



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 8 / 2018



Índice

Índice	1
Evolución económica y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	6
2 Evolución financiera	13
3 Actividad económica	19
4 Precios y costes	25
5 Dinero y crédito	32
6 Evolución de las finanzas públicas	40
Recuadros	43
1 Vulnerabilidades en las economías emergentes – comparación con crisis anteriores	43
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 1 de agosto y el 30 de octubre de 2018	51
3 Análisis de la desaceleración del crecimiento en 2018	57
4 Cambios en la composición del crecimiento del empleo en la zona del euro durante la recuperación	61
5 Evolución reciente de la deriva salarial en la zona del euro	66
6 Evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2019	71
Estadísticas	S1

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria del 13 de diciembre de 2018, el Consejo de Gobierno decidió poner fin a las compras netas de activos ese mes, así como mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y reforzar las indicaciones prospectivas sobre reinversiones. Aunque la información más reciente indica una evolución más débil de lo previsto debido a un descenso de la demanda externa, pero también a ciertos factores relacionados con países y sectores específicos, la fortaleza subyacente de la demanda interna sigue respaldando la expansión de la zona del euro y el aumento gradual de las presiones inflacionistas. Esto sustenta la confianza del Consejo de Gobierno en que la convergencia sostenida de la inflación hacia su objetivo continuará y se mantendrá incluso después de que concluyan las compras netas de activos. Al mismo tiempo, las incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo, las vulnerabilidades en los mercados emergentes y la volatilidad de los mercados financieros continúan siendo notables. Por lo tanto, sigue siendo necesario un estímulo monetario significativo que respalde un aumento adicional de las presiones inflacionistas internas y la evolución de la inflación general a medio plazo. Las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE, reforzadas por las reinversiones del considerable volumen de activos adquiridos, siguen ofreciendo el grado de acomodación monetaria necesario para la convergencia sostenida de la inflación hacia su objetivo. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la manera adecuada, con el fin de asegurar que la inflación continúe avanzando de forma sostenida hacia su objetivo.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 13 de diciembre de 2018

Aunque la actividad económica global ha mantenido su capacidad de resistencia, su evolución ha sido más desigual y están apareciendo señales de moderación de su impulso. La maduración del ciclo económico mundial, el menor respaldo de las políticas monetarias en las economías avanzadas y el impacto de los aranceles entre Estados Unidos y China están frenando la actividad global. El crecimiento del comercio mundial se ha ralentizado ligeramente y la incertidumbre acerca de las relaciones comerciales futuras se ha incrementado. Al mismo tiempo, las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias en las economías avanzadas, mientras que se han endurecido en algunos mercados emergentes. De cara al futuro, se espera que la actividad económica mundial experimente una desaceleración en 2019 y se mantenga estable posteriormente. Se prevé que las presiones inflacionistas a escala mundial aumenten poco a poco a medida que disminuya la capacidad productiva sin utilizar.

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre de 2018, en un contexto de elevada incertidumbre geopolítica y de percepción de deterioro de las perspectivas macroeconómicas.

Los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro han permanecido, en gran medida, estables, a excepción del diferencial soberano de Italia, que ha mostrado una volatilidad considerable. Aunque las expectativas de beneficios empresariales mantienen su solidez, algunas revisiones a la baja, así como una reevaluación del riesgo, se han traducido en caídas de los precios de las acciones y de los bonos de las empresas de la zona del euro. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha debilitado en términos generales.

El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2018, tras registrar un crecimiento del 0,4 % en los dos trimestres anteriores.

Los últimos datos y los resultados de encuestas más recientes indican una evolución más débil de lo previsto, como consecuencia de la menor contribución de la demanda externa y de ciertos factores relacionados con países y sectores específicos. Si bien es probable que algunos de estos factores desaparezcan, ello podría sugerir una ligera ralentización del ritmo de crecimiento en el futuro. Al mismo tiempo, la demanda interna, respaldada a su vez por la orientación acomodaticia de la política monetaria del Consejo de Gobierno, sigue apoyando la expansión económica de la zona del euro. La fortaleza del mercado de trabajo, reflejada en las actuales mejoras del empleo y las subidas salariales, continúa sustentando el consumo privado. Por otra parte, la inversión empresarial se está beneficiando de la demanda interna, las favorables condiciones de financiación y la mejora de los balances. La inversión residencial sigue siendo sólida. Asimismo, se espera que la expansión de la actividad mundial continúe impulsando las exportaciones de la zona del euro, aunque a un ritmo más lento.

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 2018.

Según estas proyecciones, el PIB real de la zona del euro crecerá un 1,9 % en 2018, un 1,7 % en 2019, un 1,7 % en 2020 y un 1,5 % en 2021. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2018, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado ligeramente a la baja para 2018 y 2019. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aún pueden considerarse, en general, equilibrados. Sin embargo, el balance de riesgos se está orientando a la baja debido a la persistencia de incertidumbres relacionadas con factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo, las vulnerabilidades en los mercados emergentes y la volatilidad de los mercados financieros.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 2 % en noviembre de 2018, desde el 2,2 % registrado en octubre.

Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, es probable que la inflación general disminuya en los próximos meses. Aunque los indicadores de la inflación subyacente se mantienen, en general, contenidos, las presiones de costes de origen interno continúan

intensificándose y ampliándose en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo, que están impulsando el crecimiento de los salarios. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente aumente a medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica y el mayor 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 2018, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,8 % en 2018, el 1,6 % en 2019, el 1,7 % en 2020 y el 1,8 % en 2021.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2018, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado ligeramente al alza para 2018 y a la baja para 2019. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, avance del 1 % en 2018 al 1,4 % en 2019, al 1,6 % en 2020 y al 1,8 % en 2021.

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) repuntó en octubre de 2018, en un contexto de cambio hacia fuentes de creación de dinero más autosostenidas, a medida que se han ido reduciendo las adquisiciones netas mensuales realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés). Los préstamos al sector privado siguieron creciendo y volvieron a ser el principal factor impulsor del avance de M3, aunque mostraron algunas señales de ralentización, sobre todo en el caso de los préstamos a sociedades no financieras. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación y del crédito de los bancos continuaron siendo muy favorables. La transmisión de las medidas de política monetaria puestas en marcha desde junio de 2014 sigue respaldando notablemente las condiciones de financiación de las empresas y los hogares, el acceso a la financiación, en particular de las pequeñas y medianas empresas, y el flujo de crédito en el conjunto de la zona del euro.

Se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se reduzca de forma significativa en 2018, pero que aumente ligeramente el próximo año. La caída de 2018 se ha debido, sobre todo, a las condiciones cíclicas favorables y a la disminución de los pagos por intereses. Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea básicamente neutral en 2018, se relaje en 2019 y 2020, y vuelva a ser neutral en 2021.

Decisiones de política monetaria

Sobre la base del análisis económico y monetario que realiza periódicamente, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones. El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y sigue esperando que permanezcan en los niveles actuales hasta al menos durante el verano de 2019 y, en todo caso, durante el tiempo necesario para asegurar la convergencia sostenida y continuada de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. En relación con las medidas de política monetaria

no convencionales, decidió que las compras netas en el marco del APP finalizarán en diciembre de 2018. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno reforzó sus indicaciones prospectivas sobre reinversiones. A este respecto, 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 comiencen 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.

1 Entorno exterior

Aunque la actividad económica global ha mantenido su capacidad de resistencia, su evolución ha sido más desigual y están apareciendo señales de moderación de su impulso. La maduración del ciclo económico mundial, el menor respaldo de las políticas monetarias en las economías avanzadas y el impacto de los aranceles entre Estados Unidos y China están frenando la actividad global. Al mismo tiempo, las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias en las economías avanzadas, mientras que han continuado siendo restrictivas en algunos mercados emergentes. El crecimiento del comercio internacional se ha ralentizado ligeramente, y la incertidumbre acerca de las relaciones comerciales futuras se ha incrementado. De cara al futuro, se espera que la actividad económica mundial experimente una desaceleración en 2019 y se mantenga estable durante los dos años siguientes, a medida que el apoyo de las políticas disminuya gradualmente y China se sitúe en una senda de menor crecimiento. Se prevé que las presiones inflacionistas a escala mundial aumenten poco a poco con la disminución de la capacidad productiva sin utilizar. Los riesgos para la actividad económica global están sesgados a la baja.

Actividad económica y comercio mundiales

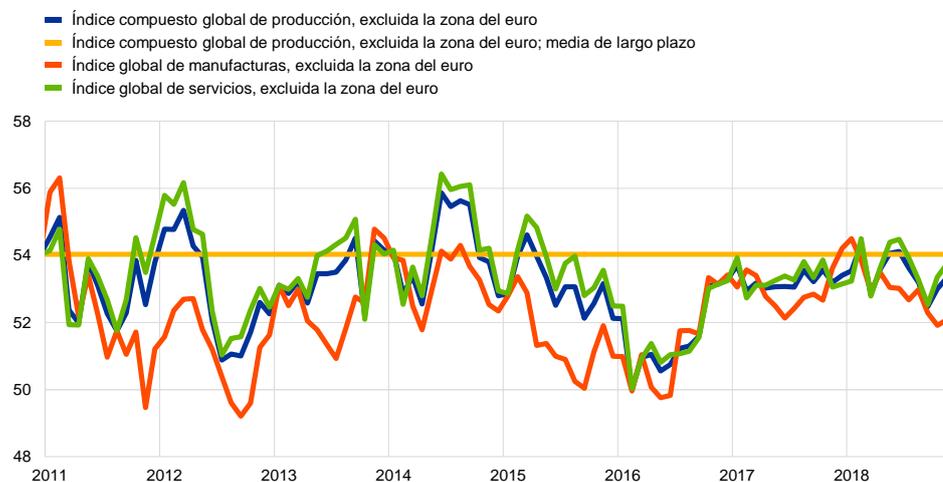
Aunque la actividad económica mundial ha mantenido su capacidad de resistencia, están apareciendo señales de moderación de su impulso. La economía global continuó expandiéndose a un ritmo sostenido en el segundo trimestre de 2018, favorecida por el repunte de la actividad en varias economías avanzadas, entre otras, Estados Unidos, Reino Unido y Japón. En Estados Unidos, la tasa de crecimiento correspondiente al tercer trimestre sigue apuntando a la resistencia de la actividad, mientras que, en el Reino Unido, el avance del PIB fue acusado, reflejo, en parte, del aumento del gasto público. La economía japonesa experimentó una contracción en ese mismo período, debido principalmente a factores temporales relacionados con catástrofes naturales. En las economías emergentes, la evolución del crecimiento fue más heterogénea. La actividad económica se mantuvo en China en el tercer trimestre, pero se debilitó de forma sustancial en los países emergentes que registraron turbulencias financieras anteriormente en el año.

La evidencia procedente de encuestas de opinión sugiere que la actividad se ralentizará a corto plazo. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, ha ido retrocediendo de manera gradual desde principios de 2018, impulsado principalmente por la desaceleración continuada de la actividad del sector de manufacturas a escala mundial (véase gráfico 1). Los servicios registraron un comportamiento mejor que las manufacturas en los meses del año transcurridos hasta noviembre, si bien los datos han mostrado cierta volatilidad. La confianza de los consumidores ha disminuido recientemente, aunque desde niveles elevados.

Gráfico 1

PMI compuesto global de producción

(Índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2018. La «media de largo plazo» se refiere al período comprendido entre enero de 1999 y noviembre de 2018.

Las condiciones financieras siguen siendo acomodaticias en las economías avanzadas, mientras que, en los mercados emergentes, el panorama es relativamente heterogéneo.

En China, las condiciones financieras se han relajado como consecuencia de las medidas adoptadas por el banco central en respuesta al deterioro de las perspectivas de actividad, en un contexto de desequilibrios internos y de aumento de las tensiones comerciales. Sin embargo, las condiciones financieras siguen siendo restrictivas en las economías emergentes que resultaron más afectadas por las turbulencias registradas en los mercados financieros durante el verano —entre ellas, Argentina y Turquía— y están lastrando considerablemente sus perspectivas de actividad. En conjunto, la tolerancia al riesgo a escala global no se ha recuperado del todo desde los meses estivales, y los inversores financieros han discriminado a las economías emergentes con desequilibrios significativos, grandes necesidades de financiación externa y un margen limitado para recibir el apoyo de las políticas. De cara al futuro, un nuevo aumento de los tipos de interés en Estados Unidos a medida que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal prosigue con la normalización gradual de la política monetaria, junto con una mayor fortaleza del dólar, podría provocar un endurecimiento adicional de las condiciones financieras en los mercados emergentes.

A corto plazo, se espera que el actual impulso cíclico respalde la actividad

mundial. Las economías avanzadas siguen beneficiándose de unas políticas monetarias acomodaticias y de unas condiciones financieras favorables. En Estados Unidos, el considerable estímulo fiscal procedente de las medidas procíclicas, que incluyen rebajas de impuestos y aumentos del gasto, también darán ímpetu al crecimiento mundial, en un contexto de cambio más amplio hacia políticas fiscales más expansivas en las economías avanzadas.

A más largo plazo, se prevé que la actividad se ralentice en 2019 y se mantenga estable durante los dos años siguientes, lo que refleja la desaceleración cíclica prevista en las economías avanzadas y en China. Las brechas de producción ya se han cerrado en muchas economías avanzadas, y se espera que, a medio plazo, la capacidad productiva sin utilizar se reduzca en los mercados emergentes. La intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China debería frenar la actividad en ambos países. Aunque se considera que el impacto global todavía es relativamente limitado, el aumento de la incertidumbre sobre las relaciones comerciales futuras puede incidir negativamente en la confianza y la inversión. Además, es probable que el apoyo de las políticas disminuya de forma gradual. En Estados Unidos, la proyección de referencia es que el impulso al crecimiento derivado del estímulo fiscal alcanzará un máximo en 2019, mientras que en Japón se espera que los efectos de este estímulo desaparezcan este año. En cuanto a la política monetaria, en Estados Unidos se prevé un endurecimiento progresivo —como reflejan los precios actuales en los mercados financieros—, que debería contribuir a un ligero endurecimiento de las condiciones financieras globales. La senda prevista para la actividad mundial también señala una recuperación en varias economías emergentes, sobre todo las afectadas por las recientes turbulencias en los mercados financieros. En general, se espera que el ritmo de expansión global se estabilice en tasas inferiores a las registradas antes de la crisis financiera de 2007-2008.

Por lo que respecta a la evolución en los distintos países, en Estados Unidos se espera que la actividad continúe siendo sólida a corto plazo. Las buenas condiciones en el mercado de trabajo, la solidez de los beneficios empresariales y unas condiciones financieras todavía propicias deberían sustentar el crecimiento. El estímulo fiscal procedente de las medidas procíclicas seguirá respaldando las perspectivas favorables de crecimiento el año que viene, mientras que se prevé que el conflicto comercial bilateral con China lastre ligeramente la actividad y la inversión. Además, las elecciones legislativas han hecho que el control del Congreso esté dividido, con lo que la probabilidad de que se produzca un parón legislativo es mayor.

En Japón se espera que la actividad repunte a corto plazo, aunque el ritmo de expansión económica se desacelerará de forma gradual posteriormente. Pese a que el impacto adverso de varias catástrofes naturales frenó la actividad en el tercer trimestre de 2018, las previsiones apuntan a que el crecimiento se recuperará en el cuarto trimestre. A más largo plazo, la actividad se beneficiará de la orientación acomodaticia de la política monetaria, pese a que se prevé que las crecientes limitaciones de capacidad lastren el crecimiento. Los salarios están aumentando moderadamente en un contexto de tensiones en el mercado de trabajo, lo que debería favorecer el gasto de los hogares.

En el Reino Unido, las perspectivas señalan un crecimiento moderado, ya que la demanda interna sigue siendo débil. El sorprendente vigor de la actividad en el tercer trimestre se sustentó en varios factores transitorios. Sin embargo, la elevada incertidumbre continuó lastrando la inversión empresarial, que descendió por tercer trimestre consecutivo. A corto plazo, las perspectivas siguen estando sujetas a un grado considerable de incertidumbre debido a la próxima votación en el Parlamento del acuerdo de retirada de la UE.

En los países de Europa Central y Oriental se prevé que el crecimiento del PIB siga siendo robusto en el corto plazo. La actividad se está viendo respaldada por los elevados flujos de inversión vinculados a los fondos de la UE, por la fortaleza del gasto en consumo y por las mejoras observadas en el mercado de trabajo. A medio plazo se espera que la actividad se ralentice y se aproxime a su potencial.

En China, la actividad se ha mantenido vigorosa, respaldada por la solidez del consumo, el apoyo de las políticas públicas y la fortaleza de las exportaciones, posiblemente debido, en parte, al adelanto de pedidos en previsión de las subidas de aranceles. Sin embargo, a corto plazo, la desaceleración del mercado de la vivienda y los efectos retardados de los procesos de desapalancamiento acometidos previamente deberían frenar el crecimiento. Asimismo, se espera que los nuevos aranceles aplicados por la Administración estadounidense afecten adversamente a la actividad. Con todo, se prevé que, en conjunto, su efecto en China sea relativamente limitado, debido a las medidas de estímulo aprobadas recientemente. A medio plazo se espera que los avances en la implementación de las reformas estructurales conduzcan a una desaceleración ordenada y un cierto reequilibrio de la economía china.

En los grandes países exportadores de materias primas se prevé un fortalecimiento de la actividad económica. En Rusia se espera que la recuperación económica prosiga, favorecida por la anterior subida de los precios del petróleo y por la mejora de la demanda interna, en un contexto de aumento de la renta disponible y del crédito. La reciente caída de los precios del crudo plantea algunos riesgos a la baja para las perspectivas de la economía rusa. A medio plazo se prevé que el crecimiento se beneficie en cierta medida del plan plurianual de gasto público anunciado recientemente. En Brasil se espera una aceleración de la actividad en el corto plazo, a medida que desaparezca el impacto de la incertidumbre política y de las perturbaciones causadas por la huelga de transportistas. A más largo plazo, la mejora del mercado de trabajo y la continuación de la orientación acomodaticia de la política monetaria deberían respaldar el consumo, dado que las presiones inflacionistas se mantienen contenidas.

Se espera que Turquía acometa un difícil proceso de ajuste en los próximos meses. Pese a la reciente estabilización de la lira, las condiciones financieras siguen siendo restrictivas, lo que, sumado a una inflación elevada y a una orientación procíclica de las políticas monetaria y fiscal, lastrará previsiblemente la actividad económica.

El crecimiento del comercio mundial se ha moderado en 2018, después del fuerte impulso que cobró en 2017. Las importaciones mundiales de mercancías en términos reales han mostrado una volatilidad relativa este año. Después de estancarse en el segundo trimestre de 2018, el comercio avanzó un 1,5 % en el tercer trimestre, debido al aumento de las importaciones de las economías emergentes. Los indicadores para períodos posteriores ofrecen señales contradictorias, ya que, mientras que el PMI global de nuevos pedidos exteriores sugiere una mayor debilidad subyacente del comercio mundial (véase gráfico 2), otros indicadores —como el de producción industrial mundial o el índice Tech Pulse— apuntan a un crecimiento sostenido.

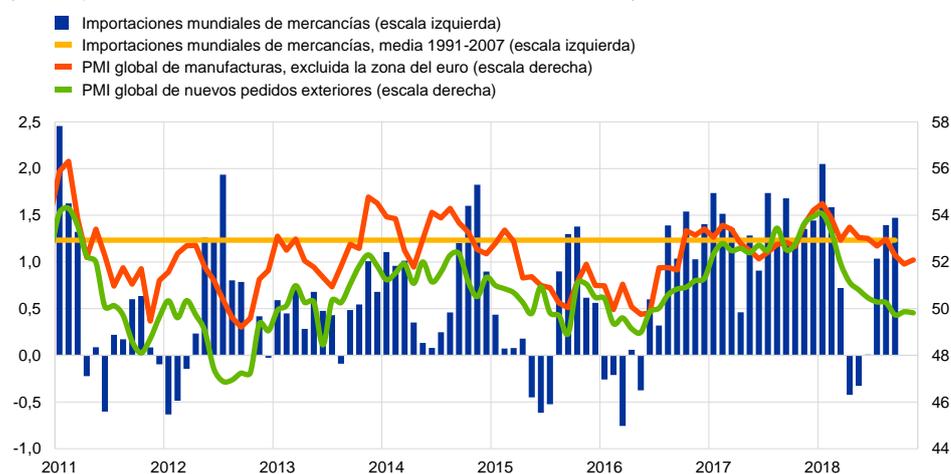
Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se han intensificado.

La Administración estadounidense anunció la imposición de aranceles a las exportaciones chinas a Estados Unidos por valor de otros 200 mm de dólares y China respondió anunciando la aplicación de aranceles por un importe adicional de 60 mm de dólares a las exportaciones estadounidenses, con efecto a partir del 24 de septiembre de 2018 en ambos casos. Estas medidas se han adoptado después de la aplicación de aranceles por valor de 50 mm de dólares a productos comercializados entre ambos países, así como a las exportaciones de acero y aluminio a Estados Unidos, y después de que China actuara en respuesta. Se espera que estas medidas lastren la actividad y el comercio en los dos países, aunque se prevé que su impacto global siga siendo relativamente limitado.

Gráfico 2

Comercio mundial de bienes y encuestas

(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 septiembre de 2018 (importaciones mundiales de bienes) y noviembre de 2018 (PMI).

De cara al futuro se espera que el comercio mundial siga falto de dinamismo.

Aunque, hasta ahora, el impacto de los aranceles ha sido limitado, se espera que el año que viene afecte en mayor medida al comercio de bienes entre Estados Unidos y China. Las proyecciones apuntan a que el comercio global crecerá básicamente en línea con la actividad en el período 2020-2021.

Se prevé que el crecimiento económico mundial se desacelere en 2019 y se mantenga estable durante los dos años siguientes.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, el crecimiento mundial del PIB real (excluida la zona del euro) se situará en el 3,8 % este año, antes de reducirse hasta el 3,5 % en 2019, y durante el período 2020-2021 se mantendrá prácticamente estable. La trayectoria que marcan las proyecciones refleja la esperada contracción de la actividad a corto plazo en algunas economías emergentes, dado que las condiciones financieras se han endurecido. A más largo plazo se proyecta que la expansión se ralentice en las economías avanzadas y se aproxime al crecimiento potencial. Al mismo tiempo, en China se

espera una moderación progresiva del ritmo de expansión. Se prevé que el crecimiento de la demanda externa de la zona del euro descienda hasta el 3,1 % en 2019, desde el 4,3 % proyectado para este año, antes de aumentar ligeramente en el medio plazo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2018, el avance del PIB mundial se ha revisado levemente a la baja para 2018 y 2019, lo que refleja el deterioro de las perspectivas en algunas economías emergentes. El crecimiento de la demanda externa de la zona del euro también se ha revisado a la baja para 2019 y 2020, debido al efecto de la subida de los aranceles y a las previsiones de debilitamiento de la actividad económica.

Los riesgos para la actividad económica global están sesgados a la baja. Una nueva escalada de las disputas comerciales podría lastrar de forma significativa el crecimiento mundial. Aunque la tregua temporal entre Estados Unidos y China ha enviado una señal positiva, sigue habiendo una incertidumbre considerable sobre si las negociaciones culminarán en una disminución sustancial de las tensiones comerciales entre estos dos países. Otros riesgos a la baja están relacionados con que un endurecimiento más rápido de lo esperado de las condiciones financieras a escala global genere mayores tensiones en las economías emergentes, con la incertidumbre sobre el proceso de reformas en China, y con las incertidumbres políticas y geopolíticas, incluidos los riesgos asociados al Brexit.

Evolución mundial de los precios

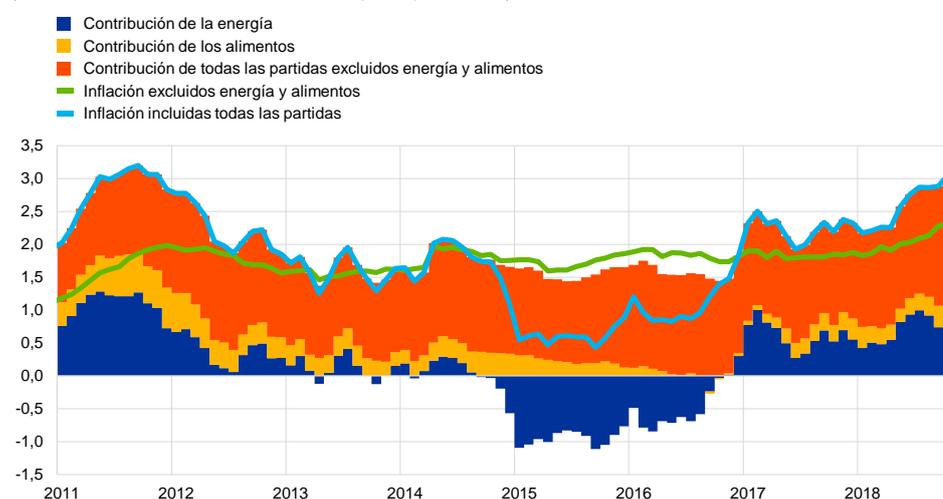
Aunque los precios del petróleo han sido muy volátiles, últimamente han descendido de forma significativa. La volatilidad observada en los precios del crudo se ha debido, en gran parte, a las noticias relacionadas con la oferta, aunque, más recientemente, las expectativas de disminución de la demanda mundial han lastrado el precio. El precio del *Brent* alcanzó un máximo de 86 dólares estadounidenses por barril a principios de octubre, lo que refleja las expectativas de una reducción considerable de las exportaciones de crudo de Irán, como consecuencia de la aplicación inminente de sanciones por parte de Estados Unidos, y de la decisión de la OPEP y de Rusia de mantener estable su producción. Desde entonces, la confluencia de noticias positivas sobre la oferta, como las declaraciones sobre la disponibilidad de suficiente capacidad excedente de producción de Arabia Saudí y de Rusia y el anuncio de la aplicación de exenciones temporales de las sanciones de Estados Unidos a varias grandes economías que importan petróleo de Irán, ha contribuido a la caída de los precios. Más recientemente, las expectativas de retroceso de la demanda mundial de esta materia prima también han presionado los precios a la baja. En consecuencia, el supuesto relativo a los precios del crudo en que se basan las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018 contempla un descenso de estos precios de alrededor del 5,8 % y el 3,2 % en 2019 y 2020, respectivamente, con respecto a las proyecciones anteriores. Sin embargo, desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones, el precio del petróleo ha vuelto a caer situándose en 59 dólares estadounidenses por barril el 12 de diciembre.

Antes de la reciente caída de los precios del petróleo, las subidas que experimentaron previamente ejercieron algunas presiones al alza sobre la inflación mundial medida por los precios de consumo. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) aumentó hasta situarse en el 3,1 % en octubre. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación no varió y se mantuvo en el 2,3 %, interrumpiendo la tendencia al alza muy moderada observada el pasado año (véase gráfico 3). Al mismo tiempo, pese a las tensiones observadas en los mercados de trabajo de las economías avanzadas, las presiones salariales se mantienen relativamente contenidas.

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: La última observación corresponde a octubre de 2018.

De cara al futuro se espera que las presiones inflacionistas globales se mantengan contenidas. Está previsto que, a corto plazo, los precios de exportación de los países competidores de la zona del euro se incrementen, tras el anterior repunte de los precios del petróleo y el aumento de la inflación en varias economías emergentes afectadas por las turbulencias financieras registradas en verano. A más largo plazo, el reciente descenso de los precios del crudo y la actual curva de futuros sobre el petróleo, que señala una reducción gradual de los precios del crudo a medio plazo, indican una menor contribución de los precios energéticos a la inflación. Además, se prevé que la disminución de la capacidad productiva sin utilizar a escala global ejerza ciertas presiones al alza sobre la inflación.

2 Evolución financiera

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo han disminuido a escala mundial desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre de 2018, en un contexto de elevada incertidumbre geopolítica y de percepción de deterioro de las perspectivas macroeconómicas. Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro han permanecido, en gran medida, estables, a excepción del diferencial soberano de Italia, que ha mostrado una volatilidad significativa. Aunque las expectativas de beneficios empresariales mantienen su solidez, algunas revisiones a la baja, así como una reevaluación del riesgo, se han traducido en caídas de los precios de las acciones y de los bonos de las empresas de la zona del euro. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se ha debilitado en términos generales.

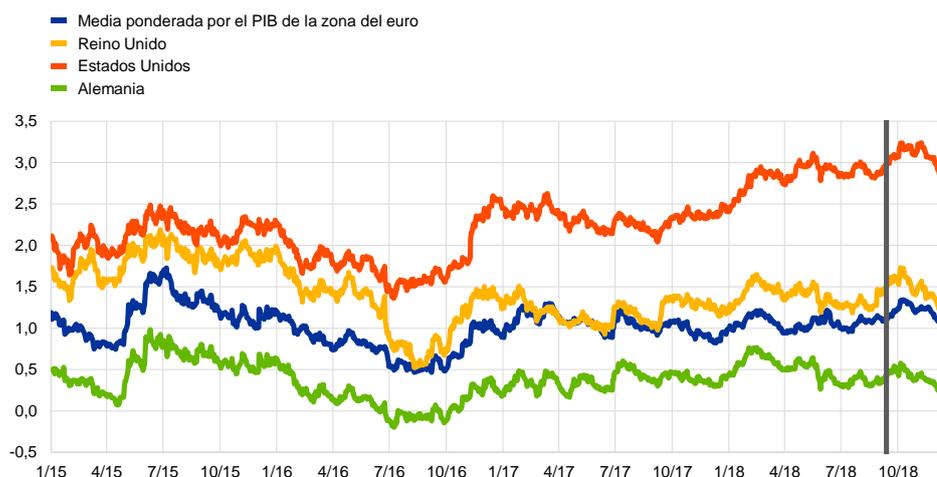
Los rendimientos a largo plazo han disminuido en la zona del euro y en

Estados Unidos. Durante el período analizado (del 13 de septiembre al 12 de diciembre de 2018), el tipo swap del eonia (OIS) libre de riesgo a diez años de la zona del euro cayó 4 puntos básicos y se situó en el 0,72 %, y el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo en 1 punto básico, hasta el 1,09 %. El rendimiento de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos descendió 6 puntos básicos, hasta situarse en el 2,91 %, mientras que el de la deuda equivalente del Reino Unido cayó 22 puntos básicos, hasta el 1,28 % (véase gráfico 4). Los movimientos registrados durante el período y la disminución general de los rendimientos a largo plazo a escala mundial obedecieron al aumento de la incertidumbre geopolítica y a la publicación de algunos datos macroeconómicos peores de lo esperado.

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 (13 de septiembre de 2018). La última observación corresponde al 12 de diciembre de 2018.

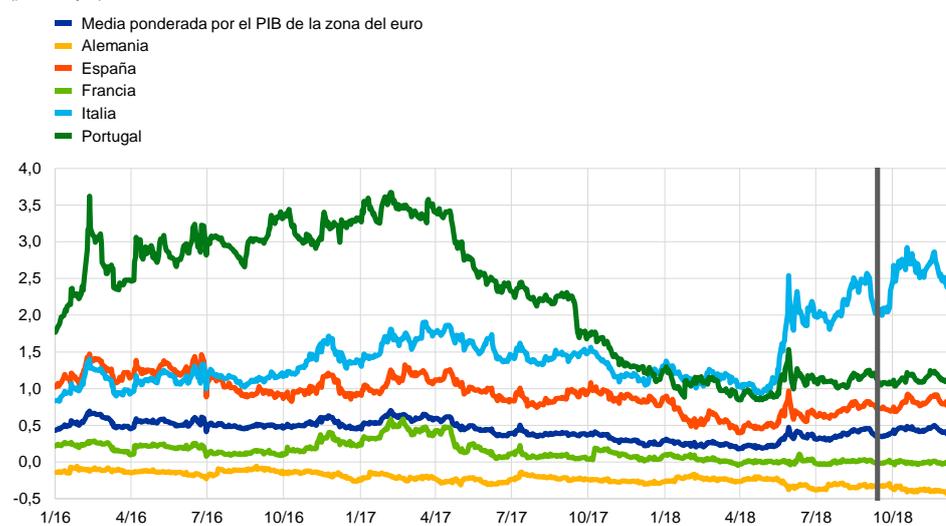
Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo OIS libre de riesgo apenas variaron con respecto a septiembre, pese a mostrar cierta volatilidad. Las condiciones en los mercados de deuda soberana

fueron principalmente estables durante el período analizado, a excepción del mercado italiano, en el que los diferenciales a diez años aumentaron 26 puntos básicos y se situaron en el 2,28 %, en un contexto de continua incertidumbre política (véase gráfico 5). En conjunto, desde el 13 de septiembre, los diferenciales soberanos de otros países de la zona del euro prácticamente no han variado y, por lo tanto, la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años se ha mantenido estable, y se situó en 37 puntos básicos el 5 de diciembre.

Gráfico 5

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

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia a diez años del rendimiento de la deuda soberana. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (13 de septiembre de 2018). La última observación corresponde al 12 de diciembre de 2018.

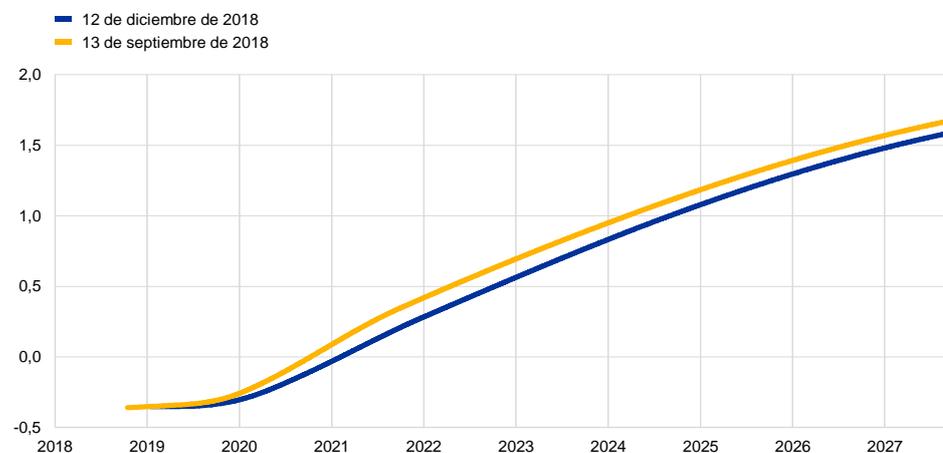
El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en -36 puntos básicos durante el período considerado. El exceso de liquidez se redujo ligeramente, unos 13 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 1.891 mm de euros. Este descenso obedeció al aumento de los factores autónomos netos, al vencimiento de la primera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-I) y a algunos reembolsos anticipados de la financiación obtenida en la segunda serie (TLTRO-II). Al mismo tiempo, las adquisiciones realizadas en el marco del programa de compra de activos del Eurosistema compensaron parcialmente la reducción del exceso de liquidez. Para más información sobre la evolución de la situación de liquidez, véase el recuadro 2.

La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó ligeramente a la baja durante el período analizado. La curva se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2021, lo que refleja las expectativas de los mercados de que los tipos de interés se mantengan en niveles negativos durante un período prolongado (véase gráfico 6).

Gráfico 6

Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Los índices bursátiles amplios de la zona del euro registraron descensos en un contexto de creciente incertidumbre geopolítica y de cierta propagación de la volatilidad de los mercados estadounidenses. Durante el período considerado, las cotizaciones del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro retrocedieron en torno a un 13 % y a un 9 %, respectivamente (véase gráfico 7). En Estados Unidos se observaron caídas similares. Parte de la disminución de las cotizaciones de la zona del euro se debió a las revisiones a la baja de las expectativas de beneficios empresariales, ante la percepción de deterioro de las perspectivas macroeconómicas. Sin embargo, en general, las expectativas de beneficios se mantienen por encima de la media para las empresas de la zona del euro y continúan sosteniendo sus cotizaciones. En la zona del euro, la volatilidad bursátil aumentó durante el período analizado, en un contexto de persistentes tensiones en sus mercados de deuda soberana, de incertidumbre geopolítica y de cierta propagación de la volatilidad de los mercados de renta variable estadounidenses.

Gráfico 7

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (13 de septiembre de 2018). La última observación corresponde al 12 de diciembre de 2018.

Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro aumentaron durante el período analizado.

Desde septiembre, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras con respecto al tipo libre de riesgo experimentó un incremento de alrededor de 30 puntos básicos, hasta situarse en 96 puntos básicos (véase gráfico 8). Los rendimientos de la deuda del sector financiero también se elevaron, por lo que el diferencial se amplió alrededor de 35 puntos básicos. Las estimaciones basadas en modelos sugieren que esta subida refleja, muy probablemente, una reevaluación del riesgo, más que un aumento de las probabilidades de impago. En conjunto, los diferenciales de los valores de renta fija privada se mantienen por debajo de los niveles observados en marzo de 2016, antes del anuncio y la posterior puesta en marcha del programa de compras de bonos corporativos.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices iBoxx y cálculos del BCE.

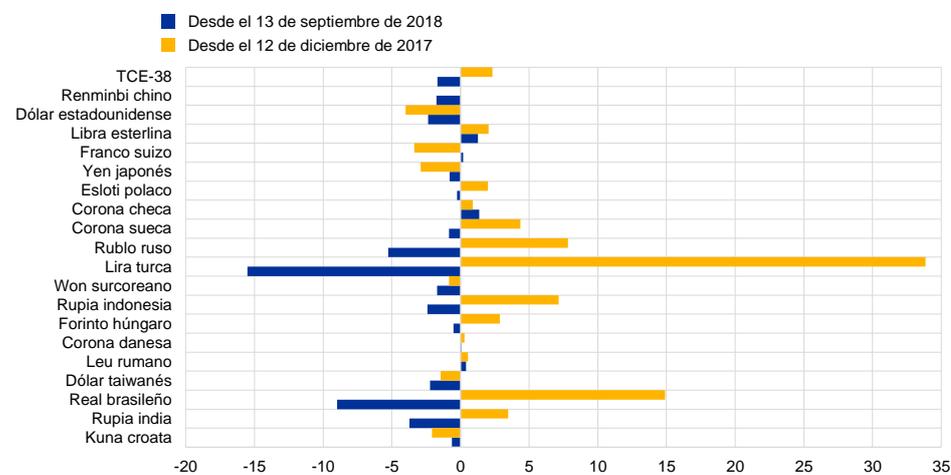
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (13 de septiembre de 2018). La última observación corresponde al 12 de diciembre de 2018.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se debilitó en términos generales (véase gráfico 9). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 1,7 %. En términos bilaterales, el euro se debilitó frente a la mayoría de las monedas y, en particular, frente al dólar estadounidense (2,4 %), lo que refleja, en parte, las expectativas acerca de la orientación futura de la política monetaria de la Reserva Federal y del BCE. El euro también perdió valor, en general, frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes, incluido el renminbi chino (1,7 %) y, en especial, la lira turca (15,5 %), el real brasileño (9 %) y el rublo ruso (5,3 %), que siguieron recuperando parte de las pérdidas registradas anteriormente.

Gráfico 9

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: «TCE-38» se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando el tipo de cambio vigente el 12 de diciembre de 2018.

3 Actividad económica

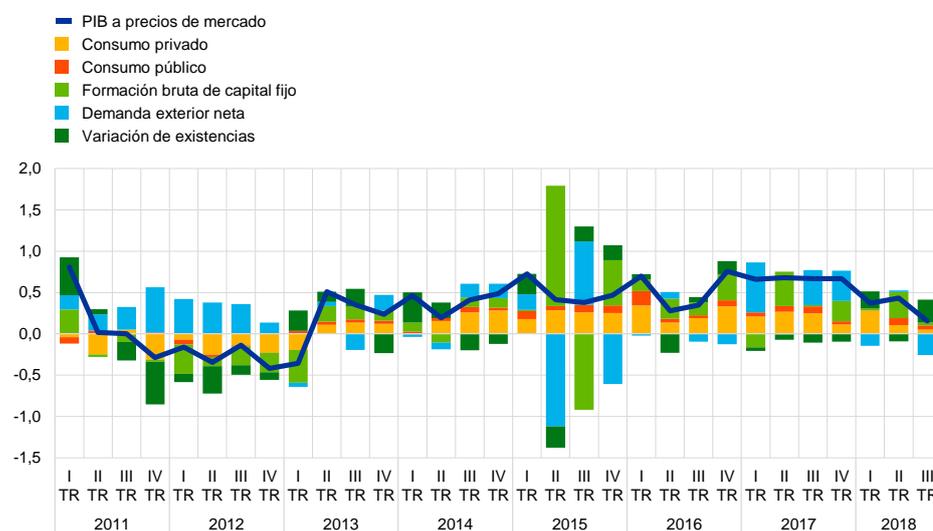
En el tercer trimestre de 2018, el crecimiento del PIB real de la zona del euro continuó ralentizándose, hasta situarse en el 0,2 %, en tasa intertrimestral, principalmente como consecuencia de determinados acontecimientos en un sector específico. De cara al futuro, la información más reciente sigue siendo acorde, en general, con una expansión sostenida de la economía, aunque con mayores riesgos a la baja. El avance del PIB real de la zona del euro se sustenta fundamentalmente en el crecimiento del consumo privado y de la inversión. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018, el PIB real crecerá un 1,7 % en 2019, un 1,7 % en 2020 y un 1,5 % en 2021. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2018, el crecimiento del PIB real se ha revisado ligeramente a la baja para 2018 y 2019, debido sobre todo a la mayor debilidad de los datos en el tercer trimestre de 2018 y al consiguiente menor efecto de arrastre en 2019.

El crecimiento de la zona del euro siguió moderándose en el tercer trimestre de 2018, principalmente como consecuencia de determinados acontecimientos en un sector específico, pero mantuvo su capacidad de resistencia, pese a la ligera contracción observada en algunos países de la zona. El PIB real creció un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del año, tras experimentar un avance del 0,4 % en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 10). La desaceleración del tercer trimestre parece haber estado relacionada, sobre todo, con cuellos de botella temporales en la fabricación de automóviles (fundamentalmente en Alemania). Para un análisis más detallado sobre la ralentización del crecimiento en 2018, véase el recuadro 3. La demanda interna siguió contribuyendo positivamente al crecimiento en el tercer trimestre de 2018, aunque en menor medida que en trimestres anteriores. La aportación de la variación de existencias también fue positiva, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa. En cuanto a la producción, la actividad económica volvió a sustentarse principalmente en el sólido avance de la construcción y los servicios en el tercer trimestre, al tiempo que el valor añadido de la industria (excluida la construcción) experimentó una ligera contracción.

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuente: Eurostat.

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

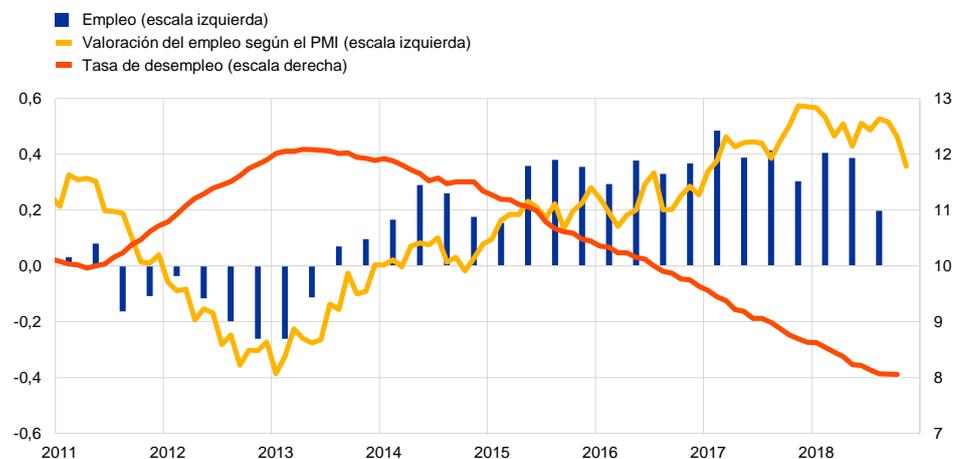
El empleo siguió aumentando —un 0,2 % en tasa intertrimestral— en el tercer trimestre del año (véase gráfico 11). En la actualidad, la tasa de empleo se sitúa un 2,6 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. El empleo creció en la mayoría de los países de la zona del euro, y el avance fue también generalizado en los distintos sectores. Con este último incremento, el empleo de la zona del euro ha aumentado en 9,6 millones de personas, en términos acumulados, desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2013. Aunque este aumento es de una magnitud similar a la observada en los cinco años anteriores a la crisis, su composición es diferente, especialmente en lo que respecta a las contribuciones por grupos de edad (véase recuadro 4). El avance continuado del empleo, junto con la caída del crecimiento del PIB en 2018, se ha traducido en una moderación del crecimiento de la productividad, tras el ligero repunte registrado en 2017.

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo han mostrado mayor debilidad recientemente, pero siguen apuntando a un crecimiento continuado del empleo en el cuarto trimestre de 2018. La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 8,1 % en octubre, sin variación con respecto al tercer trimestre de 2018, y se mantiene en el nivel más bajo observado desde noviembre de 2008. Los indicadores de opinión han registrado cierta moderación desde niveles muy elevados, pero siguen señalando un crecimiento continuado del empleo en el cuarto trimestre de 2018. Aunque los indicadores de escasez de mano de obra se han moderado ligeramente en algunos sectores y países, permanecen en niveles muy altos en términos históricos.

Gráfico 11

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El índice de directores de compras (PMI) está expresado como una desviación de 50 dividida entre 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2018 para el empleo, a noviembre de 2018 para el PMI y a octubre de 2018 para la tasa de desempleo.

Pese a registrar cierta debilidad a corto plazo, el consumo privado sigue estando impulsado por el avance del empleo y la mayor fortaleza de los balances de los hogares.

En el tercer trimestre de 2018, el consumo privado aumentó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, tras experimentar un crecimiento algo más vigoroso en el segundo trimestre. El comercio minorista presentó un crecimiento nulo en el tercer trimestre de 2018. Además, en octubre, las matriculaciones de automóviles disminuyeron más de un 16 % con respecto a las del tercer trimestre. No obstante, estos datos son difíciles de interpretar en estos momentos debido a la existencia de cuellos de botella temporales en la fabricación y venta de automóviles. Aunque los precios del crudo todavía se encuentran muy por debajo de los máximos registrados en 2012, recientemente han mostrado volatilidad, lo que ha acrecentado la incertidumbre en torno al poder adquisitivo de los hogares. Desde una perspectiva de más largo plazo, el incremento de las rentas del trabajo continúa respaldando el sólido dinamismo subyacente del gasto en consumo. Además, el fortalecimiento de los balances de los hogares sigue siendo un factor importante que explica el avance sostenido del consumo, en especial porque la solvencia de los hogares es un determinante clave de su acceso al crédito.

Se espera que la recuperación sostenida de los mercados de la vivienda continúe impulsando el crecimiento, aunque a un ritmo más lento.

La inversión residencial se incrementó un 0,6 % en el tercer trimestre de 2018, lo que refleja la continuación de la recuperación en muchos países de la zona del euro y en la zona en su conjunto. Los indicadores coyunturales y los resultados de las encuestas más recientes señalan un impulso positivo, pero cada vez menor. La producción del segmento de construcción de edificios aumentó un 0,8 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2018, desacelerándose con respecto al 0,9 % registrado en el segundo trimestre. Los indicadores de confianza de la

construcción de la Comisión Europea de los últimos meses apuntan a un dinamismo positivo, aunque más débil, en el cuarto trimestre de 2018. El índice de directores de compras (PMI) de actividad en el sector de la vivienda se situó, en promedio, en 50,1 entre septiembre y noviembre. Asimismo, los indicadores de confianza de las encuestas de opinión de la Comisión Europea retrocedieron ligeramente en noviembre. Con todo, tanto los PMI como los indicadores de confianza de la Comisión Europea permanecen claramente por encima de sus medias de largo plazo.

En el tercer trimestre de 2018, la inversión empresarial (aproximada por la inversión, excluida la construcción) aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, tras repuntar con fuerza en el trimestre anterior (1,7 %). Esta ralentización se debió, íntegramente, a la acusada desaceleración de la tasa de avance intertrimestral del componente de maquinaria y bienes de equipo, que descendió hasta el 0,5 % en el tercer trimestre de 2018, desde el 2,5 % del segundo trimestre. Este descenso se explica en parte por la evolución bastante débil de las exportaciones, dado que se trata de un componente muy intensivo en comercio. También se observaron ciertas diferencias en la evolución en los distintos países. Mientras que la inversión, excluida la construcción, registró tasas de crecimiento intertrimestral robustas en Francia y en España (1,9 % y 1,5 %, respectivamente), experimentó un avance más moderado en Alemania y los Países Bajos (0,6 % y 0,3 %, respectivamente, en tasa intertrimestral), y descendió de forma abrupta en Italia (-2,3 % intertrimestral). Pese a estos desarrollos recientes, se prevé que la inversión empresarial continúe viéndose respaldada por la solidez de la demanda interna, la rentabilidad y las favorables condiciones financieras en los próximos meses. No obstante, la incertidumbre en torno a la política comercial y el debilitamiento del comercio internacional son factores que plantean riesgos a la baja.

Tras recuperarse en el segundo trimestre de 2018, las exportaciones reales totales de la zona del euro experimentaron una leve contracción, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre. La caída de las exportaciones estuvo determinada por las exportaciones de bienes (-0,2 %), mientras que las de servicios aumentaron ligeramente (0,2 %). Los datos sobre el comercio de bienes muestran que la debilidad de las exportaciones de bienes obedeció principalmente a los flujos de exportación dentro de la zona del euro. El crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro mejoró, pero se mantuvo contenido, especialmente el de las destinadas al Reino Unido, a China y a Turquía. En el tercer trimestre de 2018, las importaciones reales totales de la zona del euro registraron un incremento del 0,6 %, en tasa intertrimestral. Esta evolución se tradujo en una contribución negativa de 0,3 puntos porcentuales de la demanda exterior neta. De cara al futuro, los indicadores adelantados confirman una débil evolución de las exportaciones en los próximos meses; los resultados de las encuestas apuntan a una leve contracción, y los datos cuantitativos basados en pedidos industriales de fuera de la zona del euro señalan un deterioro menos pronunciado.

Pese a que los últimos indicadores económicos y resultados de encuestas publicados indican una evolución algo más débil de lo previsto, confirman, en conjunto, un crecimiento generalizado y sostenido de la economía de la zona del euro.

La producción industrial (excluida la construcción) aumentó ligeramente en octubre, aunque se registraron resultados dispares entre los distintos sectores y los países más grandes de la zona del euro. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea retrocedió en octubre y se mantuvo prácticamente estable en noviembre, pero sigue situándose muy por encima de su media de largo plazo. El PMI compuesto de producción cayó en octubre y noviembre, aunque todavía se mantiene en niveles que sugieren un crecimiento continuado.

Se espera que la actual expansión económica sólida y generalizada continúe.

La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE sigue respaldando la demanda interna. La mejora continua del empleo y el aumento de los salarios deberían sostener el consumo privado. Asimismo, la inversión empresarial se sustenta en la fortaleza de la demanda interna, las favorables condiciones de financiación y la mejora de los balances. La inversión residencial mantiene su dinamismo.

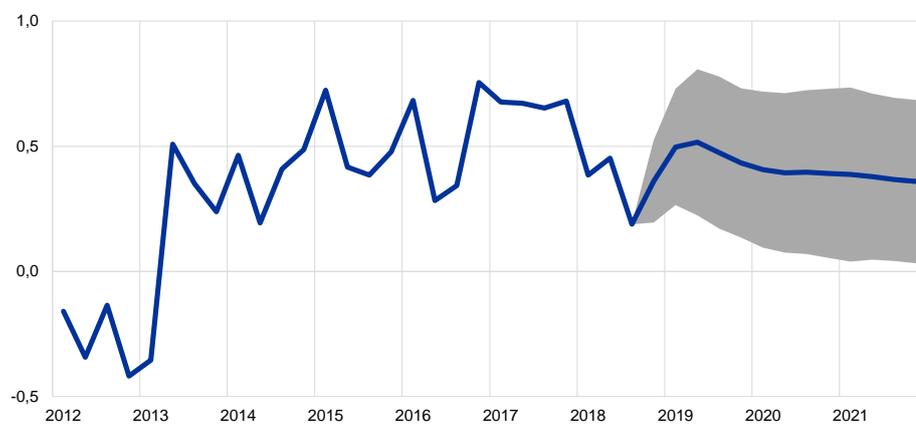
Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018, el PIB real de la zona del euro crecerá un 1,7 % en 2019, un 1,7 % en 2020 y un 1,5 % en 2021 (véase gráfico 12).

En comparación con las proyecciones de septiembre de 2018, el crecimiento del PIB real se ha revisado ligeramente a la baja para 2018 y 2019. Esta revisión refleja la mayor debilidad de los datos en el tercer trimestre de 2018 y el consiguiente menor efecto de arrastre en 2019. Asimismo, en 2019 y 2020, aunque la ligera subida de los tipos de interés de los préstamos a largo plazo, la caída de las cotizaciones bursátiles y el menor crecimiento de la demanda externa lastrarán la actividad, se espera que estos efectos se vean ampliamente contrarrestados por el impacto favorable de los precios más bajos del crudo, la mayor debilidad del tipo de cambio efectivo del euro y cierta relajación adicional de la política fiscal. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro aún pueden considerarse, en general, equilibrados. Sin embargo, el balance de riesgos se está orientando a la baja debido a la persistencia de incertidumbre relacionada con factores geopolíticos, la amenaza del proteccionismo, las vulnerabilidades en los mercados emergentes y la volatilidad de los mercados financieros.

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 de diciembre de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 13 de diciembre de 2018.

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

4 Precios y costes

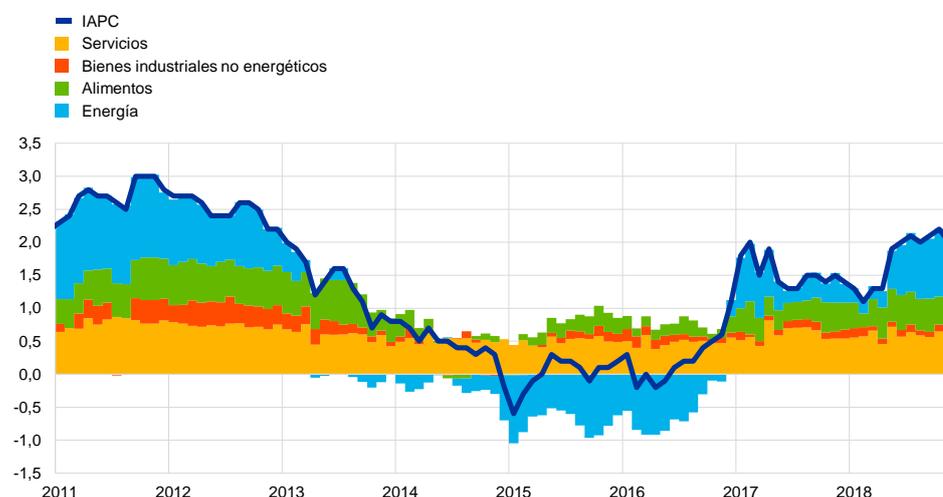
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 2 % en noviembre de 2018, desde el 2,2 % observado en octubre. Aunque los indicadores de la inflación subyacente siguieron registrando movimientos laterales, las presiones de costes de origen interno continuaron intensificándose y ampliándose en un contexto de elevada utilización de la capacidad productiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo. De cara al futuro, se espera que la inflación subyacente aumente gradualmente a medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria del BCE, la continuación de la expansión económica y el mayor crecimiento de los salarios. Esta valoración se refleja también, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,6 % en 2019, el 1,7 % en 2020 y el 1,8 % en 2021; estas previsiones se han revisado ligeramente a la baja para 2019 con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2018. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1,4 % en 2019, el 1,6 % en 2020 y el 1,8 % en 2021.

La inflación general retrocedió en noviembre. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 2 % en noviembre de 2018, desde el 2,2 % observado en octubre (véase gráfico 13). Esta evolución reflejó la disminución de las tasas de inflación de todos los subcomponentes principales: energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), y el total de alimentos. Es probable que la contribución de los precios energéticos a la inflación general siga reduciéndose significativamente a medida que desaparezcan los efectos de las anteriores subidas de los precios del petróleo.

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2018 (estimaciones de avance).

Los indicadores de la inflación subyacente siguieron mostrando movimientos laterales después de aumentar desde los mínimos registrados anteriormente.

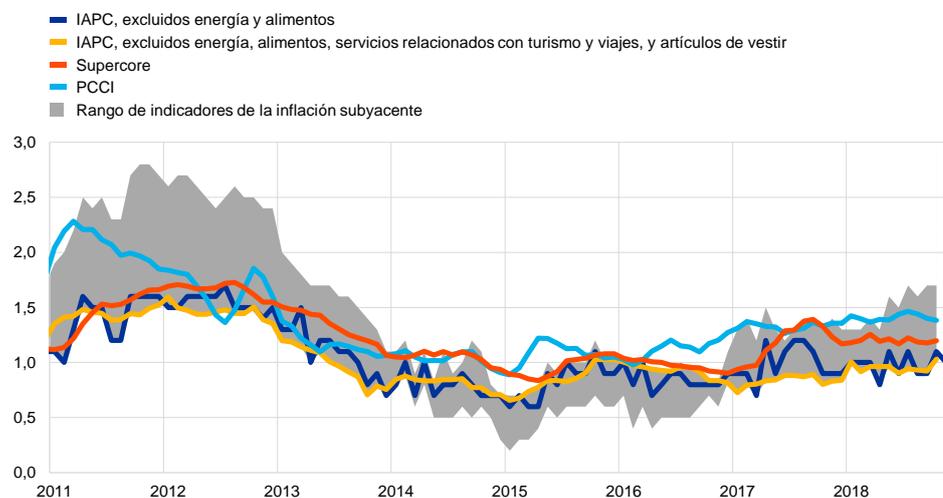
La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1 % en noviembre, frente al 1,1 % de octubre, y, por tanto, continuó fluctuando en torno a la tasa del 1 % que alcanzó tras incrementarse desde el mínimo observado a mediados de 2016. El descenso de noviembre reflejó una disminución de la tasa de variación de los precios de los servicios —del 1,5 % al 1,3 %—, mientras que la tasa de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo inalterada en el 0,4 %. Otras medidas de la inflación subyacente, como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»)¹, que solo están disponibles para el período transcurrido hasta octubre, señalaron también, en general, que persistirá el amplio movimiento lateral observado en los últimos meses (véase gráfico 14). De cara al futuro, se espera que los indicadores de la inflación subyacente se incrementen de forma gradual, impulsados por un nuevo fortalecimiento de la remuneración por asalariado y de los precios de producción, junto con los efectos indirectos retardados derivados de las anteriores subidas de los precios del petróleo.

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

Gráfico 14

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

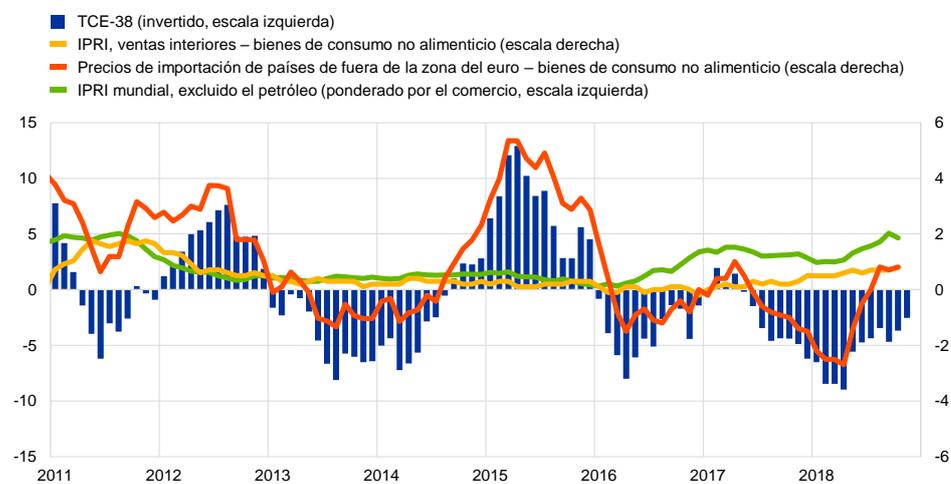
Notas: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2018 (estimación de avance) para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y a octubre de 2018 para el resto de los indicadores. El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC,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

Las presiones inflacionistas sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC se mantuvieron prácticamente sin variación en las fases posteriores de la cadena de producción. Los datos recientes arrojaron señales dispares en relación con las primeras fases del proceso de formación de precios: la tasa de variación interanual de los precios del petróleo en euros se redujo ligeramente en octubre y sustancialmente en noviembre. En cambio, la inflación de los precios industriales no energéticos a escala mundial se situó en el 4,6 % en octubre, lo que representa un aumento considerable con respecto a su media histórica de alrededor del 2,5 % registrada a principios de este año. Pese a haberse estabilizado en torno al 0,8 % en los últimos meses, la tasa de avance de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio y de los bienes intermedios se mantuvo notablemente por encima de los mínimos registrados en meses anteriores del año en curso (véase gráfico 15). La tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio se incrementó levemente hasta situarse en el 0,8 % en octubre, desde el 0,7 % de los tres meses anteriores y por encima de su media de largo plazo del 0,6 %. En conjunto, las presiones inflacionistas a lo largo de las fases posteriores de la cadena de producción apenas variaron.

Gráfico 15

Precios industriales y de importación

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

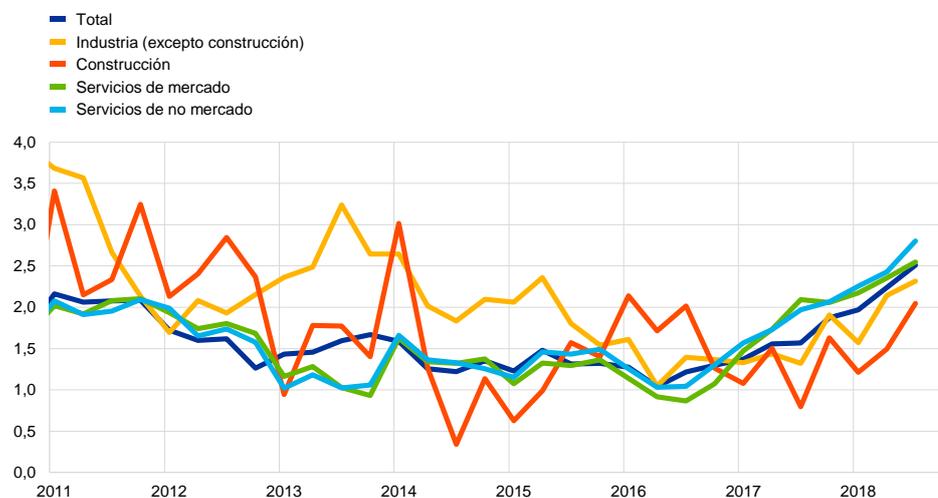
Notas: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2018 para el TCE-38 y a octubre de 2018 para el resto de las partidas. «TCE-38» se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. El «IPRI» (índice de precios industriales) mide la evolución mensual de los precios de venta a salida de fábrica.

La evolución reciente del crecimiento de los salarios señala una tendencia continuada al alza y corrobora la percepción de una acumulación gradual de presiones internas de costes. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado ascendió al 2,5 % en el tercer trimestre de 2018, frente al 2,2 % del segundo trimestre de 2018, y se sitúa ahora en un nivel considerablemente superior al registrado en el primer semestre de 2016. Esta evolución está en consonancia con las crecientes tensiones en los mercados de trabajo. Asimismo, siguen desapareciendo los factores que estaban lastrando el avance de los salarios, entre ellos, la baja inflación registrada anteriormente y la perduración de los efectos de las reformas laborales aplicadas en algunos países durante la crisis. Si bien la primera fase de fortalecimiento del crecimiento de la remuneración por asalariado estuvo determinada, principalmente, por la deriva salarial, la mayor parte del impulso experimentado en los últimos trimestres tuvo su origen en el incremento de la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados (véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la deriva salarial en la zona del euro» en este Boletín Económico). Lo anterior, junto con la generalización del avance de los salarios en los distintos sectores (véase gráfico 16), ha reforzado la confianza en las perspectivas de crecimiento salarial.

Gráfico 16

Crecimiento de la remuneración por asalariado, por sector principal

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

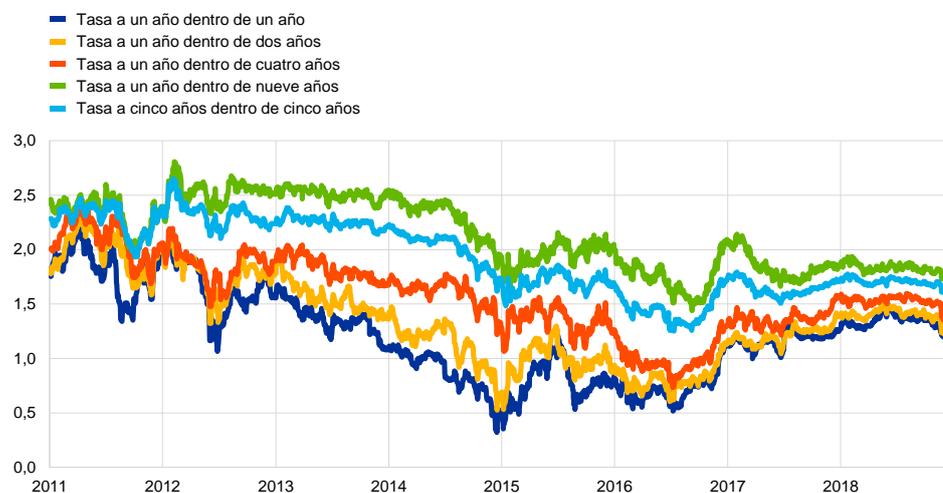
Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2018. «Servicios de no mercado» abarca actividades realizadas por Administraciones Públicas e instituciones privadas sin fines de lucro en ámbitos como administración pública, educación y actividades sanitarias (secciones O a Q del desglose de la NACE Revisión 2). «Servicios de mercado» son todos los demás servicios incluidos en el total de servicios (secciones G a N y R a U del desglose de la NACE Revisión 2).

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han registrado un ligero descenso, mientras que los indicadores de opinión se han mantenido estables. El 6 de diciembre de 2018, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 1,62 %, alrededor de 7 puntos básicos por debajo del nivel observado a mediados de septiembre (véase gráfico 17). El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de inflación reducida, con un retorno gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 %. La probabilidad neutral al riesgo, implícita en los mercados de opciones de inflación, de que la inflación media sea negativa en los cinco próximos años no es significativa y, por tanto, sugiere que en la actualidad los mercados consideran que el riesgo de deflación es muy bajo. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2018, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido estables en el 1,9 %.

Gráfico 17

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 12 de diciembre de 2018.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018, la inflación subyacente aumentará gradualmente durante el horizonte de proyección.

Sobre la base de la información disponible a mediados de noviembre, estas proyecciones sitúan la inflación media medida por el IAPC en el 1,6 % en 2019, el 1,7 % en 2020 y el 1,8 % en 2021, lo que representa una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales en 2019 con respecto a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2018 (véase gráfico 18). Este patrón refleja que, durante 2019, el componente energético del IAPC experimentará una acusada caída con respecto a sus elevadas tasas actuales, a medida que desaparezcan los efectos de las fuertes subidas anteriores de los precios del petróleo, mientras que se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se incremente en consonancia con las previsiones de ampliación de la brecha de producción positiva y de tensionamiento de los mercados de trabajo. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, avance del 1,4 % en 2019 al 1,6 % en 2020 y al 1,8 % en 2021.

Gráfico 18

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2018», publicado en el sitio web del BCE el 13 de diciembre de 2018.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2018 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2021 (proyecciones). Los intervalos en torno a las proyecciones centrales se basan en las diferencias entre las cifras observadas y proyecciones anteriores elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges», BCE, diciembre de 2009, disponible en el sitio web del BCE.

5 Dinero y crédito

El crecimiento del agregado monetario amplio repuntó en octubre de 2018, en un contexto de cambio hacia fuentes de creación de dinero más autosostenidas, a medida que se van reduciendo las adquisiciones netas mensuales realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés). Los préstamos al sector privado siguieron creciendo y volvieron a ser el principal factor impulsor del avance de M3, aunque mostraron algunas señales de ralentización, sobre todo en el caso de los préstamos a sociedades no financieras. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación y del crédito de los bancos continuaron siendo muy favorables. Además, las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se intensificaron considerablemente en el tercer trimestre de 2018, gracias a que las condiciones del mercado de renta fija aún eran relativamente beneficiosas.

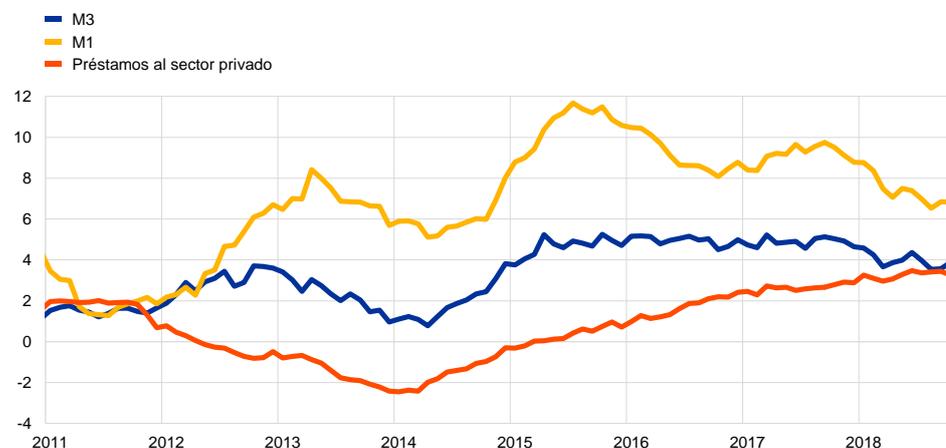
El crecimiento del agregado monetario amplio repuntó en octubre, pero permaneció por debajo del nivel mantenido hasta finales de 2017. La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 3,9 % en octubre de 2018, desde el 3,5 % registrado en septiembre (véase gráfico 19). Esta evolución reflejó, en parte, considerables flujos mensuales y un efecto de comparación. Desde finales de 2017, el crecimiento de M3 se ha moderado, dado que la reducción de las compras netas de activos (de 80 mm a 60 mm de euros en abril de 2017, a 30 mm de euros en enero de 2018 y, posteriormente, a 15 mm de euros en octubre del mismo año) ha atenuado el impacto positivo del APP en dicho crecimiento². El agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3, volvió a contribuir significativamente al avance del agregado monetario amplio y se mantuvo estable en el 6,8 % en octubre. La expansión monetaria siguió recibiendo el respaldo del crecimiento económico sostenido y del bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos en un entorno de tipos de interés muy bajos.

² Véase, por ejemplo, el artículo titulado «[The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

Gráfico 19

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

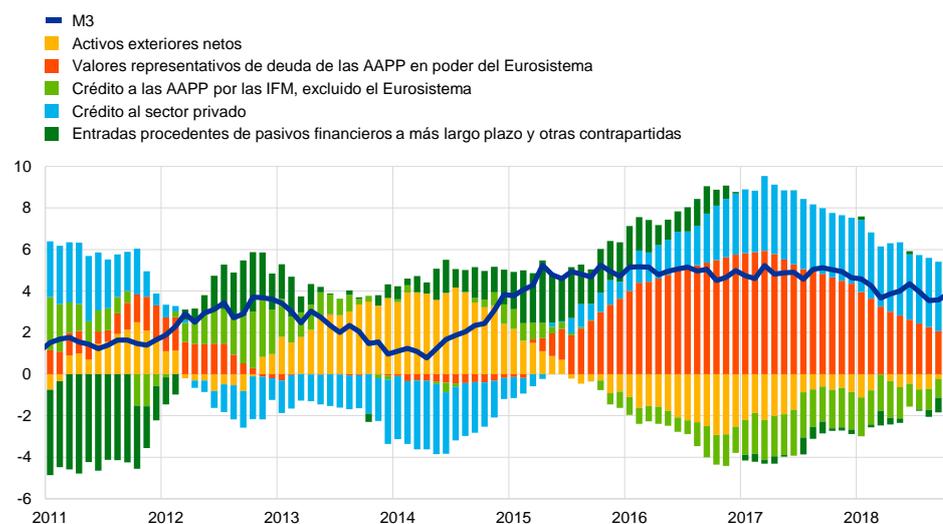
Los depósitos a la vista volvieron a ser el componente que más contribuyó al crecimiento de M3. La tasa de crecimiento interanual de estos depósitos se mantuvo en el 7,3 % en octubre y fue reflejo de la expansión continuada de los depósitos a la vista de los hogares, mientras que los de las sociedades no financieras moderaron su avance interanual. El efectivo en circulación creció de forma sostenida, por lo que no indicó que se esté produciendo una sustitución a gran escala del efectivo por depósitos en un entorno de tipos de interés muy bajos o negativos. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) siguieron contribuyendo negativamente al avance de M3, pese a la estabilización del diferencial de tipos entre los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos a la vista desde finales de 2017. Los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) —un pequeño componente de M3— también tuvieron un impacto negativo sobre el crecimiento del agregado monetario amplio, dada su reducida remuneración actual.

El crédito al sector privado es el principal factor impulsor del crecimiento del agregado monetario amplio (véase gráfico 20). En lo que respecta a las contrapartidas, la aportación positiva al crecimiento de M3 de los valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas en poder del Eurosistema volvió a disminuir (véanse las partes de color rojo de las barras del gráfico 20), en el contexto de la citada reducción de las adquisiciones netas mensuales en el marco del APP. Esta menor contribución se ha visto compensada, en gran medida, por un aumento moderado de la aportación del crédito al sector privado desde finales de 2017 (véanse las partes de color azul de las barras del gráfico 20). Esta evolución marca el cambio hacia fuentes de creación de dinero más autosostenidas; el crédito al sector privado fue la contrapartida que más contribuyó al crecimiento de M3 en octubre, en detrimento de las compras de valores representativos de deuda de las Administraciones Públicas por parte del Eurosistema. En cambio, las ventas de deuda pública por parte de las instituciones

financieras monetarias (IFM) de la zona del euro, excluido el Eurosistema, frenaron el avance de M3 (véanse las partes de color verde claro de las barras del gráfico 20). Por último, por primera vez desde junio de 2015, la contribución de los activos exteriores netos (véanse las partes de color amarillo de las barras del gráfico 20), que es reflejo, entre otros factores, de la preferencia de los inversores por activos de la zona del euro, se tornó positiva en octubre.

Gráfico 20 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

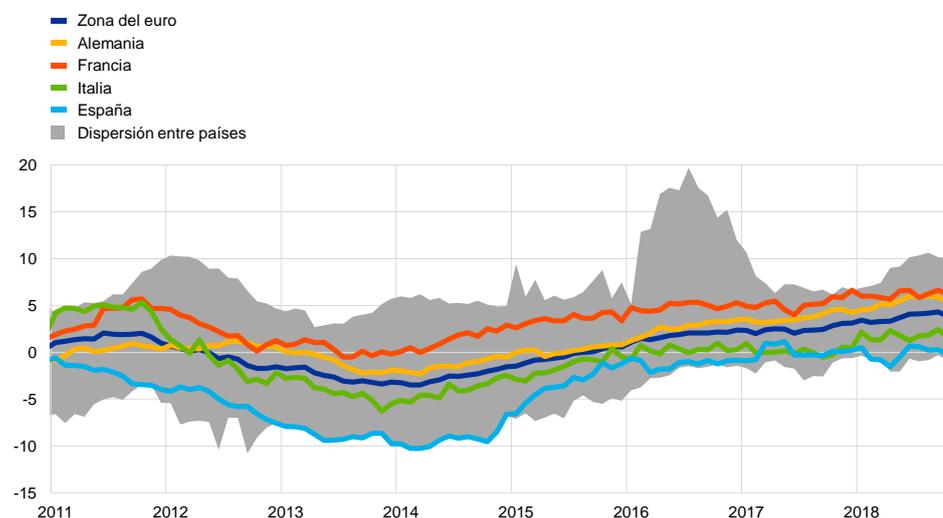
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado de la zona del euro, excluidas las IFM. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos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

El aumento del crecimiento de los préstamos al sector privado observada desde principios de 2014 se detuvo en octubre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) se redujo ligeramente, hasta el 3,3 %, en octubre, desde el 3,4 % registrado en septiembre (véase gráfico 19). Por sectores, el ritmo de avance interanual de los préstamos a sociedades no financieras se moderó hasta el 3,9 % en octubre, frente al 4,3 % de septiembre. Esta evolución estuvo en consonancia con los patrones históricos de una correlación retardada con la actividad económica y se mantuvo la disparidad entre países (véase gráfico 21). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares permaneció sin variación en el 3,2 % en octubre, en un contexto de acusada heterogeneidad entre países (véase gráfico 22). El crédito al sector privado se apoya en las condiciones de financiación muy favorables, el sólido crecimiento de la inversión empresarial, la mejora de los mercados de trabajo, la madurez de los mercados de la vivienda y el crecimiento de la inversión residencial y del consumo privado. Además, las entidades de crédito han avanzado en el saneamiento de sus balances, en la mejora de su rentabilidad y en la reducción de los préstamos dudosos, aunque el nivel de estos últimos sigue siendo elevado en algunos países.

Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual)



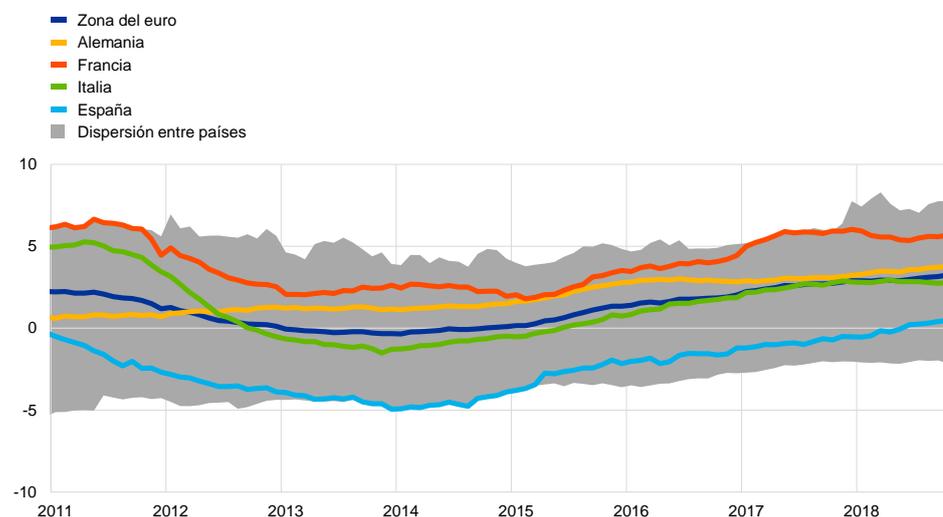
Fuente: BCE.

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

Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

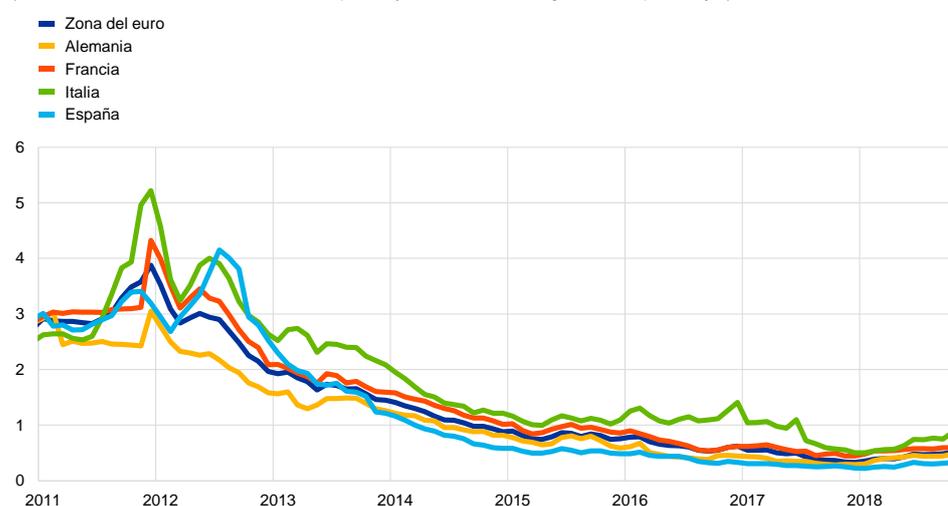
Las condiciones de financiación de las entidades de crédito se endurecieron ligeramente, pero continuaron siendo favorables. En octubre, el coste sintético de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro mediante deuda aumentó levemente, lo que prolongó la tendencia observada desde principios de 2018 (véase gráfico 23). Esta evolución fue reflejo de la mayor rentabilidad de los

bonos bancarios —que también ha incrementado su heterogeneidad entre países—, en un entorno de mayor incertidumbre política. Al mismo tiempo, el coste de la financiación mediante depósitos se mantuvo casi sin variación. El ascenso del coste de la financiación mediante la emisión de valores representativos de deuda ha tenido un impacto bastante moderado sobre el coste sintético total de la financiación de las entidades de crédito, al representar una proporción limitada de sus estructuras de financiación. Por tanto, en conjunto, las condiciones de financiación de las entidades de crédito han seguido siendo favorables y han reflejado la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, así como el fortalecimiento de los balances bancarios.

Gráfico 23

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

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



Fuentes: BCE, Markit Iboxx y cálculos del BCE.

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

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

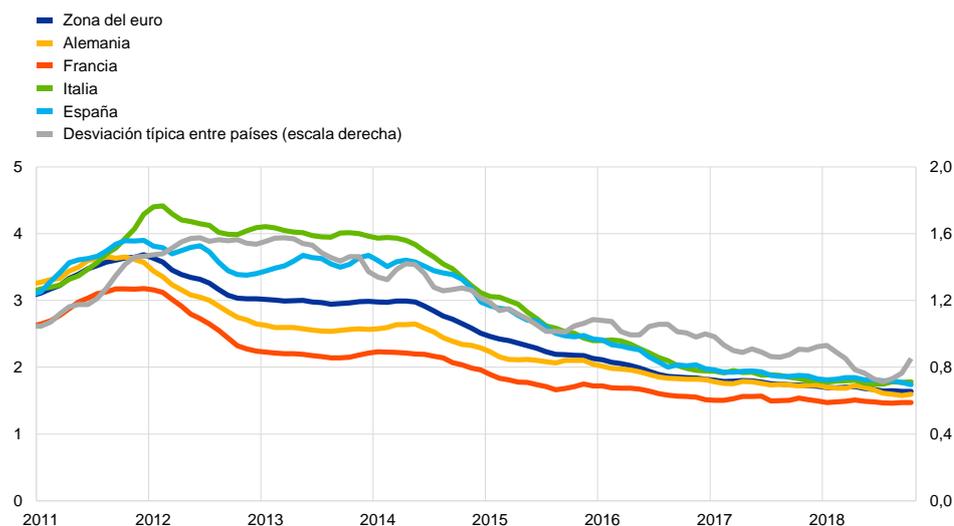
El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 24) permaneció prácticamente estable en el 1,64 % en octubre, un nivel próximo al mínimo histórico del 1,62 % observado en mayo de 2018, y el de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (véase gráfico 25) se mantuvo básicamente sin variación en el 1,80 %, algo por encima del mínimo histórico del 1,78 % registrado en diciembre de 2016. El diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros (que proporcionan una aproximación de los préstamos a pequeñas empresas) y los créditos de más de un millón de euros (que proporcionan una aproximación de los préstamos a las grandes empresas) continuó estrechándose en octubre de 2018. Asimismo, entre mayo de 2014 y octubre de 2018, los tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares cayeron en torno a 130 y 110 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las sociedades no financieras, esta disminución fue particularmente pronunciada en los países de la zona del euro más afectados por la

crisis financiera. Por tanto, en general, desde el anuncio de las medidas de expansión crediticia del BCE, realizado en junio de 2014, la transmisión de la política monetaria se ha restablecido y es ahora más homogénea entre países y empresas de distintos tamaños.

Gráfico 24

Tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



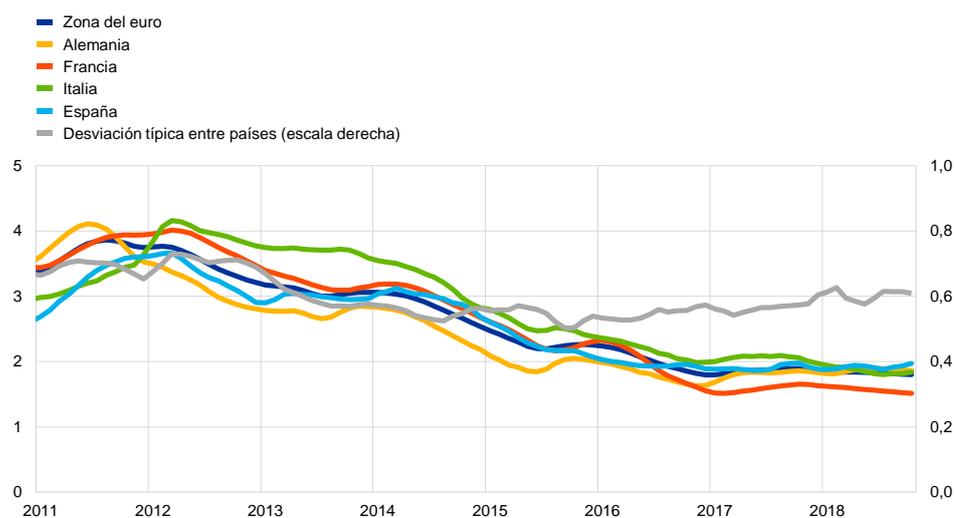
Fuente: BCE.

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

Gráfico 25

Tipos de interés sintéticos de los préstamos para adquisición de vivienda

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

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

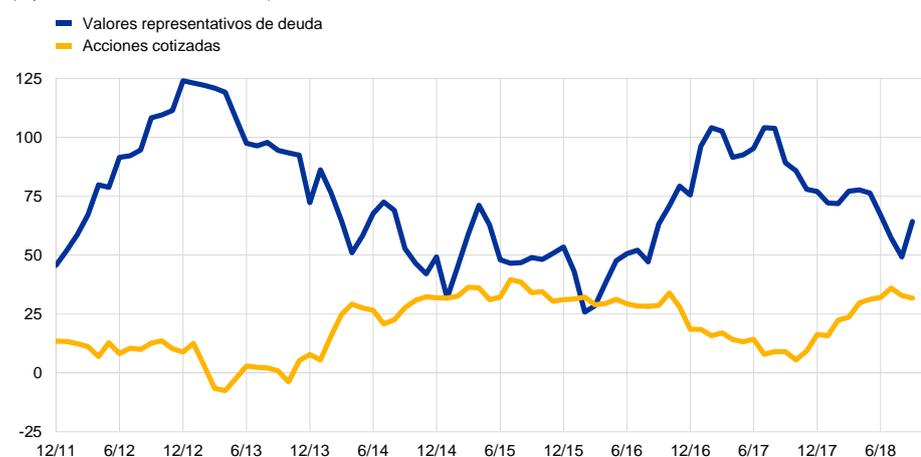
Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro volvió a crecer en el tercer trimestre de 2018. Esta evolución, que afectó generalizadamente a los distintos instrumentos, refleja un fortalecimiento adicional de la dinámica del crédito bancario, respaldada, entre otros factores, por la relajación continuada de los criterios de aprobación y por la disminución del coste relativo de la financiación bancaria. En conjunto, la recuperación de la financiación externa de las sociedades no financieras, observada desde principios de 2014, se ha sustentado en la transmisión de las medidas de política monetaria adoptadas, en la mejora de las condiciones del crédito y en las necesidades de financiación derivadas del mayor número de fusiones y adquisiciones. Al mismo tiempo, el elevado volumen de beneficios no distribuidos de estas sociedades ha reducido la necesidad de financiación externa.

Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras se intensificaron considerablemente en el tercer trimestre de 2018, gracias a que las condiciones del mercado de renta fija continuaron siendo relativamente beneficiosas. La actividad emisora repuntó en septiembre, tras permanecer prácticamente estable en los dos primeros meses del trimestre. En términos de flujos interanuales (véase gráfico 26), las emisiones netas de valores representativos de deuda se incrementaron en septiembre desde el mínimo de dos años observado en agosto, mientras que las emisiones netas de acciones cotizadas se estabilizaron en torno a los elevados niveles registrados en 2015-2016. Los datos de mercado sugieren que las emisiones netas de valores representativos de deuda se moderaron en octubre y en noviembre de 2018. Las emisiones netas de acciones cotizadas fueron ligeramente negativas en el tercer trimestre de 2018, posiblemente debido al aumento del coste de las acciones.

Gráfico 26

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

(flujos interanuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

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

El coste de financiación de las sociedades no financieras registró un ligero repunte y se estabilizó en niveles próximos a los alcanzados a principios del año. El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, fue del 4,7 % en octubre, un nivel solo algo superior al registrado en septiembre, y se estima que permaneció prácticamente estable en noviembre. El coste actual de la financiación externa se sitúa alrededor de 48 puntos básicos por encima del mínimo histórico de agosto de 2016 y continúa sustancialmente por debajo del nivel observado a mediados de 2014, cuando empezaron a surgir expectativas de mercado sobre la introducción del programa de compras de valores públicos.

6 Evolución de las finanzas públicas

Se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se reduzca de forma significativa en 2018, pero que aumente ligeramente el próximo año. La caída de 2018 se ha debido, sobre todo, a las condiciones cíclicas favorables y a la disminución de los pagos por intereses. Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea básicamente neutral en 2018, se relaje en 2019 y 2020, y vuelva a ser neutral en 2021. Sin embargo, estas fluctuaciones en la orientación general para la zona del euro ocultan diferencias significativas entre países. Por ejemplo, en 2018, los cuantiosos ingresos extraordinarios obtenidos en algunos países han compensado, en conjunto, la relajación procíclica de la política fiscal en países vulnerables. En particular, los países con altos niveles de deuda se beneficiarían, en cambio, de la realización de esfuerzos de consolidación adicionales para situar su ratio de deuda pública en una firme senda descendente.

Se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se reduzca de forma significativa en 2018, pero que aumente ligeramente el año próximo. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema³ de diciembre de 2018, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descenderá desde el 1 % del PIB de 2017⁴ hasta el 0,6 % del PIB en 2021, con un empeoramiento transitorio en 2019. La mejora general de las perspectivas de las finanzas públicas está impulsada principalmente por la disminución de los pagos por intereses y por la evolución cíclica favorable. Esta mejora se verá contrarrestada, en parte, por una reducción del saldo primario ajustado de ciclo a partir de 2019 (véase gráfico 27).

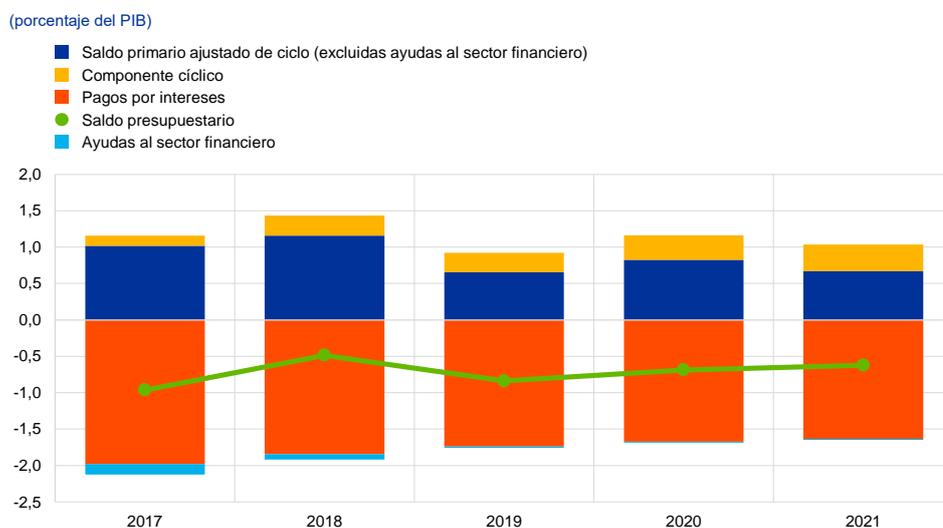
En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2018, las perspectivas relativas al déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro para los dos próximos años se han deteriorado. El aumento del déficit es consecuencia, en parte, de un empeoramiento significativo del saldo presupuestario proyectado en Italia, debido a las medidas de expansión fiscal incluidas en el proyecto de plan presupuestario, que incumplirían los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Para la zona del euro, este deterioro se refleja en un ligero incremento del gasto primario y una menor contribución del componente cíclico.

³ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de diciembre de 2018», BCE, 2018.

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

Gráfico 27

Saldo presupuestario y sus componentes



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

Se espera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea básicamente neutral en 2018, se relaje en 2019 y vuelva a ser neutral en 2021⁵. Este perfil se ve afectado por medidas discretionales que, a tenor de las proyecciones, serán expansivas tanto en 2018 como en los dos años siguientes. No obstante, se espera que los cuantiosos ingresos extraordinarios derivados de la elevada recaudación de impuestos directos en algunos países contrarresten ampliamente este efecto.

Se prevé que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continúe disminuyendo. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2018 apuntan a que la deuda agregada de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro descenderá desde el 86,8 % de 2017⁶ hasta el 79 % en 2021. La reducción proyectada de la deuda pública se sustenta tanto en el diferencial negativo entre tipos de interés y crecimiento como en los superávits primarios (véase gráfico 28). Se prevé que los ajustes entre déficit y deuda compensen algunos de estos efectos. Durante el horizonte de la proyección, la ratio de deuda debería descender o prácticamente estabilizarse en todos los países de la zona del euro, pero seguirá superando considerablemente el valor de referencia del 60 % del PIB en algunos países. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2018, se espera

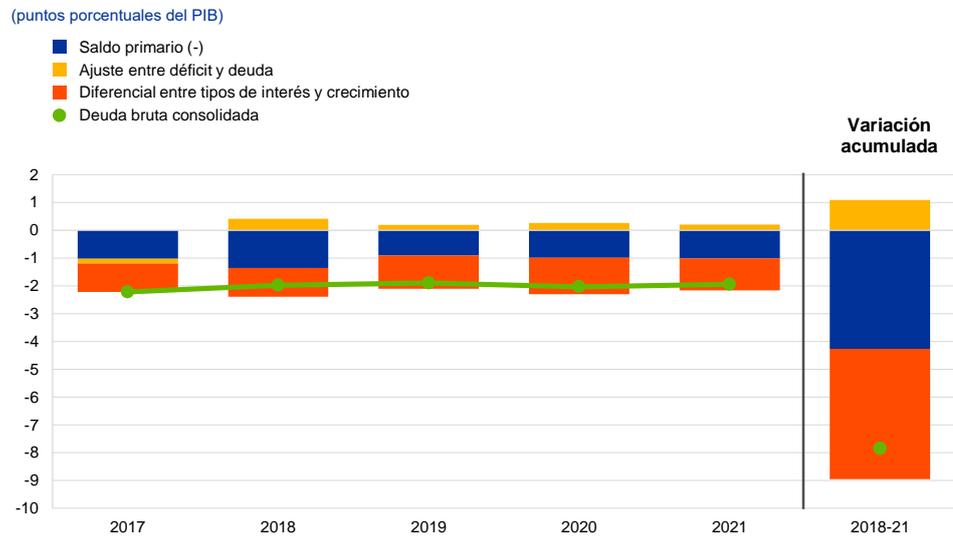
⁵ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación de la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

⁶ Como las proyecciones suelen tener en cuenta las revisiones más recientes de los datos, podría haber diferencias con respecto a los datos validados más recientes de Eurostat.

que el descenso de la citada ratio sea algo más moderado, ya que el superávit primario se reducirá.

Gráfico 28

Factores determinantes de la variación de la deuda pública



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

Es necesario que los países continúen aplicando ajustes fiscales y cumplan íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Es esencial que se realicen esfuerzos de consolidación adicionales, especialmente en los países con niveles de deuda elevados, para que la ratio de deuda pública se sitúe en una firme senda descendente, ya que el alto endeudamiento de estos países los hace vulnerables a recesiones futuras o a nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros. En vista de ello, el hecho de que el menor grado de cumplimiento del PEC corresponda a los países más vulnerables a perturbaciones es motivo de inquietud. Ciertamente, según las proyecciones de la Comisión Europea, la mayoría de los países que aún no han alcanzado posiciones presupuestarias saneadas han incumplido los compromisos adquiridos en el marco del PEC en 2018 y corren el riesgo de volver a hacerlo en 2019⁷. Resulta especialmente preocupante que Italia, que tiene una ratio de deuda muy elevada, presente la mayor desviación con respecto a los compromisos vigentes.

⁷ Para información más detallada, véase el recuadro titulado «La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2019», en este Boletín Económico.

Recuadros

1 Vulnerabilidades en las economías emergentes – comparación con crisis anteriores

Livia Chitu y Dominic Quint

En un contexto de volatilidad en los mercados financieros de algunas economías emergentes desde abril, en este recuadro se analizan las principales vulnerabilidades de los países emergentes, en concreto su capacidad de resistencia ante perturbaciones externas en comparación con episodios anteriores de crisis.

Desde abril, los mercados financieros de numerosas economías emergentes han registrado episodios de volatilidad en un entorno de expectativas de endurecimiento más rápido de la política monetaria en Estados Unidos y de mayor fortaleza del dólar estadounidense, así como de una creciente incertidumbre relacionada con las tensiones comerciales globales. Aunque hasta ahora solo se han producido tensiones agudas en Argentina y Turquía, las condiciones financieras se han tornado más restrictivas en la mayoría de las economías emergentes a lo largo del año. Según los datos de flujos de capitales, los inversores internacionales empezaron a reducir sus inversiones en esas economías en abril. Al mismo tiempo, las cotizaciones de los mercados bursátiles de estos países han retrocedido notablemente, revirtiendo las ganancias obtenidas durante la recuperación de 2017, y sus diferenciales de deuda soberana han aumentado. Con todo, existe una heterogeneidad significativa de unas economías a otras y, por ahora, los inversores parecen haber discriminado entre países basándose en sus fundamentos económicos.

Esta evolución ha suscitado preocupación sobre las perspectivas de las economías emergentes y ha planteado el interrogante de si las crisis experimentadas anteriormente en estos países, como la crisis asiática a finales de la década de 1990, podrían repetirse. La crisis asiática, desencadenada por la devaluación del baht tailandés en julio de 1997, desembocó en una reevaluación del riesgo y se contagió con rapidez a otros países de la región. Estas economías tuvieron que hacer frente a frenazos súbitos (*sudden stops*) de las entradas de capital y a recesiones profundas, y constituyeron un ejemplo de problemas generalizados de balanza de pagos unidos a debilidades de los sectores financieros. Aunque las causas de la crisis asiática fueron diversas, una característica común a muchos de los países afectados fue su dependencia de la deuda exterior a corto plazo denominada en moneda extranjera, junto con unos regímenes de tipo de cambio fijo y fragilidades en los sectores financieros. Históricamente, las crisis de las economías emergentes han coincidido, por lo general, con períodos de apreciación del dólar estadounidense que exponían a los países a grandes desajustes sin cobertura entre sus activos y pasivos denominados

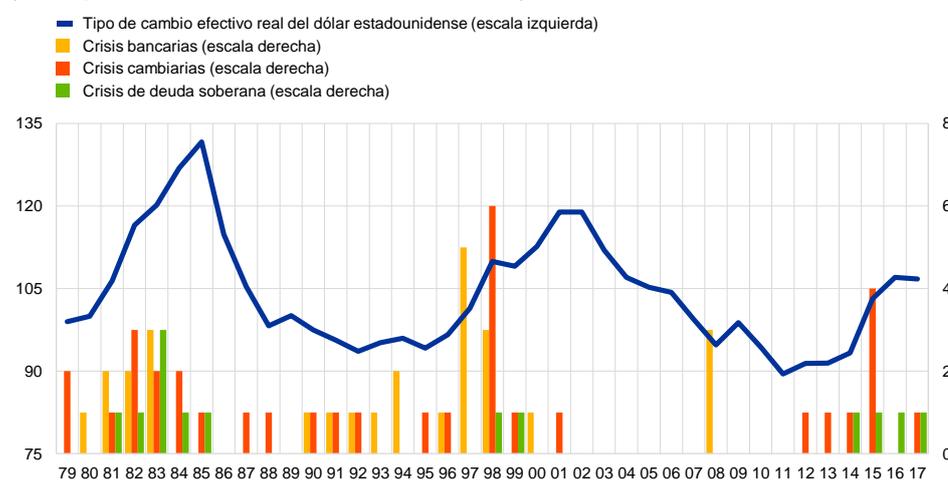
en dólares (véase gráfico A)⁸. Las circunstancias actuales de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y de fortalecimiento del dólar han acrecentado la preocupación de que fragilidades similares puedan exponer a algunas economías emergentes a que se repitan las dificultades de balanza de pagos.

Los riesgos que podrían afectar a las economías emergentes son importantes para las perspectivas mundiales. En comparación con hace dos décadas, estos países desempeñan, en conjunto, un papel mucho más destacado en la economía global, ya que representan más de la mitad del PIB mundial (en paridad del poder adquisitivo) y de los flujos brutos de capital. Por tanto, la evolución de estas economías podría tener un impacto considerable en otros países a través de diversos canales, incluidos los canales comercial, financiero y de confianza.

Gráfico A

Papel del dólar estadounidense en las economías emergentes

(escala izquierda: índice, 1980 = 100; escala derecha: número de crisis)



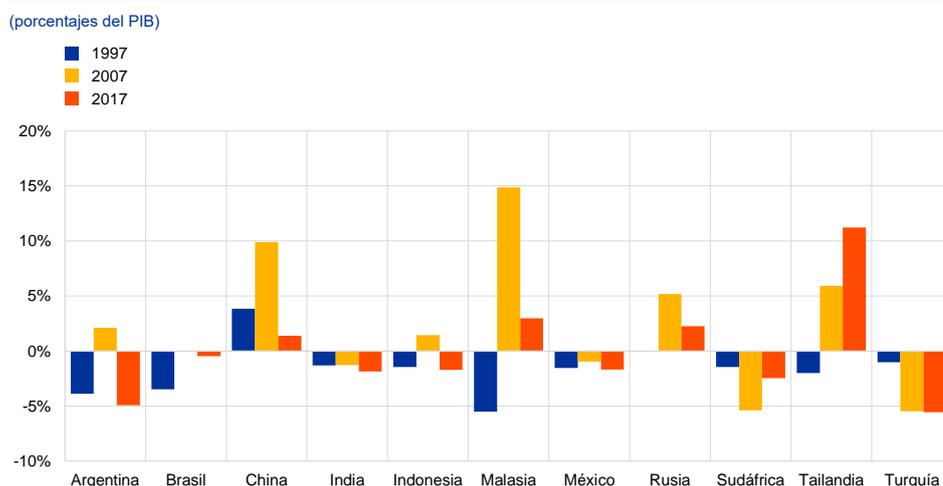
Fuentes: Laeven y Valencia (2012), Standard and Poor's, Bloomberg, Haver Analytics y cálculos del BCE.

En comparación con hace veinte años, muchas economías emergentes han reducido sus vulnerabilidades externas y han mejorado sus marcos de gestión de la política económica. Algunas han mejorado sus posiciones de balanza por cuenta corriente, y varias incluso registran superávits en esta partida. Determinados países exportadores de petróleo, en particular, se beneficiaron de la subida de los precios del petróleo que se produjo en la década de 2000. Sin embargo, desde la crisis financiera global, los desequilibrios por cuenta corriente han vuelto a aumentar ligeramente y todavía hay países con saldos deficitarios (véase gráfico B). Los marcos de gestión de la política económica también han evolucionado, y una elevada proporción de economías emergentes cuentan con objetivos de inflación que

⁸ Para un análisis en profundidad del «pecado original», es decir, la incapacidad de los países para endeudarse en el exterior en su moneda nacional, véanse B. Eichengreen, R. Hausmann y U. Panizza, «Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption», trabajo elaborado para la conferencia del Banco Interamericano de Desarrollo titulada «Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin», Washington, D. C., noviembre de 2002, y B. Eichengreen, R. Hausmann y U. Panizza, «Currency Mismatches, Debt Intolerance and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters», en S. Edwards, (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 2007, pp. 121-170.

pueden contribuir a anclar las expectativas de variación de los precios y a estabilizar los ciclos económicos. Actualmente, la mayor parte de estas economías han adoptado regímenes cambiarios más flexibles. Además, muchas acumularon reservas después de la crisis asiática y han seguido haciéndolo desde la crisis financiera global. La medida ponderada por riesgo de la adecuación de reservas del FMI, que evalúa si el nivel de reservas es adecuado no solo en relación con indicadores tradicionales, como las importaciones y la deuda externa a corto plazo, sino también en relación con un agregado monetario amplio, con el fin de tener en cuenta el riesgo de una salida rápida de capitales, sugiere que muchas economías emergentes parecen estar mejor preparadas para afrontar frenazos súbitos o salidas rápidas de capitales (véase gráfico C)⁹. No obstante, los volúmenes de reservas de algunos países continúan siendo inferiores a las exigencias de reservas mínimas adecuadas.

Gráfico B Balanza por cuenta corriente



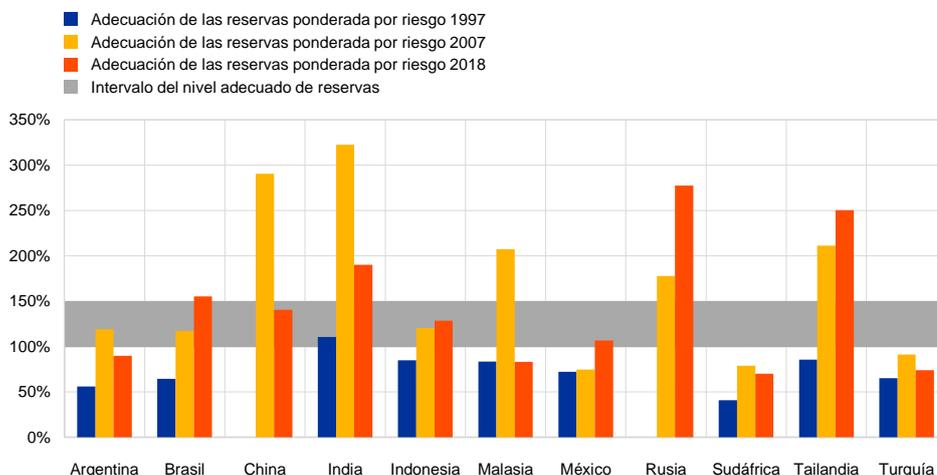
Fuentes: FMI y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a 2017.

⁹ Con todo, no se deben pasar por alto los costes de acumular reservas. Tradicionalmente, estos costes están relacionados con los costes de esterilización (o de oportunidad) de mantener reservas y el coste para la economía mundial asociado a la acumulación de desequilibrios globales, pero, para conocer evidencia empírica de que la acumulación de reservas también podría generar presiones inflacionistas debido al riesgo moral y a efectos sobre los incentivos, véase L. Chitu, «Reserve accumulation, inflation and moral hazard: Evidence from a natural experiment», *Working Paper Series*, n.º 1880, BCE, febrero de 2016.

Gráfico C

Adecuación de las reservas

(porcentajes)



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

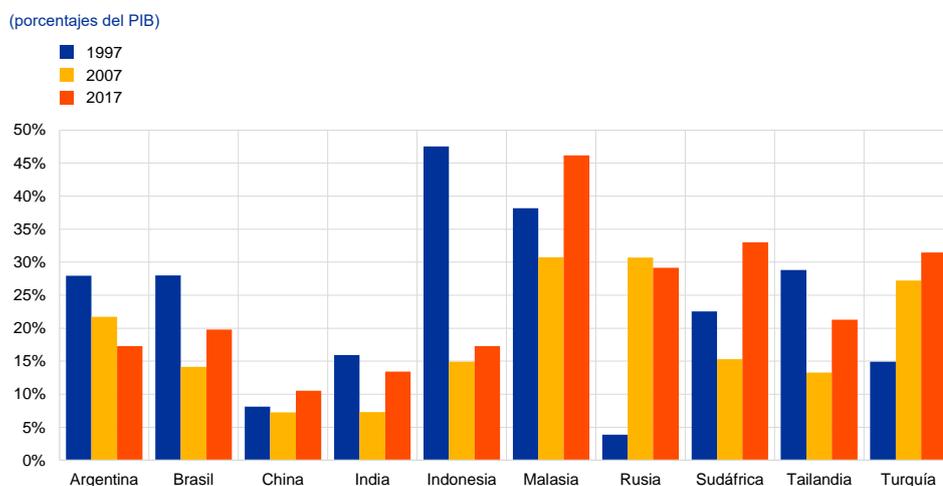
Notas: La adecuación de las reservas se calcula utilizando la metodología ponderada por riesgo del FMI, es decir, como una función de las exportaciones (para reflejar las posibles pérdidas de reservas resultantes de una disminución de la demanda externa o de una perturbación que afecte a la relación real de intercambio), de la deuda a corto y a largo plazo (como medida de los pagos de intereses y del riesgo de refinanciación) y de un agregado monetario amplio (como medida de la posibilidad de que se produzca una salida rápida de capitales). La medida tiene en cuenta el régimen cambiario y la apertura de la cuenta de capital. Un nivel entre el 100 % y el 150 % indica que las reservas son adecuadas. Debido a la falta de disponibilidad de datos sobre la deuda a corto plazo por vencimiento residual, los datos de Brasil, Indonesia, México, Turquía y Malasia para 1997 realmente corresponden a 2001, 2001, 2001, 1999 y 2001, respectivamente.

No obstante, aunque la mayoría de las economías emergentes han reducido su dependencia de la financiación en divisas en comparación con finales de la década de los noventa, los pasivos denominados en dólares estadounidenses de estas economías han aumentado desde la Gran Recesión. El saldo de la deuda denominada en dólares de los países emergentes se ha incrementado durante los diez últimos años, ya que las empresas han aprovechado las favorables condiciones financieras globales (véase gráfico D)¹⁰. En la medida en que estas posiciones no están cubiertas, esto representa un riesgo para la estabilidad financiera, en caso de que el dólar siga fortaleciéndose. De hecho, existe evidencia procedente de los mercados financieros de que, más recientemente, el crecimiento de los pasivos en dólares también parece haber estado asociado a una mayor sensibilidad de las condiciones financieras en los países emergentes a la evolución financiera de Estados Unidos. A finales de los noventa, el endurecimiento de las condiciones financieras en este último país solía transmitirse con fuerza a las economías emergentes, si bien esta sensibilidad disminuyó a raíz de la crisis asiática, aunque en los últimos años ha vuelto a aumentar (véase gráfico E).

¹⁰ Véase A. S. Bénétrix, P. R. Lane y J. C. Shambaugh, «International Currency Exposures, Valuation Effects, and the Global Financial Crisis», *Journal of International Economics*, vol. 96, suplemento 1, julio de 2015, pp. S98-S109.

Gráfico D

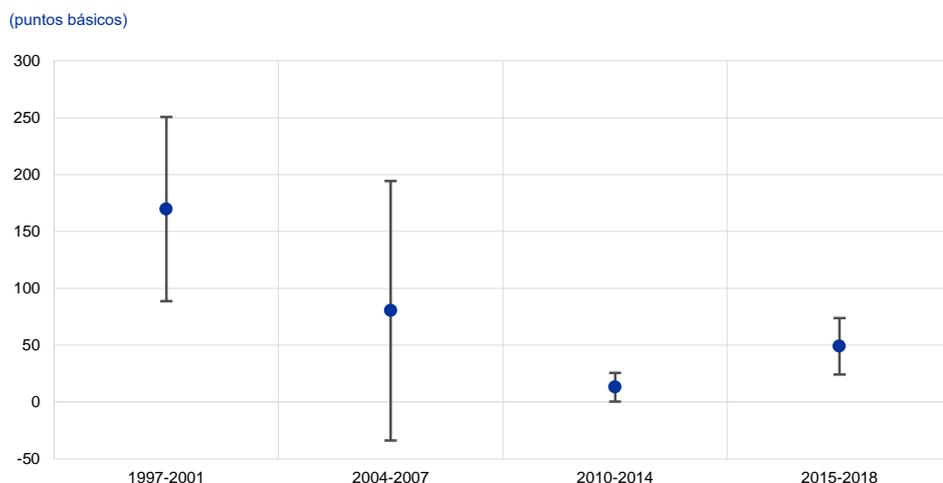
Pasivos exteriores brutos denominados en dólares estadounidenses



Fuentes: Bénétrix, Lane y Shambaugh (2015), y cálculos del BCE.

Gráfico E

Respuesta de los diferenciales de deuda soberana de las economías emergentes a un endurecimiento de las condiciones financieras en Estados Unidos



Fuentes: Bloomberg, Haver Analytics y cálculos del BCE.

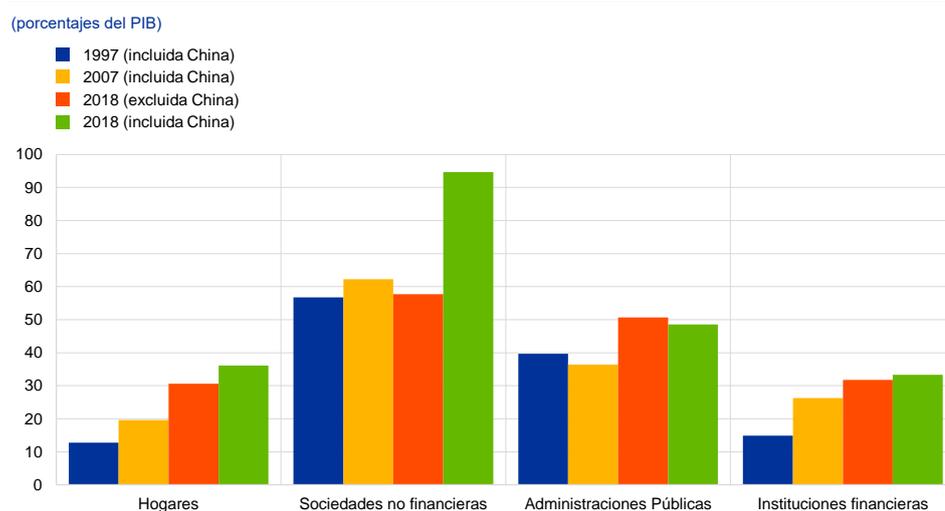
Notas: La respuesta, expresada en puntos básicos transcurridos 22 días hábiles con un intervalo de confianza del 95 %, se basa en proyecciones a partir de una regresión con datos de panel con efectos fijos para los diferenciales de deuda soberana globales del Emerging Markets Bond Index (EMBI), de JP Morgan. La variable explicativa es el índice de condiciones financieras para Estados Unidos de Bloomberg. Los países incluidos en el panel son Argentina, Brasil, China, México, Malasia, Filipinas, Rusia, Turquía y Sudáfrica. La última observación corresponde al 31 de agosto de 2018.

Al mismo tiempo, los desequilibrios internos parecen haberse agudizado en algunas economías emergentes, como pone de manifiesto el aumento de las emisiones de deuda en moneda local y la reducción del margen de actuación de las políticas. Aunque las vulnerabilidades exteriores pueden haber disminuido, es posible que otras fragilidades se hayan agravado, como muestra, por ejemplo, el incremento de las emisiones de deuda en moneda local y del apalancamiento del sector privado, así como el deterioro de las posiciones fiscales. Las ratios de deuda en relación con el PIB han aumentado de forma significativa en comparación con los

niveles de hace veinte años. En particular, los niveles de deuda crecieron con rapidez después de la recesión global como consecuencia de las favorables condiciones financieras internacionales, sobre todo los del sector empresarial de China. El crédito en relación con el PIB de este país se ha incrementado hasta alcanzar niveles que pueden suscitar preocupación sobre la estabilidad financiera¹¹. Además del sector empresarial, el apalancamiento de los hogares en los países emergentes se ha triplicado en comparación con los niveles de mediados de los noventa (véase gráfico F)¹². Por otra parte, el margen de actuación de sus políticas fiscales y monetarias es menor, ya que durante la Gran Recesión tuvieron que introducir estímulos fiscales y monetarios. En los países exportadores de materias primas, el espacio fiscal se redujo notablemente tras la caída de los precios de estas materias en 2014. El margen de maniobra puede ser aún más limitado en aquellas economías emergentes con volúmenes elevados de deuda sin cobertura denominada en moneda extranjera¹³.

Gráfico F

Endeudamiento de las economías emergentes por sector



Fuentes: Institute of International Finance y cálculos del BCE.

Notas: Las cifras corresponden al primer trimestre del año en cuestión. El conjunto de datos abarca 30 economías emergentes (EM-30): Arabia Saudí, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea del Sur, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Filipinas, Ghana, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Israel, Kenia, Libano, Malasia, México, Nigeria, Pakistán, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Ucrania.

¹¹ Véanse, por ejemplo, I. Aldasoro, C. Borio y M. Drehmann, «[Early warning indicators of banking crises: expanding the family](#)», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2018, y A. Dieppe, R. Gilhooly, J. Han, I. Korhonen y D. Lodge (eds.), «[The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 206, BCE, enero de 2018.

¹² Podría argumentarse que, en algunos países, este incremento es reflejo, en cierta medida, de un sistema financiero en desarrollo. Aunque esta ratio no se considere problemática en muchas economías avanzadas, los mercados emergentes suelen tener menor tolerancia a la deuda. Véanse, por ejemplo, «[Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies](#)», *BIS Papers*, n.º 67, octubre de 2012, y C. Reinhart, K. Rogoff y M. Savastano, «[Debt Intolerance](#)», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 2003, pp. 1-74.

¹³ Para conocer más detalles y evidencia empírica, también sobre la «tesis de Fischer» de la instrumentación óptima de la política monetaria en países dolarizados en épocas de crisis, véase, por ejemplo, L. Chițu, «[Was Unofficial Dollarisation/Euroisation an Amplifier of the 'Great Recession' of 2007-2009 in Emerging Economies?](#)», *Comparative Economic Studies*, vol. 55, n.º 2, junio de 2013, pp. 233-265.

Para determinar si las economías emergentes son actualmente menos proclives a experimentar una crisis grave, se calcula la probabilidad de que se produzca una crisis en 2018 y se contrasta con la probabilidad de crisis en 1997. La probabilidad de ocurrencia de crisis refleja la vulnerabilidad global de un país sintetizando las variables económicas fundamentales de estas economías en una sola medida que engloba las vulnerabilidades macrofinancieras más importantes, esto es, las que contribuyen a predecir crisis sistémicas severas en mercados emergentes y que están relacionadas con riesgos tradicionales de balanza de pagos y con desequilibrios financieros internos. Más concretamente, el modelo de alerta temprana que utiliza las mejores variables predictivas de crisis encontradas en la literatura incluye valores retardados del crecimiento del PIB, la inflación, la cuenta corriente en relación con el PIB, el crédito privado en relación con el PIB y las reservas en relación con la deuda a corto plazo. Las probabilidades de crisis a un año vista se estiman empleando un modelo *logit* binario en el que la variable dependiente es una crisis muy grave (cambiaría, bancaria sistémica o soberana), según la definición de Laeven y Valencia (2012)¹⁴. Ahora bien, los modelos de alerta temprana tienen limitaciones, ya que su precisión depende de los posibles efectos de retroalimentación de cambios en las políticas y las expectativas. Además, estos modelos solo utilizan indicadores que mostraron buenas capacidades de predicción de crisis anteriores, y no incluyen nuevos indicadores que podrían ser herramientas útiles para predecir crisis futuras, por ejemplo, el grado de apalancamiento del sector empresarial en las economías emergentes.

En conjunto, el modelo sugiere que, aunque el panorama en las distintas economías emergentes es heterogéneo, sus fundamentos económicos han mejorado, en líneas generales, en comparación con mediados de la década de los noventa. Se ha de destacar que los países emergentes con fundamentos económicos más sólidos representan una proporción elevada de la economía mundial. La evidencia empírica apunta a que los fundamentos de la mayoría de estos países han mejorado en cierta medida en comparación con 1997, en particular en aquellos con un peso cada vez mayor en la economía global (véase gráfico G). En conjunto, los fundamentos de las economías emergentes de Asia son los que más han mejorado, lo que sugiere que aprendieron de la experiencia de la crisis de 1997¹⁵. Sin embargo, el modelo identifica a Argentina y a Turquía, que recientemente han registrado turbulencias en los mercados financieros, como países más vulnerables que en 1997. Además, el ejemplo de China pone en evidencia la necesidad de evaluar con cautela los resultados del modelo. La probabilidad de crisis que prevé el modelo para 2018 es relativamente baja porque

¹⁴ El modelo utiliza un período muestral relativamente largo, de casi medio siglo, una definición de crisis establecida en la literatura como variable dependiente (véase L. Laeven y F. Valencia, «[Systemic Banking Crises Database: An Update](#)», *IMF Working Papers*, n.º 12/163, junio de 2012) y una amplia muestra de 50 países de importancia sistémica. La probabilidad de crisis en 2018 se basa en datos de 2017. El sesgo en el período posterior a la crisis se aborda excluyendo los años de crisis. El punto de corte óptimo que divide las probabilidades estimadas obtenidas del modelo *logit* en observaciones que señalan probabilidad de crisis y observaciones que no señalan tal probabilidad se deriva del estadístico J de Youden. Con un AUROC de 0,8163 y un error estándar de solo 0,048, se puede considerar que el modelo tiene buenas capacidades predictivas.

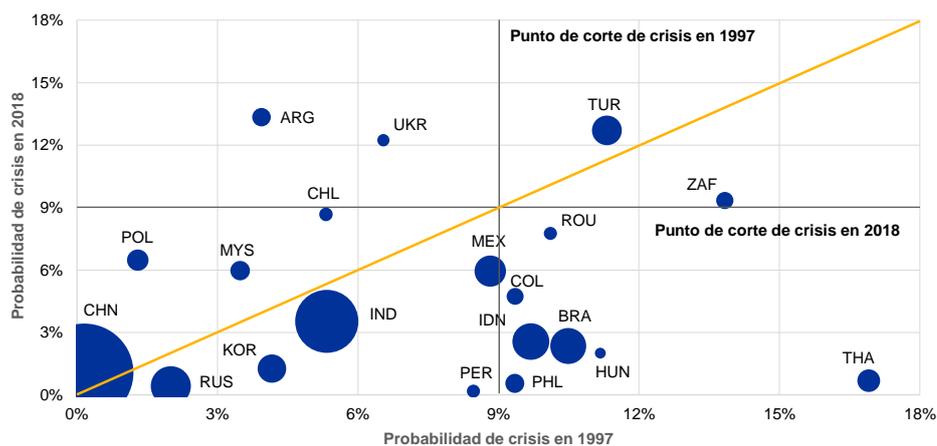
¹⁵ El modelo de alerta temprana no señala una crisis en Corea del Sur y en Malasia en 1997, lo que tiende a apoyar la hipótesis de un contagio no racional/no derivado de variables fundamentales de esos países en aquellos momentos.

China tiene un ligero superávit por cuenta corriente, una inflación reducida, un fuerte crecimiento, volúmenes elevados de reservas de divisas y bajos niveles de deuda externa. Al mismo tiempo, en este país se ha observado un rápido aumento del apalancamiento en la última década, un factor que podría no estar suficientemente reflejado en el modelo¹⁶.

Gráfico G

Probabilidades de crisis en las economías emergentes, 2018 frente a 1997

(porcentajes)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Notas: La probabilidad de ocurrencia de una crisis (cambiaria, bancaria sistémica o soberana) en 2018 o en 1997 se estima utilizando un modelo *logit* binario en el que la variable dependiente de la crisis se ajusta a la definición de Laeven y Valencia (2012). Debido a la falta de datos históricos para estimar las probabilidades de crisis en 1997 para China y Corea del Sur, el gráfico muestra las probabilidades en 1998 y 1999, respectivamente. En el caso de Rusia, Brasil y Turquía, las probabilidades de crisis en el pasado corresponden a 1998 y 2001, respectivamente, los años en que estos países sufrieron crisis. El punto de corte óptimo para emitir una señal de crisis se obtiene del estadístico J de Youden. El tamaño de los círculos de los países refleja sus pesos respectivos en el PIB mundial en términos de paridad del poder adquisitivo en 2017.

En conjunto, si bien parece que, en general, la mayoría de las economías emergentes cuentan con unos fundamentos económicos más sólidos y están mejor preparadas que hace veinte años para resistir perturbaciones, persisten riesgos. Aunque ahora estas economías han mejorado sus posiciones exteriores, es posible que se hayan estado acumulando riesgos internos, en particular después de la recesión global, y, si bien algunas siguen afrontando los problemas tradicionales de balanza de pagos, otras pueden tener que hacer frente a episodios de inestabilidad financiera causados por un sector financiero nacional excesivamente apalancado y por el decreciente margen de maniobra de las políticas.

¹⁶ En China, las fragilidades se han intensificado porque el rápido crecimiento del crédito ha ido acompañado de un aumento de la complejidad y el apalancamiento del sistema financiero. Para más detalles, véase A. Dieppe, R. Gilhooly, J. Han, I. Korhonen y D. Lodge (eds.), *op. cit.*

2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 1 de agosto y el 30 de octubre de 2018

M.^a Carmen Castillo Lozoya y Elvira Fioretto

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 2018, comprendidos entre el 1 de agosto y el 18 de septiembre y entre el 19 de septiembre y el 30 de octubre de 2018, respectivamente. Durante este período, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,40 %, respectivamente. En paralelo, el Eurosistema continuó adquiriendo valores públicos, bonos garantizados, bonos de titulización de activos y bonos corporativos como parte de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), con un objetivo de compras mensuales de 30 mm de euros, en promedio, hasta el final de septiembre de 2018, y de 15 mm de euros a partir de octubre.

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 1.459,8 mm de euros, lo que representa un incremento de 32,3 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (es decir, el tercer y cuarto período de mantenimiento de 2018). Las mayores necesidades de liquidez fueron resultado, en gran medida, del aumento de 29,8 mm de euros registrado en la media de los factores autónomos netos, que alcanzaron la cifra de 1.333,1 mm de euros durante el período considerado, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron, en promedio, en 2,5 mm de euros, situándose en 126,7 mm de euros.

El avance de los factores autónomos netos se debió principalmente al incremento de los factores de absorción de liquidez, que se compensó en parte con el observado en los de inyección de liquidez. Entre los factores de absorción de liquidez, los depósitos de las Administraciones Públicas y los billetes en circulación registraron las variaciones más significativas, con un aumento, en promedio, de 20 mm de euros y 16,6 mm de euros, hasta situarse en 259,4 mm de euros y en 1.193,1 mm de euros, respectivamente. Estos incrementos se vieron compensados, en parte, por el alza de los factores de inyección de liquidez —en particular, los activos netos denominados en euros, que aumentaron, en promedio, en 8,9 mm de euros y se situaron en 200,1 mm de euros—. Los pasivos del Eurosistema denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro disminuyeron, en promedio, 9,5 mm de euros, lo que reflejó un patrón estacional

menos pronunciado que durante el período de referencia anterior¹⁷ y, por tanto, contribuyó positivamente al promedio de activos netos denominados en euros (factores de inyección de liquidez).

La volatilidad diaria de los factores autónomos prácticamente no varió con respecto al período de referencia anterior. Las fluctuaciones diarias de los factores autónomos se debieron principalmente a los depósitos de las Administraciones Públicas y a los activos netos denominados en euros, y se observó una mayor volatilidad en torno al final del tercer trimestre de 2018 y de otros meses durante el período analizado.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

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

	Período de referencia actual: 1 de agosto a 30 de octubre de 2018						Período de referencia anterior: 3 de mayo a 31 de julio de 2018	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 1 de agosto a 18 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 19 de septiembre a 30 de octubre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	2.164,8	(+40,9)	2.150,1	(-17,2)	2.181,9	(+31,7)	2.123,9	(+43,8)
Billetes en circulación	1.193,1	(+16,6)	1.192,2	(+8,6)	1.194,3	(+2,1)	1.176,5	(+22,5)
Depósitos de las AAPP	259,4	(+20,0)	239,1	(-24,7)	283,1	(+44,1)	239,4	(+11,9)
Otros factores autónomos	712,2	(+4,3)	718,9	(-1,1)	704,4	(-14,5)	708,0	(+9,4)
Cuentas corrientes	1.358,0	(+26,2)	1.348,7	(+42,0)	1.369,0	(+20,3)	1.331,9	(+27,3)
Instrumentos de política monetaria	779,7	(-0,4)	797,9	(+21,4)	758,5	(-39,4)	780,1	(-20,4)
Exigencias de reservas mínimas ¹	126,7	(+2,5)	126,7	(+2,0)	126,7	(-0,0)	124,2	(+0,0)
Facilidad de depósito	653,0	(-2,9)	671,2	(+19,4)	631,8	(-39,4)	655,9	(-20,4)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

¹⁷ Los pasivos del Eurosistema denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro corresponden principalmente a depósitos denominados en euros en cuentas mantenidas por bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro en el Eurosistema. Los saldos a fin de trimestre y, en menor medida, a fin de mes, suelen verse afectados por los incrementos de estos depósitos, ya que los bancos comerciales son más reticentes a aceptar efectivo, tanto en el mercado de operaciones con garantía como en el de operaciones sin garantía, antes de las fechas de presentación de los balances. El 30 de septiembre de 2018, los pasivos denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro aumentaron hasta alcanzar los 301,7 mm de euros, en comparación con el importe medio de 264,7 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 2018, cuando estos pasivos se incrementaron hasta situarse en 348 mm de euros, frente a los 281,4 mm de euros registrados, en promedio, en el cuarto período de mantenimiento.

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

	Período de referencia actual: 1 de agosto a 30 de octubre de 2018						Período de referencia anterior: 3 de mayo a 31 de julio de 2018	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 1 de agosto a 18 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 19 de septiembre a 30 de octubre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	831,9	(+10,9)	837,4	(+15,9)	825,5	(-11,9)	821,0	(-20,6)
Activos exteriores netos	631,8	(+1,9)	637,5	(+2,4)	625,2	(-12,3)	629,8	(+1,0)
Activos netos denominados en euros	200,1	(+8,9)	199,9	(+13,6)	200,3	(+0,4)	191,2	(-21,6)
Instrumentos de política monetaria	3.344,1	(+53,0)	3.332,7	(+27,9)	3.357,6	(+24,9)	3.291,1	(+71,3)
Operaciones de mercado abierto	3.344,0	(+53,0)	3.332,6	(+27,9)	3.357,5	(+24,9)	3.291,0	(+71,3)
Operaciones de subasta	739,1	(-14,0)	742,9	(-3,3)	734,7	(-8,2)	753,1	(-8,7)
OPF	4,8	(+2,9)	3,0	(+1,0)	6,9	(+3,9)	1,9	(+0,2)
OPFML a tres meses	4,6	(-2,8)	5,4	(-1,9)	3,7	(-1,7)	7,4	(-0,3)
Operaciones TLTRO-I	5,5	(-5,6)	8,9	(-0,6)	1,5	(-7,4)	11,1	(-1,9)
Operaciones TLTRO-II	724,2	(-8,5)	725,6	(-1,8)	722,6	(-3,0)	732,7	(-6,6)
Carteras en firme	2.604,9	(+67,0)	2.589,7	(+31,2)	2.622,8	(+33,1)	2.537,9	(+79,9)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,5	(-0,2)	4,5	(-0,0)	4,5	(-0,0)	4,7	(-1,1)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	4,0	(-0,2)	4,0	(-0,1)	4,0	(-0,0)	4,2	(-0,3)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	258,4	(+3,8)	257,2	(+1,8)	259,9	(+2,7)	254,6	(+5,7)
Programa para los mercados de valores	74,2	(-9,3)	74,3	(-8,0)	74,0	(-0,3)	83,5	(-1,5)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	27,3	(-0,2)	27,5	(-0,1)	27,1	(-0,4)	27,5	(+1,7)
Programa de compras de valores públicos	2.067,8	(+63,6)	2.055,7	(+34,3)	2.081,9	(+26,2)	2.004,2	(+61,9)
Programa de compras de bonos corporativos	168,7	(+9,5)	166,4	(+3,3)	171,4	(+5,0)	159,3	(+13,5)
Facilidad marginal de crédito	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)

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

	Período de referencia actual: 1 de agosto a 30 de octubre de 2018						Período de referencia anterior: 3 de mayo a 31 de julio de 2018	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 1 de agosto a 18 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 19 de septiembre a 30 de octubre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas	1.459,8	(+32,3)	1.439,5	(-31,4)	1.483,4	(+43,9)	1.427,5	(+64,5)
Factores autónomos ²	1.333,1	(+29,8)	1.312,8	(-33,5)	1.356,7	(+43,9)	1.303,3	(+64,4)
Exceso de liquidez	1.884,3	(+20,8)	1.893,1	(+59,4)	1.874,0	(-19,0)	1.863,5	(+6,8)

Evolución de los tipos de interés (medias, porcentajes)

	Período de referencia actual: 1 de agosto a 30 de octubre de 2018						Período de referencia anterior: 3 de mayo a 31 de julio de 2018	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 1 de agosto a 18 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 19 de septiembre a 30 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	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
Eonia	-0,363	(+0,00)	-0,359	(+0,00)	-0,366	(-0,01)	-0,363	(+0,00)

Fuente: BCE.

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

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

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

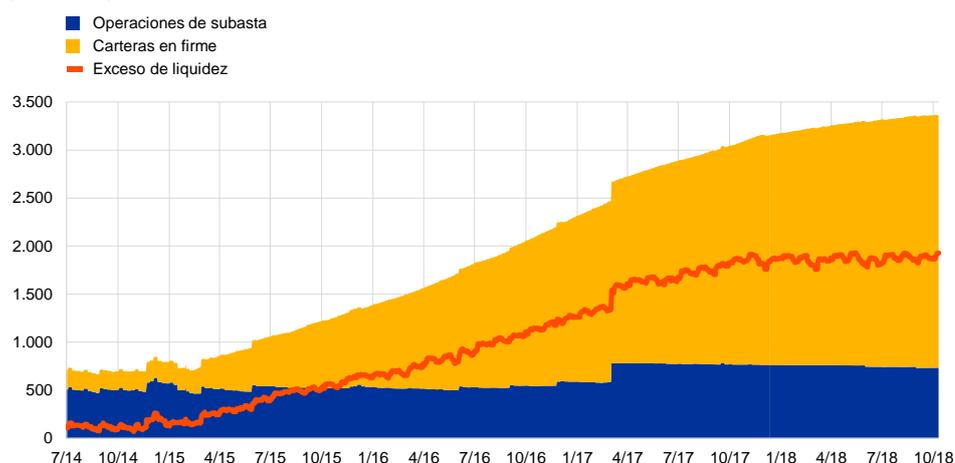
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —tanto operaciones de subasta como compras efectuadas en el marco del APP— se incrementó en 53 mm de euros, hasta un importe de 3.344,1 mm de euros (véase gráfico A). Este aumento fue atribuible en su totalidad a las compras netas realizadas en el marco del APP, mientras que, en las operaciones de subasta, la demanda descendió ligeramente.

Gráfico A

Evolución de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez

(mm de euros)



Fuente: BCE.

El volumen medio de liquidez proporcionado mediante las operaciones de subasta descendió ligeramente (en 14 mm de euros) durante el período considerado, y se situó en 739,1 mm de euros. Este descenso se debió

íntegramente a la disminución de 14,1 mm de euros en el saldo vivo medio de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), que estuvo relacionada en gran parte con el vencimiento de las operaciones TLTRO-I y los reembolsos voluntarios de la primera y la segunda operación TLTRO-II en septiembre de 2018, que ascendieron a un total de 12,6 mm de euros. La liquidez media proporcionada a través de las OPF aumentó en 2,9 mm de euros, hasta situarse en 4,8 mm de euros, pero este incremento se vio contrarrestado casi en su totalidad por una caída de la liquidez inyectada mediante las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses, que se redujo, en promedio, en 2,8 mm de euros y se situó en 4,6 mm de euros.

La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria aumentó en 67 mm de euros, hasta situarse, en promedio, en 2.604,9 mm de euros, debido a las compras netas efectuadas en el marco del APP. La liquidez proporcionada a través del programa de compras de valores públicos, del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados y del programa de compras de bonos corporativos se incrementó, en promedio, en 63,6 mm de euros, 3,8 mm de euros y 9,5 mm de euros, respectivamente. Sin embargo, el programa de compras de bonos de titulización de activos experimentó un leve descenso, de 0,2 mm de euros, en promedio, como consecuencia de las amortizaciones netas de los valores adquiridos. Las amortizaciones de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados anteriores ascendieron a 9,7 mm de euros en total.

Exceso de liquidez

Como consecuencia de la evolución detallada anteriormente, el exceso medio de liquidez aumentó ligeramente, en 20,8 mm de euros, en comparación con el período de referencia anterior, hasta situarse en 1.884,3 mm de euros (véase gráfico A). Este incremento refleja la liquidez proporcionada a través de las compras del APP, que fue absorbida, solo en parte, por el avance de los factores autónomos netos, principalmente en el sexto período de mantenimiento. De hecho, mientras que en el quinto período de mantenimiento el exceso de liquidez aumentó en 59,4 mm de euros, en el sexto volvió a disminuir en 19 mm de euros. Esta reversión se debió parcialmente a la evolución de los factores autónomos netos, que se redujeron en 33,5 mm de euros antes de incrementarse de nuevo, en 43,9 mm de euros, durante el quinto y sexto período de mantenimiento, respectivamente. En cuanto a la distribución del exceso de liquidez entre las cuentas corrientes y la facilidad de depósito, los saldos medios en cuenta corriente aumentaron en 26,2 mm de euros, hasta alcanzar los 1.358 mm de euros, al tiempo que el recurso medio a la facilidad de depósito registró un leve descenso de 2,9 mm de euros y se situó en 653 mm de euros.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés a un día de las operaciones con garantía y sin garantía del mercado monetario se mantuvieron próximos al tipo de la facilidad de depósito del BCE, o se situaron ligeramente por debajo de ese nivel para determinadas cestas de activos de garantía en el segmento garantizado. En el mercado de operaciones sin garantía, el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situó, en promedio, en el $-0,363\%$, sin variación con respecto al período de referencia anterior. El eonia fluctuó en una banda comprendida entre el mínimo del $-0,371\%$ observado el 12 de septiembre y el 17 de octubre y el máximo del $-0,342\%$ del último día de agosto de 2018. En cuanto al mercado de operaciones con garantía, el diferencial de los tipos *repo* medios a un día del mercado GC Pooling¹⁸ para las cestas estandarizada y ampliada de activos de garantía se estrechó sustancialmente en un entorno de volúmenes de negociación reducidos. En comparación con el período anterior, el tipo *repo* medio a un día para la cesta estandarizada de activos de garantía aumentó en 22 puntos básicos y se situó en el $-0,419\%$, mientras que el correspondiente a la cesta ampliada se redujo en 10 puntos básicos, hasta situarse en el $-0,404\%$.

El descenso registrado al final del tercer trimestre de 2018 en los tipos *repo* de los activos de garantía de la mayoría de los países de la zona del euro fue ligeramente mayor que al final del primer y segundo trimestre, pero siguió siendo relativamente moderado en comparación con los observados a fin de trimestre en 2017. En la negociación con activos de garantía generales, al final de junio los tipos *repo* a un día de los activos de garantía franceses y alemanes retrocedieron solo 2 puntos básicos y 5 puntos básicos, respectivamente, mientras que, al final de septiembre, esos mismos tipos *repo* se redujeron en 11 puntos básicos y en 15 puntos básicos, hasta situarse en el $-0,61\%$ y el $-0,65\%$, respectivamente. En cambio, el tipo *repo* de los activos de garantía generales italianos aumentó en 6 puntos básicos y se situó en el $-0,33\%$ al final de septiembre, frente al incremento de 3 puntos básicos que se registró al final de junio. Los tipos *repo* de todos los países de la zona del euro retornaron a los niveles anteriores inmediatamente después del final del trimestre. En definitiva, la facilidad de préstamo de valores del programa de compras de valores públicos del Eurosistema continuó favoreciendo el buen funcionamiento de los mercados de *repos*.

¹⁸ El mercado con activos de garantía generales (GC Pooling) permite realizar cesiones temporales con cestas estandarizadas de activos de garantía en la plataforma Eurex.

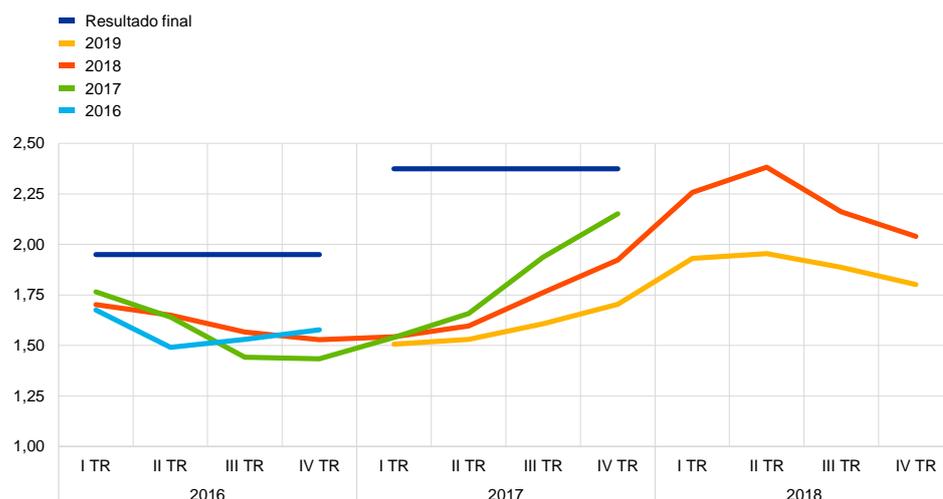
Maarten Dossche y Jaime Martínez-Martín

El crecimiento de la actividad económica se ha moderado significativamente en la zona del euro desde finales de 2017. De hecho, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro se redujo hasta situarse en el 0,2 % en el tercer trimestre de 2018, frente al 0,7 % registrado en el cuarto trimestre de 2017. En este recuadro se evalúan los factores que están contribuyendo a dicha desaceleración y se valora si debe considerarse que se produjo por sorpresa. Concretamente, se analiza si los factores subyacentes son de carácter transitorio o más permanente, si se han originado dentro o fuera de la zona del euro y si la desaceleración obedece a la debilidad de la demanda o al endurecimiento de las condiciones de oferta.

Gráfico A

Expectativas de crecimiento del PIB según los expertos en previsión económica

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

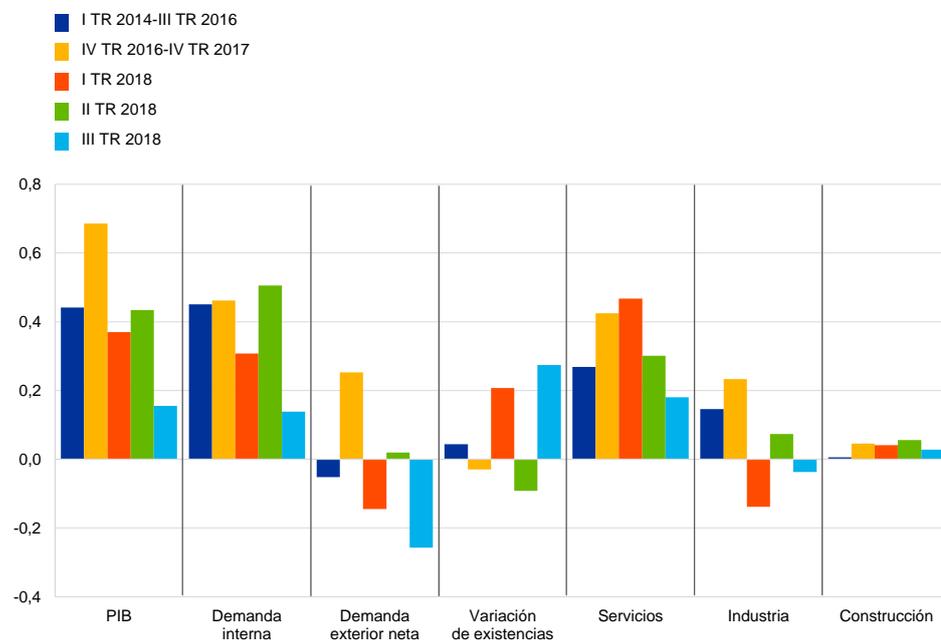
Notas: Las líneas de color azul oscuro representan las estimaciones finales del crecimiento interanual del PIB. Todas las demás líneas representan las previsiones de crecimiento para un año determinado en distintos momentos.

El reciente crecimiento del producto ha sido decepcionante en relación con las previsiones de crecimiento de finales de 2017, pero no si se compara con las expectativas anteriores. La acusada aceleración del crecimiento en 2017 fue un desarrollo favorable que sorprendió a la mayoría de los expertos en previsión económica (véase gráfico A). Este fortalecimiento, que coincidió con un máximo del 5,2 % en el crecimiento del comercio mundial, estuvo impulsado fundamentalmente por la demanda exterior neta. En cambio, el avance de la demanda interna se mantuvo en niveles comparables con los observados en la primera parte de la expansión económica, entre 2014 y 2016 (véase gráfico B). Desde principios de 2018, las previsiones de crecimiento para 2018 y 2019 se han revisado gradualmente a la baja, pero se sigue esperando que el crecimiento anual del PIB en 2018 sea mayor de lo previsto a principios de 2017.

Gráfico B

Crecimiento del PIB: desagregación del gasto y de la producción

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

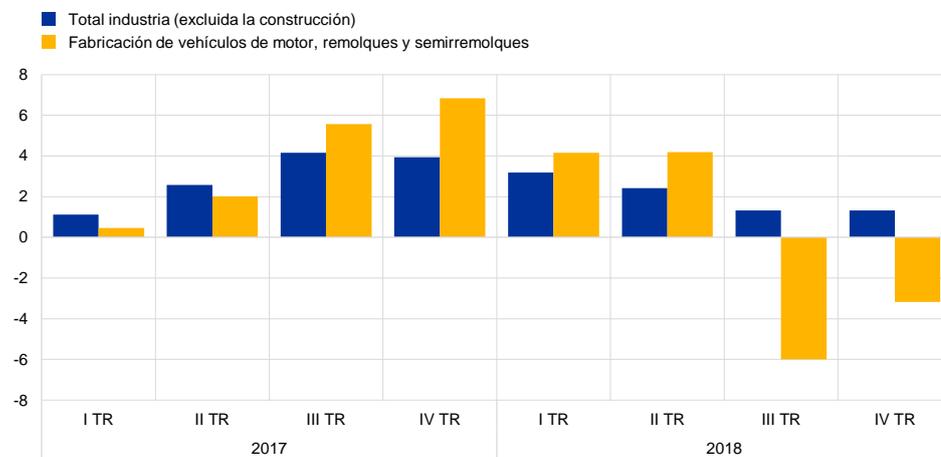
Nota: Las cifras relativas al período comprendido entre el primer trimestre de 2014 y el tercer trimestre de 2016, y las del período comprendido entre el cuarto trimestre de 2016 y el cuarto trimestre de 2017, representan las medias de los datos trimestrales correspondientes.

La desaceleración observada en 2018 ha obedecido, en gran medida, a factores externos, concretamente a la debilidad de la demanda externa. De

hecho, la desaceleración del año en curso, al igual que el fortalecimiento del crecimiento en 2017, ha estado determinada por la demanda exterior neta (véase gráfico B). La dinámica del comercio exterior se ha ido normalizando a medida que el crecimiento mundial ha retrocedido, acercándose a su potencial. El descenso de las exportaciones netas ha afectado, sobre todo, al sector industrial, como principal productor de bienes comerciables. Entretanto, la demanda interna ha continuado creciendo, en general, en línea con su contribución media desde el comienzo de la expansión económica. Si bien la alteración transitoria de la producción de automóviles en el tercer trimestre de 2018 afectó al consumo privado, la fortaleza de la demanda interna refleja el círculo virtuoso del empleo, las rentas del trabajo y el consumo. La evidencia disponible sugiere que, hasta la fecha, este círculo virtuoso no se ha visto afectado por la reciente pérdida de impulso del crecimiento.

Gráfico C Producción industrial

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos correspondientes al cuarto trimestre de 2018 se basan únicamente en las cifras mensuales de octubre de 2018.

Varios factores transitorios han afectado también al perfil de crecimiento. En el primer semestre de 2018, las condiciones meteorológicas, las bajas por enfermedad y las huelgas lastraron la actividad en algunos países¹⁹. En el tercer trimestre, la entrada en vigor de la nueva normativa de emisiones de vehículos el 1 de septiembre ejerció un impacto significativo sobre la producción de automóviles (véase gráfico C). La producción se ralentizó debido a que los fabricantes intentaron evitar la acumulación de existencias de modelos no sometidos a pruebas, lo que repercutió fuertemente en las economías con un importante sector del automóvil (como Alemania). De hecho, la economía alemana se contrajo en el tercer trimestre y redujo el crecimiento intertrimestral de la zona del euro en al menos 0,1 puntos porcentuales. Sin embargo, se espera que este efecto sea temporal. A medida que se elimine la acumulación de vehículos pendientes de pruebas, la producción de coches debería volver gradualmente, en el cuarto trimestre, a su nivel normal, y el efecto sobre el PIB debería disiparse. Es más, los últimos datos disponibles sugieren que la producción de automóviles ya ha empezado a normalizarse²⁰.

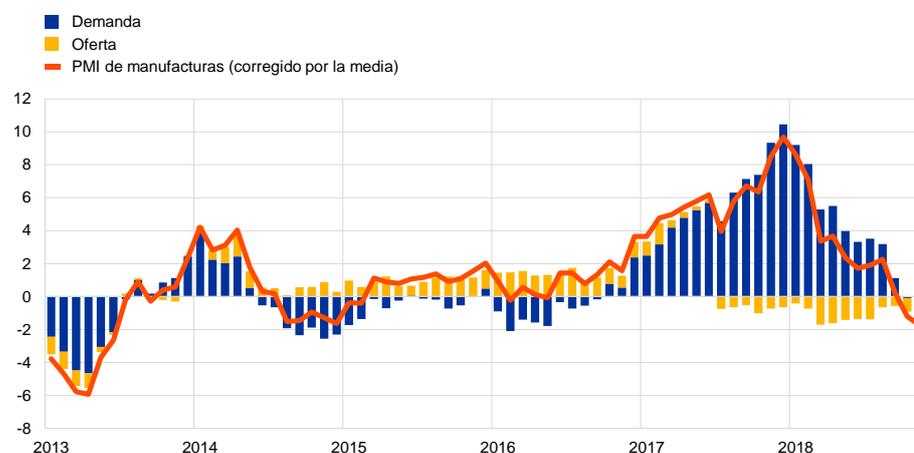
¹⁹ Véase el recuadro titulado «La reciente desaceleración del crecimiento del producto de la zona del euro refleja factores cíclicos y transitorios», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

²⁰ Según datos de la Asociación Alemana de la Industria de Automoción hasta noviembre de 2018.

Gráfico D

Descomposición del PMI de manufacturas

(Índice de difusión; contribuciones)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: Descomposición histórica del PMI de manufacturas de la zona del euro utilizando un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR) con restricciones de signo con los componentes de producción y de utilización de la capacidad del PMI de manufacturas. En este modelo se utilizan restricciones de signo para identificar las perturbaciones de demanda y de oferta en el PMI de manufacturas: las primeras se definen como las perturbaciones que impulsan la producción y la utilización de la capacidad en la misma dirección, mientras que las segundas son las que impulsan estos dos componentes en direcciones opuestas.

Pese a ese debilitamiento de la demanda, los elevados niveles actuales de utilización de la capacidad apuntan a que las condiciones de oferta en el sector manufacturero siguen siendo restrictivas. La descomposición del PMI de manufacturas basada en un modelo sugiere que la reciente ralentización de la actividad está relacionada principalmente con la debilidad de la demanda (véase gráfico D)²¹. Al mismo tiempo, desde mediados de 2017 las restricciones de oferta se han ido acentuando paulatinamente. La utilización de la capacidad solo ha experimentado un leve descenso con la desaceleración del crecimiento del producto. Este patrón puede observarse con claridad en el sector manufacturero, especialmente en Alemania y, en menor medida, en Francia.

En definitiva, la reciente desaceleración del crecimiento no ha puesto en entredicho, hasta la fecha, los fundamentos de la actual expansión económica.

La moderación se produce tras la inesperada fortaleza de la demanda externa en 2017 y se ha visto acentuada por varios factores transitorios. De hecho, una ralentización gradual del crecimiento puede considerarse incluso normal cuando la fase expansiva llega a su madurez. Por otra parte, la incertidumbre sobre la evolución del entorno exterior ha aumentado claramente los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro. Por consiguiente, es necesario vigilar estrechamente las posibles implicaciones para la demanda interna y los fundamentos de la expansión.

²¹ En este contexto, la reciente alteración transitoria de la producción de automóviles también se considera una reducción de la demanda.

4 Cambios en la composición del crecimiento del empleo en la zona del euro durante la recuperación

Katalin Bodnár

En el tercer trimestre de 2018, el número total de personas ocupadas en la zona del euro superó en 9,6 millones el registrado en el segundo trimestre de 2013 (cuando alcanzó su nivel más bajo durante la crisis). El incremento del empleo en la fase de recuperación ha compensado con creces la caída observada durante la crisis. En consecuencia, el empleo en la zona del euro se sitúa actualmente en el nivel más alto alcanzado hasta ahora, con 158,3 millones de personas ocupadas²². En este recuadro se describe el crecimiento del empleo neto en la zona del euro durante la recuperación, comparándolo con el período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el primer trimestre de 2008 (es decir, desde la introducción del euro hasta el comienzo de la crisis), que también se caracterizó por un aumento continuado del empleo en la zona del euro en su conjunto.

En la reciente recuperación, la composición del crecimiento del empleo por países ha presentado ligeras divergencias con respecto a la del período previo a la crisis. El incremento de 9,6 millones del número de personas ocupadas en la zona del euro es similar al observado en los cinco años anteriores a la crisis, período en el que aumentó en 10 millones²³. La diferencia principal radica en que, ahora, la aportación de Alemania al crecimiento del empleo ha sido considerablemente mayor que antes de la crisis, mientras que la contribución relativa del resto de los grandes países de la zona del euro —especialmente de España— se ha reducido (véase gráfico A). Esta evolución refleja en gran parte la fortaleza relativa del crecimiento económico observado en esos países en ambos períodos. Asimismo, mientras que España fue el principal país de destino de la inmigración en la zona del euro antes de la crisis, durante la recuperación Alemania ha sido el país receptor del mayor flujo de inmigrantes. Lituania, Austria, Portugal y Eslovaquia también han contribuido en mayor medida al avance del empleo en la zona del euro en el período reciente de recuperación.

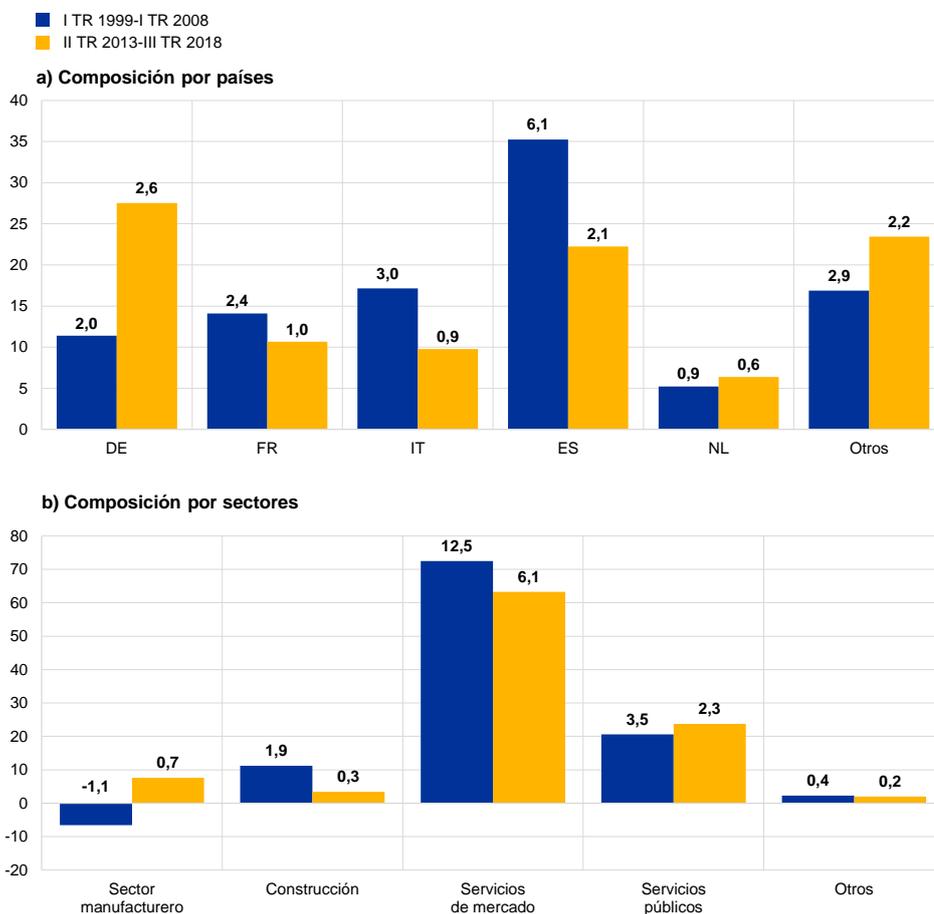
²² Las cifras que se presentan aquí se basan en datos de las cuentas nacionales, que permiten descomponer la evolución del empleo de la zona del euro por países y sectores. Los datos procedentes de la encuesta de población activa de la UE se utilizan para presentar una desagregación detallada del empleo en función de características personales y tipos de contrato. Aunque la dinámica de estos dos conjuntos de estadísticas es similar, los niveles de empleo y las tasas de crecimiento acumuladas resultantes difieren ligeramente por razones metodológicas. En el caso de los datos de la encuesta de población activa de la UE, por ejemplo, las cifras se basan en un concepto nacional, no incluyen ciertos segmentos de la población, y los datos de empleo se refieren a grupos de edades de entre 15 y 64 años o de entre 15 y 74 años. En cambio, los datos de las cuentas nacionales se basan en un concepto interior, contienen una estimación del empleo existente en la economía sumergida, y los datos de empleo incluyen a personas de todas las edades. En [este enlace](#) puede consultarse una explicación más detallada. Según datos de la encuesta de población activa de la UE, el número de personas ocupadas aumentó en 8,9 millones entre el primer trimestre de 2013 (su nivel más bajo con arreglo a este conjunto de datos) y el segundo trimestre de 2018 (el último dato disponible para esas estadísticas).

²³ Véase «[The outlook for the euro area economy](#)», discurso pronunciado por Mario Draghi, presidente del BCE, en el Congreso Europeo de Banca de Fráncfort, Fráncfort del Meno, 16 de noviembre de 2018.

Gráfico A

Descomposición del crecimiento acumulado del empleo por países y sectores en el período previo a la crisis y durante la recuperación

(eje de ordenadas: contribución al crecimiento acumulado del empleo en porcentaje; etiquetas de datos: crecimiento acumulado del empleo en millones)



Fuentes: Eurostat y cuentas nacionales.

Los servicios de mercado impulsaron el avance del empleo en los dos períodos, aunque su aportación al crecimiento total del empleo ha sido menor durante la reciente recuperación. En ambos períodos, la mayor contribución al crecimiento del empleo en los servicios de mercado ha correspondido a los servicios profesionales y administrativos, y al comercio y el transporte. Al mismo tiempo, durante la reciente recuperación, la contribución de la construcción ha sido menor que antes de la crisis. En cambio, la aportación del sector manufacturero ha sido ligeramente positiva desde el segundo trimestre de 2013, tras descender en el período previo a la crisis. Por último, el sector público ha supuesto en torno a una quinta parte del crecimiento acumulado del empleo en la reciente recuperación, igual que en el período anterior a la crisis.

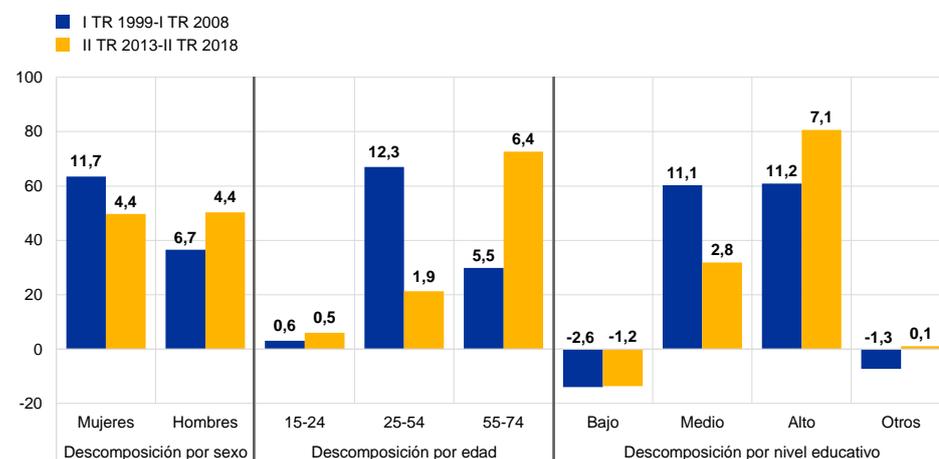
El crecimiento del empleo se ha distribuido de forma bastante equitativa entre hombres y mujeres en la reciente recuperación (véase gráfico B). Antes de la crisis, el empleo femenino experimentó un crecimiento muy intenso, en consonancia con el aumento de su tasa de participación y como resultado de su mayor nivel

educativo, las reformas del mercado de trabajo y la creciente importancia de los servicios en la economía. Sin embargo, más recientemente, esta tasa ha avanzado con menos vigor, ya que los factores que contribuyeron a elevarla en el pasado han comenzado a estabilizarse, lo que también se refleja en la contribución de las mujeres al crecimiento del empleo. Asimismo, el empleo masculino cayó durante la crisis y, aunque se ha ido recuperando, todavía no ha retornado a los niveles previos a la crisis. Como reflejo de estas tendencias, la participación femenina en el empleo se ha estabilizado recientemente en el 46,3 % (frente al 42,6 % del primer trimestre de 1999 y ligeramente por encima del 45,9 % observado en el segundo trimestre de 2013).

Gráfico B

Descomposición del crecimiento acumulado del empleo en función de características personales en el período previo a la crisis y durante la recuperación

(eje de ordenadas: contribución al crecimiento acumulado del empleo en porcentaje; etiquetas de datos: crecimiento acumulado del empleo en millones)



Fuentes: Eurostat y encuesta de población activa de la UE.

Notas: Por lo que se refiere al nivel educativo, «bajo» se refiere a un nivel inferior a educación primaria, educación primaria y educación secundaria obligatoria; «medio» se refiere al bachillerato y la educación postsecundaria no terciaria; «alto» se refiere a la educación terciaria, y «otros» se refiere a la ausencia de respuesta. Es muy probable que el porcentaje negativo correspondiente a «otros» del período previo a la crisis refleje una mayor tasa de respuesta en dicho período.

Se ha producido un cambio en la composición del crecimiento acumulado del empleo por edades, con una contribución considerablemente mayor de los trabajadores de más edad durante la reciente recuperación (véase gráfico B).

Antes de la crisis, los trabajadores con edades comprendidas entre los 25 y los 54 años representaban más de dos terceras partes del crecimiento del empleo, pero en el período reciente de recuperación solo han contribuido en torno a una quinta parte. En cambio, el colectivo de 55 a 74 años ha supuesto tres cuartas partes del crecimiento acumulado del empleo, frente a menos de un tercio antes de la crisis. La aportación de los jóvenes (entre 15 y 24 años) ha sido limitada durante la reciente recuperación, como también sucedió en el período previo a la crisis.

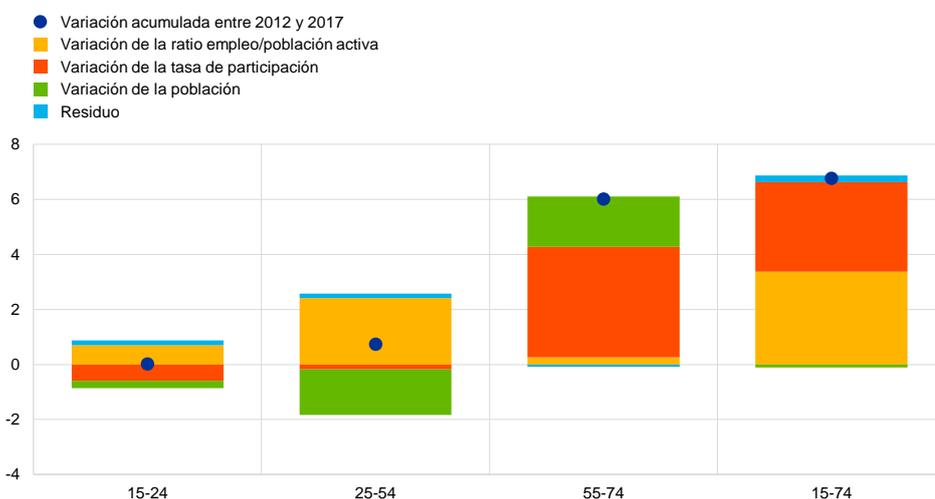
Es probable que la evolución demográfica y las reformas de los sistemas de pensiones sean los principales factores que explican los cambios en la composición por edades del crecimiento del empleo. Estos desarrollos reflejan fundamentalmente cambios en la oferta de empleo. El número de trabajadores de más edad ha estado aumentando con la llegada de la generación del «baby boom»

al grupo de 55 a 74 años, mientras que el de trabajadores menores de 55 años ha ido disminuyendo²⁴. Al mismo tiempo, la tasa de participación de la población de más edad también se ha incrementado considerablemente²⁵. En la reciente recuperación, en torno a una tercera parte del crecimiento del empleo del colectivo de 55 a 74 años se ha debido al número creciente de personas que lo integran, y dos terceras partes obedecen a su mayor tasa de participación (véase gráfico C). Una de las razones del avance de la tasa de participación de este grupo es la mejora de su nivel educativo, que tiene una correlación positiva con dicha tasa, aunque eso solo explica una pequeña proporción del aumento registrado. Parece más probable que el principal factor determinante de este incremento sea el aumento de la edad legal y efectiva de jubilación en toda la zona del euro²⁶.

Gráfico C

Descomposición del crecimiento acumulado del empleo por grupos de edad durante la recuperación

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

Nota: Datos basados en cifras anuales.

El crecimiento del empleo en la reciente recuperación ha tenido su origen principalmente en personas con educación terciaria.

De hecho, los trabajadores que han completado la educación terciaria han representado prácticamente el 80 % del crecimiento total del empleo en la recuperación actual, frente a un 60 % antes de la crisis, mientras que la contribución de las personas con un nivel educativo medio se ha reducido de forma significativa. El empleo entre los colectivos con un nivel educativo bajo ha descendido en la reciente recuperación, como ya sucedió en el período anterior a la crisis. Esta evolución también está relacionada con los cambios

²⁴ Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la oferta de trabajo en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2017.

²⁵ La tasa de participación de este grupo de edad ha seguido una trayectoria ascendente a lo largo del tiempo, situándose en el 22,4 % en el primer trimestre de 1999, el 33,6 % en el segundo trimestre de 2013 y el 39 % en el segundo trimestre de 2018. Véase también el artículo titulado «Labour supply and employment growth», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2018.

²⁶ Un sencillo «análisis de cambio de cuota» (*shift-share analysis*) muestra que esta tasa de participación habría aumentado significativamente incluso si su composición en términos de nivel educativo no hubiera variado.

observados en la población, a medida que disminuye el número de personas con un nivel educativo bajo y aumenta el de personas con educación terciaria.

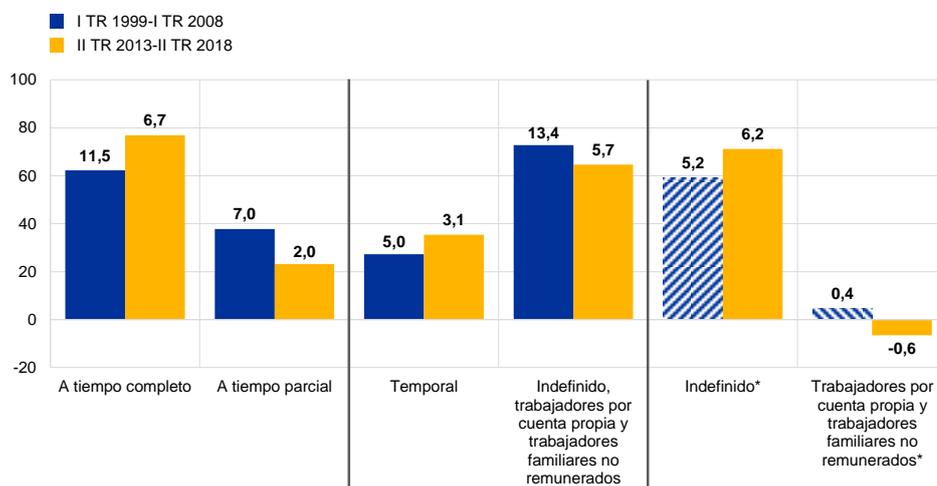
Durante la reciente recuperación, el avance del empleo en la zona del euro ha estado impulsado por los contratos a tiempo completo y, en su mayor parte, indefinidos, y casi el 80 % del crecimiento total ha tenido su origen en el incremento del trabajo a tiempo completo. Ahora bien, el empleo a tiempo

completo permanece por debajo del nivel anterior a la crisis, tras la acusada caída registrada durante la crisis. El trabajo a tiempo parcial aumentó en ese período y ha continuado haciéndolo durante la recuperación, aunque su contribución al crecimiento del empleo ha disminuido últimamente, al tiempo que su participación en el empleo total se ha mantenido estable. Esta evolución puede explicarse por el descenso del número de trabajadores a tiempo parcial subempleados (es decir, personas que desearían trabajar más horas), mientras que la aportación al avance del empleo de los trabajadores no subempleados (esto es, ocupados a tiempo parcial satisfechos con el número de horas que trabajan) ha sido similar a la observada antes de la crisis²⁷. Asimismo, aunque el crecimiento se sigue concentrando en el empleo indefinido, el trabajo temporal representa ahora un porcentaje mayor de este avance, al tiempo que el trabajo por cuenta propia está disminuyendo (véase gráfico D).

Gráfico D

Descomposición del crecimiento acumulado del empleo en función de las características de los contratos en el período previo a la crisis y durante la recuperación

(eje de ordenadas: contribución al crecimiento acumulado del empleo en porcentaje; etiquetas de datos: crecimiento acumulado del empleo en millones)



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

Nota: Datos corregidos de cambios de nivel por expertos del BCE.

* Los datos diferenciados sobre contratos indefinidos y trabajadores por cuenta propia y trabajadores familiares no remunerados solo están disponibles desde 2005.

²⁷ Véase el recuadro titulado «Evolución reciente del empleo a tiempo parcial», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2018.

5 Evolución reciente de la deriva salarial en la zona del euro

Gerrit Koester y Justine Guillochon

La deriva salarial mide las desviaciones entre la evolución de los salarios medios de la economía y la evolución de los salarios negociados. Es un elemento importante del análisis macroeconómico de la remuneración por asalariado, puesto que debería estar estrechamente ligada a la evolución cíclica del mercado de trabajo. Cuando este mercado se tensiona, las empresas pueden verse forzadas a ofrecer salarios superiores a los contemplados en los convenios colectivos, a ascender a los empleados a bandas más altas dentro de las escalas negociadas en los convenios o, simplemente, a pagar primas adicionales a los salarios pactados como una forma de recompensar y retener a sus empleados. Habida cuenta de las prolongadas caídas que ha registrado el desempleo últimamente y de los crecientes signos de escasez de mano de obra, en este recuadro se analiza el papel de la deriva salarial en la evolución reciente de la remuneración por asalariado.

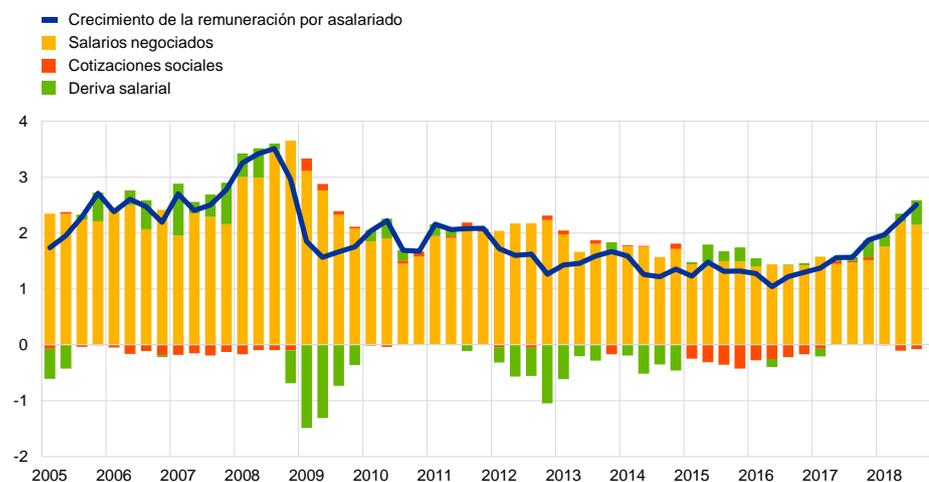
La deriva salarial agregada no es observable, y en este análisis se calcula como la diferencia entre las tasas de crecimiento de los sueldos y salarios brutos por trabajador y las tasas de avance de los salarios negociados. En consecuencia, el crecimiento total de los salarios, medido por la remuneración por asalariado, puede desglosarse en el crecimiento de los salarios negociados, la deriva salarial y el impacto de las variaciones en las cotizaciones sociales. La deriva salarial se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado y la tasa de crecimiento anual de los sueldos y salarios brutos por trabajador. Esta forma de calcularla recoge también, inevitablemente, los cambios en la estructura del empleo de una economía, en la medida en que las empresas se ven afectadas por los convenios colectivos, y en las horas medias trabajadas por persona, y, por tanto, no refleja solo la influencia de la evolución del mercado de trabajo sobre las primas salariales.

La deriva salarial fue el principal determinante del mayor crecimiento de los salarios en una primera fase de la recuperación salarial, pero ahora el avance se ve también respaldado por los salarios negociados. Desde el segundo trimestre de 2016 hasta el cuarto trimestre de 2017, la variación de 0,4 puntos porcentuales en la deriva salarial fue el factor que más contribuyó a acelerar el crecimiento de la remuneración por asalariado, que pasó del 1 % al 1,8 % (véase gráfico A). Durante ese período, el avance de los salarios negociados se mantuvo básicamente sin cambios y solo comenzó a repuntar en 2018 —desde el 1,5 % en el último trimestre de 2017 hasta el 2,1 % en el tercer trimestre de 2018—. La reciente aceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado, desde el 1,9 % en el cuarto trimestre de 2017 hasta el 2,5 % en el tercer trimestre de 2018, se ha visto fuertemente sustentada también por el avance de los salarios negociados.

Gráfico A

Descomposición del crecimiento de la remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.
Nota: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2018.

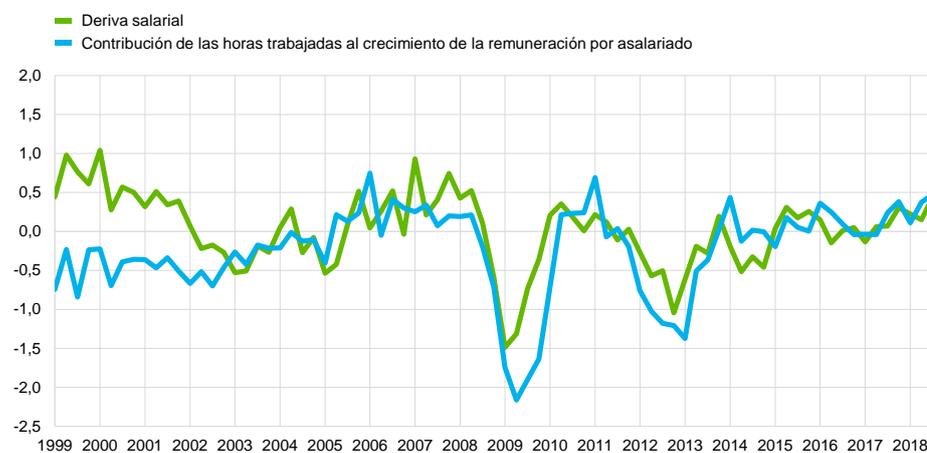
Las variaciones de las horas trabajadas no han sido determinantes en la evolución reciente de la deriva salarial. Asumiendo que el crecimiento de los salarios negociados suele estar relacionado implícitamente con la remuneración por hora, la deriva salarial calculada en este análisis puede verse afectada por las variaciones de las horas medias trabajadas por empleado, por ejemplo, debido a horas extraordinarias o al cambio de empleo entre jornada completa y a tiempo parcial²⁸. La comparación de la variación de la contribución de las horas trabajadas por empleado al crecimiento de la remuneración por asalariado con la deriva salarial muestra que la sustancial reducción de las horas trabajadas por asalariado en 2008-2009 y en 2012-2013 se reflejó, como cabría esperar, en la contribución fuertemente negativa de la deriva salarial al crecimiento total de los salarios. No obstante, a partir de 2014, la relación entre las variaciones que han registrado las horas trabajadas por empleado y los cambios de la deriva salarial en cada trimestre ha sido tangencial, lo que indica que las primeras influyen de forma limitada en la evolución de la deriva salarial agregada.

²⁸ La valoración de la deriva salarial conlleva ciertas limitaciones. Por ejemplo, los datos sobre los salarios negociados de la zona del euro, que son necesarios para calcular dicha deriva, se calculan utilizando datos no armonizados de cada país. Ello podría afectar también a la fiabilidad del cómputo de la deriva salarial. Además, esta se calcula como la diferencia entre la tasa de crecimiento anual de los sueldos y salarios brutos y la tasa de avance anual de los salarios negociados, y no como la contribución de los salarios negociados al crecimiento total de los salarios, ya que los salarios negociados —a diferencia de los datos sobre remuneración— no suelen estar disponibles por niveles.

Gráfico B

Deriva salarial y contribución de las horas trabajadas al crecimiento de la remuneración por asalariado

(contribuciones en puntos porcentuales)



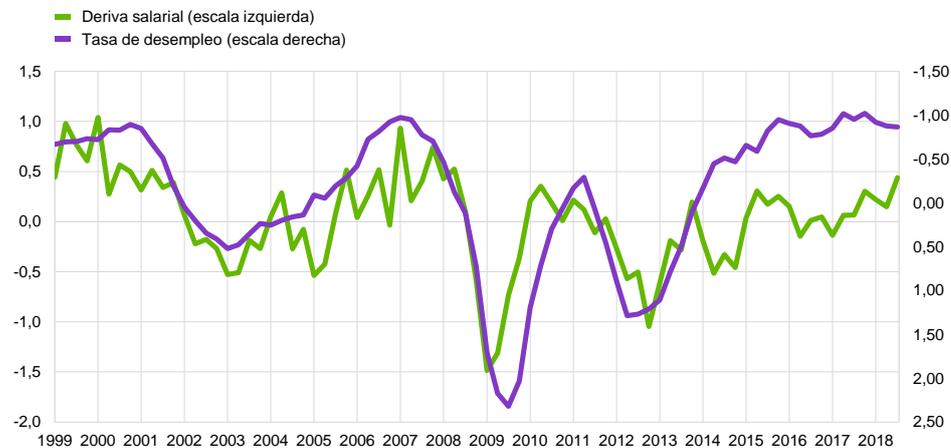
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.
Nota: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2018.

La deriva salarial tiende a reaccionar con relativa rapidez a los cambios en las condiciones cíclicas del mercado de trabajo. Como se ilustra en el gráfico C, generalmente solo hay un ligero retraso en la respuesta de la deriva salarial a los cambios en las condiciones cíclicas del mercado de trabajo, medidos por la variación de la tasa de desempleo. La reacción directa de la deriva salarial al ciclo está en línea con la utilización de primas y pagas especiales en períodos del ciclo económico caracterizados por un aumento de la productividad y la rentabilidad. Sin embargo, cabe señalar que las relaciones típicas entre la deriva salarial y la evolución cíclica del mercado de trabajo fueron mucho menos visibles durante el período de crecimiento contenido de los salarios, entre 2013 y 2016. Parece que, en ese período, las restricciones salariales se aplicaron también a los componentes flexibles de los salarios, como las primas.

Gráfico C

Deriva salarial a lo largo del ciclo

(escala izquierda: contribuciones en puntos porcentuales; escala derecha: puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

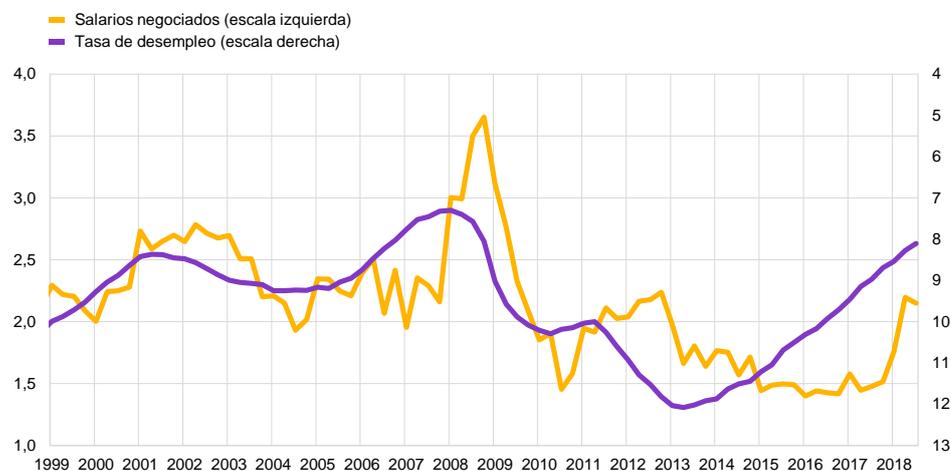
Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2018. La serie de la tasa de desempleo refleja la variación interanual de esta tasa. La escala derecha está invertida.

El crecimiento de los salarios negociados suele ser más persistente que la deriva salarial. Por tanto, reacciona menos directamente a los cambios en la tasa de desempleo, pero depende más del nivel de esta tasa (véase gráfico D). De hecho, en línea con la señal general que ofrece el paro con respecto al estado del mercado de trabajo y, por consiguiente, para el proceso de negociación de los salarios, parece que los salarios negociados reaccionan solo a variaciones acumuladas de la tasa de paro en una dirección, por lo que responden a la evolución cíclica del mercado de trabajo con un desfase mayor. Este desfase temporal y la mayor persistencia del crecimiento de los salarios negociados están en consonancia con los procesos de negociación en los principales países de la zona del euro, que suelen fijar los salarios por períodos superiores a un año. Además, el solapamiento de los calendarios de las negociaciones salariales de los distintos sectores supone que, normalmente, no se negocian todos los contratos en el mismo año y, por ello, puede pasar algún tiempo antes de que la evolución cíclica se refleje plenamente en el crecimiento agregado de los salarios negociados.

Gráfico D

Evolución del crecimiento de los salarios negociados y del nivel de desempleo

(escala izquierda: tasas de variación interanual; escala derecha: porcentaje)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2018. La escala derecha está invertida.

La mayor persistencia del crecimiento de los salarios negociados estimula la confianza en que el reciente aumento del crecimiento salarial será sostenido.

El avance de los salarios negociados refleja cómo evolucionará la fijación de los salarios durante un tiempo en el futuro y, por tanto, es una referencia de la evolución esperada de los salarios. Esto se suma a que las perspectivas de confianza en el crecimiento salarial son mayores que si el repunte estuviera impulsado solo por la deriva salarial, que reacciona con mayor rapidez a los cambios en el mercado de trabajo. Aunque, en general, no es imposible que la deriva salarial se torne incluso negativa si se produjeran desarrollos macroeconómicos adversos inesperados, su impacto también tendría que ser inusualmente potente para contrarrestar el efecto positivo del mayor avance reciente de los salarios negociados. De cara al futuro, los recientes convenios colectivos y la generalización del crecimiento salarial en los distintos países y sectores respaldan la expectativa de un repunte adicional del crecimiento de los salarios.

6 Evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2019

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Nadine Leiner-Killinger

El 21 de noviembre de 2018, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios de los Gobiernos de la zona del euro para 2019, junto con un análisis de la situación presupuestaria de la zona en su conjunto. Los dictámenes incluyen una evaluación del cumplimiento de los respectivos planes con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Este ejercicio es importante porque analiza si los países han incorporado a sus planes las recomendaciones de política fiscal específicas por país formuladas en el contexto del Semestre Europeo 2018 y adoptadas por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros el 13 de julio de 2018²⁹. En las recomendaciones se aconseja, entre otras cosas, que los Estados miembros con niveles elevados de deuda pública en relación con el PIB traten de lograr una reducción suficientemente rápida de su endeudamiento con el fin de aumentar su capacidad de resistencia ante futuras desaceleraciones económicas³⁰.

Los dictámenes de la Comisión apuntan a una evolución de las finanzas públicas muy heterogénea en los países de la zona del euro. Por un lado, la Comisión considera, basándose en sus previsiones económicas de otoño de 2018, que diez proyectos de planes presupuestarios —un número sin precedentes— cumplen el PEC³¹, en concreto, los de Alemania, Irlanda, Grecia, Chipre, Lituania, Luxemburgo, Malta, los Países Bajos, Austria y Finlandia (todos ellos sujetos al componente preventivo del PEC; véase gráfico A). A tenor de las previsiones, estos países registrarán posiciones fiscales saneadas en 2019, de acuerdo con sus objetivos presupuestarios a medio plazo (OMP)³². Asimismo, a juicio de la Comisión, los proyectos de otros tres países (Estonia, Letonia y Eslovaquia) «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC³³. Por otro, los proyectos de planes presupuestarios de los países que más lejos están de alcanzar unas posiciones fiscales saneadas son los que presentan mayores riesgos de incumplimiento. De acuerdo con las previsiones económicas de la Comisión, los esfuerzos estructurales

²⁹ Para más información, véanse las [recomendaciones de política fiscal específicas por país formuladas en el marco del Semestre Europeo 2018](#). Para información más detallada, véase el recuadro titulado «Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2018», *Boletín Económico*, número 4, BCE, junio de 2018.

³⁰ En la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios se incluyó a Grecia, que participó en este ejercicio por primera vez después de haber completado su programa de ajuste financiero en agosto.

³¹ Cuatro más que el número de países con planes que cumplían plenamente el PEC el año pasado.

³² Las autoridades griegas aún no han fijado un OMP, aunque, a juicio de la Comisión, su superávit será superior al objetivo que se establezca. Según el Vademécum de la Comisión sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, se considera que los países cuyo saldo estructural se sitúa dentro del margen de tolerancia del OMP del 0,25 % del PIB han alcanzado su OMP.

³³ En el caso de los países sujetos al componente 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 componente 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.

de estos países serán claramente insuficientes para cumplir los compromisos adquiridos en el marco del PEC (véase gráfico B). Este es el caso de la mayoría de los países que se prevé que registren ratios de deuda pública elevadas superiores al 90 % del PIB en 2019 (véase gráfico A)³⁴. En concreto, se considera que los proyectos de planes presupuestarios de cinco países presentan un «riesgo de incumplimiento del PEC»³⁵, entre ellos el plan de España, país actualmente sujeto al componente corrector del PEC —con plazo en 2018 para corregir su déficit en el contexto del procedimiento de déficit excesivo (PDE)—, y los de Bélgica, Francia, Portugal y Eslovenia, sometidos al componente preventivo. Este último país presentó un plan que no contemplaba cambios en las políticas porque el Gobierno ha sido elegido recientemente. El Eurogrupo ha invitado a los países en cuestión a considerar oportunamente la adopción de las medidas adicionales que sean necesarias para abordar los riesgos identificados por la Comisión y asegurar que sus presupuestos para 2019 cumplan las disposiciones del PEC.

En el caso de Italia, la Comisión Europea por primera vez emitió un dictamen en el que constataba un incumplimiento especialmente grave de un plan presupuestario con las exigencias del PEC³⁶.

Si se detecta un riesgo de incumplimiento especialmente grave de las disposiciones del PEC —es decir, cuando un plan contempla ajustes estructurales claramente insuficientes para cumplir las exigencias— la Comisión puede solicitar al Estado miembro en cuestión que presente un plan presupuestario actualizado. En este caso, tal solicitud se formuló el 23 de octubre. El plan presupuestario revisado que presentaron las autoridades italianas el 13 de noviembre no modificó los objetivos de déficit, por lo que, el 21 de noviembre, la Comisión confirmó su valoración de incumplimiento especialmente grave. Al mismo tiempo, la Comisión concluyó que los planes presupuestarios de Italia para 2019 suponían una modificación significativa de los factores pertinentes analizados en el informe elaborado de conformidad con el artículo 126, apartado 3, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), publicado en mayo de 2018. En consecuencia, el 21 de noviembre, la Comisión publicó un nuevo informe en virtud del artículo 126, apartado 3, del TFUE, basado en los datos facilitados para 2017 en el que llegaba a la conclusión de que el criterio de deuda no se había cumplido, allanando el terreno para la apertura a Italia de un PDE basado en la deuda. La declaración del Eurogrupo del 3 de diciembre respaldó la valoración de la Comisión y recomendó a Italia que adoptara las medidas necesarias para cumplir el PEC. El 19 de diciembre, la Comisión envió una carta a las autoridades italianas en la que tomaba nota de las nuevas medidas fiscales presentadas por el Gobierno en una carta de 18 de diciembre y se indicaba

³⁴ Excepto Eslovenia, no se espera que estos países reduzcan su deuda pública hacia el valor de referencia del 60 % del PIB, en consonancia con la regla de deuda del PEC, en 2019.

³⁵ En el caso de los países sujetos al componente 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 exigida para su consecución en 2019 y/o el incumplimiento del valor de referencia para la reducción de la deuda cuando sea aplicable dicho valor.

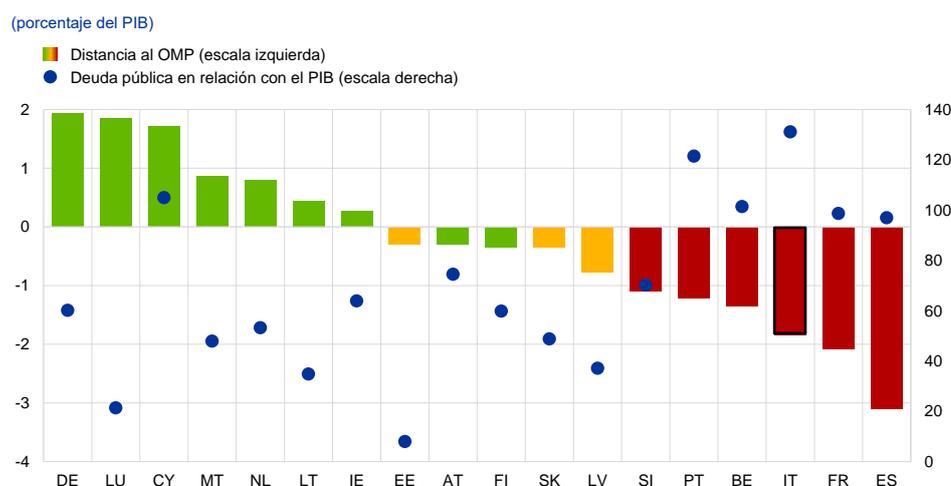
³⁶ Aquí se incluyen casos en los que se prevé que la mejora del saldo estructural hacia la consecución del OMP específico para cada país será claramente insuficiente para cumplir los requisitos, es decir, se desviará en más de 0,5 puntos porcentuales del PIB. Este es el umbral para la apertura del procedimiento de desviación significativa en el marco del componente preventivo del PEC.

que si el Parlamento italiano las adoptaba antes de fin de año, la Comisión Europea no recomendaría, por el momento, la apertura de un procedimiento de déficit excesivo³⁷.

El incumplimiento continuado de la recomendación de que los países con niveles elevados de deuda pública constituyan colchones fiscales es motivo de preocupación, porque incrementa el riesgo de que esos países se vean obligados a endurecer sus políticas fiscales en caso de producirse una recesión en el futuro. Una de las principales lecciones extraídas de la última crisis es que unas posiciones presupuestarias saneadas proporcionan a los países el margen de maniobra fiscal que pueden necesitar para afrontar perturbaciones imprevistas. En vista del incumplimiento de su recomendación del año pasado, el Eurogrupo 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 debería abordarse con firmeza. También subrayó que las condiciones económicas actuales plantean la necesidad urgente de reconstituir los colchones fiscales, sobre todo en los Estados miembros que no han alcanzado sus CMP.

Gráfico A

Deuda pública y diferencias entre los saldos estructurales y los OMP en 2018



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2018 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 2018. Las barras de color verde (naranja) se refieren a los países con un proyecto de plan presupuestario para 2019 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 2019 que, según la Comisión Europea, presenta riesgo de incumplimiento del PEC. La barra de color rojo enmarcada en negro de Italia refleja el dictamen de la Comisión de que el proyecto de plan presupuestario plantea un riesgo especialmente grave de incumplimiento del PEC. Grecia no se incluye en el gráfico porque actualmente no tiene un OMP. La Comisión concluyó que su proyecto de plan presupuestario para 2019 cumple el PEC.

Es necesario analizar los motivos por los que algunos países no realizan avances suficientes hacia la consecución de unas finanzas públicas saneadas.

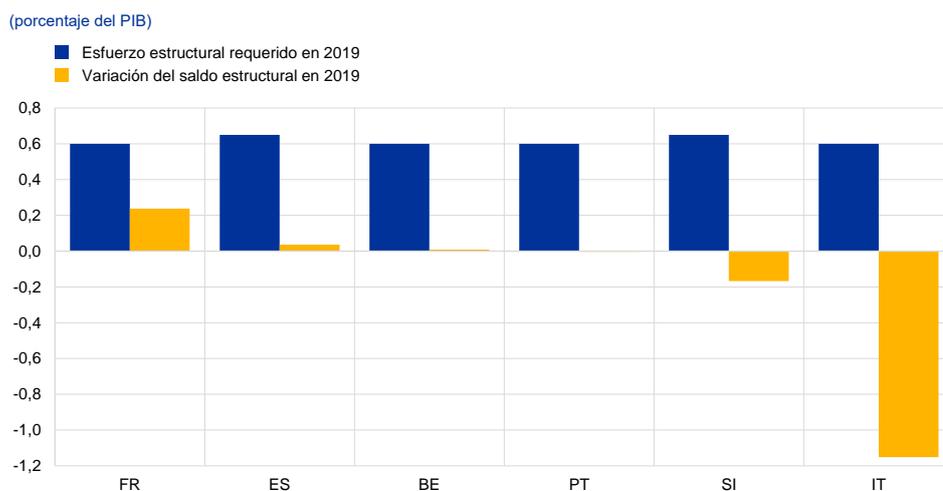
En primer lugar, con arreglo al componente corrector del PEC, esto exige revisar las «estrategias de déficit nominal». Con arreglo a estas estrategias, los países sujetos a un PDE no consiguen cumplir las exigencias de ajuste estructural, aunque cumplen sus objetivos de déficit nominal. En consecuencia, muchos países dejaron de estar sujetos al PDE después de la crisis con unos déficits estructurales todavía elevados

³⁷ Para más detalles, véase el [comunicado de prensa de la Comisión](#).

que los hacen vulnerables en caso de producirse una desaceleración. En segundo lugar, es preciso revisar el uso de la flexibilidad en el marco de la vertiente preventiva del PEC³⁸. Según la posición común sobre flexibilidad aprobada por el Consejo ECOFIN a principios de 2016, las exigencias de ajuste presupuestario a lo largo del ciclo económico pueden modularse utilizando una matriz que especifica los mayores (menores) esfuerzos presupuestarios que deben realizar los Estados miembros que atraviesen coyunturas económicas favorables (desfavorables) o que tengan elevados (bajos) niveles de deuda pública. También permite menores esfuerzos estructurales a cambio de reformas estructurales adicionales e inversiones. Tanto un informe especial del Tribunal de Cuentas Europeo de 2018 sobre el componente preventivo del PEC como el informe anual de 2018 del Consejo Fiscal Europeo subrayan que, debido a los efectos acumulados de diferentes formas de flexibilidad, no se garantiza que los Estados miembros, especialmente aquellos con altos niveles de deuda, converjan hacia la consecución de sus OMP en un plazo razonable, lo que puede colocarlos en una situación precaria cuando llegue la próxima recesión.

Gráfico B

Ajustes del saldo estructural recomendados y previstos para 2019 – proyectos de planes presupuestarios que presentan riesgo de incumplimiento y riesgos especialmente graves de incumplimiento del PEC



Fuentes: Previsiones económicas de otoño de 2018 de la Comisión Europea y recomendaciones de política fiscal específicas por país adoptadas por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros el 13 de julio de 2018.

De cara al futuro, es esencial disponer de un marco fiscal de la UE que funcione correctamente para lograr una mayor profundización de la Unión Económica y Monetaria. La próxima revisión de los reglamentos que conforman el *Six-pack* y el *Two-pack*, que se introdujeron con el fin de reforzar las reglas en 2011 y 2013, respectivamente, constituye una oportunidad para identificar y resolver las deficiencias del actual conjunto de normas.

³⁸ En mayo de 2018, la Comisión publicó su revisión de la flexibilidad en el marco del PEC introducida en 2015. El análisis —que se centra más en el diseño que en la aplicación de las reglas— sugiere que la modulación del esfuerzo fiscal con arreglo a la «matriz de ajustes exigidos» no reduce el ritmo normal del ajuste presupuestario necesario y, por lo tanto, contribuye a la consecución de una posición presupuestaria sólida a medio plazo sin afectar negativamente a la reducción de la deuda. Con todo, también señala que el esfuerzo fiscal real de los Estados miembros ha sido menor que el requerido.

Estadísticas

Índice

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

Información adicional

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

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

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

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)						Importaciones de mercancías ¹⁾					
	Índice PMI compuesto					Pro memoria: Zona del euro	Índice PMI global ²⁾			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China		Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,6
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,1	1,2	1,1
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,6	3,1	7,3
2017 IV TR	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,2	1,6	1,5	1,7
2018 I TR	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,4	1,2	0,6	1,6
II TR	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,2	54,2	50,3	-0,2	-0,9	0,2
III TR	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	2,0	0,7	2,8
2018 Jun	54,1	56,2	55,2	52,1	53,0	54,9	53,0	54,5	50,0	-0,2	-0,9	0,2
Jul	53,6	55,7	53,5	51,8	52,3	54,3	52,7	53,9	49,9	1,2	-0,5	2,2
Ago	53,2	54,7	54,2	52,0	52,0	54,5	53,0	53,3	49,9	1,7	0,1	2,7
Sep	52,5	53,9	54,1	50,7	52,1	54,1	52,3	52,5	49,6	2,0	0,7	2,8
Oct	53,0	54,9	52,1	52,5	50,5	53,1	51,9	53,4	50,0	.	.	.
Nov	53,3	54,7	50,7	52,4	51,9	52,7	52,1	53,7	49,9	.	.	.

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

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

2) Excluida la zona del euro.

2 Evolución financiera

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

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a la vista (eonia)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Depósitos a 3 meses (libor)	Depósitos a 3 meses (libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018 May	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,34	-0,03
Jun	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,33	-0,04
Jul	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,34	-0,04
Ago	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,32	-0,04
Sep	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,35	-0,04
Oct	-0,37	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,46	-0,08
Nov	-0,36	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,65	-0,10

Fuente: BCE.

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

2.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro ^{1), 2)}					Zona del euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018 May	-0,63	-0,72	-0,69	-0,25	0,40	1,12	0,63	0,73	-0,76	-0,52	0,57	1,34
Jun	-0,62	-0,71	-0,68	-0,26	0,38	1,09	0,54	0,60	-0,75	-0,52	0,53	1,31
Jul	-0,62	-0,65	-0,59	-0,16	0,46	1,11	0,54	0,60	-0,64	-0,39	0,61	1,36
Ago	-0,63	-0,67	-0,63	-0,23	0,37	1,04	0,41	0,71	-0,68	-0,46	0,50	1,28
Sep	-0,62	-0,63	-0,55	-0,09	0,51	1,14	0,49	0,77	-0,59	-0,31	0,68	1,36
Oct	-0,75	-0,73	-0,63	-0,17	0,43	1,17	0,48	0,67	-0,66	-0,37	0,60	1,31
Nov	-0,67	-0,70	-0,64	-0,23	0,37	1,06	0,30	0,57	-0,68	-0,45	0,50	1,28

Fuente: BCE.

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

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

2.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2018 May	392,3	3.537,1	806,4	272,3	735,3	351,0	182,5	653,1	527,3	287,9	302,6	819,1	2.701,5	22.590,1
Jun	383,4	3.442,8	797,5	273,1	719,5	346,7	169,0	647,2	543,6	279,9	290,9	828,1	2.754,4	22.562,9
Jul	383,8	3.460,9	793,5	273,8	711,4	353,1	169,4	647,6	536,6	287,9	291,0	838,8	2.793,6	22.309,1
Ago	382,5	3.436,8	785,2	273,0	711,6	357,5	167,9	653,3	529,4	282,1	288,7	834,2	2.857,8	22.494,1
Sep	376,4	3.365,2	779,9	265,1	692,5	356,4	168,0	649,7	511,7	278,1	274,6	807,2	2.901,5	23.159,3
Oct	359,0	3.244,5	733,7	253,2	657,3	349,6	160,1	607,6	483,0	269,0	277,7	783,7	2.785,5	22.690,8
Nov	351,3	3.186,4	692,3	258,1	649,3	328,6	157,2	589,4	459,6	277,1	293,9	757,5	2.723,2	21.967,9

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubierto	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés	TAE ³⁾	Por período inicial de fijación del tipo de interés			TAE ³⁾				
			Hasta 2 años	Más de 2 años					Tipo flexible y hasta 1 año		Más de 1 año		Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años		De 5 a 10 años	Más de 10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2017 Nov	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,83	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,16	1,87
Dic	0,04	0,44	0,34	0,73	6,09	16,86	4,47	5,39	5,80	2,31	1,68	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83
2018 Ene	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,92	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,87	1,91	1,90	2,14	1,84
Feb	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,88	4,72	5,70	6,19	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84
Mar	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,89	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,84	1,95	1,91	2,14	1,84
Abr	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,87	4,95	5,67	6,15	2,36	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83
May	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,89	4,83	5,88	6,39	2,39	1,58	1,85	1,97	1,90	2,13	1,83
Jun	0,03	0,46	0,33	0,63	6,04	16,84	4,47	5,64	6,10	2,31	1,60	1,81	1,97	1,88	2,12	1,82
Jul	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,85	5,75	6,22	2,40	1,63	1,83	1,93	1,85	2,12	1,81
Ago	0,03	0,45	0,30	0,63	6,02	16,78	5,44	5,88	6,41	2,39	1,63	1,83	1,92	1,85	2,12	1,81
Sep	0,03	0,45	0,30	0,69	6,05	16,71	5,30	5,74	6,27	2,37	1,60	1,82	1,91	1,85	2,09	1,79
Oct ^(p)	0,03	0,45	0,29	0,73	5,98	16,74	5,04	5,72	6,19	2,44	1,59	1,80	1,91	1,87	2,09	1,80

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubierto	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017 Nov	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,61	2,37	1,71	1,62	1,72	1,23	1,33	1,57	1,71
Dic	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,46	2,31	1,70	1,67	1,71	1,34	1,28	1,53	1,71
2018 Ene	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,52	2,33	1,65	1,61	1,72	1,12	1,37	1,60	1,67
Feb	0,04	0,09	0,43	2,37	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,64	1,70
Mar	0,04	0,08	0,40	2,33	2,39	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
Abr	0,04	0,06	0,31	2,32	2,36	2,42	2,33	1,67	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70
May	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,37	1,65	1,61	1,74	1,08	1,22	1,65	1,62
Jun	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,70	1,21	1,33	1,70	1,68
Jul	0,03	0,08	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,30	1,66	1,63
Ago	0,03	0,08	0,60	2,25	2,21	2,42	2,35	1,66	1,63	1,74	1,10	1,27	1,69	1,64
Sep	0,03	0,09	0,44	2,22	2,21	2,34	2,32	1,65	1,55	1,69	1,12	1,40	1,68	1,65
Oct ^(p)	0,03	0,08	0,52	2,22	2,14	2,42	2,33	1,65	1,62	1,71	1,23	1,10	1,66	1,64

Fuente: BCE.

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

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

2 Evolución financiera

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas
Corto plazo														
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1.241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 May	1.318	539	170	.	99	445	66	387	182	42	.	44	79	41
Jun	1.307	523	177	.	90	457	59	388	157	71	.	43	82	36
Jul	1.310	526	175	.	96	453	60	434	191	75	.	48	79	42
Ago	1.306	525	174	.	95	447	65	405	201	58	.	31	82	33
Sep	1.282	531	166	.	89	444	52	364	156	66	.	42	72	28
Oct	1.271	524	163	.	92	439	53	402	175	66	.	47	77	38
Largo plazo														
2015	15.250	3.786	3.244	.	1.102	6.481	637	215	68	45	.	14	80	9
2016	15.393	3.695	3.217	.	1.197	6.643	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15.362	3.560	3.081	.	1.258	6.821	642	247	66	74	.	17	83	7
2018 May	15.534	3.586	3.127	.	1.273	6.927	621	202	49	53	.	17	80	3
Jun	15.540	3.572	3.137	.	1.266	6.944	620	229	64	71	.	14	72	7
Jul	15.555	3.570	3.133	.	1.275	6.956	621	220	54	55	.	17	87	8
Ago	15.563	3.578	3.141	.	1.258	6.964	622	131	50	38	.	2	38	3
Sep	15.688	3.616	3.159	.	1.283	7.007	623	253	79	56	.	31	82	4
Oct	15.741	3.673	3.178	.	1.282	6.980	628	210	60	57	.	14	69	9

Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas				
Saldo vivo											
2015	16.518,8	4.303,2	3.390,4	.	1.163,8	6.958,9	702,4	6.814,4	584,3	968,3	5.261,9
2016	16.633,9	4.213,3	3.353,0	.	1.255,9	7.108,1	703,5	7.089,5	537,6	1.080,2	5.471,6
2017	16.603,0	4.079,8	3.236,7	.	1.327,9	7.258,9	699,8	7.954,8	612,5	1.249,5	6.092,8
2018 Ma	16.852,5	4.125,8	3.296,4	.	1.371,9	7.371,5	686,8	8.028,1	531,2	1.289,8	6.207,1
Jun	16.846,6	4.095,3	3.313,6	.	1.356,4	7.401,4	679,8	7.959,8	543,5	1.267,0	6.149,3
Jul	16.865,3	4.096,0	3.308,3	.	1.370,9	7.409,1	681,0	8.168,6	576,1	1.293,7	6.298,8
Ago	16.869,4	4.102,6	3.315,0	.	1.353,3	7.411,0	687,5	8.020,0	521,1	1.282,6	6.216,3
Sep	16.969,9	4.147,0	3.324,9	.	1.372,3	7.451,0	674,8	7.955,8	543,5	1.294,0	6.118,3
Oct	17.011,9	4.197,0	3.340,7	.	1.373,6	7.419,1	681,5	7.548,9	515,4	1.202,0	5.831,6
Tasa de crecimiento											
2015	0,2	-7,0	5,5	.	4,9	1,8	0,6	1,1	4,2	1,8	0,6
2016	0,4	-3,0	-1,1	.	6,5	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	-0,1	.	6,2	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018 May	1,1	-0,1	0,4	.	5,9	1,6	-1,9	1,4	1,6	5,4	0,5
Jun	1,2	-0,6	1,9	.	5,2	1,8	-4,0	1,3	1,6	5,0	0,5
Jul	1,2	-0,8	0,6	.	4,4	2,4	-2,5	1,2	0,4	4,8	0,6
Ago	1,3	-0,2	0,9	.	3,8	2,2	-2,6	1,2	0,5	4,7	0,5
Sep	1,7	0,9	0,9	.	4,9	2,4	-3,7	1,1	0,5	3,9	0,5
Oct	1,8	0,9	1,6	.	4,5	2,4	-3,1	1,0	0,5	3,1	0,6

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	Defactor del PIB real	CLUM reales ²⁾	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2015	91,7	87,6	88,6	82,9	81,6	88,4	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,9	85,0	79,8	89,3	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	92,0	85,9	79,7	90,0	112,0	90,0
2017 IV TR	98,6	93,2	93,6	87,5	80,3	91,4	115,0	92,0
2018 I TR	99,6	94,0	94,4	88,1	81,3	91,9	117,0	93,4
II TR	98,4	93,1	93,2	87,2	80,4	91,0	117,0	93,4
III TR	99,2	93,7	93,4	.	.	.	119,2	94,8
2018 Jun	97,9	92,6	92,4	-	-	-	116,7	93,0
Jul	99,2	93,8	93,5	-	-	-	118,2	94,2
Ago	99,0	93,4	93,2	-	-	-	119,0	94,6
Sep	99,5	94,0	93,6	-	-	-	120,4	95,6
Oct	98,9	93,4	92,9	-	-	-	119,0	94,4
Nov	98,3	92,9	92,3	-	-	-	117,9	93,5
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2018 Nov	-0,6	-0,6	-0,7	-	-	-	-0,9	-1,0
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2018 Nov	-0,2	-0,2	-1,2	-	-	-	2,6	1,6

Fuente: BCE.

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

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

2.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Esloti polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2017 IV TR	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2018 I TR	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
II TR	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
III TR	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
2018 Jun	7,551	7,382	25,778	7,449	322,697	128,529	4,304	0,879	4,6623	10,279	1,156	1,168
Jul	7,850	7,397	25,850	7,452	324,597	130,232	4,324	0,887	4,6504	10,308	1,162	1,169
Ago	7,909	7,426	25,681	7,456	323,021	128,200	4,286	0,897	4,6439	10,467	1,141	1,155
Sep	7,993	7,429	25,614	7,458	324,818	130,535	4,301	0,893	4,6471	10,443	1,129	1,166
Oct	7,948	7,425	25,819	7,460	323,843	129,617	4,305	0,883	4,6658	10,384	1,141	1,148
Nov	7,888	7,428	25,935	7,461	322,330	128,789	4,302	0,881	4,6610	10,292	1,138	1,137
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2018 Nov	-0,8	0,0	0,4	0,0	-0,5	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-0,9	-0,3	-1,0
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2018 Nov	1,5	-1,6	1,6	0,3	3,3	-2,7	1,8	-0,8	0,6	4,5	-2,3	-3,2

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Total ¹⁾			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2017 III TR	24.839,7	25.633,3	-793,6	10.775,6	8.756,8	8.386,5	10.955,4	-62,2	5.065,0	5.921,1	674,8	14.129,9
IV TR	24.835,5	25.544,2	-708,7	10.671,6	8.769,0	8.550,7	10.950,1	-55,6	4.999,1	5.825,1	669,7	13.898,7
2018 I TR	24.850,9	25.602,9	-752,0	10.593,7	8.682,3	8.529,5	10.919,5	-77,1	5.131,4	6.001,1	673,4	14.118,9
II TR	25.408,4	25.943,9	-535,5	10.732,7	8.687,8	8.742,0	10.994,5	-84,8	5.328,5	6.261,6	690,0	14.295,2
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2018 II TR	222,8	227,5	-4,7	94,1	76,2	76,7	96,4	-0,7	46,7	54,9	6,1	125,4
Transacciones												
2017 IV TR	81,9	-37,3	119,3	33,9	45,5	86,2	18,8	4,5	-44,4	-101,7	1,9	-
2018 I TR	453,5	328,1	125,4	63,0	-60,4	194,7	176,7	-4,5	188,9	211,8	11,4	-
II TR	98,7	14,8	83,8	-59,6	-122,8	-1,9	-42,4	40,5	113,0	180,0	6,6	-
III TR	89,2	-17,2	106,4	-19,4	5,7	45,2	-55,4	21,2	41,0	32,5	1,2	-
2018 Abr	104,8	113,2	-8,4	21,9	-21,2	8,3	-22,5	12,1	66,2	156,9	-3,6	-
May	133,1	103,3	29,8	-23,6	-16,4	-2,9	-53,1	15,5	141,6	172,7	2,3	-
Jun	-139,2	-201,7	62,5	-57,9	-85,2	-7,3	33,1	12,9	-94,8	-149,6	7,9	-
Jul	104,3	95,9	8,4	-1,0	16,9	42,9	8,5	5,7	61,1	70,5	-4,3	-
Ago	19,8	-10,3	30,1	10,3	7,5	20,7	-53,4	7,8	-22,3	35,7	3,3	-
Sep	-34,9	-102,8	67,9	-28,7	-18,6	-18,5	-10,5	7,7	2,2	-73,6	2,3	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2018 Sep	723,3	288,4	434,9	17,9	-131,9	324,2	97,7	61,7	298,5	322,6	21,0	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2018 Sep	6,3	2,5	3,8	0,2	-1,1	2,8	0,9	0,5	2,6	2,8	0,2	-

Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾	
					Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>												
2015	10.534,2	10.060,1	5.743,1	2.172,5	2.110,8	1.014,6	640,4	449,7	33,6	474,1	4.865,1	4.391,1
2016	10.827,5	10.349,6	5.877,4	2.223,3	2.210,9	1.053,2	679,3	472,3	38,1	477,9	4.941,4	4.463,5
2017	11.205,8	10.683,0	6.056,2	2.279,5	2.302,9	1.121,6	716,3	459,2	42,4	522,8	5.293,6	4.770,8
2017 IV TR	2.844,2	2.703,4	1.531,0	576,1	588,3	287,3	185,4	114,2	7,9	140,8	1.361,4	1.220,6
2018 I TR	2.865,1	2.725,0	1.543,6	578,1	592,1	291,4	184,2	115,0	11,2	140,0	1.356,6	1.216,6
II TR	2.889,6	2.757,0	1.553,2	585,2	603,8	297,8	188,7	115,9	14,8	132,6	1.378,0	1.245,3
III TR	2.905,1	2.784,5	1.561,7	587,6	610,2	300,5	191,2	117,1	24,9	120,7	1.387,6	1.266,9
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2017	100,0	95,3	54,1	20,3	20,6	10,0	6,4	4,1	0,4	4,7	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2017 IV TR	0,7	0,3	0,2	0,2	1,2	0,1	2,6	1,8	-	-	2,2	1,6
2018 I TR	0,4	0,5	0,5	0,0	0,1	0,6	-0,7	0,2	-	-	-0,7	-0,5
II TR	0,4	0,4	0,2	0,4	1,5	1,3	2,5	0,5	-	-	1,0	1,1
III TR	0,2	0,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,5	0,2	-	-	-0,1	0,5
<i>tasas de variación interanual</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,9	0,4	5,6	15,6	-	-	6,5	7,6
2016	1,9	2,4	2,0	1,8	4,0	2,7	5,8	4,3	-	-	3,0	4,2
2017	2,4	1,7	1,6	1,2	2,6	3,9	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9
2017 IV TR	2,7	1,3	1,6	1,2	2,5	3,9	6,9	-6,8	-	-	6,4	3,7
2018 I TR	2,4	1,9	1,7	1,0	3,5	3,4	5,5	0,4	-	-	3,8	2,7
II TR	2,2	1,6	1,4	1,1	3,0	4,1	6,4	-4,7	-	-	3,8	2,7
III TR	1,6	1,7	1,0	0,9	3,1	2,0	4,9	2,9	-	-	2,4	2,8
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2017 IV TR	0,7	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,1	0,4	-	-
2018 I TR	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	-	-
II TR	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-
III TR	0,2	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	1,0	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,4	-	-
2017	2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-
2017 IV TR	2,7	1,3	0,8	0,2	0,5	0,4	0,4	-0,3	-0,3	1,4	-	-
2018 I TR	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,6	-	-
II TR	2,2	1,5	0,8	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-	-
III TR	1,6	1,7	0,6	0,2	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3 Actividad económica

3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2015	9.461,6	159,5	1.901,3	468,0	1.784,9	433,5	470,2	1.078,0	1.031,0	1.805,1	330,2	1.072,6
2016	9.715,8	158,6	1.962,6	486,8	1.836,0	452,7	464,1	1.098,7	1.069,3	1.849,8	337,2	1.111,7
2017	10.048,5	171,3	2.032,8	512,8	1.916,8	469,4	455,8	1.129,7	1.118,5	1.897,1	344,2	1.157,3
2017 IV TR	2.551,4	43,7	520,0	131,5	486,3	119,0	114,0	285,3	284,8	479,7	86,9	292,8
2018 I TR	2.568,5	43,1	518,5	134,3	489,9	120,9	114,4	287,5	289,1	483,1	87,6	296,6
II TR	2.589,5	42,9	521,1	137,1	494,2	122,4	114,2	289,5	292,0	488,3	87,7	300,1
III TR	2.603,6	43,7	523,1	139,4	496,4	123,5	114,5	291,3	293,3	490,5	88,0	301,5
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,1	4,7	4,5	11,2	11,1	18,9	3,4	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2017 IV TR	0,7	0,8	1,2	1,2	0,7	0,3	0,3	0,3	0,8	0,3	0,2	0,6
2018 I TR	0,4	0,7	-0,7	0,8	0,8	1,7	-0,4	0,6	1,0	0,3	0,1	0,3
II TR	0,4	-0,5	0,4	1,1	0,5	1,4	0,6	0,0	0,7	0,2	-0,1	0,6
III TR	0,2	-0,3	-0,2	0,6	0,2	0,9	0,3	0,4	0,0	0,2	0,0	0,1
<i>tasas de variación interanual</i>												
2015	1,9	-0,2	3,6	0,8	2,2	3,6	0,0	0,7	3,0	0,8	1,2	3,5
2016	1,9	-1,4	3,4	1,5	1,7	3,9	0,6	0,3	2,5	1,3	0,9	2,7
2017	2,4	0,8	3,1	3,2	3,1	4,3	-0,6	1,1	4,0	1,1	0,9	2,4
2017 IV TR	2,8	2,5	3,9	4,3	3,4	3,7	0,0	1,3	4,4	1,2	1,0	2,1
2018 I TR	2,5	1,8	3,1	3,8	2,9	4,8	0,0	1,5	3,4	1,4	1,2	1,6
II TR	2,2	1,3	2,4	3,7	2,6	5,1	0,5	1,2	3,2	1,2	0,6	1,8
III TR	1,6	0,7	0,8	3,7	2,2	4,4	0,9	1,3	2,5	1,0	0,3	1,6
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2017 IV TR	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2018 I TR	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
II TR	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III TR	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,9	0,0	0,7	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2017 IV TR	2,8	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	-
2018 I TR	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
II TR	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
III TR	1,6	0,0	0,2	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Actividad económica

3.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3 Actividad económica

3.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones ¹⁾	Sub-empleo, % de población activa ¹⁾	Desempleo											Tasa de vacantes ²⁾
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa ¹⁾	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2016			100,0		81,7		18,3		52,2		47,8			
2015	160,730	4,6	17,470	10,9	5,6	14,305	9,8	3,165	22,3	9,262	10,7	8,208	11,1	1,5
2016	162,029	4,3	16,252	10,0	5,0	13,289	9,0	2,963	20,9	8,482	9,7	7,770	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,763	9,1	4,4	12,095	8,1	2,668	18,8	7,637	8,7	7,126	9,5	1,9
2017 IV TR	163,133	3,9	14,184	8,7	4,2	11,637	7,8	2,547	17,9	7,318	8,3	6,866	9,1	2,0
2018 I TR	162,591	4,0	13,932	8,5	4,2	11,429	7,7	2,503	17,6	7,190	8,2	6,742	8,9	2,1
II TR	163,179	3,9	13,506	8,3	3,9	11,062	7,4	2,444	17,1	6,966	7,9	6,540	8,7	2,1
III TR	.	.	13,198	8,1	.	10,752	7,2	2,446	17,0	6,819	7,8	6,378	8,5	.
2018 May	-	-	13,443	8,2	-	11,014	7,4	2,429	17,0	6,930	7,9	6,513	8,6	-
Jun	-	-	13,408	8,2	-	10,970	7,4	2,438	17,1	6,912	7,9	6,496	8,6	-
Jul	-	-	13,269	8,1	-	10,846	7,3	2,423	17,0	6,851	7,8	6,417	8,5	-
Ago	-	-	13,164	8,1	-	10,722	7,2	2,443	17,0	6,800	7,8	6,364	8,4	-
Sep	-	-	13,160	8,1	-	10,689	7,2	2,471	17,1	6,806	7,8	6,354	8,4	-
Oct	-	-	13,172	8,1	-	10,669	7,2	2,503	17,3	6,796	7,7	6,375	8,4	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Sin desestacionalizar.

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

3.5 Indicadores económicos a corto plazo

	Producción industrial						Producción de la construcción	Índice del BCE sobre nuevos pedidos industriales	Ventas del comercio al por menor				Matriculaciones de automóviles
	Total (excluida construcción)		Principales ramas de actividad						Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible	
	Manu- facturas	Bienes inter- medios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 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													
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,3	0,5	-0,6	3,4	2,9	1,6	4,0	2,7	8,8
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,1	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	2,9	3,2	3,7	3,9	1,5	1,1	2,9	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,6
2017 IV TR	4,2	4,8	5,3	6,1	2,1	-0,3	2,9	9,5	2,0	0,8	3,0	0,1	6,3
2018 I TR	3,1	3,4	3,1	4,3	2,4	0,6	2,6	6,5	1,6	1,6	1,9	0,2	5,3
II TR	2,4	2,8	1,9	4,5	2,1	-1,9	2,7	3,8	1,7	1,2	2,3	0,9	3,2
III TR	0,8	0,9	-0,2	2,0	1,3	-1,0	3,5	1,9	1,2	1,0	1,4	0,2	3,4
2018 May	2,9	3,2	2,7	4,2	3,1	-1,5	2,2	4,5	1,6	2,1	1,5	0,4	2,8
Jun	2,5	3,1	2,0	4,9	2,1	-2,7	3,4	3,0	1,6	1,9	1,5	1,2	3,9
Jul	0,5	0,6	0,1	1,8	-0,3	-1,2	2,2	2,1	1,0	1,0	1,0	-0,3	7,7
Ago	1,2	1,5	-0,2	1,9	3,5	-0,7	2,2	2,4	2,2	1,8	2,7	-0,1	30,9
Sep	0,8	0,9	-0,4	2,2	0,9	-1,0	4,6	1,2	0,3	0,2	0,4	1,2	-21,2
Oct	1,2	1,5	-0,4	3,7	1,0	-3,1	.	.	1,7	2,3	1,7	1,5	-11,8
tasas de variación intermensual (d.)													
2018 May	1,3	1,3	1,3	0,7	2,5	-0,1	0,4	1,8	0,3	1,4	-0,8	0,4	1,9
Jun	-0,7	-0,7	-0,4	-2,1	-1,0	0,5	0,7	-1,8	0,4	0,4	0,1	1,1	-0,2
Jul	-0,6	-0,7	-0,8	1,3	-1,2	0,7	0,0	-1,0	-0,6	-1,0	-0,1	-1,2	2,1
Ago	1,2	1,2	0,5	2,0	1,9	1,7	-0,6	2,7	0,4	0,4	0,6	-0,7	21,5
Sep	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-1,0	-1,9	2,0	-0,5	-0,5	-0,2	-0,7	0,8	-37,2
Oct	0,2	0,2	0,2	1,0	-0,2	-1,7	.	.	0,3	0,6	-0,1	1,0	9,1

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

3 Actividad económica

3.6 Encuestas de opinión (datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)				
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de producción
		Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-14	99,8	-5,8	80,7	-12,7	-14,5	-9,5	6,9	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,8	-2,8	81,3	-6,2	-22,4	1,0	8,7	88,5	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,2	-2,6	81,8	-7,7	-16,4	0,3	10,6	89,0	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,8	5,0	83,3	-2,5	-4,0	2,1	14,1	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 IV TR	114,3	8,9	84,2	-0,2	1,7	3,9	16,1	90,1	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 I TR	114,0	8,5	84,4	0,5	4,7	2,8	16,3	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
II TR	112,5	7,0	84,2	0,0	5,8	0,3	14,5	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
III TR	111,5	5,4	84,0	-1,8	6,7	1,5	14,8	90,4	54,3	54,0	54,4	54,3
2018 Jun	112,3	6,9	-	-0,6	5,6	0,7	14,4	-	54,9	54,2	55,2	54,9
Jul	112,1	5,8	84,2	-0,5	5,4	0,3	15,3	90,6	55,1	54,4	54,2	54,3
Ago	111,6	5,6	-	-1,9	6,4	1,9	14,4	-	54,6	54,7	54,4	54,5
Sep	110,9	4,7	-	-2,9	8,3	2,4	14,7	-	53,2	52,7	54,7	54,1
Oct	109,7	3,0	83,9	-2,7	7,9	-0,8	13,3	90,1	52,0	51,3	53,7	53,1
Nov	109,5	3,4	-	-3,9	7,9	-0,6	13,3	-	51,8	50,7	53,4	52,7

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta) ¹⁾	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada)			Tasas de variación interanual				Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	12,5	93,9	1,7	2,1	1,2	3,0	1,8	33,9	6,2	138,4	5,1	7,7	2,9
2016	12,4	94,1	1,8	2,1	6,2	3,4	2,7	34,3	6,8	139,0	4,8	6,1	3,0
2017	11,9	93,9	1,3	1,9	7,0	4,3	4,6	34,8	8,4	136,7	3,5	5,3	1,8
2017 III TR	11,9	93,9	1,5	1,9	7,1	4,1	3,9	34,4	7,3	136,9	4,0	3,0	2,3
IV TR	11,9	93,9	1,5	1,9	7,1	4,3	4,6	34,8	8,4	136,7	3,5	1,0	1,8
2018 I TR	11,9	93,6	1,7	1,9	5,8	4,0	5,1	35,0	8,5	136,2	3,0	-1,3	1,4
II TR	12,0	93,7	1,8	1,9	8,1	4,0	4,9	35,2	8,5	136,5	3,2	1,3	1,5

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

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

3 Actividad económica

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital ¹⁾	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017 IV TR	1.001,8	905,8	96,0	583,3	494,3	218,8	187,8	170,5	160,7	29,3	63,1	12,1	10,5
2018 I TR	994,7	888,8	105,8	577,4	491,6	216,9	187,4	172,3	150,9	28,1	58,9	9,0	6,4
II TR	1.019,4	925,4	94,0	583,9	505,1	218,1	189,8	190,1	166,5	27,2	63,9	8,0	6,6
III TR	997,5	936,6	60,9	583,0	526,1	219,6	191,7	166,8	150,2	28,0	68,6	7,6	5,5
2018 Abr	337,9	302,7	35,2	192,0	165,7	72,5	63,3	64,2	52,5	9,1	21,2	2,4	2,3
May	334,8	304,0	30,7	193,0	168,0	72,5	63,2	60,2	52,8	9,2	20,0	2,6	2,3
Jun	346,7	318,7	28,0	198,9	171,4	73,1	63,3	65,8	61,3	8,9	22,7	3,1	2,1
Jul	329,0	309,4	19,6	192,2	173,4	73,2	62,9	54,6	50,2	9,0	23,0	2,7	1,7
Ago	333,8	309,6	24,3	195,8	174,0	72,9	64,1	55,7	48,8	9,4	22,7	2,7	1,7
Sep	334,6	317,6	17,0	195,0	178,6	73,4	64,8	56,5	51,3	9,6	22,9	2,2	2,2
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2018 Sep	4.013,3	3.656,7	356,7	2.327,5	2.017,1	873,4	756,7	699,7	628,3	112,6	254,5	36,7	29,1
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2018 Sep	34,9	31,8	3,1	20,2	17,5	7,6	6,6	6,1	5,5	1,0	2,2	0,3	0,3

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2017 IV TR	6,2	8,1	562,0	268,4	116,1	166,8	471,7	502,3	286,1	81,8	125,6	363,0	58,8
2018 I TR	2,0	2,3	560,7	270,3	113,7	167,7	469,5	504,5	291,5	81,6	123,6	358,1	65,1
II TR	4,3	5,8	565,6	270,9	117,2	166,5	473,3	514,8	300,7	79,4	126,6	363,3	65,6
III TR	4,6	9,6	572,2	.	.	.	475,7	529,6	.	.	.	368,9	.
2018 Abr	8,1	8,5	187,2	88,9	39,4	55,2	156,5	169,5	98,3	26,0	42,5	119,8	21,1
May	-0,9	0,7	187,6	90,3	38,2	54,7	157,3	171,0	99,2	26,7	42,0	122,1	21,4
Jun	6,0	8,8	190,8	91,7	39,7	56,5	159,5	174,3	103,2	26,7	42,1	121,4	23,0
Jul	9,3	13,8	189,2	91,6	38,6	55,2	155,9	176,8	103,4	28,5	42,1	124,0	22,7
Ago	5,7	8,7	193,0	93,6	38,7	56,6	161,4	176,2	103,1	28,1	42,0	122,9	23,0
Sep	-0,9	6,4	190,0	.	.	.	158,4	176,6	.	.	.	122,0	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2017 IV TR	4,6	4,6	126,6	125,8	125,6	130,4	127,0	115,0	115,0	114,3	115,8	119,3	105,9
2018 I TR	2,2	2,5	125,8	125,5	123,2	131,4	126,1	114,5	114,8	113,8	115,2	117,7	110,2
II TR	3,0	2,5	125,6	124,2	126,4	129,3	126,2	115,1	115,3	111,4	118,0	119,0	101,6
III TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Mar	-2,7	-0,8	125,8	123,4	123,8	133,5	126,2	115,0	114,6	116,2	117,1	118,5	106,3
Abr	8,0	7,9	125,6	123,3	127,6	129,7	125,7	115,0	115,5	109,1	119,0	118,1	104,4
May	-2,0	-1,8	124,9	124,5	123,6	126,7	125,8	115,5	114,8	113,6	118,2	120,9	99,1
Jun	3,5	1,9	126,3	124,9	128,0	131,4	127,1	114,8	115,6	111,6	116,8	118,1	101,4
Jul	6,3	6,5	124,7	124,5	124,1	127,3	123,7	115,9	115,4	118,3	115,7	120,1	100,0
Ago	1,9	0,0	126,9	126,9	123,8	130,1	127,7	115,0	115,0	115,7	114,1	118,4	102,3

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 elabora- dos	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total, excluidos energía y alimentos											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2017	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2017 IV TR	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,5	0,6	1,1	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2
2018 I TR	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,5	1,2	1,9
II TR	103,7	1,7	0,9	2,0	1,3	0,5	0,8	0,8	0,1	1,9	0,4	1,7	1,6
III TR	103,9	2,1	1,0	2,7	1,3	0,6	0,3	0,8	0,1	2,7	0,3	2,0	2,4
2018 Jun	104,0	2,0	0,9	2,5	1,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,9	0,0	2,0	1,6
Jul	103,6	2,1	1,1	2,8	1,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,7	0,2	2,1	2,4
Ago	103,8	2,0	0,9	2,6	1,3	0,1	0,1	0,4	0,0	0,5	0,0	2,0	2,3
Sep	104,3	2,1	0,9	2,7	1,3	0,2	0,0	0,8	0,0	1,2	0,1	2,0	2,4
Oct	104,5	2,2	1,1	2,8	1,5	0,2	0,1	-0,3	0,1	1,8	0,1	2,1	2,8
Nov ³⁾	104,3	2,0	1,0	.	1,3	0,0	0,1	-0,2	0,0	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 2017	19,6	12,1	7,5	36,0	26,3	9,7	10,6	6,4	7,3	3,2	15,3	8,1
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7
2017 IV TR	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4
2018 I TR	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2
II TR	2,6	2,7	2,3	1,7	0,3	5,5	1,2	1,2	1,3	-0,7	1,8	1,3
III TR	2,5	2,3	2,8	2,8	0,4	9,4	1,1	1,1	1,4	-0,8	1,9	1,3
2018 Jun	2,7	2,6	2,9	2,4	0,4	8,0	1,1	1,0	1,5	-0,8	1,7	1,3
Jul	2,5	2,4	2,6	2,9	0,5	9,5	1,1	1,1	1,3	-0,6	2,1	1,4
Ago	2,4	2,4	2,5	2,7	0,3	9,2	1,1	1,1	1,6	-0,8	1,8	1,2
Sep	2,6	2,2	3,2	2,8	0,3	9,5	1,1	1,1	1,3	-1,2	1,9	1,3
Oct	2,2	2,2	2,1	3,1	0,4	10,7	1,2	1,1	1,8	-1,5	2,0	1,7
Nov ³⁾	2,0	2,0	1,8	.	0,4	9,1	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

4 Precios y costes

4.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción ¹⁾										Cons- trucción	Precios de los inmuebles residen- ciales ²⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ²⁾
	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía				
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimen- tación, bebidas y tabaco		No ali- men- tación			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2010	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,6	-0,6	-1,0	0,2	-8,6	0,3	1,7	2,3
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,5	3,4	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,1	3,7	5,1
2017 IV TR	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	1,0	1,5	2,0	0,3	3,6	2,4	3,9	6,6
2018 I TR	102,4	1,7	1,6	1,5	2,4	0,9	0,8	1,0	0,5	2,0	2,3	4,3	4,5
II TR	103,1	2,8	2,6	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,3	4,2	2,3
III TR	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,4	.	.	.
2018 May	103,3	3,0	2,8	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,7	7,5	-	-	-
Jun	103,7	3,6	3,3	1,5	3,1	1,0	0,2	-0,2	0,6	9,3	-	-	-
Jul	104,4	4,2	3,3	1,6	3,2	1,0	0,1	-0,2	0,7	12,0	-	-	-
Ago	104,8	4,3	3,3	1,6	3,3	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,3	-	-	-
Sep	105,4	4,6	3,0	1,5	2,8	1,1	0,0	-0,4	0,7	12,9	-	-	-
Oct	106,2	4,9	3,2	1,5	2,6	1,2	0,2	-0,3	0,8	14,6	-	-	-

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

1) Únicamente ventas interiores.

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

4.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB							Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)						
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exporta- ciones ¹⁾		Importa- ciones ¹⁾	Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali- men- tación	No alimen- tación	Total	Ali- men- tación	No alimen- tación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,7	0,4	-1,9	47,1	-0,3	3,7	-4,5	-0,3	1,7	-2,9
2016	106,9	0,8	0,5	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,5	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,4	1,5	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2017 IV TR	108,5	1,3	1,5	1,4	1,6	1,6	1,2	1,8	52,2	-3,5	-11,4	4,9	-1,8	-8,7	6,8
2018 I TR	108,9	1,4	1,4	1,2	1,5	1,7	0,4	0,3	54,6	-8,9	-14,6	-3,2	-7,6	-12,9	-1,4
II TR	109,4	1,4	1,8	1,4	1,9	1,9	1,1	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
III TR	109,8	1,4	2,2	1,8	1,9	2,2	2,3	4,0	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
2018 Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	64,4	6,1	-4,7	17,4	5,7	-5,0	18,7
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	63,7	2,1	-6,3	10,5	2,4	-5,9	12,2
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	63,3	3,1	-0,8	6,7	4,6	0,7	8,7
Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	67,6	0,8	-3,0	4,2	2,3	-1,0	5,7
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	70,1	2,6	-0,9	5,7	2,9	-0,4	6,4
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	57,4	1,8	-0,8	4,1	1,7	-1,1	4,8

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

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

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

4 Precios y costes

4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)					Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-14	4,4	-	-	-3,1	33,5	57,2	56,5	-	49,8
2015	-3,1	3,1	2,3	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	50,2
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,0
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	50,2
2017 IV TR	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	50,8
2018 I TR	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	51,4
II TR	9,8	6,7	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	50,6
III TR	10,6	7,3	8,9	12,5	21,0	65,2	58,4	55,5	50,0
2018 Jun	10,1	6,8	9,0	12,5	21,1	67,6	58,6	55,7	51,1
Jul	9,6	6,8	9,0	12,3	20,7	66,6	57,9	55,6	50,3
Ago	10,5	7,8	9,3	13,2	19,6	65,3	58,1	55,1	50,3
Sep	11,6	7,3	8,3	12,0	22,6	63,6	59,1	55,7	49,5
Oct	9,7	8,9	8,5	12,9	24,4	65,1	58,5	54,8	49,5
Nov	11,3	7,2	9,7	12,3	23,8	63,6	58,9	54,7	49,4

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

4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2015	104,1	1,6	1,9	0,7	1,5	1,6	1,5
2016	105,5	1,4	1,4	1,1	1,3	1,6	1,4
2017	107,4	1,8	1,8	1,7	1,9	1,5	1,5
2017 IV TR	114,0	1,5	1,6	1,4	1,8	1,0	1,5
2018 I TR	102,6	2,1	1,8	2,8	2,3	1,5	1,8
II TR	113,7	2,2	1,9	2,9	2,5	1,6	2,2
III TR	.	.	.	.	.	.	2,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

4 Precios y costes

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

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Dinero y crédito

5.1 Agregados monetarios¹⁾

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			7	M3-M2					
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales		Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años				
1	2	3	4	5	6	8	9	10	11			
Saldos vivos												
2015	1.037,3	5.574,7	6.612,0	1.445,6	2.159,4	3.605,0	10.217,0	73,7	486,7	74,7	635,1	10.852,1
2016	1.075,3	6.082,8	7.158,1	1.329,3	2.221,0	3.550,3	10.708,4	69,6	524,4	91,9	685,9	11.394,3
2017	1.111,6	6.637,2	7.748,8	1.196,9	2.260,8	3.457,7	11.206,5	74,7	510,6	75,9	661,2	11.867,8
2017 IV TR	1.111,6	6.637,2	7.748,8	1.196,9	2.260,8	3.457,7	11.206,5	74,7	510,6	75,9	661,2	11.867,8
2018 I TR	1.116,9	6.744,0	7.860,9	1.170,3	2.259,8	3.430,1	11.291,1	71,4	509,4	65,7	646,5	11.937,5
II TR	1.133,6	6.892,4	8.025,9	1.178,1	2.270,8	3.448,8	11.474,8	73,7	507,4	70,8	652,0	12.126,7
III TR	1.150,5	7.010,1	8.160,6	1.126,6	2.285,0	3.411,6	11.572,2	71,4	495,4	65,0	631,9	12.204,1
2018 May	1.128,6	6.844,3	7.972,9	1.164,7	2.266,4	3.431,1	11.404,0	71,9	506,0	66,7	644,5	12.048,5
Jun	1.133,6	6.892,4	8.025,9	1.178,1	2.270,8	3.448,8	11.474,8	73,7	507,4	70,8	652,0	12.126,7
Jul	1.137,3	6.916,3	8.053,5	1.155,9	2.277,2	3.433,0	11.486,5	68,5	508,4	65,5	642,5	12.129,0
Ago	1.143,8	6.951,5	8.095,3	1.140,1	2.281,1	3.421,2	11.516,5	71,8	501,7	69,2	642,7	12.159,2
Sep	1.150,5	7.010,1	8.160,6	1.126,6	2.285,0	3.411,6	11.572,2	71,4	495,4	65,0	631,9	12.204,1
Oct ^(p)	1.154,4	7.047,2	8.201,6	1.143,7	2.285,3	3.429,0	11.630,6	72,0	501,8	67,3	641,2	12.271,8
Operaciones												
2015	66,5	565,9	632,4	-132,2	12,3	-119,9	512,5	-47,2	49,6	-27,0	-24,5	488,0
2016	38,1	541,7	579,8	-107,3	16,1	-91,2	488,5	-4,3	37,5	18,1	51,4	539,9
2017	36,4	590,8	627,1	-109,3	36,2	-73,1	554,0	6,6	-13,8	-19,1	-26,3	527,7
2017 IV TR	7,7	119,4	127,0	-18,8	9,5	-9,3	117,8	7,6	-19,1	-8,3	-19,9	97,9
2018 I TR	5,3	103,6	108,9	-25,0	7,6	-17,3	91,5	-3,1	-1,1	-9,2	-13,4	78,2
II TR	16,6	137,8	154,4	4,5	10,2	14,7	169,1	-0,9	-1,6	3,3	0,8	169,9
III TR	16,0	115,9	131,9	-51,7	14,2	-37,6	94,3	-2,4	-12,2	-5,4	-19,9	74,4
2018 May	5,7	66,0	71,7	-1,6	2,0	0,4	72,0	-5,0	-4,9	-7,2	-17,1	54,9
Jun	4,9	47,3	52,3	13,7	3,9	17,6	69,9	1,9	1,7	3,9	7,5	77,4
Jul	2,7	24,8	27,5	-21,2	6,4	-14,8	12,7	-5,1	0,8	-5,1	-9,4	3,2
Ago	6,5	33,7	40,3	-16,4	3,9	-12,5	27,7	3,2	-6,7	3,4	-0,1	27,7
Sep	6,8	57,4	64,2	-14,1	3,9	-10,2	53,9	-0,5	-6,2	-3,8	-10,5	43,5
Oct ^(p)	3,9	33,8	37,7	12,3	3,1	15,4	53,1	0,4	6,4	1,1	7,8	60,9
Tasas de crecimiento												
2015	6,9	11,3	10,6	-8,4	0,6	-3,2	5,3	-39,0	11,3	-25,6	-3,7	4,7
2016	3,7	9,7	8,8	-7,5	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,7	24,1	8,1	5,0
2017	3,4	9,7	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2017 IV TR	3,4	9,7	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2018 I TR	2,5	8,4	7,5	-8,8	1,7	-2,2	4,4	-1,6	-4,7	-25,7	-7,0	3,7
II TR	3,5	8,1	7,4	-5,6	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,1	-13,6	-2,0	4,4
III TR	4,1	7,3	6,8	-7,5	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,4	-23,3	-7,7	3,6
2018 May	3,3	8,2	7,5	-7,5	1,7	-1,6	4,6	-3,4	-3,0	-21,2	-5,3	4,0
Jun	3,5	8,1	7,4	-5,6	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,1	-13,6	-2,0	4,4
Jul	3,6	7,6	7,0	-6,5	1,9	-1,1	4,4	-1,8	-1,3	-19,3	-3,6	4,0
Ago	3,9	7,0	6,5	-7,6	1,8	-1,5	4,0	-2,5	-3,3	-10,6	-4,1	3,5
Sep	4,1	7,3	6,8	-7,5	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,4	-23,3	-7,7	3,6
Oct ^(p)	4,1	7,3	6,8	-6,0	1,7	-1,0	4,4	-0,6	-4,3	-12,0	-4,8	3,9

Fuente: BCE.

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

5 Dinero y crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2015	1.960,9	1.512,5	323,5	116,9	8,1	5.753,0	3.061,3	695,3	1.993,5	2,9	946,9	226,7	365,9
2016	2.093,3	1.630,4	295,1	159,6	8,2	6.055,5	3.402,3	644,9	2.006,3	2,1	970,6	199,5	383,8
2017	2.255,6	1.801,7	285,8	159,1	9,1	6.304,9	3.698,7	561,9	2.043,6	0,7	993,9	204,0	411,1
2017 IV TR	2.255,6	1.801,7	285,8	159,1	9,1	6.304,9	3.698,7	561,9	2.043,6	0,7	993,9	204,0	411,1
2018 I TR	2.260,5	1.821,6	274,0	157,2	7,6	6.376,4	3.787,5	543,5	2.043,8	1,6	983,2	210,4	415,1
II TR	2.296,8	1.855,2	277,8	156,7	7,0	6.462,3	3.870,1	535,2	2.055,9	1,1	1.010,5	219,8	425,6
III TR	2.323,7	1.891,5	268,0	157,4	6,8	6.538,7	3.945,4	524,6	2.067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
2018 May	2.293,2	1.858,0	271,7	156,6	6,9	6.435,0	3.844,6	537,1	2.052,0	1,3	984,9	214,6	419,6
Jun	2.296,8	1.855,2	277,8	156,7	7,0	6.462,3	3.870,1	535,2	2.055,9	1,1	1.010,5	219,8	425,6
Jul	2.296,6	1.860,7	272,0	156,6	7,4	6.490,0	3.894,7	532,0	2.061,5	1,8	989,9	216,0	425,2
Ago	2.305,8	1.872,8	268,8	157,5	6,7	6.515,4	3.921,6	528,2	2.063,8	1,8	974,8	214,3	434,2
Sep	2.323,7	1.891,5	268,0	157,4	6,8	6.538,7	3.945,4	524,6	2.067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
Oct ^(p)	2.316,7	1.892,0	274,7	144,0	5,9	6.587,1	3.984,0	521,6	2.080,4	1,1	992,6	208,3	443,6
Operaciones													
2015	90,3	127,8	-31,4	4,9	-11,1	196,1	304,7	-109,6	1,4	-0,4	83,4	-1,1	30,1
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,4	333,9	-46,5	13,9	-0,9	23,3	-28,4	19,1
2017	179,1	181,3	-3,1	-0,1	1,0	254,8	304,4	-81,6	33,4	-1,3	56,3	6,4	27,6
2017 IV TR	37,6	32,5	0,4	0,9	3,8	53,0	67,4	-20,4	7,2	-1,2	29,0	2,8	-4,7
2018 I TR	7,8	22,1	-10,9	-2,0	-1,4	73,7	81,9	-18,1	9,0	0,9	-8,8	6,7	3,8
II TR	28,8	29,0	1,0	-0,7	-0,7	83,6	81,7	-9,1	11,6	-0,5	20,1	9,0	10,0
III TR	26,4	36,0	-10,0	0,6	-0,2	76,3	75,4	-10,7	11,6	0,0	-29,8	-8,1	11,1
2018 May	17,7	19,5	-1,5	0,6	-0,8	26,4	28,5	-3,8	2,0	-0,3	12,8	3,3	1,0
Jun	2,8	-3,4	6,1	0,0	0,1	27,3	25,5	-1,5	3,6	-0,2	25,6	5,3	5,8
Jul	0,9	6,2	-5,5	-0,1	0,4	28,1	24,8	-3,1	5,6	0,8	-20,2	-3,7	-0,3
Ago	8,4	11,6	-3,5	0,9	-0,7	25,0	26,7	-3,9	2,3	0,0	-16,2	-1,8	9,0
Sep	17,2	18,2	-1,0	-0,1	0,1	23,2	23,9	-3,7	3,8	-0,8	6,5	-2,6	2,4
Oct ^(p)	3,2	1,3	4,3	-1,4	-0,9	38,3	37,2	-4,0	5,0	0,1	6,2	-3,8	5,7
Tasas de crecimiento													
2015	4,8	9,2	-8,8	4,4	-58,0	3,5	11,1	-13,6	0,1	-12,2	9,7	-0,5	9,0
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,4	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,1	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,9	3,2	7,2
2017 IV TR	8,6	11,2	-1,1	-0,1	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,9	3,2	7,2
2018 I TR	5,3	8,0	-7,8	-0,2	19,2	4,0	8,3	-12,5	1,7	-42,0	4,4	10,4	5,5
II TR	4,8	7,1	-5,5	-1,2	7,0	4,4	8,6	-10,9	1,8	-53,9	5,8	12,8	5,8
III TR	4,5	6,8	-6,8	-0,7	27,4	4,6	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,9
2018 May	5,6	8,5	-7,7	-0,9	7,7	4,2	8,5	-11,6	1,7	-48,4	3,8	10,8	4,6
Jun	4,8	7,1	-5,5	-1,2	7,0	4,4	8,6	-10,9	1,8	-53,9	5,8	12,8	5,8
Jul	4,5	6,8	-6,5	-1,0	20,4	4,6	8,7	-10,4	1,9	-13,6	2,0	11,6	3,8
Ago	4,2	6,5	-7,2	-0,7	13,8	4,6	8,6	-10,4	1,9	-10,7	-1,7	8,1	4,7
Sep	4,5	6,8	-6,8	-0,7	27,4	4,6	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,9
Oct ^(p)	4,1	6,0	-4,0	-2,0	5,7	4,7	8,4	-9,6	2,0	-45,3	3,0	2,8	5,9

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	Préstamos ajustados ²⁾	A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾			A empresas de seguros y fondos de pensiones
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2015	3.898,4	1.114,1	2.781,8	12.601,6	10.510,6	10.806,0	4.287,1	5.309,7	789,3	124,5	1.309,5	781,5
2016	4.389,4	1.084,1	3.292,1	12.881,0	10.710,9	10.981,6	4.311,4	5.449,4	836,5	113,5	1.387,5	782,6
2017	4.625,9	1.033,3	3.578,7	13.116,7	10.874,3	11.170,8	4.326,4	5.599,1	839,2	109,6	1.442,5	799,8
2017 IV TR	4.625,9	1.033,3	3.578,7	13.116,7	10.874,3	11.170,8	4.326,4	5.599,1	839,2	109,6	1.442,5	799,8
2018 I TR	4.605,0	1.023,1	3.568,0	13.196,5	10.941,2	11.233,7	4.343,7	5.633,0	851,7	112,8	1.467,8	787,5
II TR	4.600,8	1.017,7	3.568,8	13.278,0	10.990,7	11.328,2	4.358,0	5.659,7	853,2	119,8	1.498,5	788,8
III TR	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,1	11.064,6	11.398,2	4.396,9	5.701,3	841,9	124,4	1.513,8	784,8
2018 May	4.582,2	1.023,9	3.544,1	13.297,0	11.007,6	11.301,8	4.380,9	5.649,9	857,1	119,7	1.489,9	799,5
Jun	4.600,8	1.017,7	3.568,8	13.278,0	10.990,7	11.328,2	4.358,0	5.659,7	853,2	119,8	1.498,5	788,8
Jul	4.621,6	1.010,4	3.596,8	13.325,6	11.023,4	11.351,6	4.381,8	5.674,6	846,6	120,4	1.512,1	790,1
Ago	4.612,1	1.004,0	3.593,9	13.352,8	11.054,9	11.383,1	4.394,3	5.693,2	847,2	120,2	1.515,4	782,6
Sep	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,1	11.064,6	11.398,2	4.396,9	5.701,3	841,9	124,4	1.513,8	784,8
Oct ^(a)	4.609,1	1.000,6	3.594,5	13.393,6	11.089,9	11.422,6	4.403,4	5.715,9	849,7	120,8	1.524,5	779,2
Operaciones												
2015	294,1	-21,2	315,0	84,9	57,9	77,4	-11,4	97,2	-22,3	-5,6	25,8	1,1
2016	486,0	-34,4	520,3	319,4	235,7	259,6	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,1	3,6
2017	289,6	-43,0	332,0	361,8	273,3	315,2	83,0	173,5	20,3	-3,6	64,6	23,9
2017 IV TR	87,7	-14,0	101,5	90,3	76,1	93,8	31,8	48,1	-2,0	-1,8	9,4	4,8
2018 I TR	-30,6	-9,7	-20,8	112,6	94,6	94,5	38,2	39,4	13,8	3,2	27,9	-9,8
II TR	32,3	-6,0	37,9	87,5	55,9	104,2	17,0	35,2	-3,2	6,9	31,1	0,5
III TR	50,3	-16,1	66,7	103,7	91,2	88,3	48,9	49,9	-12,1	4,5	16,7	-4,2
2018 May	24,1	1,2	22,5	49,4	42,3	45,3	23,7	9,9	6,6	2,0	6,4	0,7
Jun	9,2	-6,2	15,5	-9,6	-8,7	35,5	-20,8	13,7	-1,8	0,2	9,2	-10,0
Jul	29,0	-5,8	34,8	49,9	37,6	28,4	26,0	17,0	-5,9	0,5	13,4	-1,1
Ago	14,6	-6,5	21,2	30,0	31,1	30,4	13,6	18,0	-0,3	-0,2	4,3	-5,4
Sep	6,7	-3,7	10,7	23,8	22,5	29,4	9,4	14,9	-6,0	4,2	-1,0	2,3
Oct ^(a)	-12,6	-3,3	-9,3	32,4	21,6	20,4	4,8	15,3	5,2	-3,7	12,1	-1,3
Tasas de crecimiento												
2015	8,2	-1,9	12,7	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,3	2,0	0,1
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,7	3,1
2017 IV TR	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,7	3,1
2018 I TR	3,9	-3,9	6,4	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	1,9	-0,4	4,0	0,0
II TR	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,0	6,8	4,9	-1,3
III TR	3,1	-4,4	5,3	3,0	2,9	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,6	5,9	-1,1
2018 May	3,4	-3,6	5,6	3,2	3,0	3,3	2,8	3,1	3,6	8,0	4,6	2,0
Jun	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,0	6,8	4,9	-1,3
Jul	3,8	-3,9	6,2	3,0	3,0	3,4	3,0	3,3	1,3	5,5	4,9	-1,1
Ago	3,3	-4,4	5,6	3,0	3,0	3,4	3,1	3,2	0,8	4,6	6,1	-1,8
Sep	3,1	-4,4	5,3	3,0	2,9	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,6	5,9	-1,1
Oct ^(a)	2,6	-4,2	4,7	3,0	2,8	3,3	2,8	3,2	-0,5	7,3	7,2	-1,5

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

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

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	Préstamos ajustados ⁴⁾					Préstamos ajustados ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2015	4.287,1	4.266,9	1.051,8	760,7	2.474,6	5.309,7	5.643,5	595,3	3.949,1	765,3
2016	4.311,4	4.308,9	1.012,5	796,5	2.502,4	5.449,4	5.728,6	615,9	4.082,8	750,6
2017	4.326,4	4.364,4	987,7	820,3	2.518,5	5.599,1	5.865,6	654,4	4.216,5	728,1
2017 IV TR	4.326,4	4.364,4	987,7	820,3	2.518,5	5.599,1	5.865,6	654,4	4.216,5	728,1
2018 I TR	4.343,7	4.381,1	997,8	820,6	2.525,4	5.633,0	5.904,6	663,6	4.243,6	725,8
II TR	4.358,0	4.424,9	986,0	828,0	2.544,0	5.659,7	5.940,5	670,1	4.272,9	716,7
III TR	4.396,9	4.464,4	1.000,2	836,9	2.559,9	5.701,3	5.978,6	678,3	4.310,4	712,7
2018 May	4.380,9	4.413,0	1.007,1	824,6	2.549,3	5.649,9	5.927,8	668,9	4.259,6	721,5
Jun	4.358,0	4.424,9	986,0	828,0	2.544,0	5.659,7	5.940,5	670,1	4.272,9	716,7
Jul	4.381,8	4.441,9	997,6	833,2	2.551,0	5.674,6	5.954,4	673,9	4.285,4	715,3
Ago	4.394,3	4.453,8	1.001,0	835,0	2.558,4	5.693,2	5.972,2	677,6	4.300,2	715,4
Sep	4.396,9	4.464,4	1.000,2	836,9	2.559,9	5.701,3	5.978,6	678,3	4.310,4	712,7
Oct ^(p)	4.403,4	4.468,8	985,0	844,0	2.574,5	5.715,9	5.996,1	681,5	4.323,5	710,8
Operaciones										
2015	-11,4	24,0	-50,5	32,0	7,0	97,2	75,3	21,2	80,1	-4,1
2016	82,5	100,2	-15,4	44,0	54,0	121,1	113,7	24,1	105,3	-8,3
2017	83,0	132,9	0,8	37,2	45,0	173,5	165,8	45,1	134,2	-5,8
2017 IV TR	31,8	51,8	10,8	10,8	10,2	48,1	44,5	12,3	36,8	-1,0
2018 I TR	38,2	38,7	16,7	5,6	15,8	39,4	45,6	11,2	27,5	0,7
II TR	17,0	48,0	-12,2	10,2	19,0	35,2	44,8	10,5	29,1	-4,5
III TR	48,9	48,1	16,5	10,3	22,1	49,9	48,5	10,5	40,5	-1,1
2018 May	23,7	21,0	4,4	4,9	14,5	9,9	14,8	3,8	6,3	-0,2
Jun	-20,8	13,3	-19,7	3,5	-4,5	13,7	16,2	2,6	13,9	-2,9
Jul	26,0	18,4	12,7	6,0	7,3	17,0	16,5	4,3	13,3	-0,7
Ago	13,6	12,4	3,5	1,9	8,2	18,0	17,3	4,1	13,9	0,0
Sep	9,4	17,2	0,3	2,4	6,7	14,9	14,8	2,1	13,3	-0,5
Oct ^(p)	4,8	3,0	-17,1	7,1	14,8	15,3	18,6	3,6	11,9	-0,1
Tasas de crecimiento										
2015	-0,3	0,6	-4,5	4,4	0,3	1,9	1,4	3,7	2,1	-0,5
2016	1,9	2,4	-1,5	5,8	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	1,9	3,1	0,1	4,7	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2017 IV TR	1,9	3,1	0,1	4,7	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018 I TR	2,3	3,3	2,7	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,4
II TR	2,5	4,1	1,3	5,4	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
III TR	3,2	4,3	3,3	4,6	2,7	3,1	3,2	6,9	3,2	-0,8
2018 May	2,8	3,7	3,5	4,7	1,9	3,1	2,9	7,2	3,1	-0,5
Jun	2,5	4,1	1,3	5,4	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
Jul	3,0	4,1	2,7	5,5	2,3	3,3	3,0	7,2	3,4	-0,8
Ago	3,1	4,2	3,0	5,3	2,4	3,2	3,1	7,2	3,2	-0,8
Sep	3,2	4,3	3,3	4,6	2,7	3,1	3,2	6,9	3,2	-0,8
Oct ^(p)	2,8	3,9	0,6	4,9	2,9	3,2	3,2	7,1	3,3	-0,7

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		
1	2	3	4	5	6	7	8	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾	10
Saldos vivos										
2015	282,8	6.999,2	2.119,1	80,0	2.255,2	2.544,9	1.352,2	281,9	205,9	135,6
2016	307,7	6.956,9	2.090,5	70,9	2.145,9	2.649,7	1.135,0	253,6	205,9	121,6
2017	343,4	6.767,3	1.968,3	59,7	2.013,0	2.726,2	935,9	299,9	143,5	92,5
2017 IV TR	343,4	6.767,3	1.968,3	59,7	2.013,0	2.726,2	935,9	299,9	143,5	92,5
2018 I TR	340,8	6.745,7	1.952,7	59,4	2.015,0	2.718,5	906,6	315,9	135,9	86,2
II TR	330,4	6.705,8	1.950,6	58,4	2.022,9	2.674,0	862,1	422,1	174,1	183,8
III TR	403,4	6.693,5	1.934,7	56,9	2.048,5	2.653,4	885,5	425,1	177,3	183,0
2018 May	336,1	6.750,6	1.950,8	58,8	2.029,4	2.711,6	860,4	395,6	177,3	186,6
Jun	330,4	6.705,8	1.950,6	58,4	2.022,9	2.674,0	862,1	422,1	174,1	183,8
Jul	354,8	6.695,1	1.951,4	57,7	2.018,6	2.667,3	847,8	384,0	184,1	192,4
Ago	391,6	6.676,5	1.942,9	57,3	2.016,2	2.660,2	851,0	411,3	181,4	189,0
Sep	403,4	6.693,5	1.934,7	56,9	2.048,5	2.653,4	885,5	425,1	177,3	183,0
Oct ^(p)	398,2	6.794,6	1.936,6	56,6	2.109,9	2.691,5	996,2	465,7	167,1	174,4
Operaciones										
2015	6,2	-216,1	-106,4	-13,4	-210,8	114,6	-87,2	-13,7	21,4	-4,0
2016	22,0	-122,7	-69,6	-9,1	-118,5	74,5	-274,8	-91,4	12,8	-12,0
2017	39,4	-82,2	-84,8	-8,6	-73,0	84,2	-98,2	-68,3	-60,9	-27,6
2017 IV TR	-11,8	-31,9	-17,5	-1,8	-14,0	1,5	-62,8	-60,9	3,2	7,9
2018 I TR	-2,7	7,7	-15,2	-1,4	10,6	13,8	55,6	-54,4	-7,6	-6,3
II TR	-10,4	-16,8	-5,3	-1,1	-18,0	7,6	-62,5	85,4	16,4	19,4
III TR	76,4	32,6	-16,0	-1,5	21,9	28,3	39,6	-10,2	3,2	-0,8
2018 May	-13,4	-12,1	-6,5	-0,4	-5,4	0,2	-41,7	-2,3	30,3	34,7
Jun	-5,7	-10,3	-0,4	-0,4	-6,6	-3,0	20,5	41,2	-3,2	-2,8
Jul	24,3	11,6	1,4	-0,7	-0,4	11,2	0,1	-39,9	10,0	8,6
Ago	36,7	-6,6	-9,0	-0,4	-5,8	8,6	-5,7	18,9	-2,6	-3,5
Sep	15,4	27,7	-8,4	-0,5	28,1	8,5	45,2	10,8	-4,1	-6,0
Oct ^(p)	-5,5	13,6	0,5	-0,3	9,9	3,5	18,0	31,3	-10,2	-8,6
Tasas de crecimiento										
2015	2,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,6	4,6	-	-	11,6	-2,9
2016	7,8	-1,7	-3,3	-11,4	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,7	-1,2	-4,1	-12,4	-3,5	3,2	-	-	-29,7	-22,7
2017 IV TR	12,7	-1,2	-4,1	-12,4	-3,5	3,2	-	-	-29,7	-22,7
2018 I TR	12,0	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
II TR	6,7	-1,1	-3,2	-10,8	-2,6	2,0	-	-	-3,6	-18,0
III TR	14,5	-0,1	-2,7	-9,3	0,0	1,9	-	-	7,7	4,9
2018 May	6,2	-1,0	-3,6	-10,3	-2,4	2,4	-	-	-6,8	-12,4
Jun	6,7	-1,1	-3,2	-10,8	-2,6	2,0	-	-	-3,6	-18,0
Jul	10,3	-0,8	-2,5	-10,4	-2,7	2,3	-	-	22,7	23,3
Ago	16,4	-0,8	-2,7	-9,9	-2,6	2,1	-	-	24,6	34,2
Sep	14,5	-0,1	-2,7	-9,3	0,0	1,9	-	-	7,7	4,9
Oct ^(p)	18,3	0,4	-1,7	-8,8	0,8	1,9	-	-	-9,9	-22,0

Fuente: BCE.

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

2) Comprende los depósitos en el sector de IFM y los valores emitidos por este sector en poder de la Administración Central.

3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Pro memoria: Déficit (-)/superávit (+) primarios
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2017 III TR	-1,1	.	.	.	.	1,0
IV TR	-1,0	.	.	.	.	1,0
2018 I TR	-0,8	.	.	.	.	1,2
II TR	-0,5	.	.	.	.	1,4

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

6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,2	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,0	45,5	12,6	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2017 III TR	46,1	45,7	12,7	12,9	15,3	0,4	47,1	43,4	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7
IV TR	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2018 I TR	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,9	43,1	9,8	5,1	1,9	22,4	3,8
II TR	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	42,9	9,8	5,1	1,9	22,3	3,7

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor			Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda	
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	IFM	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	91,8	2,7	17,1	71,9	43,9	25,8	47,9	9,8	82,0	18,8	31,8	41,1	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	70,9	44,1	27,3	45,7	9,1	80,8	17,5	31,2	41,2	87,8	2,1
2016	89,1	2,7	15,4	71,0	46,6	30,5	42,5	8,8	80,3	17,1	29,9	42,1	87,0	2,1
2017	86,8	2,6	14,2	70,0	47,3	31,9	39,5	8,0	78,8	15,9	28,8	42,2	85,0	1,8
2017 III TR	88,2	2,8	14,6	70,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	86,8	2,6	14,2	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 I TR	86,9	2,6	14,0	70,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	86,3	2,6	13,7	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

	Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB ²⁾	Déficit (+)/ superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda								Diferencial entre interés y crecimiento	Pro memoria: Necesidad de financiación
			Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen	Otros		
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	0,2	-0,1	-0,2	-0,4	0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,5	2,3
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,4	-0,8	1,2
2016	-0,8	-0,6	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6
2017	-2,2	-1,0	-0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,0	0,9
2017 III TR	-1,6	-1,0	0,0	0,6	0,8	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,7	1,2
IV TR	-2,2	-1,0	-0,2	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,0	0,9
2018 I TR	-2,4	-1,2	-0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,8
II TR	-2,9	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	-1,3	0,5

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

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

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

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾						
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones		
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	Hasta 3 meses		Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
2015	14,6	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2017 III TR	13,0	11,3	3,7	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
IV TR	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 I TR	12,9	11,3	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
II TR	12,8	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
2018 May	12,8	11,2	3,7	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,0
Jun	12,8	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
Jul	12,8	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,4	0,4	1,0
Ago	12,8	11,2	3,8	1,6	0,4	7,2	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,5	0,4	1,0
Sep	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
Oct	13,2	11,7	3,5	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,5	1,0

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

4) Saldos vivos a fin de período; operaciones en media de doce meses.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.6 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de un año y saldos vivos a fin de período)

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2014	-3,1	0,6	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0	
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,5	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3	
2017	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8	
2017 III TR	-1,1	1,1	-0,7	-0,6	1,0	-3,1	-3,0	-2,5	1,5	
IV TR	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8	
2018 I TR	-0,9	1,3	-0,6	-0,4	1,1	-3,0	-2,7	-2,2	2,5	
II TR	-0,3	1,9	-0,2	-0,5	0,9	-2,7	-2,7	-1,8	3,0	
Deuda pública										
2014	107,6	74,5	10,5	104,1	178,9	100,4	94,9	131,8	108,0	
2015	106,5	70,8	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0	
2016	106,1	67,9	9,2	73,4	178,5	99,0	98,2	131,4	105,5	
2017	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1	
2017 III TR	107,6	64,8	8,6	72,9	177,4	98,4	99,9	133,6	101,3	
IV TR	103,8	63,9	8,7	68,4	178,6	98,1	98,5	131,2	96,1	
2018 I TR	106,8	62,7	8,5	69,3	180,3	98,7	99,4	132,9	93,4	
II TR	106,3	61,5	8,3	69,1	179,7	98,1	99,1	133,1	104,0	
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,7	-2,2	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,3	1,3	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2017 III TR	0,1	0,9	1,9	2,9	1,0	-1,2	-2,4	-0,5	-1,5	-1,4
IV TR	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2018 I TR	0,0	0,4	1,5	3,1	1,6	-0,7	-0,7	0,5	-0,7	-0,7
II TR	0,2	0,7	1,6	3,9	1,9	0,1	-0,9	0,6	-0,6	-1,1
Deuda pública										
2014	40,9	40,5	22,7	63,7	67,9	84,0	130,6	80,4	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,2	58,6	64,6	84,8	128,8	82,6	52,2	63,6
2016	40,3	39,9	20,7	56,3	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2017 III TR	38,0	39,2	23,5	53,5	57,0	79,8	129,5	79,0	51,3	60,7
IV TR	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2018 I TR	35,5	36,0	22,2	50,5	55,1	77,2	125,4	75,5	50,8	60,0
II TR	36,9	35,0	22,0	49,6	54,0	76,5	124,9	72,8	51,8	59,5

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2018

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

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 12 de diciembre de 2018.

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-18-008-ES-N (edición electrónica)