2016.

⁴⁷ En D. Card y A. B. Krueger, «Time-Series Minimum-Wage Studies: A Meta-analysis», *The American Economic Review*, vol. 85, n.º 2, mayo de 1995, pp. 238-243, se presenta una comparación de trabajos anteriores sobre los efectos sobre el empleo en un metaanálisis. En una contribución más reciente de D. Cengiz, A. Dube, A. Lindner y B. Zipperer, «The Effect of Minimum Wages on Low-Wage Jobs», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, número 3, agosto de 2019, pp. 1405-1454, se utiliza un enfoque basado en la «diferencia en las diferencias» para observar tanto los efectos sobre el empleo como sobre los salarios en toda la distribución salarial y, concretamente, las variaciones en la parte inferior de dicha distribución.

6 La actividad exportadora de las pymes de la zona del euro: información procedente de la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro

Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando y Juan Ángel García

En este recuadro se presentan las respuestas a una pregunta *ad hoc* planteada en la última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) relativa a las exportaciones de las pequeñas y medianas empresas (pymes)⁴⁸. Los objetivos son dos: el primero, describir la actividad exportadora de las pymes de la zona del euro, tanto dentro como fuera de la zona, y el segundo, examinar las principales características de las pymes que exportan y centrarse en el análisis de algunas dimensiones financieras relevantes que influyen en la decisión de exportar, según se desprende de las respuestas a la encuesta.

Las respuestas a la encuesta confirman que las ventas fuera del territorio nacional son importantes para las pymes de la zona del euro. En 2018, más de un tercio de las pymes exportaron bienes o servicios. Además, el porcentaje de empresas exportadoras aumenta con el tamaño: solo un cuarto de las microempresas, pero más de la mitad de las empresas medianas y grandes, exportan fuera del mercado nacional. Si se comparan los sectores, se observa que la mayor proporción de pymes que exportaron bienes y servicios en 2018 pertenecen al sector industrial, seguido de los sectores comercial y de servicios⁴⁹.

Por lo que respecta al destino de las exportaciones, aunque las pymes exportaron sobre todo a países de la zona del euro, un porcentaje significativo de ellas también exportaron fuera de la zona, y casi la mitad de sus exportaciones se dirigieron fuera de Europa (véase el panel a del gráfico A). Entre estas últimas, el mercado de destino más frecuente es América del Norte, seguido de Asia y Pacífico, y Oriente Próximo y Norte de África (véase el panel b del gráfico A). El patrón varía en función del sector. Los mercados de fuera de la zona del euro son especialmente importantes para las pymes del sector industrial, y América del Norte es el destino más común de las exportaciones de las pymes de los sectores industrial y de servicios.

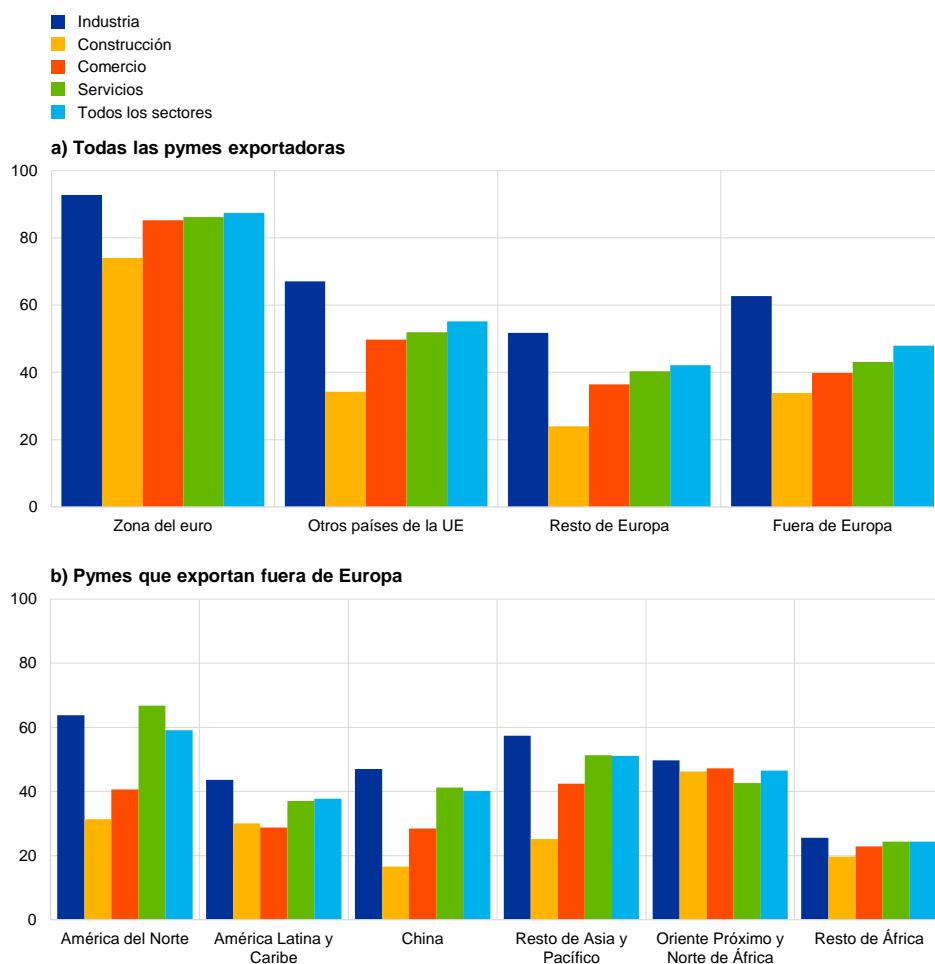
⁴⁸ El BCE y la Comisión Europea realizan la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro (SAFE) con carácter semestral desde 2009. Esta encuesta proporciona información sobre la evolución del acceso y del recurso a la financiación externa por parte de las empresas de la zona del euro, desglosada por tamaño de las sociedades y por sector de actividad. La encuesta más reciente (la vigésimo primera) se llevó a cabo entre el 16 de septiembre y el 25 de octubre de 2019. El tamaño total de la muestra fue de 11.204 empresas de la zona del euro, de las que 10.241 (91 %) tenían menos de 250 empleados. Los resultados principales y el cuestionario pueden consultarse en el [sitio web del BCE](#).

⁴⁹ Para más información sobre la composición de la muestra, véase «[Survey on the access to finance of enterprises – Methodological information on the survey and user guide for the anonymised micro dataset](#)». Los resultados de la encuesta se ponderan por el número de personas empleadas y las ponderaciones se calibran por: i) país y tamaño, y ii) país y actividad económica.

Gráfico A

Mercados de exportación de las pymes de la zona del euro, por sector

(porcentajes ponderados de encuestados)



Fuentes: SAFE y cálculos del BCE.

Notas: El panel a ilustra todas las pymes de la zona del euro que exportaron y el panel b muestra las pymes de la zona que exportaron fuera de Europa. Los resultados corresponden a la vigésimo primera encuesta (de abril a septiembre de 2019).

Por lo que respecta a las características financieras, existe evidencia de que las pymes afrontan diversos retos para llegar a ser exportadoras.

Exportar implica costes de entrada en mercados extranjeros y —en comparación con las ventas interiores— un período de tiempo más largo entre el pedido de exportación y el pago final de la venta. Además, estos costes son a menudo costes hundidos que han de pagarse por adelantado y las empresas exportadoras deben contar con la flexibilidad financiera suficiente para hacer frente a las dificultades. Por estos motivos se ha argumentado que es posible que estas empresas se vean particularmente afectadas por las limitaciones en el acceso a la financiación, y la

búsqueda de evidencia justificativa ha sido objeto de muchos estudios en la literatura académica⁵⁰.

Las pymes que exportan suelen ser más rentables e innovadoras que las que no lo hacen. Una pregunta habitual de la encuesta relativa a las empresas exportadoras⁵¹ permite obtener una visión general de las características financieras de las pymes que exportan. En el cuadro A se presenta evidencia sobre si estas pymes presentan una característica específica con más frecuencia que las que no exportan (véase el panel A del cuadro A). También se muestran las diferencias entre las pymes que exportan a distintos mercados, es decir, dentro y fuera de Europa (véase el panel B del cuadro A)⁵². Las características que se presentan son las que normalmente explican por qué una empresa decide exportar: estructura de propiedad, solidez financiera, capacidad de innovación y diversificación de fuentes de financiación⁵³. Los signos que figuran en el cuadro no deben interpretarse como señales de una relación causal, sino una simple descripción de la evidencia que aportan las respuestas de las empresas. Por ejemplo, un signo negativo para la variable «Familiar» indica que el porcentaje de pymes familiares es menor entre las exportadoras que entre las no exportadoras (véase la primera columna del panel A del cuadro A), y los asteriscos muestran que la diferencia con respecto a las pymes no exportadoras es estadísticamente significativa (véase la segunda columna del panel A del cuadro A).

Las pymes exportadoras tienden a cotizar en Bolsa con más frecuencia. Además, representan un porcentaje más elevado entre las empresas rentables⁵⁴ y más innovadoras. Asimismo, recurren más a fuentes de financiación externa, en particular a préstamos subvencionados —a menudo en forma de garantías o de préstamos a tipos de interés reducidos— y a créditos bancarios normales. El crédito comercial es también una importante fuente externa de capital circulante, dado que permite más flexibilidad en los requerimientos de capital.

Las pymes que exportan a mercados fuera de Europa suelen recurrir más a fondos propios y a la financiación mediante acciones que las que solo exportan dentro de Europa. La pregunta *ad hoc* también permite investigar qué otras dimensiones pueden caracterizar a las pymes que exportan fuera de Europa en lugar de limitarse al mercado europeo⁵⁵. La característica principal es que, como

⁵⁰ Para un estudio reciente, véase J. Wagner, «Access to Finance and Exports – Comparable Evidence for Small and Medium Enterprises from Industry and Services in 25 European Countries», *Open Economies Review*, vol. 30(4), 2019, pp. 739-757. Un trabajo seminal sobre cómo las limitaciones en el acceso al crédito pueden dificultar o incluso impedir las exportaciones puede consultarse en D. Greenaway, A. Guariglia y R. Kneller, «Financial factors and exporting decisions», *Journal of International Economics*, vol. 73(2), 2007, pp. 377-395.

⁵¹ Para más detalles, véase la pregunta D7 del [cuestionario de la encuesta SAFE](#).

⁵² Todos los resultados presentados en el cuadro A se basan en análisis univariantes que se confirman cuando se efectúan análisis de regresión multivariantes basados en modelos *probit*.

⁵³ Véase J. Paul, S. Parthasarathy y P. Gupta, «Exporting challenges of SMEs: A review and future research agenda», *Journal of World Business*, vol. 52(3), 2017, pp. 327-342.

⁵⁴ Esta conclusión se deriva de un indicador amplio calculado a partir de los datos de la encuesta SAFE para valorar si las empresas son sólidas desde el punto de vista financiero en términos de cifra de negocios, beneficios, gastos por intereses y apalancamiento. Para más información, véase «[Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – April to September 2019](#)».

⁵⁵ Dadas las características de la pregunta *ad hoc*, las pymes que exportan fuera de Europa también pueden exportar dentro de Europa.

consecuencia de las barreras adicionales al comercio —normas técnicas, regulación y requerimientos financieros, que pueden ser diferentes de los de la UE— y de los costes transfronterizos adicionales, estas empresas necesitan tener una capacidad de resistencia financiera incluso mayor que las pymes que solo exportan dentro de Europa. Los resultados presentados en el panel B del cuadro A confirman que las pymes que exportan fuera de Europa son más innovadoras y suelen financiar sus actividades con fondos propios y con préstamos subvencionados en mayor medida que las empresas que solo exportan dentro de Europa. Asimismo, un porcentaje mayor de ellas señalan que obtienen financiación mediante capital en forma de acciones.

Las pymes que operan en el sector industrial y que exportan fuera de Europa son incluso más innovadoras y recurren más a préstamos subvencionados y al crédito comercial que sus homólogas que exportan solo dentro de Europa (véase cuadro A). El hecho de que las pymes que exportan fuera de Europa utilicen préstamos subvencionados (o subvenciones) y crédito comercial en mayor medida que las que exportan solo dentro de Europa puede reflejar la presencia de condiciones de financiación subvencionada para las que exportan fuera de la UE.

Cuadro A

Características financieras de las pymes exportadoras

	A. Diferencias entre empresas exportadoras y no exportadoras	Significatividad estadística	B. Diferencias entre las pymes que exportan fuera y solo dentro de Europa	Significatividad estadística
Características de las empresas				
Familiar	-	***	-	***
Cotizada	+	***	+	***
Restricciones financieras	+	ns	+	ns
Rentable	+	***	+	ns
Innovadora	+	***	+	***
Estructura de capital				
Fondos propios	+	ns	+	***
Préstamos subvencionados	+	***	+	**
Descubiertos bancarios	+	***	+	ns
Préstamos bancarios	+	***	+	ns
Crédito comercial	+	***	+	***
Valores representativos de deuda	+	ns	-	ns
Acciones	+	**	+	**

Fuentes: SAFE y cálculos del BCE.

Notas: Se basa en una prueba t de dos muestras con la misma varianza. Los asteriscos indican el nivel de significatividad: *** = 1 %, ** = 5 %, * = 10 %, ns = no estadísticamente significativo.

En conclusión, las respuestas a una pregunta *ad hoc* formulada en la última encuesta SAFE sobre la actividad exportadora de las pymes de la zona del euro señalan que las ventas fuera del mercado nacional son importantes.

Además, un porcentaje significativo de las exportaciones de las pymes se destinan a mercados fuera de Europa, especialmente en el sector industrial. En general, las

pymes que exportan suelen ser más rentables e innovadoras que las que no lo hacen. Esta evidencia sobre la actividad exportadora de las pymes debería ayudar a comprender mejor la dinámica general de las exportaciones de las empresas de la zona del euro y el impacto de las condiciones económicas externas sobre la economía de la zona. Sin embargo, ha de tenerse en cuenta que la pregunta *ad hoc* solo se centraba en las exportaciones directas de las pymes, pero estas pueden formar parte de la cadena de producción de empresas de mayor tamaño que, a su vez, exportan otros productos.

Los resultados de la encuesta también señalan algunas características importantes de las pymes exportadoras de la zona del euro. Por ejemplo, el porcentaje de empresas exportadoras aumenta con el tamaño de la empresa, probablemente como consecuencia de los costes y las necesidades de financiación adicionales analizados anteriormente. También tienden a contar con fuentes de financiación externa más diversificadas, lo que, junto con el hecho de que son más innovadoras, puede sugerir que tienen que ser más intensivas en capital para poder competir en los mercados internacionales. Esto subraya la necesidad de que los mercados financieros funcionen correctamente y estén bien desarrollados para asegurar el acceso eficiente de las pymes a la financiación a fin de respaldar su actividad exportadora.

La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2020: algunas implicaciones para la reforma de la gobernanza fiscal

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Nadine Leiner-Killinger

El 21 de noviembre de 2019, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2020 de los Gobiernos de la zona del euro, junto con un análisis de la situación presupuestaria de la zona en su conjunto. Los dictámenes incluyen una evaluación para determinar si los respectivos planes cumplen el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) basada en las previsiones económicas de otoño de 2019 de la Comisión. En este ejercicio también se analiza si los países han incorporado a sus planes las recomendaciones de política fiscal específicas por país formuladas en el contexto del Semestre Europeo de 2019 y adoptadas por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros el 9 de julio de 2019⁵⁶. Las recomendaciones instan a los países con ratios elevadas de deuda pública sobre el PIB a tratar de lograr una reducción suficientemente rápida de esas ratios. También se recomienda que los países que tienen margen de maniobra presupuestaria lo utilicen, con el objetivo, entre otros, de que la inversión pública se sitúe en una senda de crecimiento. En la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios se han identificado deficiencias en el seguimiento de las recomendaciones. Es importante que estas deficiencias sean abordadas, entre otros ámbitos, en la próxima revisión de los paquetes legislativos denominados «two-pack» y «six-pack» por parte de la Comisión, que entraron en vigor en 2011 y 2013, respectivamente, con el objeto de fortalecer la gobernanza fiscal.

Los proyectos de planes presupuestarios para 2020 contemplan una orientación ligeramente expansiva de la política fiscal en la zona del euro en su conjunto, al tiempo que reflejan una evolución de las finanzas públicas muy diferente en los distintos países. La orientación fiscal prevista en 2020, medida como el deterioro del saldo primario estructural, que alcanzaría el 0,4 % del PIB, prestaría apoyo a la actividad económica en la zona del euro. No obstante, en cuanto a su composición, la Comisión llegó a la conclusión de que «el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento por los Estados miembros de la zona del euro que no cumplen sus objetivos presupuestarios a medio plazo junto con una mayor expansión por parte de los Estados miembros de la zona del euro con margen de maniobra presupuestario daría lugar a una mejor diferenciación entre Estados miembros de la zona del euro»⁵⁷. En vista de las perspectivas de menor crecimiento para la zona del euro y del elevado grado de incertidumbre, el

⁵⁶ Para más información, véanse las [recomendaciones de política fiscal específicas por país formuladas en el marco del Semestre Europeo de 2019](#). Para información más detallada, véase el recuadro titulado «Prioridades de política fiscal en el marco del Semestre Europeo de 2019», *Boletín Económico*, número 5, BCE, agosto de 2019.

⁵⁷ Véase la [Comunicación de la Comisión sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2020](#).

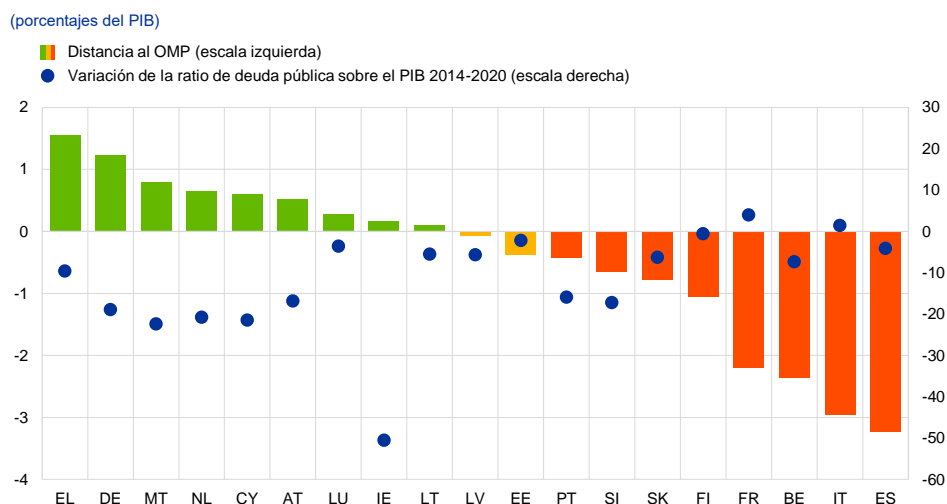
Eurogrupo señaló que está preparado para coordinar una respuesta fiscal diferenciada en caso de que los riesgos a la baja se materialicen⁵⁸.

Según los dictámenes de la Comisión, los proyectos de planes presupuestarios de nueve países de la zona del euro cumplirán el PEC:

Alemania, Irlanda, Grecia, Chipre, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Austria. A tenor de las previsiones, estos países registrarán posiciones fiscales saneadas en 2020, de acuerdo con sus objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP). En este contexto, el Eurogrupo acogió con satisfacción que algunos Estados miembros hayan hecho uso de su situación presupuestaria favorable y que tengan previsto seguir utilizándola para impulsar la inversión y el crecimiento, al tiempo que preservan la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo. Además, la Comisión considera que los proyectos de planes presupuestarios de Estonia y de Letonia «cumplen en líneas generales» las exigencias del PEC⁵⁹. El Eurogrupo invitó a estos dos países a asegurar que los procesos presupuestarios nacionales cumplan las disposiciones del PEC.

Gráfico A

Deuda pública y diferencias entre los saldos estructurales y los OMP en 2020



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2019 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la desviación de los saldos estructurales de los países con respecto a sus OMP en 2020. Las barras de color verde (naranja) se refieren a los países con un proyecto de plan presupuestario para 2020 que, según la Comisión Europea, cumple (en líneas generales) las disposiciones del PEC, y las de color rojo a los países con un proyecto de plan presupuestario para 2020 que, según la Comisión Europea, presenta riesgo de incumplimiento del PEC.

Se considera que los proyectos de planes presupuestarios de un número considerable de países de la zona del euro presentan riesgos de incumplimiento del PEC, lo que constituye un motivo de especial

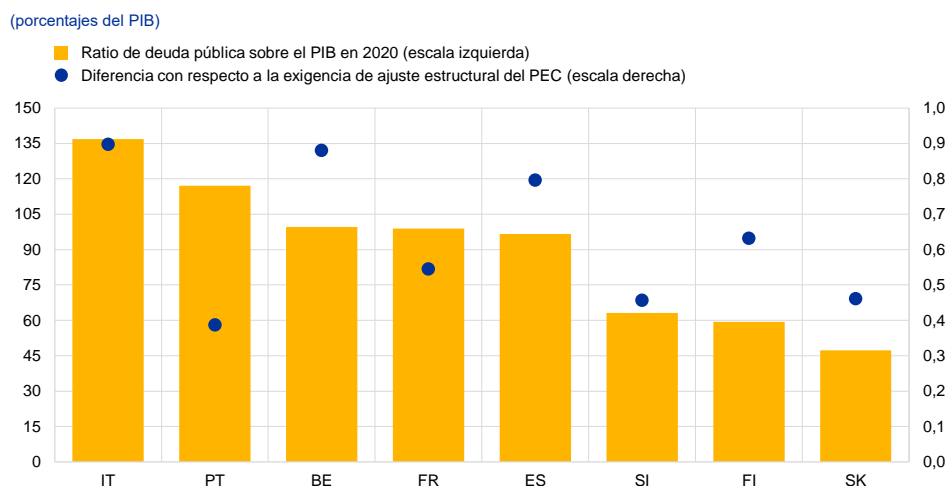
⁵⁸ Véase la [Declaración del Eurogrupo sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2020](#).

⁵⁹ En el caso de los países sujetos al brazo preventivo del PEC, los proyectos de planes presupuestarios «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC si, con arreglo a las previsiones de la Comisión, el plan puede dar lugar a una ligera desviación con respecto al OMP o a la senda de ajuste hacia su consecución, pero el grado de incumplimiento de la exigencia no representaría una desviación significativa. Las desviaciones de los objetivos fiscales en el contexto del brazo preventivo se clasifican como «significativas» si superan el 0,5 % del PIB un año o el 0,25 % del PIB, en promedio, dos años consecutivos.

preocupación para los que registran ratios de deuda pública elevadas⁶⁰. Según las previsiones de la Comisión, los ajustes estructurales previstos serán claramente insuficientes para cumplir las exigencias del PEC en ocho países, en concreto en Bélgica, España, Francia, Italia, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia (véase gráfico B). Entre ellos, Bélgica, España y Portugal presentaron planes que no contemplaban cambios en las políticas, como consecuencia de la elección de un nuevo Gobierno en los dos últimos países y del proceso de formación de un Gobierno federal en Bélgica. El Eurogrupo instó a los ocho países a considerar de forma oportuna todas las medidas adicionales necesarias para afrontar los riesgos identificados por la Comisión y a garantizar que los presupuestos de 2020 cumplan con las disposiciones del PEC. Es importante señalar que reiteró que el lento ritmo de reducción de la deuda desde los elevados niveles observados en algunos Estados miembros sigue siendo motivo de preocupación y debe abordarse con determinación haciendo uso, también, de las ganancias imprevistas derivadas de los tipos de interés reducidos. Esta recomendación es aplicable principalmente a Bélgica, España, Francia e Italia, que continúan registrando ratios de deuda muy elevadas que aún no han iniciado una tendencia sostenida a la baja. En cambio, se prevé que las ratios de deuda de Eslovaquia y Finlandia se sitúen por debajo del valor de referencia del Tratado (60 % del PIB) en 2020, mientras que Portugal y Eslovenia han situado la deuda pública en una trayectoria continuada de descenso.

Gráfico B

Deuda pública en 2020 y diferencias con respecto a las exigencias de ajuste estructural del PEC en los Estados miembros cuyos proyectos de planes presupuestarios se considera que plantean riesgo de incumplimiento del PEC



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2019 de la Comisión Europea y recomendaciones de política fiscal específicas por país adoptadas por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros el 9 de julio de 2019 y actualizadas en los documentos de trabajo de los servicios de la Comisión en los que se realiza un análisis de los proyectos de planes presupuestarios para 2020.
Nota: La exigencia de ajuste estructural de Italia todavía no incluye la petición de flexibilidad presentada por las autoridades de este país acogiéndose a la cláusula de circunstancias inusuales del PEC.

⁶⁰ En el caso de los países sujetos al brazo preventivo del PEC, la Comisión concluye que un proyecto de plan presupuestario presenta «riesgo de incumplimiento del PEC» si su previsión indica una desviación significativa con respecto al OMP o a la senda de ajuste hacia el OMP exigida para 2020 y/o el incumplimiento del valor de referencia para la reducción de la deuda cuando dicho valor sea aplicable.

El ejercicio de evaluación de los proyectos de planes presupuestarios es un recordatorio de la necesidad de reforzar el marco de gobernanza fiscal de la UE, con el fin de facilitar un mejor funcionamiento de las políticas adoptadas en la Unión Económica y Monetaria (UEM). En concreto, las reglas del PEC siguen siendo asimétricas y, por tanto, no pueden determinar la orientación general de la política fiscal de la zona del euro. Los países que todavía no han alcanzado sus OMP deben avanzar hacia su consecución, mientras que a los que los han alcanzado no se les exige utilizar su margen de maniobra. Esto puede dar lugar a la aplicación de políticas fiscales procíclicas en períodos en los que la economía de la zona del euro en su conjunto se beneficiaría del respaldo de las políticas presupuestarias. Por otra parte, en varios países el ritmo de reducción de la deuda pública desde los elevados niveles que se registran dista mucho de ser suficiente, pese a que las reglas se reforzaron en 2011 mediante la introducción de una regla de deuda para acelerar la disminución de los ratios de deuda pública sobre el PIB hacia el valor de referencia del Tratado (60 % del PIB). Se ha de destacar que, debido a los efectos acumulados de las distintas modalidades de flexibilidad que contempla el PEC, no es posible garantizar que los países —en especial aquellos con niveles altos de deuda— logren converger hacia la consecución de sus OMP a un ritmo suficientemente rápido. Por último, el hecho de que los planes de varios países con niveles considerables de deuda pública presenten deficiencias significativas en los ajustes estructurales previstos con respecto a las recomendaciones del Consejo muestra que la evaluación de estos planes introducida con los reglamentos que integran el «two-pack» no está ejerciendo las presiones necesarias para corregir los desequilibrios presupuestarios⁶¹.

El Consejo Fiscal Europeo (EFB, por sus siglas en inglés), que recibió el mandato de la Comisión de evaluar el funcionamiento de las normas presupuestarias de la UE en vista de la revisión del paquete legislativo formado por el «six-pack» y el «two-pack», ha propuesto opciones para una reforma de la gobernanza fiscal de la UE⁶². El Consejo sugirió modificar las reglas de modo que, en lugar del OMP, se utilice como ancla el valor de referencia (60 % del PIB como máximo) previsto en el Tratado, y que se combine con una regla de gasto que sea el único indicador operativo que guíe las políticas fiscales. Según el Consejo, las cláusulas de flexibilidad existentes deberían integrarse en una sola cláusula de excepcionalidad, que se activaría con base en un análisis económico independiente. En este contexto, se contempla que los consejos fiscales independientes desempeñen un papel más relevante, al tiempo que la Comisión debería tener más independencia al realizar sus evaluaciones. Las sanciones, que han demostrado ser difíciles de aplicar, podrían complementarse con mecanismos de incentivos o sustituirse por ellos. Estos mecanismos podrían vincular el acceso a una función de estabilización macroeconómica (una «capacidad fiscal de la zona del euro») al cumplimiento de las reglas fiscales. Todas estas sugerencias merecen un

⁶¹ Para un análisis de los motivos por los que el ejercicio de evaluación de los proyectos de planes presupuestarios ha perdido eficacia con el tiempo, véase el recuadro titulado «Análisis de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2018», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2017.

⁶² Véase el informe del EFB titulado «*Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation*», agosto de 2019.

debate en profundidad en el marco de la próxima revisión del «six-pack» y el «two-pack»⁶³.

De cara al futuro, un marco fiscal de la UE operativo es un requisito esencial para seguir profundizando en la UEM. Además del instrumento presupuestario de convergencia y competitividad recientemente adoptado⁶⁴, sigue siendo indispensable continuar avanzando en el establecimiento de una auténtica función de estabilización macroeconómica para la zona del euro. Esta función suele existir en otras uniones monetarias y tiene por objeto abordar mejor las perturbaciones económicas que no pueden afrontarse en el ámbito nacional⁶⁵. Un mecanismo de estabilización fiscal centralizado de este tipo reduciría el riesgo de sobrecargar los instrumentos de política monetaria del BCE en recesiones severas que afecten a toda la zona⁶⁶.

⁶³ Para más información, véase también Christophe Kamps, y Nadine Leiner-Killingner, «[Taking stock of the functioning of the EU's fiscal rules and options for reform](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 231, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2019.

⁶⁴ Para más detalles, véase la [hoja de términos y condiciones \(term sheet\)](#) acordada por el Eurogrupo, reunido en formato inclusivo, el 10 de octubre de 2019.

⁶⁵ Véase el artículo titulado «[Fiscal rules in the euro area and lessons from other monetary unions](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2019.

⁶⁶ Véase el artículo titulado «[Fiscal spillovers in a monetary union](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2019.

Artículos

1 ¿Qué indica la encuesta sobre préstamos bancarios acerca de las condiciones crediticias aplicadas a las empresas de la zona del euro?

Lorenzo Burlon, Maria Dimou, Anna-Camilla Drahonsky y Petra Köhler-Ulbrich⁶⁷

En este artículo se examinan las condiciones de financiación bancaria de las sociedades no financieras de la zona del euro utilizando la abundante información cualitativa extraída de la encuesta sobre préstamos bancarios (BLS, por sus siglas en inglés) en la zona del euro desde que empezó a publicarse en 2003. Una cuestión relevante en este contexto es si el endurecimiento de la oferta de crédito bancario durante las crisis financiera y de deuda soberana se ha visto compensado por la relajación de las condiciones aplicadas a los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras desde 2014. El artículo muestra que la relajación observada durante este período es atribuible, sobre todo, a que las condiciones reales aplicadas por las entidades de crédito a los nuevos préstamos otorgados a empresas de calidad crediticia media se han suavizado notablemente, mientras que los criterios establecidos por las entidades para la aprobación de préstamos se han relajado en menor medida. Este artículo también utiliza las respuestas de entidades de crédito concretas para examinar las diferencias en las condiciones de concesión de crédito a las sociedades no financieras a lo largo del tiempo y en distintos modelos de negocio bancario. El análisis revela que las condiciones crediticias de las entidades con modelos de negocio que dependen más de fuentes de financiación estables, como los depósitos, cambian menos. En síntesis, a partir de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro se estudian otros aspectos que mejoran la evaluación periódica de las condiciones de financiación bancaria aplicadas a las empresas.

Introducción

En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro se proporciona un amplio conjunto de datos cualitativos sobre los cambios en las condiciones de financiación bancaria, que complementan y podrían mejorar la información estadística cuantitativa relativa al crecimiento del crédito. El análisis combinado de las series de datos correspondientes al crecimiento real de los préstamos y a los tipos de interés del crédito ayuda a comprender la evolución de la oferta y de la demanda de crédito y los factores determinantes relacionados. Asimismo, se ha demostrado que la información de la encuesta sobre préstamos bancarios tiene buenas propiedades de indicador adelantado de los movimientos

⁶⁷ Bettina Farkas prestó apoyo con los datos.

agregados de los volúmenes de crédito. En este contexto, los datos extraídos de la citada encuesta son objeto de un seguimiento y una evaluación periódicos para obtener información sobre las condiciones de financiación bancaria directamente de las entidades de la zona del euro participantes⁶⁸. Basándose en la abundante información que contiene la encuesta sobre préstamos bancarios, este artículo se centra en las condiciones de concesión de préstamos bancarios a las empresas de la zona del euro desde una perspectiva tanto agregada como a nivel de cada entidad de crédito.

¿Qué indica la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro acerca de las condiciones crediticias que han tenido que afrontar las empresas de la zona durante los últimos diez-quince años? Tras el fuerte endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras durante las crisis financiera y de deuda soberana, hubo un amplio período de relajación sin precedentes que duró desde comienzos de 2014 hasta principios de 2019. Más recientemente, las entidades de crédito han modificado en cierta medida sus criterios de aprobación de préstamos, en un contexto de preocupación sobre las perspectivas económicas de la zona del euro. Con este trasfondo, el artículo ofrece una perspectiva de más largo plazo sobre la evidencia obtenida de la encuesta sobre préstamos bancarios, que abarca el período transcurrido desde que empezó la crisis financiera mundial, y se centra en tres aspectos diferenciados.

En primer lugar, en este artículo se considera la evolución a largo plazo de los criterios de aprobación del crédito y los factores determinantes relacionados. Para entender mejor los cambios en las condiciones de financiación bancaria se analiza cómo ha variado la importancia de estos determinantes a lo largo del tiempo. Del análisis se desprende que la percepción de riesgos en relación con las perspectivas económicas es un factor relevante en las condiciones de concesión de préstamos bancarios, particularmente durante períodos de endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito.

En segundo lugar, se estudia si el endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria durante las crisis financiera y de deuda soberana se ha visto compensado por la relajación de las condiciones de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras desde 2014. En el artículo se analiza la información obtenida de los cambios en los criterios de aprobación de préstamos bancarios y en las condiciones aplicadas por las entidades de crédito, que abarcan aspectos complementarios, principalmente relacionados con la oferta de crédito. Mientras que las condiciones reales aplicadas por las entidades a los préstamos bancarios ordinarios concedidos a las sociedades no financieras se han relajado notablemente desde 2014 y parecen haber retornado a niveles similares a los observados al comienzo de la crisis financiera, los criterios de

⁶⁸ Véase en el sitio web del BCE la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#). El informe trimestral de la encuesta se centra en la evolución agregada en términos netos. Con respecto a los criterios de aprobación del crédito, el porcentaje neto es la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las entidades que han respondido «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente».

aprobación del crédito bancario se han relajado en menor medida. En este contexto, los requerimientos supervisores de las entidades, así como la necesidad de fortalecer sus balances y de evitar que aumente el riesgo de crédito, son factores que probablemente expliquen la moderada relajación de los criterios de aprobación de los préstamos bancarios.

En tercer lugar, en el artículo se presenta evidencia sobre las condiciones de financiación bancaria en distintos modelos de negocio bancario. A partir de un nuevo conjunto de datos de la encuesta sobre préstamos bancarios que permite agrupar las respuestas de las entidades de crédito en función de su modelo de negocio, se analizan las condiciones de oferta de préstamos a lo largo del tiempo y se ponen de relieve las similitudes y las diferencias en los distintos modelos de negocio. Es importante señalar que los modelos con fuentes de financiación relativamente estables muestran variaciones más moderadas en las condiciones crediticias que otros tipos de modelos de negocio bancario. En síntesis, a partir de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, en este artículo se estudian otros aspectos que mejoran la evaluación periódica de las condiciones de financiación bancaria.

Conclusiones

En este artículo se evalúan las condiciones de oferta de préstamos bancarios otorgados a las empresas de la zona del euro a partir de los indicadores obtenidos de la encuesta sobre préstamos bancarios relativos a los criterios de aprobación del crédito y las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos.

Aunque los márgenes aplicados a los nuevos préstamos ordinarios concedidos a las sociedades no financieras parecen haber retornado a los niveles de las condiciones aplicadas en torno al comienzo de la crisis financiera, los criterios de aprobación y los márgenes de los préstamos de mayor riesgo se han endurecido, en general, debido a los saneamientos de los balances bancarios, a unos requerimientos regulatorios y supervisores más estrictos y a una actitud de cautela con respecto al riesgo. Desde 2014, las condiciones de concesión de los préstamos bancarios a las empresas de la zona del euro se han relajado considerablemente, respaldadas por unas condiciones de financiación favorables a las que han contribuido de forma positiva las medidas de política monetaria no convencionales del BCE.

Asimismo, la encuesta sobre préstamos bancarios proporciona información acerca de los factores que determinan la evolución de la oferta de crédito bancario, lo que permite comprender mejor los cambios en las condiciones de concesión de los préstamos. La importancia de estos determinantes varía a lo largo del tiempo. Mientras que la percepción de riesgos ha desempeñado un papel preponderante, sobre todo en los períodos de endurecimiento, la presión de la competencia ha sido el factor que más ha influido durante los períodos de relajación.

Por último, en este artículo se aporta nueva información sobre los cambios en las condiciones de concesión de préstamos bancarios y los factores determinantes en distintos modelos de negocio bancario. Aunque la evolución

general está en consonancia con la observada, en conjunto, en la zona del euro en los distintos modelos de negocio, la intensidad de los cambios en los criterios de aprobación del crédito y la importancia relativa de los factores determinantes varían en función del tipo de entidad de crédito. Resulta interesante observar que, mientras que las condiciones de concesión de préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras por prestamistas minoristas y por entidades de importancia sistémica mundial se han modificado menos, en general, los cambios han sido más pronunciados en otros tipos de entidades bancarias que dependen más de la financiación en los mercados financieros y que están menos diversificadas.

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

Los efectos de los cambios en la composición del empleo sobre el crecimiento de los salarios en la zona del euro

Omiros Kouvavas, Friderike Kuik, Gerrit Koester y Christiane Nickel

Introducción

Hasta hace poco, el crecimiento de los salarios en la zona del euro ha sido bajo e inferior al proyectado en las previsiones. Si se considera el período 2013-2017, esta debilidad puede atribuirse en gran medida a factores que habitualmente se reflejan en un análisis basado en la curva de Phillips, como el grado de holgura de la economía y las expectativas de inflación. La holgura del mercado de trabajo puede medirse utilizando una amplia variedad de indicadores, entre ellos indicadores «estrechos» (como la tasa de paro) u otras medidas menos convencionales (como la tasa de paro ampliada). Esta última incluye también la población en edad de trabajar de la zona del euro con una vinculación débil con la población activa, es decir, la población activa clasificada como inactiva, pero que todavía compete en el mercado laboral, si bien de forma menos activa⁶⁹. En general, parece que los indicadores más amplios de la infrautilización del factor trabajo han contribuido a explicar algo mejor el limitado avance de los salarios observado en la zona del euro en el período 2013-2017⁷⁰. Sin embargo, los factores que suelen incluirse en un análisis basado en la curva de Phillips no ofrecen una explicación completa⁷¹.

¿Podrían haber contribuido también los cambios en la composición del empleo al reducido crecimiento de los salarios en la zona del euro? Los salarios difieren, por ejemplo, de unos sectores a otros, y sobre ellos influyen las características personales y los tipos de contrato de los trabajadores. Estos «efectos de composición» pueden provocar cambios en la composición del empleo que pueden afectar al crecimiento salarial medio de una economía, y también dependen del grado de variación de la composición del empleo y de la magnitud de las diferencias salariales.

En la zona del euro, la composición del empleo ha experimentado variaciones significativas desde el comienzo de la crisis. Entre ellos se incluyen cambios en la edad y el nivel educativo, así como en la preponderancia de distintos tipos de

⁶⁹ Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Evaluación del grado de holgura del mercado de trabajo», *Boletín Económico*, número 3, BCE, Fráncfort del Meno, 2017.

⁷⁰ Véanse, por ejemplo, P. R. Lane *et al.*, «The Phillips Curve at the ECB», discurso pronunciado en la conferencia para celebrar el 50 aniversario del grupo de investigación MMF (*Money, Macro & Finance*), London School of Economics, 4 de septiembre de 2019; B. Coeuré, «Scars or scratches? Hysteresis in the euro area», discurso pronunciado en el Centro Internacional de Estudios Monetarios y Bancarios, Ginebra, 19 de mayo de 2017; y la sección 2.2 de C. Nickel, E. Bobeica, G. Koester, E. Lis y M. Porqueddu (eds.), «Understanding low wage growth in the euro area and European countries», *Occasional Paper Series*, n.º 232, BCE, Fráncfort del Meno, septiembre de 2019.

⁷¹ Para conocer los resultados del Wage Expert Group del SEBC, véase C. Nickel, E. Bobeica, G. Koester, E. Lis y M. Porqueddu (eds.), *op. cit.*

contrato (temporal o indefinido)⁷². La composición sectorial del empleo también ha variado como resultado de cambios en la proporción de personas que trabajan en sectores mejor y peor remunerados de la economía.

Los cambios en la composición del empleo pueden obedecer a factores tendenciales y cíclicos. Un ejemplo es la estructura por edades de los trabajadores, que puede verse afectada por la evolución tendencial, como el envejecimiento de la población, pero también por la evolución cíclica, como el mayor riesgo de perder el empleo al que están expuestos los trabajadores más jóvenes en una desaceleración.

Según la literatura económica, los efectos de composición pueden tener un impacto considerable en el crecimiento de los salarios. Estudios anteriores han demostrado que el efecto de los cambios en la composición del empleo puede ser significativo⁷³, y los resultados de estudios más recientes centrados en el período de la crisis son similares⁷⁴.

¿Pueden estos efectos de composición ayudar a comprender la evolución del crecimiento de los salarios a lo largo del ciclo? La respuesta es afirmativa si, por ejemplo, los efectos de composición se ven muy influidos por el ciclo, en cuyo caso impulsan el crecimiento de los salarios en las fases bajistas o lo reducen en las alcistas. De hecho, según la literatura, los cambios en la composición del empleo pueden provocar ese efecto contracíclico en los salarios agregados⁷⁵.

En este artículo se analiza cómo han influido los efectos de composición en el crecimiento de los salarios en la zona del euro y en los países que la integran desde 2007⁷⁶. El análisis se basa principalmente en microdatos procedentes 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]). En el artículo también se contrasta la información con la obtenida de la encuesta de población activa de la UE (*European Union Labour Force Survey* [EU-LFS]) y los datos de contabilidad nacional. Tras analizar algunos fundamentos conceptuales, se presentan los datos utilizados y se explican los cambios observados recientemente en la composición

⁷² Para más detalles, véanse el recuadro titulado «Cambios en la composición del crecimiento del empleo en la zona del euro durante la recuperación», *Boletín Económico*, número 8, BCE, Fráncfort del Meno, 2018, y el artículo titulado «Labour supply and employment growth», *Boletín Económico*, número 1, BCE, Fráncfort del Meno, 2018.

⁷³ Véanse, por ejemplo, T. Coleman, «Essays on Aggregate Labor Market Business Cycle Fluctuations», *PhD Thesis*, University of Chicago, 1984; R. Barsky y G. Solon, «Real Wages over the Business Cycle», *Working Paper Series*, NBER, 1988; R. M. Blank, «Why are Wages Cyclical in the 1970s», *Journal of Labor Economics*, 8(1):17-47, 1990, y F. E. Kydland y E. C. Prescott, «Cyclical Movements of the Labor Input and its Implicit Real Wage», *Economic Review*, (segundo trimestre):12-23, 1993.

⁷⁴ Para estudios posteriores, véanse los recuadros titulados «Real wages and employment composition effects during the crisis», «Euro area labour markets and the crisis», *Occasional Paper Series*, n.º 138, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2012, y «Real wage cyclicality in the euro area: disentangling composition from wage structure effects», en «Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets», *Occasional Paper Series*, n.º 159, BCE, Fráncfort del Meno, febrero de 2015.

⁷⁵ Para más detalles sobre el sesgo de agregación y de selección, véanse, por ejemplo, A. C. Stockman, «Aggregation Bias and the Cyclical Behavior of Real Wages», *manuscrito inédito*, 1983, y M. Keane, R. Moffitt y D. Runkle, «Real Wages over the Business Cycle: Estimating the Impact of Heterogeneity with Micro Data», *Journal of Political Economy*, 96(6):1232-1266, 1988.

⁷⁶ El punto de partida de este análisis se ha elegido en función de la disponibilidad y la calidad de los datos; véase también el análisis desarrollado en el recuadro 2 de este artículo.

del empleo en la zona del euro. A continuación se describe el enfoque aplicado en el análisis de los efectos de composición y, por último, se examina la evidencia sobre el papel que desempeñan estos efectos en la zona del euro en su conjunto y la contribución de los países de la zona⁷⁷.

En este artículo se llega a la conclusión de que los efectos de composición han contribuido a que la reacción de los salarios en la zona del euro haya sido moderada a lo largo del ciclo económico, también durante el período de bajo crecimiento salarial. Estos efectos impulsaron el avance de los salarios al principio de la crisis, pero desde entonces han disminuido y han pasado a ser negativos. Ello ha contribuido a la respuesta relativamente tímida del crecimiento agregado de los salarios, tanto ante la fuerte desaceleración del mercado de trabajo al comienzo de la crisis como ante las mejoras cíclicas observadas en los años posteriores a 2013. Las contribuciones más importantes a los efectos de composición parecen haber estado relacionadas con cambios en la estructura del empleo por edades y niveles educativos, que han tenido un impacto cíclico pero también de largo plazo. El patrón contracíclico de los efectos de composición se debió sobre todo al grupo de trabajadores jóvenes y comparativamente poco cualificados con salarios relativamente bajos, que se vio especialmente afectado por las pérdidas de empleo registradas al inicio de la crisis (que impulsaron al alza el crecimiento salarial medio durante la fase contractiva) y cuyas probabilidades de reinserción en el mercado laboral solo aumentaron durante el período de recuperación (con un impacto a la baja sobre el crecimiento salarial medio). Si se analiza la evidencia de países concretos, los resultados agregados de la zona del euro se han visto influidos, en particular, por España e Italia.

Desde un punto de vista conceptual, sería interesante estimar una curva de Phillips del crecimiento de los salarios neto de efectos de composición, pero parece muy difícil de llevar a la práctica. En cuanto a la disponibilidad de datos, es complicado aplicar un enfoque de estas características por: i) la periodicidad anual de los datos necesarios para calcular efectos de composición; ii) la breve duración de las series temporales, y iii) el considerable desfase en la publicación de los datos⁷⁸.

Conclusiones

La composición del empleo en la zona del euro ha registrado cambios considerables desde 2007. La proporción de trabajadores de más edad y con un nivel educativo más alto ha aumentado, mientras que la de los más jóvenes y los que tienen un nivel de estudios más bajo ha disminuido. Esta evolución puede atribuirse, en parte, a tendencias de más largo plazo (como cambios demográficos, reformas de los sistemas de pensiones y la tendencia hacia mayores niveles de

⁷⁷ El artículo se basa en extensos análisis de los efectos de composición realizados por un grupo de expertos en materia salarial (Wage Expert Group) del SEBC; véase la sección 3.1 de C. Nickel, E. Bobeica, G. Koester, E. Lis y M. Porqueddu (eds.), *op. cit.*

⁷⁸ Además, parte de los efectos de composición que probablemente influyen en la evolución de la productividad media del trabajo se reflejan parcialmente en el análisis basado en la curva de Phillips si se incorpora un parámetro de productividad.

educación), pero también puede estar relacionada con factores cíclicos observados en algunos países: los trabajadores más jóvenes y aquellos con menor educación/cualificación fueron los primeros en perder su empleo durante la crisis, lo que incrementó el porcentaje de trabajadores de más edad y con un nivel educativo más elevado. Estos patrones se han confirmado con datos de las encuestas EU-SILC y EU-LFS.

Estos cambios en la composición del empleo parecen haber impulsado al alza los salarios durante la crisis y haber contribuido a la contención de su crecimiento en los últimos años. Una descomposición de Oaxaca-Blinder aplicada a los microdatos procedentes de la encuesta EU-SILC sugiere que la mayor intensidad de estos efectos de composición se observó entre 2008 y 2012, pero que pasaron a ser negativos en 2015 y 2016.

Si se consideran los efectos de composición por países, se observa una tendencia general similar a la de la zona del euro en su conjunto, pero con cierta heterogeneidad entre países en cuanto a la magnitud de los efectos en cada año. España e Italia son los países que más parecen haber contribuido al efecto de composición agregado de la zona del euro, mientras que la aportación de Alemania y Francia es limitada en relación con el empleo total.

En general, los resultados son robustos a distintas especificaciones utilizadas en la descomposición, y los cambios en la composición del empleo también se reflejan en diferentes conjuntos de microdatos. Esto indica que, en general, los principales cambios en los efectos de composición en la zona del euro se han plasmado adecuadamente en los análisis presentados en este artículo.

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

3 La precisión de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema/BCE desde la crisis financiera

Kyriacos Lambrias y Adrian Page

En este artículo se evalúa la precisión de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE para la zona del euro en el contexto de los elevados niveles de volatilidad e incertidumbre macroeconómicas observados desde la crisis financiera. Se llega a la conclusión de que los errores de proyección han mostrado una variabilidad considerable a lo largo del tiempo. Por lo que respecta a las proyecciones de crecimiento del PIB real, los sustanciales errores cometidos durante la crisis de la deuda soberana se han reducido en los últimos años. En cuanto a la inflación general, las fluctuaciones inesperadas de los precios del petróleo —que en las proyecciones macroeconómicas se considera que siguen la senda de los futuros sobre el precio del petróleo— explican en gran medida los errores cometidos, como sucedió durante los años anteriores a la crisis. Por un lado, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se ha sobreestimado reiteradamente en las proyecciones desde 2013. Aunque estos errores de proyección también pueden atribuirse, en parte, a errores en los supuestos técnicos sobre los que se condicionan las proyecciones, otros factores (como los errores de modelización, los cambios en las relaciones económicas o en el juicio de los expertos) también han sido determinantes en distintos momentos. La precisión de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE ha sido, en general, similar a la de otras instituciones internacionales y expertos en previsión económica del sector privado, lo que sugiere que los errores de proyección se han debido, principalmente, a factores comunes. Estos factores pueden incluir perturbaciones económicas imposibles de prever por los expertos en previsión y novedades que han adquirido mayor importancia desde la crisis financiera, entre ellos las reformas estructurales, los cambios en la relación entre el grado de holgura y los precios, la globalización y la digitalización. El artículo se estructura como sigue. En la sección 1 se explica cómo se elaboran/compilan las proyecciones macroeconómicas; en la sección 2 se describen los errores cometidos en las proyecciones del PIB real y de la inflación medida por el IAPC desde 2010⁷⁹; en la sección 3 se analizan algunas fuentes de error, y en la sección 4 se compara la precisión de las proyecciones con la de otras instituciones y del sector privado.

⁷⁹ Este artículo se centra en el período posterior a la crisis financiera, a partir de 2010. Las proyecciones macroeconómicas correspondientes a 2009 —que, como para la mayoría de los demás expertos en previsión económica, fue un año muy atípico en el historial de proyecciones— se han analizado detenidamente en otros trabajos. Véase, por ejemplo, G. Kenny y J. Morgan, «Some lessons from the financial crisis for the economic analysis», *Occasional Paper Series*, n.º 130, BCE, octubre de 2011.

Introducción

Cada trimestre, el BCE publica proyecciones del crecimiento del PIB real, de la inflación y de otras variables macroeconómicas que son una contribución clave al proceso de toma de decisiones de política monetaria⁸⁰. Las **proyecciones macroeconómicas** de marzo y de septiembre las elaboran expertos del BCE, mientras que las de junio y de diciembre son el resultado de la colaboración de expertos del BCE y de todos los bancos centrales nacionales del Eurosistema. Las proyecciones se publican para el año natural en curso y los dos siguientes⁸¹, y reflejan de forma coherente toda la información disponible a partir de una amplia variedad de modelos econométricos y supuestos técnicos condicionantes (como los relativos a los precios del petróleo, a los tipos de cambio y a los tipos de interés), que pueden complementarse asimismo con el juicio de expertos. Cabe señalar que las proyecciones no son aprobadas por el Consejo de Gobierno ni representan necesariamente sus puntos de vista sobre las perspectivas para la zona del euro, sino que reflejan las opiniones de los expertos del Eurosistema/BCE. Con todo, se utilizan como información clave en el proceso de toma de decisiones de política monetaria y es importante que ofrezcan indicaciones fiables del rumbo más probable de la evolución económica futura.

La precisión de las proyecciones se evalúa periódicamente⁸² **con dos objetivos principales**. En primer lugar, identificar patrones en los errores de proyección y entender los motivos por los que se cometieron puede ayudar a mejorar las proyecciones futuras. Por ejemplo, la persistencia de errores del mismo signo puede deberse a que los modelos econométricos utilizados para elaborar las proyecciones no están reflejando algunos de los cambios estructurales en la economía y tengan que realizarse ajustes en los modelos o las herramientas utilizados en las proyecciones. En segundo lugar, los errores de proyección anteriores pueden proporcionar una indicación del grado de incertidumbre en torno a las proyecciones en distintos horizontes futuros⁸³.

Conclusiones

En general, el artículo sugiere que, en los últimos años, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE han sido bastante precisas y han sido acordes con las de otras instituciones. Al mismo tiempo,

⁸⁰ Para más información sobre las proyecciones macroeconómicas, véase «[A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#)», BCE, julio de 2016.

⁸¹ Desde 2017, el horizonte de proyección se ha ampliado en el mes de diciembre para que las proyecciones publicadas en ese mes incluyan el año en curso y los tres años naturales siguientes.

⁸² Para un análisis anterior de la precisión de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, véanse el artículo titulado «[An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections](#)», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2013, y, más recientemente, G. Kontogeorgos y K. Lambrias, «[An analysis of the Eurosystem/ECB projections](#)», *Working Paper Series*, n.º 2291, BCE, junio de 2019, donde se presenta un análisis exhaustivo de las proyecciones macroeconómicas durante un período más largo (de 1999 a 2018) basado en una serie de pruebas estadísticas formales.

⁸³ Además de las estimaciones puntuales, el BCE publica intervalos de proyección para las perspectivas de crecimiento del PIB real y de la inflación. Estos intervalos se construyen a partir de errores de proyección anteriores. Para información más detallada, véase «[New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)», BCE, diciembre de 2009.

hay que seguir tratando de mejorar las proyecciones: i) explorando métodos alternativos que podrían aumentar la precisión de los supuestos técnicos, ii) asegurando que en los modelos económicos utilizados en las proyecciones se sigan los últimos avances en técnicas de predicción y, un aspecto importante, iii) evaluando mejor o anticipando cambios fundamentales en las relaciones económicas derivados, por ejemplo, del impacto de reformas estructurales, de la globalización y de la digitalización. Para afrontar estos retos, un grupo de expertos del Eurosistema analiza periódicamente la precisión de las proyecciones y mejora las herramientas empleadas en su elaboración.

[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	1,9	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2	
2017	3,9	2,4	1,9	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 IV TR	0,7	0,3	0,3	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	0,6	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4	
II TR	0,7	0,5	-0,2	0,4	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4	
III TR	.	0,5	0,3	0,1	1,5	0,2	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0	
2019 Jun	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3	
Jul	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0	
Ago	-	-	-	-	-	-	1,9	2,3	1,7	1,7	0,3	2,8	1,0	
Sep	-	-	-	-	-	-	1,6	2,1	1,7	1,7	0,2	3,0	0,8	
Oct	-	-	-	-	-	-	1,6	2,0	1,8	1,5	0,2	3,8	0,7	
Nov 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 de avance 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⁾			Mun- diales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,2	1,4	1,0
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,6
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 IV TR	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,8	1,5	-2,2
2019 I TR	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	0,0	-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	-0,2
III TR	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	0,8	1,3	0,5
2019 Jun	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,6	-1,4	-0,2
Jul	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,4	49,0	-0,9	0,3	-1,6
Ago	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,4	51,4	47,7	-0,5	0,1	-0,9
Sep	51,2	51,0	49,3	51,5	51,9	50,1	50,9	51,4	48,6	0,8	1,3	0,5
Oct	50,8	50,9	50,0	49,1	52,0	50,6	51,0	50,7	49,5	.	.	.
Nov	51,6	52,0	49,3	49,8	53,2	50,6	51,6	51,6	49,4	.	.	.

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
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) ²⁾	Depósitos a la vista (eonía)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Depósitos a 3 meses (libor)	Depósitos a 3 meses (libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
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	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019 May	-0,45	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
Jun	-0,45	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
Jul	-0,45	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
Ago	-0,45	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10
Sep	-0,49	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09
Oct	-0,55	-0,46	-0,45	-0,41	-0,36	-0,30	1,98	-0,11
Nov	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-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) El BCE publicó el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) por primera vez el 2 de octubre de 2019, con referencia a la actividad de negociación del 1 de octubre de 2019.

Los datos sobre períodos anteriores se refieren al *pre-€STR*, que se publicó únicamente a efectos informativos y no para que se utilizase como índice o tipo de interés de referencia en las operaciones de mercado.

2.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos <i>forward</i> 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 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
Sep	-0,70	-0,76	-0,81	-0,77	-0,52	0,24	-0,10	0,03	-0,83	-0,86	-0,58	-0,02
Oct	-0,67	-0,69	-0,69	-0,62	-0,36	0,32	0,17	-0,01	-0,70	-0,69	-0,41	0,14
Nov	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23

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	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019 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
Sep	379,7	3.514,5	738,2	271,3	751,1	319,7	151,8	669,4	545,0	338,5	294,7	804,3	2.982,2	21.585,5
Oct	382,8	3.551,2	748,2	273,3	742,2	316,6	157,0	671,1	556,8	341,4	306,7	791,7	2.977,7	22.197,5
Nov	398,4	3.693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3.104,9	23.278,1

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y 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 Nov	0,04	0,45	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,19	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
Dic	0,03	0,44	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,99	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,11	1,80
2019 Ene	0,03	0,43	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,82	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
Feb	0,03	0,43	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
Mar	0,03	0,41	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	0,41	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	0,44	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	0,44	0,32	0,82	5,81	16,63	5,42	5,67	6,25	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
Jul	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,74	6,31	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61
Ago	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,60	6,15	5,76	6,35	2,25	1,52	1,68	1,53	1,50	1,84	1,56
Sep	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,61	5,65	5,62	6,17	2,22	1,47	1,63	1,49	1,43	1,77	1,48
Oct ^(p)	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,63	5,87	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44

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 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	1,64	1,69	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	1,17	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	0,03	0,04	0,57	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56
Ago	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52
Sep	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54
Oct ^(p)	0,02	-0,03	0,44	2,08	2,01	2,41	2,10	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	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 finan- cieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas
Corto plazo														
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	1.217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019 May	1.339	574	170	.	115	422	59	447	196	75	.	56	83	37
Jun	1.314	557	173	.	100	428	56	380	152	78	.	45	71	35
Jul	1.340	577	173	.	110	424	57	457	205	75	.	56	76	45
Ago	1.368	588	180	.	113	424	63	405	181	76	.	39	71	38
Sep	1.387	593	182	.	106	439	66	404	153	81	.	48	81	41
Oct	1.349	576	173	.	106	424	69	422	197	53	.	52	75	45
Largo plazo														
2016	15.373	3.695	3.173	.	1.176	6.686	642	219	62	53	.	19	78	8
2017	15.353	3.560	3.048	.	1.235	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.745	3.688	3.149	.	1.260	7.022	627	228	64	68	.	16	75	6
2019 May	16.052	3.767	3.199	.	1.297	7.153	636	246	62	79	.	13	86	7
Jun	16.113	3.768	3.217	.	1.305	7.190	633	245	61	76	.	23	80	5
Jul	16.182	3.789	3.257	.	1.315	7.184	636	253	70	72	.	25	78	8
Ago	16.191	3.784	3.255	.	1.312	7.200	639	120	25	40	.	8	41	6
Sep	16.264	3.805	3.285	.	1.339	7.200	634	277	82	83	.	34	74	4
Oct	16.202	3.795	3.292	.	1.339	7.153	623	260	60	84	.	24	85	6

Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Socie- dades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas				
Saldo vivo											
2016	16.613,8	4.213,4	3.308,6	.	1.235,2	7.151,7	704,9	7.089,5	537,6	1.084,2	5.467,7
2017	16.593,1	4.079,4	3.203,3	.	1.304,8	7.304,7	700,8	7.954,7	612,5	1.249,6	6.092,6
2018	16.961,8	4.192,1	3.318,4	.	1.332,1	7.445,8	673,4	7.027,2	465,1	1.099,4	5.462,7
2019 May	17.390,8	4.341,0	3.369,2	.	1.412,0	7.574,3	694,5	7.586,6	470,9	1.208,1	5.907,6
Jun	17.426,9	4.324,6	3.390,4	.	1.405,1	7.617,7	689,1	7.940,6	493,3	1.246,0	6.201,3
Jul	17.522,2	4.366,2	3.429,6	.	1.425,5	7.607,8	693,1	7.980,2	484,0	1.252,8	6.243,4
Ago	17.559,1	4.372,7	3.435,0	.	1.425,0	7.624,6	702,0	7.841,0	462,4	1.183,0	6.195,6
Sep	17.650,6	4.398,7	3.467,3	.	1.445,4	7.639,6	699,8	8.182,3	496,1	1.335,6	6.350,6
Oct	17.550,8	4.370,6	3.464,6	.	1.445,4	7.577,4	692,8	8.257,7	508,2	1.348,6	6.400,8
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	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	2,9	.	3,4	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019 May	2,6	3,9	2,2	.	3,7	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0
Jun	2,9	4,5	2,3	.	4,5	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Jul	3,0	5,2	2,0	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Ago	3,2	5,0	2,9	.	5,6	2,2	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Sep	3,1	4,3	3,6	.	5,3	1,8	3,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
Oct	2,9	3,9	3,9	.	5,3	1,5	1,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2

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	90,9	85,2	80,0	90,2	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,8	90,6	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,4	79,2	91,5	117,9	93,8
2018 IV TR	98,5	93,0	92,9	86,9	79,1	91,0	118,4	93,8
2019 I TR	97,4	91,7	92,1	85,7	78,3	89,6	116,7	92,1
II TR	97,3	91,4	91,7	85,5	78,6	89,3	116,8	91,8
III TR	97,7	91,4	91,8	.	.	.	116,9	91,5
2019 Jun	97,9	91,9	92,1	-	-	-	117,4	92,2
Jul	97,5	91,3	91,6	-	-	-	116,5	91,3
Ago	98,1	91,9	92,1	-	-	-	117,6	92,0
Sep	97,4	91,1	91,7	-	-	-	116,7	91,2
Oct	97,4	90,8	91,6	-	-	-	116,6	90,9
Nov	96,7	90,2	91,1	-	-	-	116,0	90,3
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2019 Nov	-0,6	-0,7	-0,6	-	-	-	-0,6	-0,7
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2019 Nov	-1,6	-2,9	-1,8	-	-	-	-1,6	-3,4

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	Esloți 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 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
III TR	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
2019 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
Sep	7,832	7,401	25,868	7,463	332,448	118,242	4,353	0,891	4,7381	10,697	1,090	1,100
Oct	7,845	7,436	25,689	7,469	331,462	119,511	4,301	0,875	4,7538	10,802	1,098	1,105
Nov	7,757	7,440	25,531	7,472	333,617	120,338	4,285	0,858	4,7698	10,650	1,098	1,105
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2019 Nov	-1,1	0,0	-0,6	0,0	0,7	0,7	-0,4	-2,0	0,3	-1,4	0,0	0,0
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2019 Nov	-1,7	0,2	-1,6	0,1	3,5	-6,6	-0,4	-2,7	2,3	3,5	-3,5	-2,8

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Total ¹⁾			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2018 III TR	26.129,9	26.707,7	-577,8	11.198,5	9.161,6	8.890,1	11.147,7	-72,5	5.439,9	6.398,4	673,9	14.502,9
IV TR	25.399,7	25.891,3	-491,6	10.895,1	9.041,6	8.475,2	10.508,5	-87,9	5.398,2	6.341,2	719,1	14.197,4
2019 I TR	26.652,9	26.908,5	-255,6	11.179,5	9.124,4	9.114,2	11.251,0	-91,4	5.709,4	6.533,1	741,1	14.629,3
II TR	26.837,0	27.084,1	-247,1	11.064,3	9.096,4	9.232,2	11.424,4	-78,2	5.847,8	6.563,3	770,8	14.695,5
<i>Saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2019 II TR	229,0	231,1	-2,1	94,4	77,6	78,8	97,5	-0,7	49,9	56,0	6,6	125,4
Transacciones												
2018 IV TR	-407,0	-470,9	63,8	-303,9	-195,0	-28,2	-158,2	29,6	-110,4	-117,6	5,8	-
2019 I TR	355,0	303,6	51,4	90,6	35,7	58,6	141,8	2,2	200,7	126,1	2,8	-
II TR	217,7	180,7	37,0	-47,3	12,0	49,5	91,3	30,2	182,6	77,4	2,6	-
III TR	251,7	174,4	77,2	-23,0	-8,1	154,4	170,6	5,3	113,4	11,9	1,7	-
2019 Abr	157,3	173,7	-16,3	21,4	49,0	-7,6	-10,6	10,6	129,8	135,3	3,2	-
May	86,0	73,8	12,2	9,0	16,1	-0,5	60,3	12,6	63,2	-2,6	1,8	-
Jun	-25,6	-66,8	41,2	-77,7	-53,1	57,6	41,7	7,1	-10,3	-55,4	-2,3	-
Jul	184,1	172,3	11,8	-16,7	1,4	50,1	74,3	8,1	135,5	96,6	7,1	-
Ago	43,8	13,8	30,0	-20,2	-24,9	28,8	12,9	3,4	31,1	25,7	0,7	-
Sep	23,8	-11,6	35,4	14,0	15,4	75,5	83,4	-6,3	-53,3	-110,4	-6,2	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2019 Sep	417,4	187,8	229,6	-283,6	-155,4	234,4	245,5	67,3	386,3	97,8	13,0	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2019 Sep	3,5	1,6	1,9	-2,4	-1,3	2,0	2,1	0,6	3,3	0,8	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	10.817,0	10.339,5	5.858,7	2.235,3	2.193,0	1.038,2	675,1	473,5	52,5	477,5	4.928,9	4.451,4
2017	11.200,9	10.707,5	6.036,9	2.296,7	2.304,3	1.101,6	707,0	489,2	69,6	493,4	5.297,9	4.804,5
2018	11.561,2	11.060,8	6.207,5	2.363,9	2.405,9	1.175,2	742,2	481,7	83,5	500,4	5.547,4	5.047,0
2018 IV TR	2.922,9	2.805,7	1.566,8	597,5	619,7	302,8	189,0	126,2	21,6	117,2	1.410,5	1.293,3
2019 I TR	2.945,1	2.814,9	1.575,3	602,3	626,0	310,8	190,2	123,3	11,3	130,2	1.422,3	1.292,2
II TR	2.967,3	2.868,9	1.588,8	608,6	661,4	311,4	192,2	155,9	10,1	98,4	1.426,5	1.328,1
III TR	2.981,9	2.878,3	1.599,6	613,0	666,4	314,1	192,0	158,5	-0,6	103,6	1.432,7	1.329,2
	en porcentaje del PIB											
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	20,8	10,2	6,4	4,2	0,7	4,3	-	-
	Volúmenes encadenados (precios del año anterior)											
	tasas de variación intertrimestral											
2018 IV TR	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	1,2	0,4	4,5	-	-	0,9	1,2
2019 I TR	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	1,6	0,5	-2,6	-	-	0,9	0,3
II TR	0,2	1,4	0,2	0,5	5,7	0,0	1,4	26,5	-	-	0,2	2,8
III TR	0,2	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,5	1,2	-	-	0,4	0,6
	tasas de variación interanual											
2016	1,9	2,4	2,0	1,9	4,0	2,7	5,8	4,5	-	-	2,9	4,1
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,5	3,6	4,0	2,4	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,4	4,3	-2,8	-	-	3,3	2,7
2018 IV TR	1,2	1,8	1,1	1,1	4,1	3,3	2,3	8,8	-	-	1,7	3,1
2019 I TR	1,4	1,5	1,1	1,4	4,1	4,9	3,2	3,6	-	-	3,0	3,6
II TR	1,2	2,5	1,1	1,5	8,8	3,4	3,2	30,7	-	-	2,3	5,3
III TR	1,2	2,3	1,5	1,7	8,1	3,2	1,8	30,2	-	-	2,4	5,0
	contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales											
2018 IV TR	0,3	0,4	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-	-
2019 I TR	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
II TR	0,2	1,4	0,1	0,1	1,2	0,0	0,1	1,1	-0,1	-1,2	-	-
III TR	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	-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	0,2	0,5	-	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-	-
2018 IV TR	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,5	-	-
2019 I TR	1,4	1,5	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,1	-	-
II TR	1,2	2,4	0,6	0,3	1,8	0,3	0,2	1,3	-0,3	-1,2	-	-
III TR	1,2	2,2	0,8	0,4	1,7	0,3	0,1	1,3	-0,6	-1,0	-	-

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	9.703,7	161,1	1.931,6	479,2	1.834,9	444,3	473,7	1.106,3	1.084,7	1.847,2	340,6	1.113,3
2017	10.040,0	176,2	1.991,7	502,2	1.909,8	468,8	465,8	1.133,7	1.143,7	1.897,4	350,6	1.160,9
2018	10.356,2	177,7	2.041,5	537,2	1.968,4	488,5	469,8	1.168,0	1.195,2	1.954,7	355,3	1.205,0
2018 IV TR	2.618,9	44,6	512,5	138,7	497,3	124,5	118,6	295,1	304,0	494,2	89,4	303,9
2019 I TR	2.638,7	44,9	514,6	142,6	502,3	125,5	117,7	297,9	305,6	497,4	90,2	306,4
II TR	2.658,5	45,2	513,4	144,1	506,0	127,9	118,9	300,2	309,0	502,6	91,2	308,8
III TR	2.669,0	44,9	512,0	146,2	509,1	128,4	119,5	302,0	310,7	504,9	91,2	312,8
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2018	100,0	1,7	19,7	5,2	19,0	4,7	4,5	11,3	11,5	18,9	3,4	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2018 IV TR	0,3	0,7	-0,4	1,3	0,5	0,6	-0,3	0,3	1,0	0,4	0,3	0,4
2019 I TR	0,4	-0,1	0,0	1,6	1,0	1,5	0,7	0,5	-0,1	0,1	0,6	0,4
II TR	0,1	-0,9	-0,5	-0,2	0,1	1,3	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5
III TR	0,2	0,1	-0,4	0,6	0,3	1,1	0,4	0,4	0,2	0,2	0,0	0,7
<i>tasas de variación interanual</i>												
2016	1,8	-2,0	2,9	1,9	1,9	4,2	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,0	2,7
2017	2,6	0,7	3,4	2,4	3,0	5,8	1,0	0,8	4,3	1,6	1,5	2,1
2018	2,0	1,2	1,8	3,4	2,1	4,4	1,1	1,6	3,3	1,0	0,4	1,5
2018 IV TR	1,2	-0,4	-0,6	3,5	1,5	3,7	0,5	1,4	2,8	0,9	0,2	1,1
2019 I TR	1,4	-0,6	-0,4	4,9	2,0	4,8	1,2	1,4	1,7	1,0	1,0	1,1
II TR	1,2	-1,4	-1,1	3,4	1,6	5,1	1,8	1,5	1,6	1,1	1,4	1,3
III TR	1,1	-0,2	-1,3	3,2	1,9	4,4	1,6	1,5	1,4	1,1	1,2	2,0
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2018 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	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
II TR	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
III TR	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	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	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,6	0,3	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 IV TR	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2019 I TR	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
II TR	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
III TR	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,4	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	85,2	14,8	3,3	14,7	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,6	24,4	7,0
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,9
<i>tasas de variación interanual</i>													
2016	1,3	1,6	-0,2	-0,2	0,8	0,3	1,4	3,0	-0,5	2,2	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,5	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,4	-0,7	1,7	2,8	1,3	0,6
2018 IV TR	1,4	1,6	0,0	-0,4	1,3	3,0	1,3	3,8	-0,4	1,8	1,9	1,3	0,3
2019 I TR	1,4	1,6	0,1	0,1	1,3	2,5	1,2	4,1	-0,1	2,1	1,8	1,3	0,5
II TR	1,2	1,4	-0,4	-2,0	1,0	1,5	1,2	4,1	-0,4	1,0	1,3	1,4	1,0
III TR	1,0	1,3	-0,7	-1,1	0,8	0,9	0,9	3,3	-0,1	0,1	1,3	1,2	1,2
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2016	100,0	80,3	19,7	4,4	15,1	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,3	21,9	6,3
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,1	18,9	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1
<i>tasas de variación interanual</i>													
2016	1,4	1,9	-0,3	0,0	0,9	0,5	1,6	3,0	-0,1	2,9	3,0	1,3	0,7
2017	1,1	1,7	-1,2	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,4	0,5	0,4
2018	1,4	1,9	-0,4	0,4	1,2	2,7	1,1	3,2	-1,0	2,4	2,7	1,3	0,4
2018 IV TR	1,5	1,9	-0,1	0,3	1,2	3,3	1,4	3,8	-0,1	1,9	2,2	1,4	0,4
2019 I TR	1,6	1,9	0,2	1,2	1,5	3,1	1,4	4,1	0,0	1,6	1,9	1,4	0,5
II TR	0,9	1,2	-0,6	-1,9	0,6	1,5	0,9	3,5	-0,4	1,1	1,3	1,0	0,1
III TR	0,7	1,1	-1,1	-1,3	0,5	0,8	0,5	3,1	-0,2	1,8	1,1	1,0	0,3
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2016	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4	0,7	0,1	0,0	0,0
2017	-0,5	-0,3	-0,5	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6
2018	-0,1	0,1	-0,2	0,8	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	-0,1	0,0	-0,2
2018 IV TR	0,1	0,3	-0,1	0,7	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	0,2
2019 I TR	0,2	0,3	0,1	1,1	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	-0,5	0,1	0,1	-0,1
II TR	-0,3	-0,2	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,3	-0,5	0,0	0,2	0,0	-0,3	-0,8
III TR	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	1,7	-0,1	-0,2	-0,8

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	16,259	10,0	5,0	13,294	9,0	2,964	20,9	8,484	9,7	7,775	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,093	8,1	2,668	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9
2018	163,305	3,8	13,393	8,2	3,8	10,965	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 IV TR	163,707	3,7	12,956	7,9	3,6	10,590	7,1	2,366	16,4	6,642	7,6	6,314	8,3	2,3
2019 I TR	163,284	3,6	12,678	7,7	3,5	10,362	6,9	2,315	16,1	6,471	7,4	6,206	8,2	2,3
II TR	163,765	3,6	12,419	7,6	3,3	10,158	6,8	2,260	15,7	6,381	7,3	6,038	7,9	2,3
III TR	.	.	12,366	7,6	.	10,106	6,8	2,260	15,7	6,346	7,2	6,020	7,9	2,2
2019 May	-	-	12,412	7,6	-	10,143	6,8	2,269	15,7	6,388	7,3	6,025	7,9	-
Jun	-	-	12,361	7,5	-	10,117	6,8	2,243	15,6	6,350	7,2	6,011	7,9	-
Jul	-	-	12,404	7,6	-	10,134	6,8	2,270	15,8	6,357	7,2	6,047	8,0	-
Ago	-	-	12,330	7,5	-	10,086	6,8	2,244	15,6	6,332	7,2	5,998	7,9	-
Sep	-	-	12,365	7,6	-	10,098	6,8	2,267	15,7	6,350	7,2	6,016	7,9	-
Oct	-	-	12,334	7,5	-	10,073	6,7	2,261	15,6	6,298	7,2	6,036	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	0,7	1,7	1,0	2,3	1,1	7,1
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	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	0,5	0,9
2018 IV TR	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,7	1,9	-1,0	1,6	1,4	1,8	1,6	-9,0
2019 I TR	-0,5	-0,2	-0,6	-0,6	1,3	-2,7	4,7	-3,2	2,5	1,0	3,5	2,8	-3,1
II TR	-1,3	-1,4	-2,3	-2,7	2,1	-0,1	2,2	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,5	-0,7
III TR	-2,1	-2,2	-3,4	-2,5	0,3	-2,4	0,9	-4,8	2,6	0,9	4,1	1,3	0,6
2019 May	-0,8	-0,8	-2,4	-1,8	3,0	0,4	1,5	-5,1	1,3	-0,3	2,5	-1,0	-2,1
Jun	-2,4	-2,5	-3,4	-4,0	1,4	-0,9	1,5	-3,6	2,8	1,2	4,5	0,9	1,1
Jul	-2,1	-2,2	-2,9	-3,2	0,7	-1,3	1,6	-4,5	2,4	1,0	3,6	1,2	-3,8
Ago	-2,8	-2,7	-3,3	-3,2	-1,1	-3,3	0,8	-5,6	2,8	1,2	4,2	1,9	-6,1
Sep	-1,7	-1,7	-3,9	-1,4	1,2	-2,6	-0,7	-4,4	2,7	0,6	4,7	0,7	14,8
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	1,4	0,3	2,3	1,4	9,8
tasas de variación intermensual (d.)													
2019 May	0,8	0,8	-0,3	0,9	2,0	0,4	-0,5	-2,0	-0,3	-0,7	0,0	-1,4	0,2
Jun	-1,4	-1,4	-1,2	-3,8	-1,3	-0,8	0,7	0,5	1,0	1,0	1,1	1,5	2,5
Jul	-0,5	-0,5	-0,3	2,3	-1,4	-0,2	-0,5	-1,7	-0,5	-0,5	-0,4	-0,1	-1,8
Ago	0,4	0,4	0,1	1,1	0,4	-0,2	-0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	0,2	13,3
Sep	0,1	0,3	-0,9	0,6	0,6	-0,8	0,7	0,2	-0,2	-0,8	0,1	-0,3	-17,2
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	0,3	-1,1	0,6	3,8

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

3 Actividad económica

3.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)								Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza de 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 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
III TR	102,5	-7,4	81,6	-6,7	4,1	0,0	9,8	90,3	46,4	47,0	52,8	51,2
2019 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	82,0	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
Ago	103,1	-5,8	-	-7,1	3,9	0,6	9,2	-	47,0	47,9	53,5	51,9
Sep	101,7	-8,9	-	-6,5	3,4	0,2	9,5	-	45,7	46,1	51,6	50,1
Oct	100,8	-9,5	81,2	-7,6	4,4	-0,9	9,0	90,2	45,9	46,6	52,2	50,6
Nov	101,3	-9,2	-	-7,2	3,1	-0,2	9,3	-	46,9	47,4	51,9	50,6

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)	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) ¹⁾	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	12,3	94,0	2,0	2,0	5,4	3,4	2,8	35,0	7,4	79,7	4,2	5,6	2,5
2017	12,1	93,8	1,4	2,2	5,4	4,4	4,4	34,4	7,1	77,2	4,5	7,7	2,9
2018	12,3	93,6	1,8	2,0	6,9	2,6	4,6	33,8	5,9	76,6	2,3	5,5	1,6
2018 III TR	12,2	93,6	1,3	2,0	7,5	3,5	4,5	33,9	6,4	77,3	3,3	7,1	2,1
IV TR	12,3	93,6	1,6	2,0	8,7	2,6	4,6	33,8	5,9	76,6	2,3	20,9	1,6
2019 I TR	12,6	93,3	2,0	2,2	7,7	3,9	4,4	33,7	6,1	76,7	2,2	7,4	1,7
II TR	12,9	93,5	2,1	2,4	4,4	4,3	4,2	33,4	5,9	77,1	1,6	16,1	1,4

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Basada en importes acumulados de cuatro trimestres del ahorro, de la deuda 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) Definida como préstamos consolidados y pasivos materializados en valores representativos de deuda.

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 IV TR	1.058,5	977,4	81,2	599,3	527,1	234,6	210,4	195,2	166,4	29,4	73,4	22,0	64,4
2019 I TR	1.065,8	974,4	91,4	604,7	520,5	235,6	210,0	196,7	175,5	28,8	68,3	10,7	14,9
II TR	1.061,1	990,5	70,7	600,2	519,3	241,1	233,2	193,2	175,0	26,6	63,0	8,7	24,0
III TR	1.057,6	979,9	77,7	603,0	519,7	240,7	221,8	188,6	172,7	25,3	65,7	9,1	6,9
2019 Abr	352,9	330,8	22,1	199,3	173,5	80,1	77,8	64,6	58,9	8,9	20,6	2,4	7,8
May	355,2	329,1	26,1	200,6	172,8	80,1	76,9	65,4	59,5	9,1	20,0	3,0	8,0
Jun	353,0	330,6	22,5	200,3	173,1	80,8	78,5	63,2	56,6	8,7	22,4	3,4	8,2
Jul	353,2	332,2	21,0	200,3	172,2	79,7	77,7	64,1	59,5	9,0	22,7	3,5	2,4
Ago	352,1	323,5	28,5	200,3	171,9	81,1	74,5	62,3	55,0	8,4	22,1	3,1	1,9
Sep	352,3	324,2	28,2	202,4	175,6	80,0	69,5	62,1	58,2	7,8	20,9	2,5	2,6
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2019 Sep	4.243,0	3.922,1	320,9	2.407,2	2.086,7	952,1	875,4	773,6	689,5	110,1	270,5	50,6	110,2
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2019 Sep	35,9	33,2	2,7	20,4	17,7	8,1	7,4	6,5	5,8	0,9	2,3	0,4	0,9

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 IV TR	4,0	8,3	579,6	278,2	123,2	168,3	485,1	538,1	310,3	89,4	131,0	382,0	66,1
2019 I TR	3,6	5,4	586,1	283,3	121,0	172,3	492,8	533,1	307,1	86,1	133,2	382,6	64,2
II TR	2,2	2,4	582,4	276,0	119,8	175,8	486,4	530,5	302,6	84,9	134,3	380,6	65,6
III TR	3,0	0,2	583,6	.	.	.	486,9	528,4	.	.	.	384,2	.
2019 Abr	5,4	6,7	193,1	92,3	39,4	58,1	160,0	177,5	101,4	28,3	45,0	127,1	21,8
May	7,0	5,2	195,4	91,7	40,7	59,0	163,3	176,8	101,9	28,6	44,2	125,3	22,5
Jun	-5,3	-4,2	193,8	92,0	39,6	58,6	163,1	176,2	99,3	28,1	45,1	128,2	21,3
Jul	6,0	2,6	193,7	92,8	38,8	58,3	162,0	176,6	100,8	28,8	44,5	128,6	20,3
Ago	-2,7	-4,2	194,3	93,0	38,7	58,8	162,8	174,6	98,2	28,5	44,7	127,7	20,2
Sep	5,2	2,1	195,6	.	.	.	162,0	177,2	.	.	.	128,0	.
	<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>												
2018 IV TR	0,2	2,2	107,6	110,1	109,9	103,7	107,6	109,9	109,0	112,7	110,9	111,7	98,2
2019 I TR	-0,3	1,7	108,0	111,7	107,4	104,9	108,0	110,1	110,4	108,6	112,2	111,4	105,2
II TR	-1,4	-0,2	106,5	108,4	105,6	105,4	106,2	109,0	107,6	108,3	112,9	111,1	97,3
III TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 Mar	-1,1	0,9	108,2	111,9	106,1	106,3	108,0	110,2	109,9	106,9	114,4	111,8	103,9
Abr	0,9	2,3	105,9	108,5	103,6	105,3	104,7	109,2	108,1	106,7	113,6	111,3	96,6
May	3,2	1,6	107,0	107,8	108,3	105,8	106,9	108,8	107,9	110,1	111,9	110,0	97,1
Jun	-7,8	-4,6	106,7	109,1	105,1	105,1	107,0	109,1	106,8	108,1	113,2	112,1	98,1
Jul	3,7	3,0	106,4	109,4	102,8	104,9	106,1	109,8	109,5	110,5	111,4	112,4	94,9
Ago	-4,7	-3,9	106,4	109,5	101,9	105,3	106,0	107,9	107,9	103,6	110,2	109,3	98,9

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 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
III TR	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,3	0,1	-1,5	0,4	0,9	1,4
2019 Jun	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,1	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	0,5	0,1	-0,6	0,1	1,0	1,3
Ago	105,1	1,0	0,9	0,8	1,3	0,1	0,1	0,8	0,0	-0,6	0,1	0,9	1,5
Sep	105,3	0,8	1,0	0,3	1,5	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,7	1,4
Oct	105,4	0,7	1,1	0,1	1,5	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,4	0,1	0,7	1,0
Nov ³⁾	105,1	1,0	1,3	.	1,9	0,2	0,4	0,6	0,2	0,0	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 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	
III TR	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5	
2019 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	2,1	1,9	2,5	0,1	0,3	-0,6	1,5	1,5	2,3	-0,8	0,9	1,7	
Sep	1,6	1,8	0,7	-0,3	0,2	-1,8	1,5	1,5	2,1	-0,6	1,5	1,6	
Oct	1,5	1,8	0,7	-0,7	0,3	-3,1	1,5	1,5	2,4	-0,4	1,5	1,6	
Nov ³⁾	2,0	2,1	1,8	.	0,4	-3,2	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

3) Estimación basada en datos nacionales provisionales, así como en información de avance 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	2,5	4,8	4,2
2018 IV TR	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,4	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	4,1	4,4
II TR	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,1	6,5
III TR	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	.	.	.
2019 May	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,0	-	-	-
Jun	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,2	0,9	-0,2	-	-	-
Jul	104,5	0,1	0,4	0,6	-0,3	1,6	1,0	1,1	0,8	-2,0	-	-	-
Ago	104,0	-0,8	-0,2	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,3	0,8	-4,9	-	-	-
Sep	104,1	-1,2	-0,3	0,4	-0,7	1,5	1,2	1,4	0,8	-6,1	-	-	-
Oct	104,2	-1,9	-0,7	0,3	-1,0	1,4	1,5	1,8	0,8	-7,9	-	-	-

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	100,9	0,9	0,4	0,4	0,4	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	101,8	1,0	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2018 IV TR	103,8	1,5	2,0	1,7	1,9	2,3	1,8	2,9	59,5	2,1	0,4	3,6	2,3	0,4	4,4
2019 I TR	104,1	1,5	1,7	1,3	1,7	2,6	1,2	1,5	55,6	3,1	3,4	2,8	3,9	5,1	2,7
II TR	104,7	1,7	1,7	1,5	1,7	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9
III TR	105,0	1,7	1,2	1,3	1,7	1,5	0,1	-1,0	55,7	1,9	3,8	0,2	1,7	6,6	-3,1
2019 Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	-3,1	0,1	-5,8	-2,1	4,2	-8,4
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	57,1	2,7	3,7	1,8	2,9	7,4	-1,6
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-1,2	0,5	-2,7	-1,3	3,1	-5,7
Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	4,3	7,4	1,7	3,6	9,3	-2,0
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	53,7	1,3	5,7	-2,4	2,1	9,7	-5,4
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	56,8	4,0	10,5	-1,6	6,6	17,4	-4,2

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 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
III TR	1,7	6,6	8,3	4,5	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
2019 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	2,3	6,1	8,8	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1
Sep	1,4	7,0	7,6	5,0	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7
Oct	1,1	6,5	7,9	4,8	16,0	43,7	57,3	48,7	52,1
Nov	0,7	6,3	7,4	5,3	14,0	43,9	56,8	48,3	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	104,0	2,2	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0
2018 IV TR	110,5	2,2	2,2	2,0	2,1	2,3	2,1
2019 I TR	99,6	2,5	2,7	2,0	2,6	2,5	2,3
II TR	110,5	2,7	2,7	2,9	2,7	3,0	2,0
III TR	.	.	.	.	.	.	2,6

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	105,4	0,7	1,9	-0,8	0,1	1,1	-0,7	2,3	4,5	0,9	1,1	2,3
2017	106,2	0,7	-0,1	-0,6	1,0	0,3	0,0	-1,3	3,2	1,9	1,4	1,0
2018	108,2	1,8	0,7	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,5	3,3	2,2	2,3	2,5
2018 IV TR	109,0	2,5	1,8	3,8	1,2	2,3	2,2	0,4	5,0	2,2	2,5	3,0
2019 I TR	109,4	2,3	2,7	3,8	0,8	2,1	1,3	-0,4	5,1	2,0	2,4	1,9
II TR	110,1	2,2	1,3	3,4	1,2	2,0	0,5	-0,7	3,3	2,1	2,6	2,6
III TR	110,7	1,9	0,1	4,3	0,4	1,4	0,3	-0,4	1,7	1,8	2,4	1,6
Remuneración por asalariado												
2016	109,5	1,3	0,1	1,4	1,7	1,6	0,5	1,8	2,9	0,6	1,4	1,5
2017	111,3	1,7	1,1	1,6	2,0	1,4	2,3	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	2,4	2,0	1,9	2,4	2,5	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3
2018 IV TR	114,9	2,3	1,9	1,8	1,7	2,4	2,1	1,4	4,6	3,0	2,1	2,9
2019 I TR	115,4	2,3	1,9	2,1	3,1	2,9	2,0	1,0	4,4	1,8	2,1	2,3
II TR	116,1	2,2	1,8	1,3	3,1	2,4	1,5	1,5	3,8	2,3	2,3	3,0
III TR	116,8	2,1	1,1	2,1	2,7	2,4	1,4	1,3	3,2	1,9	2,2	1,6
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2016	103,9	0,6	-1,8	2,2	1,6	0,5	1,2	-0,5	-1,5	-0,2	0,3	-0,8
2017	104,8	0,9	1,2	2,2	0,9	1,1	2,3	2,6	-1,0	0,6	0,5	0,6
2018	105,2	0,4	1,6	0,3	0,9	0,7	0,9	1,9	-0,2	0,5	-0,3	-0,2
2018 IV TR	105,3	-0,2	0,0	-1,9	0,5	0,2	-0,1	0,9	-0,4	0,9	-0,4	-0,1
2019 I TR	105,4	0,0	-0,7	-1,6	2,4	0,8	0,7	1,4	-0,6	-0,1	-0,3	0,4
II TR	105,4	0,0	0,6	-2,1	1,9	0,4	1,0	2,2	0,6	0,3	-0,2	0,4
III TR	105,5	0,2	0,9	-2,1	2,2	1,0	1,1	1,7	1,4	0,1	-0,2	0,0
Remuneración por hora trabajada												
2016	111,2	1,0	-0,6	1,2	1,8	0,9	0,5	1,4	2,5	0,2	1,4	1,5
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	2,0	1,8	2,4	1,8	2,1	2,4	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,9	2,1	1,4	2,5	2,6	1,7	2,4	2,7	1,9	2,2
2018 IV TR	116,2	2,0	1,4	1,8	1,2	2,0	1,9	1,1	4,3	2,8	1,9	2,4
2019 I TR	116,8	2,0	0,1	1,9	2,4	2,3	1,8	0,9	4,5	1,8	1,9	2,4
II TR	117,6	2,4	2,9	1,6	3,1	2,4	2,0	1,5	3,6	2,3	2,6	3,9
III TR	118,3	2,3	1,7	2,4	2,9	2,5	1,4	1,5	1,6	1,9	2,4	2,5
Productividad del trabajo por hora												
2016	105,7	0,5	-2,1	2,0	1,4	0,3	1,2	-0,9	-2,2	-0,4	0,3	-0,8
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,1	1,7	2,5	3,1	-0,8	0,9	1,1	1,1
2018	107,7	0,5	0,8	0,5	0,7	1,0	1,1	2,1	-0,8	0,6	-0,3	0,0
2018 IV TR	107,3	-0,4	-0,6	-1,8	0,3	0,1	-0,1	0,6	-0,5	0,6	-0,6	-0,2
2019 I TR	107,5	-0,2	-1,8	-1,8	1,8	0,6	0,7	1,2	-0,2	-0,2	-0,4	0,5
II TR	107,6	0,3	0,5	-1,7	1,9	0,7	1,5	2,2	0,4	0,2	0,1	1,3
III TR	107,7	0,5	1,1	-1,8	2,4	1,4	1,3	1,8	-0,3	0,2	0,0	0,8

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	1.076,0	6.082,7	7.158,7	1.329,1	2.221,6	3.550,7	10.709,5	69,3	522,6	87,9	679,9	11.389,4
2017	1.112,0	6.638,1	7.750,1	1.196,7	2.261,8	3.458,4	11.208,5	74,4	511,7	72,2	658,3	11.866,9
2018	1.163,3	7.119,0	8.282,3	1.125,2	2.299,0	3.424,1	11.706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12.375,4
2018 IV TR	1.163,3	7.119,0	8.282,3	1.125,2	2.299,0	3.424,1	11.706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12.375,4
2019 I TR	1.179,2	7.277,1	8.456,3	1.114,8	2.318,1	3.432,8	11.889,1	74,2	509,3	39,5	623,1	12.512,2
II TR	1.189,0	7.415,3	8.604,3	1.111,2	2.338,5	3.449,7	12.054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12.677,3
III TR	1.204,0	7.605,1	8.809,2	1.110,1	2.354,7	3.464,8	12.274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12.903,0
2019 May	1.185,9	7.364,7	8.550,6	1.122,6	2.333,9	3.456,4	12.007,1	71,1	513,6	44,8	629,4	12.636,5
Jun	1.189,0	7.415,3	8.604,3	1.111,2	2.338,5	3.449,7	12.054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12.677,3
Jul	1.193,7	7.486,4	8.680,1	1.104,5	2.344,3	3.448,9	12.129,0	75,7	523,5	37,6	636,9	12.765,8
Ago	1.198,7	7.572,2	8.770,9	1.114,0	2.347,1	3.461,1	12.232,1	72,3	534,9	25,6	632,7	12.864,8
Sep	1.204,0	7.605,1	8.809,2	1.110,1	2.354,7	3.464,8	12.274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12.903,0
Oct ⁽⁶⁾	1.209,4	7.673,9	8.883,3	1.094,2	2.357,0	3.451,2	12.334,5	79,6	518,0	27,7	625,4	12.959,9
Operaciones												
2016	38,5	539,6	578,0	-105,9	16,0	-90,0	488,1	-4,3	34,1	18,9	48,7	536,8
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,9	-23,1	530,5
2018	50,3	465,3	515,6	-74,2	45,1	-29,1	486,5	-0,9	11,6	-4,5	6,2	492,7
2018 IV TR	13,1	112,4	125,5	-8,3	14,2	5,9	131,4	2,5	26,9	7,6	37,0	168,4
2019 I TR	15,9	156,3	172,2	-12,7	19,6	6,8	179,0	-0,3	-20,8	-28,5	-49,5	129,5
II TR	9,8	143,0	152,7	-4,4	20,3	15,8	168,6	0,4	4,5	-3,8	1,1	169,7
III TR	15,1	180,8	195,8	-4,6	16,4	11,8	207,6	-0,6	20,0	-15,2	4,2	211,8
2019 May	3,4	56,4	59,8	-3,7	7,9	4,1	63,9	-2,4	-0,2	2,8	0,2	64,1
Jun	3,1	54,9	57,9	-10,6	4,7	-5,9	52,0	3,6	0,0	-7,5	-3,8	48,1
Jul	4,7	68,0	72,7	-8,1	5,8	-2,3	70,4	1,1	8,8	1,2	11,1	81,5
Ago	5,0	83,1	88,1	8,3	2,8	11,1	99,2	-3,7	11,3	-11,5	-3,8	95,4
Sep	5,3	29,7	35,1	-4,8	7,8	3,1	38,1	2,0	-0,2	-5,0	-3,1	35,0
Oct ⁽⁶⁾	5,4	71,8	77,1	-14,1	3,0	-11,1	66,0	5,5	-16,8	9,3	-2,0	64,0
Tasas de crecimiento												
2016	3,7	9,7	8,7	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,9	7,0	26,5	7,7	5,0
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,5	-3,4	4,7
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-6,3	0,9	4,2
2018 IV TR	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-6,3	0,9	4,2
2019 I TR	5,9	7,7	7,5	-5,3	2,6	-0,1	5,2	2,4	-1,7	-43,0	-5,8	4,6
II TR	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-43,9	-5,0	4,5
III TR	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,1	1,2	5,9	3,0	6,1	-65,2	-1,1	5,6
2019 May	4,9	7,5	7,2	-3,7	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-31,0	-3,6	4,7
Jun	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-43,9	-5,0	4,5
Jul	4,9	8,3	7,8	-5,4	3,0	0,2	5,5	10,4	1,1	-38,1	-1,7	5,1
Ago	4,8	9,0	8,4	-3,1	2,9	0,9	6,2	-1,1	4,9	-59,7	-2,4	5,7
Sep	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,1	1,2	5,9	3,0	6,1	-65,2	-1,1	5,6
Oct ⁽⁶⁾	4,8	9,0	8,4	-4,3	3,0	0,6	6,1	10,1	1,4	-48,0	-2,4	5,6

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	2.093,8	1.632,5	293,3	159,9	8,0	6.057,4	3.403,3	645,6	2.006,2	2,3	964,3	200,8	386,6
2017	2.240,3	1.797,4	285,0	149,1	8,8	6.317,7	3.702,8	562,2	2.051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2.335,5	1.902,9	277,2	147,8	7,6	6.645,0	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,5	203,1	435,4
2018 IV TR	2.335,5	1.902,9	277,2	147,8	7,6	6.645,0	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,5	203,1	435,4
2019 I TR	2.380,3	1.956,0	270,1	148,1	6,1	6.752,9	4.126,3	514,9	2.110,4	1,4	978,0	213,0	460,0
II TR	2.406,1	1.983,7	265,3	150,0	7,1	6.847,0	4.207,8	509,9	2.127,6	1,7	1.009,5	216,6	460,4
III TR	2.450,3	2.030,7	262,2	151,4	5,9	6.965,1	4.318,3	504,6	2.141,3	1,0	1.042,3	221,3	465,4
2019 May	2.401,5	1.976,1	269,2	149,3	6,9	6.824,1	4.186,6	512,1	2.123,9	1,6	992,7	215,4	458,5
Jun	2.406,1	1.983,7	265,3	150,0	7,1	6.847,0	4.207,8	509,9	2.127,6	1,7	1.009,5	216,6	460,4
Jul	2.429,0	2.008,1	264,1	150,4	6,4	6.894,2	4.250,7	508,8	2.132,9	1,8	1.009,3	220,7	457,8
Ago	2.462,0	2.040,0	264,4	151,0	6,6	6.927,8	4.283,4	507,4	2.135,4	1,7	1.022,9	231,5	461,3
Sep	2.450,3	2.030,7	262,2	151,4	5,9	6.965,1	4.318,3	504,6	2.141,3	1,0	1.042,3	221,3	465,4
Oct ⁴⁾	2.471,9	2.052,8	260,2	150,9	7,9	6.994,7	4.349,3	500,5	2.143,3	1,7	1.047,5	223,1	467,4
Operaciones													
2016	131,9	157,0	-25,5	0,3	0,1	301,1	334,8	-46,3	13,6	-0,9	21,0	-28,3	19,6
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	92,8	105,0	-9,8	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,8	-4,2	19,3
2018 IV TR	28,9	21,2	7,4	-0,2	0,4	95,1	87,2	-7,1	14,8	0,2	4,2	-8,2	0,8
2019 I TR	47,4	54,8	-7,2	0,7	-0,9	106,7	89,7	-3,2	20,3	0,0	-24,6	9,3	24,1
II TR	29,4	30,5	-4,4	2,2	1,1	94,1	82,1	-5,0	16,7	0,3	31,7	3,9	0,1
III TR	40,5	43,3	-2,8	1,4	-1,3	117,2	109,8	-6,0	13,9	-0,6	25,5	4,2	4,6
2019 May	15,2	16,3	-1,3	0,4	-0,1	36,3	30,8	-1,3	6,9	0,0	2,9	3,3	0,3
Jun	7,3	9,3	-3,3	1,0	0,3	23,7	21,9	-1,8	3,5	0,1	18,5	1,5	1,7
Jul	22,2	23,2	-0,4	0,2	-0,8	46,8	42,8	-1,4	5,3	0,1	-3,6	4,0	-2,7
Ago	31,1	30,5	-0,1	0,6	0,1	33,4	32,6	-1,6	2,5	-0,1	11,8	10,6	3,6
Sep	-12,8	-10,4	-2,3	0,5	-0,7	37,0	34,5	-2,9	6,1	-0,7	17,3	-10,4	3,7
Oct ⁴⁾	24,6	24,5	-1,4	-0,5	2,1	29,7	30,1	-3,7	2,7	0,7	7,8	2,1	1,9
Tasas de crecimiento													
2016	6,8	10,4	-8,0	0,2	0,8	5,2	10,9	-6,7	0,6	-28,4	2,2	-12,4	5,3
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2018 IV TR	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2019 I TR	5,9	7,6	-2,3	0,2	-17,1	5,7	8,9	-5,6	2,9	-17,2	-2,2	0,5	10,4
II TR	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
III TR	6,3	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,7	4,3	6,8
2019 May	5,5	6,7	-0,8	1,4	8,8	5,9	8,9	-4,7	3,2	20,5	-0,5	0,0	8,7
Jun	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
Jul	6,8	8,6	-2,5	2,4	-8,1	6,1	9,1	-4,5	3,1	13,9	0,0	1,8	6,9
Ago	7,8	9,6	-2,0	2,4	3,2	6,2	9,2	-4,0	3,0	6,1	3,2	8,7	6,2
Sep	6,3	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,7	4,3	6,8
Oct ⁴⁾	7,2	9,1	-3,8	2,5	31,9	6,2	9,2	-4,1	3,1	30,9	4,3	6,8	6,3

Fuente: BCE.

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

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

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

4) 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	4.382,4	1.083,1	3.286,0	12.879,6	10.708,6	10.980,9	4.310,3	5.449,8	835,8	112,8	1.385,8	785,2
2017	4.617,2	1.032,3	3.571,0	13.114,1	10.870,5	11.165,0	4.323,5	5.600,2	838,0	108,7	1.440,4	803,2
2018	4.675,5	1.006,3	3.657,8	13.415,1	11.122,7	11.478,4	4.405,9	5.742,1	847,9	126,8	1.517,4	774,9
2018 IV TR	4.675,5	1.006,3	3.657,8	13.415,1	11.122,7	11.478,4	4.405,9	5.742,1	847,9	126,8	1.517,4	774,9
2019 I TR	4.661,4	1.001,5	3.648,5	13.526,5	11.201,0	11.553,1	4.426,5	5.787,7	856,1	130,7	1.526,8	798,7
II TR	4.639,5	1.000,7	3.627,1	13.639,5	11.290,7	11.665,4	4.462,5	5.825,8	870,3	132,1	1.546,3	802,5
III TR	4.696,4	999,8	3.685,0	13.774,2	11.394,4	11.762,8	4.488,5	5.876,3	883,5	146,2	1.569,5	810,2
2019 May	4.634,5	1.004,1	3.618,7	13.595,3	11.261,6	11.625,4	4.462,2	5.806,8	867,7	124,9	1.533,6	800,1
Jun	4.639,5	1.000,7	3.627,1	13.639,5	11.290,7	11.665,4	4.462,5	5.825,8	870,3	132,1	1.546,3	802,5
Jul	4.672,9	1.000,5	3.660,7	13.682,2	11.335,0	11.706,1	4.483,6	5.843,4	873,6	134,4	1.541,0	806,2
Ago	4.707,4	1.003,8	3.691,9	13.735,7	11.388,3	11.748,2	4.505,0	5.864,6	878,3	140,4	1.544,6	802,8
Sep	4.696,4	999,8	3.685,0	13.774,2	11.394,4	11.762,8	4.488,5	5.876,3	883,5	146,2	1.569,5	810,2
Oct ^(p)	4.665,5	1.001,8	3.652,1	13.801,7	11.423,2	11.786,2	4.503,2	5.895,0	886,2	138,9	1.562,7	815,8
Operaciones												
2016	484,2	-34,4	518,5	318,8	234,5	258,2	81,7	121,0	43,0	-11,1	79,9	4,4
2017	287,5	-43,7	330,6	363,3	274,2	315,8	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,7	25,4
2018	89,5	-28,4	117,9	375,6	307,8	380,0	124,0	166,4	-0,3	17,8	88,6	-20,7
2018 IV TR	29,6	2,4	27,3	65,1	58,0	88,6	16,2	42,4	-4,1	3,5	11,2	-4,1
2019 I TR	-30,7	-5,5	-25,2	110,1	92,1	91,0	32,3	49,1	8,4	2,3	0,5	17,5
II TR	-49,2	-1,5	-48,0	123,6	105,7	126,0	50,7	38,8	17,8	-1,5	17,6	0,3
III TR	-1,5	-0,9	-0,6	128,6	102,2	104,7	27,1	52,1	9,2	13,9	20,2	6,2
2019 May	-7,5	5,4	-13,1	34,5	25,9	34,5	19,7	6,4	1,4	-1,6	11,6	-3,0
Jun	-22,4	-3,9	-18,4	46,2	39,0	48,9	8,4	18,7	7,6	4,4	9,9	-2,7
Jul	7,0	-0,3	7,2	39,7	44,3	41,9	22,3	17,8	2,0	2,2	-7,2	2,5
Ago	5,4	3,2	2,2	50,8	51,5	43,8	20,8	21,3	3,5	5,9	1,5	-2,3
Sep	-13,9	-3,8	-10,0	38,2	6,4	19,0	-16,0	13,0	3,6	5,7	25,8	6,0
Oct ^(p)	-17,1	2,2	-19,3	35,8	36,6	35,6	18,8	20,4	4,6	-7,2	-6,3	5,5
Tasas de crecimiento												
2016	12,4	-3,1	18,6	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,1	0,6
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2
2018	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,4	6,2	-2,6
2018 IV TR	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,4	6,2	-2,6
2019 I TR	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-1,0	14,7	4,1	1,8
II TR	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,9	3,2	1,3
III TR	-1,1	-0,6	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,5
2019 May	0,6	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,3	1,7	3,0	0,4
Jun	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,9	3,2	1,3
Jul	-0,5	-1,5	-0,3	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,6	7,2	1,4	1,8
Ago	-0,6	-0,4	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,3	3,2	12,9	1,2	2,1
Sep	-1,1	-0,6	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,5
Oct ^(p)	-1,4	-0,1	-1,7	3,2	3,3	3,7	3,1	3,3	3,7	11,0	2,2	3,3

Fuente: BCE.

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

2) Ajustados de titulaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM), así como de posiciones resultantes de los servicios de 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	4.310,3	4.308,4	1.012,2	796,5	2.501,6	5.449,8	5.729,0	616,5	4.083,7	749,6
2017	4.323,5	4.358,8	986,2	821,2	2.516,2	5.600,2	5.866,6	654,9	4.216,3	729,0
2018	4.405,9	4.489,0	993,2	845,4	2.567,3	5.742,1	6.023,0	684,6	4.353,0	704,5
2018 IV TR	4.405,9	4.489,0	993,2	845,4	2.567,3	5.742,1	6.023,0	684,6	4.353,0	704,5
2019 I TR	4.426,5	4.511,6	980,7	853,1	2.592,7	5.787,7	6.065,6	694,5	4.391,1	702,2
II TR	4.462,5	4.554,2	977,6	867,2	2.617,7	5.825,8	6.113,9	705,4	4.422,2	698,1
III TR	4.488,5	4.581,9	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.164,6	713,1	4.468,9	694,3
2019 May	4.462,2	4.544,2	981,2	865,3	2.615,7	5.806,8	6.098,5	700,7	4.408,9	697,3
Jun	4.462,5	4.554,2	977,6	867,2	2.617,7	5.825,8	6.113,9	705,4	4.422,2	698,1
Jul	4.483,6	4.569,8	983,3	872,9	2.627,4	5.843,4	6.133,3	708,6	4.437,6	697,2
Ago	4.505,0	4.591,9	995,8	876,3	2.632,9	5.864,6	6.150,7	711,7	4.456,5	696,5
Sep	4.488,5	4.581,9	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.164,6	713,1	4.468,9	694,3
Oct ^(p)	4.503,2	4.593,3	983,4	878,3	2.641,5	5.895,0	6.181,4	715,2	4.488,3	691,5
Operaciones										
2016	81,7	99,6	-14,3	43,4	52,6	121,0	113,8	24,2	105,2	-8,5
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	164,9	45,1	134,0	-5,9
2018	124,0	174,7	18,7	33,9	71,5	166,4	187,6	40,2	136,1	-9,9
2018 IV TR	16,2	38,1	-1,4	8,3	9,4	42,4	49,7	8,9	38,0	-4,5
2019 I TR	32,3	32,5	-10,9	10,3	32,9	49,1	49,2	10,8	39,1	-0,8
II TR	50,7	54,1	0,8	17,1	32,8	38,8	49,9	12,1	28,8	-2,1
III TR	27,1	33,5	3,7	6,2	17,2	52,1	55,6	8,5	46,3	-2,7
2019 May	19,7	17,1	-2,3	6,2	15,8	6,4	16,9	4,8	3,3	-1,7
Jun	8,4	16,6	-1,2	4,3	5,3	18,7	15,7	4,2	14,5	0,1
Jul	22,3	17,5	5,2	5,9	11,2	17,8	19,8	3,5	15,1	-0,9
Ago	20,8	24,4	12,0	3,2	5,7	21,3	17,9	3,2	18,5	-0,4
Sep	-16,0	-8,4	-13,5	-2,8	0,3	13,0	18,0	1,8	12,6	-1,4
Oct ^(p)	18,8	17,6	3,4	5,7	9,8	20,4	20,6	2,4	20,4	-2,3
Tasas de crecimiento										
2016	1,9	2,3	-1,4	5,7	2,1	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,0	1,9	4,2	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2018 IV TR	2,9	4,0	1,9	4,2	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2019 I TR	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,0	3,5	-1,5
II TR	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
III TR	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
2019 May	2,7	3,9	-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	6,3	3,4	-1,1
Jul	3,3	4,0	-0,4	5,7	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2
Ago	3,5	4,2	0,6	5,8	3,8	3,3	3,4	6,1	3,5	-1,2
Sep	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
Oct ^(p)	3,1	3,8	0,6	4,8	3,5	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,7

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	306,5	6.957,3	2.088,6	71,0	2.148,4	2.649,3	1.127,6	263,5	205,9	121,6
2017	342,7	6.771,0	1.967,4	59,8	2.017,5	2.726,2	938,5	310,8	143,5	92,5
2018	379,3	6.819,0	1.940,5	56,1	2.099,3	2.723,1	1.029,8	453,4	187,0	194,9
2018 IV TR	379,3	6.819,0	1.940,5	56,1	2.099,3	2.723,1	1.029,8	453,4	187,0	194,9
2019 I TR	370,0	6.906,3	1.937,1	55,9	2.145,8	2.767,6	1.180,5	420,2	199,0	212,3
II TR	373,7	6.984,2	1.956,6	57,5	2.135,0	2.835,2	1.322,1	434,2	191,5	207,8
III TR	388,0	7.100,2	1.947,3	57,2	2.162,2	2.933,6	1.478,5	442,2	184,2	198,1
2019 May	368,1	6.913,4	1.932,6	56,5	2.138,0	2.786,3	1.277,9	410,3	212,8	229,2
Jun	373,7	6.984,2	1.956,6	57,5	2.135,0	2.835,2	1.322,1	434,2	191,5	207,8
Jul	374,5	7.018,2	1.931,1	57,7	2.150,5	2.878,9	1.404,1	399,4	206,5	224,1
Ago	403,5	7.060,0	1.916,5	57,3	2.148,4	2.937,7	1.461,2	423,9	212,6	231,5
Sep	388,0	7.100,2	1.947,3	57,2	2.162,2	2.933,6	1.478,5	442,2	184,2	198,1
Oct ^(a)	380,6	7.057,4	1.947,8	55,0	2.131,1	2.923,5	1.490,2	440,4	221,4	236,2
Operaciones										
2016	21,6	-123,0	-71,3	-8,6	-118,5	75,4	-277,6	-90,0	12,8	-12,0
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-92,8	-61,9	-61,2	-28,5
2018	40,5	50,6	-37,9	-4,9	22,8	70,7	77,7	41,0	16,2	23,6
2018 IV TR	-22,2	23,7	-1,7	-0,8	11,2	15,0	34,4	40,8	9,7	11,9
2019 I TR	-9,1	43,9	-10,4	-0,2	37,0	17,5	116,5	-31,5	2,7	5,5
II TR	3,8	46,0	21,9	1,6	-0,1	22,6	109,7	35,4	-7,1	-4,5
III TR	14,6	13,3	-15,2	-0,6	5,1	24,0	83,8	28,8	6,9	7,4
2019 May	1,0	6,3	-1,3	0,4	0,4	6,8	59,5	-15,1	-4,1	-2,9
Jun	5,7	42,7	25,3	1,0	8,0	8,4	23,7	49,0	-20,8	-21,4
Jul	0,7	-5,2	-26,8	0,2	9,3	12,1	56,3	-25,9	14,9	16,3
Ago	29,1	-20,5	-17,2	-0,4	-7,8	4,8	8,4	39,4	6,1	7,4
Sep	-15,2	39,0	28,7	-0,4	3,6	7,0	19,2	15,3	-14,1	-16,3
Oct ^(a)	-7,2	-12,6	2,0	-1,5	-22,4	9,3	34,1	-8,6	37,3	38,1
Tasas de crecimiento										
2016	7,7	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2018 IV TR	11,8	0,8	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2019 I TR	8,9	1,3	-1,6	-6,4	2,8	2,6	-	-	17,8	21,2
II TR	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
III TR	-3,2	1,9	-0,3	0,1	2,5	2,9	-	-	6,9	11,0
2019 May	9,1	1,4	-1,6	-3,8	2,8	2,7	-	-	14,4	15,9
Jun	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
Jul	5,8	2,0	-1,8	0,4	4,1	3,2	-	-	7,1	9,9
Ago	5,7	1,7	-2,2	0,4	3,7	3,0	-	-	11,9	15,6
Sep	-3,2	1,9	-0,3	0,1	2,5	2,9	-	-	6,9	11,0
Oct ^(a)	-2,9	1,5	-0,1	-2,0	1,2	2,9	-	-	36,4	38,9

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

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	46,4	45,8	12,5	13,0	15,2	0,6	48,4	44,5	10,1	5,3	2,3	22,7	3,9
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2018 III TR	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,2	9,9	5,3	1,9	22,3	3,7
IV TR	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019 I TR	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
II TR	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,8	22,5	3,7

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor		Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda		
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90,8	3,4	16,5	71,0	45,0	27,6	45,8	9,7	81,2	18,3	31,1	41,4	88,8	2,1
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,5	9,4	80,6	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,5	70,1	48,2	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,9	3,1	13,8	69,0	48,0	32,4	37,8	8,0	77,8	16,1	28,3	41,4	84,5	1,4
2018 III TR	87,1	3,2	13,9	70,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	85,9	3,1	13,8	69,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 I TR	86,5	3,1	13,6	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	86,4	3,1	13,5	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

	Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB ²⁾	Déficit (+) / superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda							Diferencial entre interés y crecimiento	Pro memoria: Necesidad de financiación	
			Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen			Otros
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,2
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,3	1,6
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,1	0,9
2018	-1,9	-1,3	0,4	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,9	0,8
2018 III TR	-2,2	-1,5	0,5	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,2	0,9
IV TR	-1,9	-1,3	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8
2019 I TR	-1,3	-1,2	0,7	0,6	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,8	1,2
II TR	-0,9	-1,0	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,6	1,4

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 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	
II TR	12,9	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9	
2019 May	12,9	11,4	3,5	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
Jun	12,9	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	4,1	1,5	0,4	7,5	2,3	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0	
Ago	12,9	11,4	4,2	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,1	
Sep	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0	
Oct	12,8	11,3	3,4	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,2	

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

4) 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	0,9	0,1	-1,9	-5,6	-5,2	-3,6	-2,6	-1,0
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,5	-2,4	0,1
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,8	-2,4	1,7
2018	-0,7	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4
2018 III TR	-0,2	2,1	0,2	-0,5	0,8	-2,7	-2,5	-2,0	-4,2
IV TR	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4
2019 I TR	-1,1	1,8	-0,7	0,1	0,3	-2,6	-3,0	-2,2	-3,9
II TR	-1,6	1,7	-0,6	0,7	0,5	-2,8	-3,3	-2,1	-3,7
Deuda pública									
2015	105,2	72,1	10,0	76,7	175,9	99,3	95,6	135,3	107,5
2016	104,9	69,2	10,2	73,9	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4
2017	101,8	65,3	9,3	67,8	176,2	98,6	98,4	134,1	93,9
2018	100,0	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6
2018 III TR	105,4	62,7	8,5	67,2	182,3	98,9	99,4	136,1	107,9
IV TR	102,1	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6
2019 I TR	105,3	61,7	8,0	65,4	182,1	98,9	99,7	136,6	103,2
II TR	104,7	61,2	9,3	63,9	180,2	98,9	99,6	138,0	107,2
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP									
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,4
2016	0,1	0,2	1,8	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-1,7
2017	-0,5	0,5	1,4	3,4	1,3	-0,7	-3,0	0,0	-0,7
2018	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-0,8
2018 III TR	-0,4	0,5	2,2	3,4	2,0	0,1	-0,1	0,5	-0,7
IV TR	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-0,8
2019 I TR	-0,7	0,2	3,1	1,8	1,7	-0,1	-0,2	0,6	-0,9
II TR	-0,9	0,0	3,2	1,0	1,8	0,0	0,2	0,6	-1,0
Deuda pública									
2015	36,7	42,7	22,0	57,8	64,6	84,9	131,2	82,6	63,0
2016	40,2	39,9	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	62,6
2017	38,6	39,3	22,3	50,3	56,9	78,3	126,0	74,1	60,9
2018	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	59,0
2018 III TR	37,5	34,9	21,2	45,9	52,9	75,7	125,5	71,4	58,9
IV TR	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	59,0
2019 I TR	37,7	34,0	20,8	46,4	50,9	72,7	123,7	68,1	58,7
II TR	36,7	36,1	20,3	45,7	50,9	71,8	121,2	67,7	60,5

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 diciembre 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-19-008-ES-N (edición electrónica)