

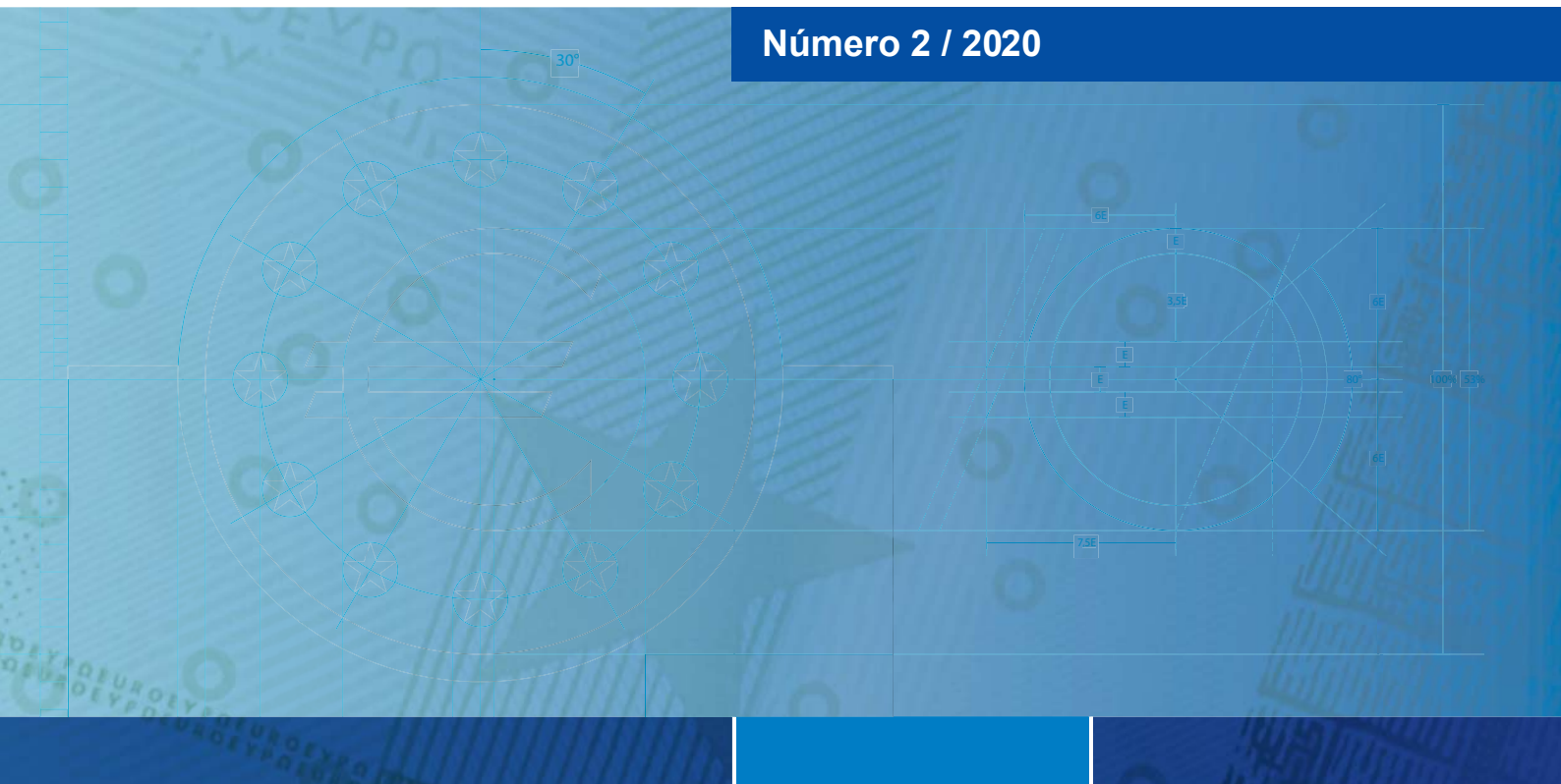


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 2 / 2020



# Índice

<b>Evolución económica y monetaria</b>	<b>3</b>
Rasgos básicos	3
Apéndice a las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno el 18 de marzo de 2020	9
1 Entorno exterior	11
2 Evolución financiera	20
3 Actividad económica	27
4 Precios y costes	33
5 Dinero y crédito	39
6 Evolución de las finanzas públicas	48
<b>Recuadros</b>	<b>51</b>
1 Uso de la información de artículos de prensa como indicador de la actividad económica real	51
2 El papel de la tributación de las multinacionales en la primera reversión de los flujos de inversión extranjera directa en la zona del euro	54
3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 30 de octubre de 2019 y el 28 de enero de 2020	58
4 Las implicaciones de las medidas fiscales para hacer frente al cambio climático	64
<b>Artículos</b>	<b>68</b>
1 Empresas multinacionales, centros financieros y sus implicaciones para los desequilibrios externos: una perspectiva de la zona del euro	68
2 Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro en el BCE	74
3 Estado de la agenda para la profundización de la Unión Económica y Monetaria	78
<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**En su reunión de política monetaria celebrada el 12 de marzo, el Consejo de Gobierno decidió adoptar un amplio paquete de medidas de política monetaria.** Junto con el importante estímulo monetario ya existente, estas medidas respaldarán la liquidez y las condiciones de financiación para los hogares, las empresas y las entidades de crédito, y contribuirán a mantener la provisión fluida de crédito a la economía real. Desde la última reunión del Consejo de Gobierno, celebrada a finales de enero, la propagación del coronavirus (COVID-19) ha constituido una grave perturbación para las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y de la zona del euro, y ha incrementado la volatilidad de los mercados. Aunque finalmente sea de carácter temporal, afectará de forma significativa a la actividad económica. En particular, desacelerará la producción como resultado de la disrupción de las cadenas de producción y reducirá la demanda interna y externa, especialmente a través del impacto adverso de las medidas de contención necesarias. Asimismo, la mayor incertidumbre incide negativamente en los planes de gasto y en su financiación. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro apuntan claramente a la baja. Además de los riesgos identificados anteriormente relacionados con factores geopolíticos, el aumento del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, la propagación del coronavirus añade una nueva e importante fuente de riesgo a la baja para las perspectivas de crecimiento. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó una serie de decisiones de política monetaria para mantener la orientación de la política monetaria y para respaldar la transmisión de esta política a la economía real.

## Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 12 de marzo de 2020

**La propagación de la epidemia de COVID-19 está empeorando las perspectivas para la economía global, como ha quedado reflejado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020.** La evolución observada desde la fecha de cierre de las proyecciones sugiere que los riesgos a la baja para la actividad mundial relacionados con el brote de COVID-19 se han materializado en parte, lo que implica que, este año, la actividad global será más débil de lo previsto en las proyecciones. La economía mundial se ha visto afectada por este brote cuando habían empezado a vislumbrarse signos de estabilización de la actividad y del comercio, y la firma de la primera fase del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, junto con las reducciones de los aranceles, había atenuado la incertidumbre. A más largo plazo se espera que la recuperación mundial solo cobre un ligero impulso. Ello dependerá de la recuperación de varias economías emergentes que siguen siendo vulnerables, mientras que la

desaceleración cíclica prevista en los países avanzados y la transición estructural de China a una senda de menor crecimiento lastrarán las perspectivas a medio plazo. Los riesgos para la actividad mundial han cambiado, pero su balance sigue orientado a la baja. En estos momentos, el riesgo a la baja más importante está relacionado con un impacto potencialmente más amplio y duradero del brote de COVID-19, dado que sigue extendiéndose. Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas.

**La percepción global del riesgo se deterioró bruscamente y la volatilidad de los mercados repuntó cuando el coronavirus se propagó por todo el mundo hacia el final del período de referencia (del 12 de diciembre de 2019 al 11 de marzo de 2020).** Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro se redujeron notablemente y se situaron en niveles muy inferiores a los observados al comienzo del período. La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un brusco desplazamiento a la baja; su inversión en los plazos cortos y medios señala que los mercados están contando con una acomodación adicional de la política monetaria. En línea con el fuerte aumento de la aversión al riesgo a escala mundial, los precios de las acciones de la zona del euro sufrieron una acusada caída, mientras que los diferenciales soberanos y los de los bonos corporativos se ampliaron. En los volátiles mercados de divisas, el euro se apreció sustancialmente frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

**El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se mantuvo contenido y se situó en el 0,1 % en el cuarto trimestre de 2019, tras registrar un avance del 0,3 % en el trimestre anterior, debido a la persistente debilidad del sector manufacturero y a la desaceleración de la inversión.** Los últimos datos económicos y la información procedente de encuestas apuntan a que el crecimiento de la zona del euro se mantendrá en niveles reducidos y todavía no reflejan plenamente los acontecimientos relacionados con el coronavirus, que empezó a propagarse por Europa continental a finales de febrero, lo que afectó negativamente a la actividad económica. Si se hace abstracción de las perturbaciones derivadas de la propagación del coronavirus, se espera que el crecimiento de la zona del euro recobre impulso a medio plazo, respaldado por las favorables condiciones de financiación, la orientación de la política fiscal de la zona del euro y la reactivación esperada de la economía mundial.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2020 prevén un crecimiento anual del PIB real del 0,8 % en 2020, el 1,3 % en 2021 y el 1,4 % en 2022.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2020 y en 0,1 puntos porcentuales para 2021, debido, sobre todo, al brote de coronavirus, aunque su rápida propagación reciente en la zona del euro solo se refleja parcialmente. Por tanto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro apuntan claramente a la baja. La propagación del coronavirus añade una nueva e importante fuente de riesgo a la baja para las perspectivas de crecimiento, además de los riesgos relacionados con

factores geopolíticos, el aumento del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes.

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro descendió hasta el 1,2 % en febrero de 2020, desde el 1,4 % registrado en enero.** Teniendo en cuenta la acusada caída de los precios actuales del petróleo y los precios de los futuros sobre esta materia prima, es probable que la inflación general disminuya considerablemente en los próximos meses. Esta valoración se refleja solo parcialmente en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2020, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,1 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022, y que, en general, no han variado con respecto a las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019. A medio plazo, la inflación se verá respaldada por las medidas de política monetaria del BCE. Los efectos del coronavirus en la inflación están sujetos a una elevada incertidumbre, dado que las presiones a la baja relacionadas con una demanda más débil podrían verse compensadas por las presiones al alza asociadas a perturbaciones de oferta. El acusado descenso reciente de los precios del petróleo representa importantes riesgos a la baja para las perspectivas de inflación a corto plazo.

**El crecimiento monetario se ha moderado desde finales del verano de 2019, cuando se situaba en niveles confortables. El crédito al sector privado ha continuado mostrando una evolución divergente en las distintas modalidades de préstamos.** Mientras que los préstamos a hogares han mantenido su solidez, los concedidos a las empresas han disminuido. Las favorables condiciones de financiación y de concesión de crédito de los bancos han seguido respaldando el crédito y, por ende, el crecimiento económico. La financiación externa neta total de las empresas de la zona del euro se estabilizó, respaldada por unos costes de financiación de la deuda favorables. Sin embargo, es probable que el reciente aumento del clima de huida del riesgo cause un deterioro de las condiciones financieras aplicadas por las entidades no bancarias a las sociedades no financieras.

**Según las proyecciones, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá en 2020 y 2021, y se estabilizará en 2022. Esta disminución puede atribuirse, fundamentalmente, a la reducción de los superávits primarios.** Esta evolución también se ha reflejado en las proyecciones en una orientación expansiva de las políticas fiscales en 2020 y 2021, seguida de un tono prácticamente neutral en 2022. Pese a la orientación relativamente expansiva de la política fiscal, se espera que la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se mantenga en una senda de descenso gradual, gracias a un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable y a un saldo primario ligeramente positivo durante todo el período. Los acontecimientos asociados a la propagación del coronavirus (COVID-19) que se han producido después de finalizar las proyecciones señalan un claro deterioro de las perspectivas relativas a la orientación de la política fiscal. Además de las medidas ya anunciadas, el compromiso del Eurogrupo con la adopción de medidas conjuntas y coordinadas debería recibir un firme apoyo ante la propagación del coronavirus.

## El paquete de medidas de política monetaria

El 12 de marzo de 2020, el Consejo de Gobierno decidió adoptar un amplio paquete de medidas de política monetaria. La respuesta de la política monetaria abarcaba tres elementos principales: primero, salvaguardar las condiciones de liquidez en el sistema bancario a través de una serie de operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO, por sus siglas en inglés) con condiciones favorables; segundo, proteger el flujo constante de crédito a la economía real mediante una recalibración fundamental de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), y, tercero, evitar el endurecimiento procíclico de las condiciones de financiación para la economía ampliando el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés)<sup>1</sup>.

1. En épocas de elevada incertidumbre, la provisión de liquidez al sistema financiero en condiciones generosas es esencial para evitar restricciones de liquidez y presiones sobre su precio, incluso en momentos en los que el coronavirus pudiera plantear riesgos operacionales a los participantes en el sistema financiero. Por consiguiente, el Consejo de Gobierno decidió llevar a cabo LTRO adicionales, de forma temporal, para proporcionar un apoyo de liquidez inmediato al sistema financiero de la zona del euro. Aunque el Consejo de Gobierno no observa signos importantes de tensiones en los mercados monetarios ni de escasez de liquidez en el sistema bancario, estas operaciones ofrecerán una protección eficaz en caso necesario. Las operaciones se efectuarán mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Estas operaciones se ofrecerán en condiciones muy atractivas, con un tipo de interés igual al tipo medio aplicable a la facilidad de depósito. Las nuevas LTRO ofrecerán liquidez en condiciones favorables para cubrir el período hasta la fecha de la operación TLTRO III de junio de 2020.
2. Debido a que los ingresos y los planes de gasto de los hogares y de las empresas se están viendo afectados por la propagación del coronavirus, resulta crucial respaldar la concesión de crédito bancario a los más perjudicados por sus ramificaciones económicas, en particular las pequeñas y medianas empresas. Por consiguiente, el Consejo de Gobierno decidió aplicar condiciones considerablemente más favorables durante el período comprendido entre junio de 2020 y junio de 2021 a todas las operaciones TLTRO III vigentes durante ese marco temporal. A lo largo de este período, el tipo de interés aplicable a dichas operaciones será 25 puntos básicos inferior al tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Para las entidades de contrapartida que mantengan sus niveles de provisión de crédito, el tipo aplicado a estas operaciones será más bajo, y, durante el período que finalizará en junio de 2021, podrá ser hasta 25 puntos básicos inferior al tipo de interés medio aplicable a la facilidad de depósito. Asimismo, el importe máximo total de financiación que las entidades de contrapartida podrán obtener a partir de ahora mediante las operaciones TLTRO III se aumenta hasta el 50 % de sus préstamos computables a 28 de

<sup>1</sup> Para información más detallada, véase P. R. Lane, «[The Monetary Policy Package: An Analytical Framework](#)», *The ECB Blog*, BCE, 13 de marzo de 2020.

febrero de 2019. Por tanto, el volumen de financiación total posible en el marco de este programa se incrementa en más de 1 billón de euros hasta situarse en un total de casi 3 billones de euros. En conjunto, las nuevas condiciones de las TLTRO ayudarán a relajar notablemente las condiciones de financiación que determinan la oferta de crédito proporcionado por los bancos a las empresas y a los hogares. En este contexto, el Consejo de Gobierno ha encargado a los comités del Eurosistema investigar medidas de relajación de los criterios de admisión de los activos de garantía para asegurar que las entidades de contrapartida sigan pudiendo hacer uso pleno del respaldo del BCE a la financiación.

3. Es fundamental asegurar una orientación de la política monetaria suficientemente acomodaticia, en especial en un entorno de elevada incertidumbre y de alta volatilidad financiera. Con este trasfondo, el Consejo de Gobierno también decidió realizar de forma temporal compras netas de activos por valor de 120 mm de euros adicionales hasta el final del año, lo que asegurará una fuerte contribución de los programas de compras del sector privado. Se espera que las adquisiciones netas de activos continúen durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos de interés oficiales del BCE y que finalicen poco antes de que el Consejo de Gobierno comience a subir los tipos oficiales del BCE. Junto con el APP actual, estas medidas temporales respaldarán las condiciones financieras de forma más amplia y, por tanto, también relajarán los tipos de interés que son importantes para la economía real. Además, el ritmo más rápido de las compras asegurará que el Eurosistema muestre una presencia más sólida en el mercado durante esta época de elevada volatilidad, incluyendo el pleno uso de la flexibilidad con que cuenta el APP para responder a las condiciones de los mercados. Esto podría implicar fluctuaciones transitorias en la distribución de los flujos de compras tanto entre las distintas categorías de activos como entre los diferentes países para responder a perturbaciones de liquidez y a perturbaciones ocasionadas por la huida hacia posiciones más seguras. Esas desviaciones con respecto a la asignación estable entre países se encuentran dentro del ámbito del programa, siempre que la clave de capital siga anclando el *stock* total de las tenencias del Eurosistema a largo plazo.
4. Por otra parte, el Consejo de Gobierno decidió no modificar los tipos de interés oficiales del BCE. Se espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hacia un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.
5. Por último, el Consejo de Gobierno tiene también la intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

Habida cuenta de la situación actual, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de las repercusiones de la propagación del coronavirus para la economía, sobre la inflación a medio plazo y sobre la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

Al mismo tiempo, en estos momentos se necesita una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales, dado el debilitamiento de las perspectivas, y como salvaguarda frente a una ulterior materialización de los riesgos a la baja. El Consejo de Gobierno acoge favorablemente las medidas ya adoptadas por varios Gobiernos para asegurar recursos suficientes en el sector sanitario y para prestar apoyo a las empresas y a los trabajadores afectados. En particular, medidas como la concesión de garantías de crédito son necesarias para complementar y reforzar las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno.



## Apéndice a las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno el 18 de marzo

La pandemia de coronavirus es una emergencia sanitaria pública colectiva con escasos precedentes en la historia reciente. Es también una perturbación económica extrema que requiere una respuesta política ambiciosa, coordinada y urgente en todos los frentes. El 18 de marzo, el Consejo de Gobierno anunció un nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) para abordar la situación inédita que afronta la zona del euro. El programa es temporal y permitirá al BCE salvaguardar la transmisión de la política monetaria y, en última instancia, su capacidad para garantizar la estabilidad de precios en la zona del euro. Concretamente, la evolución observada en los mercados financieros había provocado un endurecimiento de las condiciones de financiación, en particular en los plazos más largos. La curva de tipos de interés libres de riesgo se había desplazado al alza, y las curvas de rendimientos de la deuda soberana —que son fundamentales para fijar el precio de todos los activos— habían aumentado su pendiente en todos los países y su dispersión se había acrecentado. El Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones en cumplimiento de su mandato:

1. Poner en marcha un nuevo programa temporal de compra de valores de los sectores público y privado, con el fin de contrarrestar los graves riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria y para las perspectivas de la zona del euro derivados del brote de COVID-19 y de su creciente propagación.

Este nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) tendrá una dotación total de 750 mm de euros. Las compras se realizarán hasta el final de 2020 e incluirán todas las categorías de activos admisibles en el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) vigente.

Para las adquisiciones de valores del sector público, la asignación entre las distintas jurisdicciones seguirá haciéndose mediante el uso de la clave de capital de los bancos centrales nacionales. Al mismo tiempo, las compras que se efectúen en el marco del nuevo PEPP se llevarán a cabo con flexibilidad, lo que permitirá que haya fluctuaciones en la distribución de los flujos de adquisición a lo largo del tiempo entre las distintas clases de activos y entre jurisdicciones.

Los valores emitidos por el Gobierno griego quedarán exentos de cumplir los requisitos de admisión en las compras que se realicen al amparo del PEPP.

El Consejo de Gobierno pondrá fin a las compras netas de activos en el marco del PEPP cuando considere que la crisis del COVID-19 ha terminado, pero en ningún caso antes del final del año.

2. Ampliar el conjunto de activos admisibles en el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) para incluir el papel comercial, con lo que todo el papel comercial con suficiente calidad crediticia podrá ser adquirido en el marco del CSPP.
3. Relajar los criterios aplicables a los activos de garantía ajustando los principales parámetros de riesgo del marco de activos de garantía. En concreto, se ampliará el alcance de los préstamos adicionales (ACC, por sus siglas en inglés), con el fin de incluir préstamos destinados a la financiación del sector empresarial. Con ello se garantizará que las entidades de contrapartida puedan seguir participando plenamente en las operaciones de financiación del Eurosistema.

El Consejo de Gobierno del BCE se compromete a desempeñar el papel de apoyo a todos los ciudadanos de la zona del euro que le corresponde en estos momentos extremadamente difíciles. Para ello, el BCE velará por que todos los sectores de la economía puedan beneficiarse de unas condiciones de financiación favorables que les permitan absorber esta perturbación. Esto se aplica por igual a las familias, a las empresas, a las entidades de crédito y a los Gobiernos.

El Consejo de Gobierno hará todo lo que sea necesario de acuerdo con su mandato, y está preparado para aumentar el importe de sus programas de compra de activos y ajustar su composición en la medida en que sea preciso y durante el tiempo necesario. El Consejo de Gobierno estudiará todas las opciones y todas las contingencias para prestar apoyo a la economía mientras dure esta perturbación.

En la medida en que algunos de los límites autoimpuestos podrían obstaculizar las actuaciones que deba llevar a cabo el BCE para cumplir su mandato, el Consejo de Gobierno considerará revisarlos, en caso necesario, con el fin de que sus actuaciones resulten proporcionadas a los riesgos que afrontamos. El BCE no tolerará riesgos que afecten a la transmisión fluida de su política monetaria en ninguna de las jurisdicciones de la zona del euro.

## 1 Entorno exterior

*La propagación de la epidemia de coronavirus (COVID-19) ha empeorado las perspectivas para la economía global, como ha quedado reflejado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020. La evolución observada desde la fecha de cierre de las proyecciones sugiere que los riesgos a la baja para la actividad mundial relacionados con el brote de COVID-19 se han materializado en parte, lo que implica que, este año, la actividad global podría ser más débil de lo previsto en las proyecciones. La economía mundial se ha visto afectada por este brote cuando habían empezado a vislumbrarse signos de estabilización de la actividad y del comercio, y la firma de la primera fase del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, junto con las reducciones de los aranceles, había atenuado la incertidumbre. A más largo plazo se espera un repunte de la actividad económica global, aunque solo cobrará un ligero impulso. Ello dependerá de la recuperación de varias economías emergentes que siguen siendo vulnerables, mientras que la desaceleración cíclica prevista en los países avanzados y la transición estructural de China a una senda de menor crecimiento lastrarán las perspectivas a medio plazo. Los riesgos para la actividad mundial han cambiado, pero su balance sigue orientado a la baja. En estos momentos, el riesgo a la baja más importante está relacionado con un impacto potencialmente más amplio y duradero del brote de COVID-19, dado que sigue extendiéndose. Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas.*

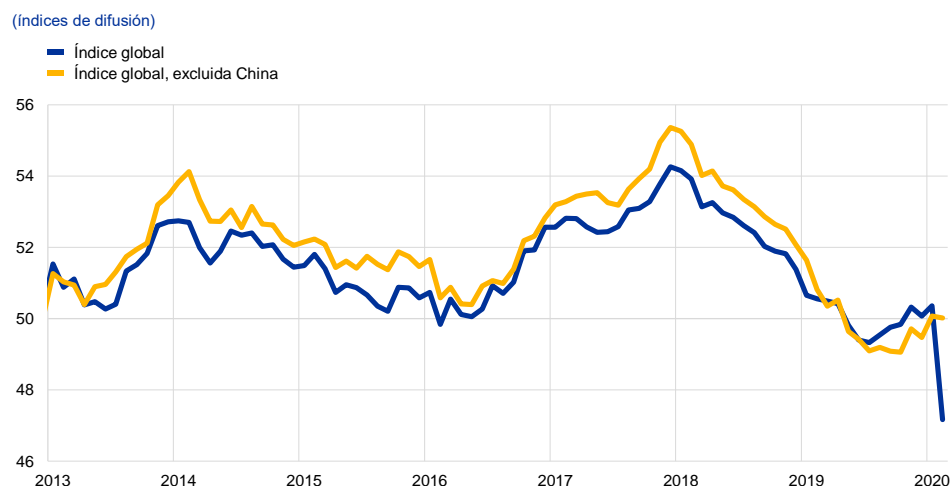
### Actividad económica y comercio mundiales

**La propagación del COVID-19 ha enturbiado las perspectivas globales.** Como la situación sigue cambiando día a día, resulta muy difícil estimar cuánto durarán las interrupciones de la actividad productiva y del comercio, y cómo reaccionarán los consumidores de todo el mundo a la incertidumbre asociada. Además, el brote se ha producido tras un período de debilidad de la actividad a escala internacional. El crecimiento mundial del PIB real (excluida la zona del euro) descendió hasta situarse en el 2,9 % el año pasado, lo que representa el menor ritmo de avance observado desde la Gran Recesión. Esta desaceleración fue más generalizada y más pronunciada que la registrada en los episodios más recientes, en 2012-2013 y 2015-2016. El principal factor determinante de esta dinámica fue la intensificación recurrente de las tensiones comerciales, que —a través de la mayor incertidumbre— llevó a las empresas a aplazar la inversión y a los consumidores a posponer las compras de bienes duraderos. Esto, a su vez, provocó un deterioro acusado de la actividad manufacturera y del comercio mundiales. Además, varias economías emergentes se vieron afectadas por perturbaciones idiosincrásicas que agudizaron en mayor medida la caída de la actividad global observada el año pasado. Al mismo tiempo, varias de las principales economías avanzadas y emergentes aplicaron políticas de estímulo de la demanda, lo que limitó el ritmo y la intensidad de la ralentización del crecimiento en 2019.

**El brote de coronavirus afectó a la economía mundial cuando habían empezado a vislumbrarse signos de estabilización de la actividad y del comercio.**

El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) aumentó en enero, respaldado por mejores datos sobre la actividad de las manufacturas y de los servicios. El avance de la producción del sector manufacturero señaló que podría estar iniciándose una recuperación, tras un prolongado período de debilidad. Estos signos fueron evidentes, en su mayor parte, en las economías emergentes, mientras que la evolución de los países avanzados fue más heterogénea. Esta tendencia se ha visto interrumpida recientemente por el brote de COVID-19, que las autoridades chinas trataron de contener ampliando las vacaciones del Año Nuevo lunar e imponiendo estrictas medidas de cuarentena en la provincia de Hubei, el epicentro del brote. Como resultado de estas medidas, la actividad manufacturera de este país se desplomó en febrero, lo que causó algunos efectos de contagio negativos en la región Asia-Pacífico, que está vinculada intrínsecamente a China a través de las cadenas de producción y es también uno de los destinos más populares entre los turistas chinos. Con todo, los efectos de contagio más amplios a escala internacional probablemente fueron limitados en febrero, como sugiere la estabilidad relativa del PMI global de manufacturas, excluida China (véase gráfico 1). Sin embargo, como la producción está retornando progresivamente a la normalidad en China y muchos países han impuesto medidas para contener la propagación del virus, cabe esperar un impacto más persistente y más generalizado sobre la actividad manufacturera mundial en el corto plazo.

**Gráfico 1**  
PMI global de las manufacturas



Fuentes: Markit y Haver Analytics.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2020.

**Tras un período de relajación, las condiciones financieras globales se han endurecido de forma considerable más recientemente.** El período de relajación anterior se produjo a raíz de que se anunciara la conclusión de la primera fase del acuerdo comercial mencionado, que a su vez provocó un repunte de los activos de riesgo. Este repunte se interrumpió bruscamente en torno a mediados de febrero, cuando los mercados internacionales de renta variable se desplomaron, dado que el

brote siguió afectando a China y se propagó a otros países. Desde la fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, las condiciones financieras globales se han endurecido de forma considerable, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, ya que el impacto de la fuerte corrección de los mercados de renta variable y el aumento de los diferenciales de los valores de renta fija privada solo se contrarrestaron, en parte, con la caída de los tipos de interés libres de riesgo. En los países emergentes, este endurecimiento fue menos pronunciado que en episodios recientes de tensiones financieras, como sucedió en el verano de 2018, ya que los tipos de cambio de las monedas de estas economías se mantuvieron, en general, estables frente al dólar estadounidense. Esta estabilidad se debió principalmente a la adopción y a las expectativas de adopción de medidas de relajación de la política monetaria por parte de la Reserva Federal, que lastraron el dólar, lo que atenuó las presiones al alza derivadas de los desplazamientos de fondos hacia bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados activos seguros.

**De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, la recuperación mundial solo cobrará un ligero impulso durante el horizonte de proyección.** Según las proyecciones, la tasa de crecimiento de la actividad mundial, excluida la zona del euro, alcanzará el 3,1 % este año, algo por encima del 2,9 % estimado para 2019. A medio plazo, el crecimiento global registrará un leve avance y se situará en el 3,5 % y el 3,4 % en 2021 y 2022, respectivamente, por debajo de su media de largo plazo (3,8 %). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, las previsiones de crecimiento global para 2020 básicamente no se han modificado, ya que las revisiones al alza resultantes de la reducción de los aranceles comerciales se han visto contrarrestadas por correcciones a la baja en el primer trimestre de este año, como consecuencia del brote del virus en China. En las proyecciones de marzo, las perspectivas a medio plazo para la economía mundial dependían de la recuperación de varios países emergentes. Sin embargo, se considera que la senda de recuperación de estos países es frágil, en un contexto de factores externos adversos que, junto con la inestabilidad política interna, podrían descarrilar sus perspectivas de recuperación. De hecho, la evolución observada desde la fecha de cierre apunta a que un riesgo a la baja inminente relacionado con el impacto del COVID-19 en la economía global ya se ha materializado en parte. Ello, a su vez, implica que es muy probable que, este año, la actividad mundial sea más débil de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020.

**En Estados Unidos se esperaba que la actividad económica permaneciese estable a corto plazo.** El PIB real avanzó un 2,1 %, en términos anualizados, en el cuarto trimestre de 2019, y mantuvo el ritmo del trimestre anterior. El crecimiento del consumo se ralentizó más de lo previsto y la inversión empresarial en capital fijo descendió por tercer trimestre consecutivo. Se espera que la suspensión de la producción del Boeing 737 Max lastre la actividad manufacturera en el primer trimestre de 2020. A más largo plazo se preveía una desaceleración del crecimiento, en un contexto de maduración del ciclo económico y de desaparición del efecto de la reforma impositiva de 2018. La inflación interanual medida por el índice de precios

de consumo (IPC) disminuyó ligeramente y se situó en el 2,3 % en febrero, frente al 2,5 % del mes precedente. La inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, repuntó hasta el 2,4 %, desde el 2,3 % observado durante los cuatro meses anteriores. Se espera un aumento gradual de la inflación y que se sitúe en niveles por encima del objetivo del 2 % fijado por la Reserva Federal al final del horizonte de proyección. El 3 de marzo, después de una reunión de emergencia, la Reserva Federal recortó 50 puntos básicos, hasta el 1 %-1,25 %, el tipo de interés oficial, mencionando el riesgo que plantea el brote de coronavirus para la economía. También se aprobaron otras medidas, entre ellas medidas de provisión de liquidez y de gasto fiscal adicional, con el fin de hacer frente al impacto del brote sobre la economía.

**En China se prevé que la actividad se debilite de forma considerable en el primer trimestre y que posteriormente se recupere.** A medio plazo se espera que el PIB real continúe en una senda de desaceleración gradual. En 2019, el crecimiento anual del PIB descendió hasta situarse en el 6,1 %, desde el 6,6 % de 2018, debido al menor apoyo de la inversión y de la demanda exterior neta. A corto plazo se prevé que predominará el impacto del brote de COVID-19, mientras que la reducción de los aranceles en el contexto del acuerdo comercial con Estados Unidos debería respaldar el comercio. A medio plazo, los avances en la aplicación de las reformas estructurales deberían contribuir a que la ralentización sea ordenada y a cierto reajuste de la economía china. Desde la fecha de cierre de las proyecciones, los nuevos datos de este país sugieren que la contracción del primer trimestre podría ser más acusada de lo esperado. Por otra parte, un retorno más gradual de la producción a la normalidad indica que la actividad podría tardar en recuperarse algo más de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020. China ha aprobado diversas medidas de política económica desde que comenzó el brote, incluidas, entre otras, una política monetaria más acomodaticia y un aumento del gasto fiscal.

**En Japón, la actividad económica experimentó una contracción significativa en el cuarto trimestre.** Esta evolución reflejó la confluencia de perturbaciones adversas, entre ellas un retroceso de la demanda interna como consecuencia de la subida de los impuestos sobre el consumo, de disrupciones en la producción causadas por fuertes tifones en octubre y de la debilidad de la demanda externa. Se espera que los efectos de contagio negativos del brote de coronavirus en China, que afectó a la economía japonesa a través de una disminución acusada de la llegada de turistas y del gasto asociado durante el Año Nuevo lunar, unido a las señales incipientes de posibles disrupciones en las cadenas de producción, incidan negativamente en la actividad en el primer trimestre. Además, las autoridades japonesas aprobaron diversas medidas para contener el brote de COVID-19 en el país que, junto con un comportamiento más cauto de los consumidores, se espera que lastren la actividad económica. El Gobierno japonés ha respondido a esta situación con dos paquetes fiscales de emergencia que incluyen medidas de apoyo a las pymes. El Banco de Japón señaló que está siguiendo de cerca los acontecimientos y que está preparado para proporcionar liquidez y garantizar la estabilidad de los mercados financieros. Se prevé que las medidas de estímulo

fiscal anunciadas por las autoridades a finales de 2019 contribuyan al crecimiento en 2020 y 2021.

**En el Reino Unido se esperaba una recuperación de la actividad en el primer trimestre.** No obstante, es probable que el impacto económico del COVID-19 se plasme en una nueva ralentización de la actividad en el segundo trimestre. El crecimiento del PIB real se mantuvo estancado en el cuarto trimestre de 2019, reflejo de la desaceleración continuada del dinamismo subyacente observado en meses anteriores del año y de la contracción más general que se ha producido desde el referéndum de 2016. La demanda interna disminuyó de forma acusada en la segunda mitad de 2019, en un contexto de elevada incertidumbre sobre el Brexit y de campaña electoral general en el último trimestre del año. Aunque el clima económico mejoró sensiblemente tras los decisivos resultados de las elecciones y la posterior conclusión de un acuerdo de retirada ordenada de la Unión Europea a finales de enero, no se anticipaba un giro pronunciado en la actividad en 2020, incluso antes del brote, habida cuenta de las incertidumbres restantes en relación con las negociaciones comerciales futuras entre el Reino Unido y la UE. En respuesta al brote de COVID-19, el Banco de Inglaterra redujo 50 puntos básicos, hasta el 0,25 %, el tipo de interés oficial, e introdujo un programa de financiación dirigido específicamente a las pequeñas y medianas empresas, mientras que el proyecto de presupuestos del Gobierno incluye varias medidas fiscales para abordar el impacto económico del brote.

**En los países de Europa Central y Oriental se esperaba que la actividad económica se moderase desde tasas por encima de su crecimiento potencial.**

Esta moderación reflejó principalmente la desaceleración de la inversión, en un contexto en el que el ciclo de fondos de la UE se encuentra en una fase más avanzada, mientras que se preveía que el gasto en consumo se viese respaldado por la fortaleza de los mercados de trabajo.

**Se preveía que la actividad económica en los grandes países exportadores de materias primas se fortaleciese ligeramente este año.** En Rusia, la actividad económica repuntó durante 2019 y se esperaba que siguiera cobrando dinamismo, debido a la decisión del nuevo Gobierno de aumentar el gasto social. Sin embargo, se ciernen importantes riesgos a la baja, ya que la propagación mundial del COVID-19, la reciente ruptura del acuerdo de la OPEP+ y la pronunciada caída de los precios del petróleo han hecho que las perspectivas sean excepcionalmente inciertas. A medio plazo, las perspectivas están condicionadas, sobre todo, por la incertidumbre en torno a la posibilidad de que se impongan más sanciones internacionales, así como a las prioridades políticas del nuevo Gobierno. Las perspectivas de crecimiento a corto plazo del PIB se habían revisado al alza, fundamentalmente como consecuencia del mayor gasto público. En Brasil, el clima económico empezó a mejorar en el cuarto trimestre. No obstante, el crecimiento sigue siendo moderado por las fuertes restricciones fiscales (incluidas congelaciones de los presupuestos) y por el incierto entorno exterior, una situación que ha empeorado últimamente con la creciente propagación del COVID-19. El grado de aplicación de las reformas fiscales adicionales que necesita el país influirá de forma significativa en las perspectivas de crecimiento a medio plazo. Al mismo

tiempo, si los desequilibrios presupuestarios no se abordan, seguirán siendo la principal fuente de riesgo. Por lo tanto, el cumplimiento de reglas fiscales como el techo de gasto reduce las posibilidades de que el efecto del estímulo fiscal sea considerable.

**En Turquía, los niveles de actividad siguen recuperándose con fuerza de la recesión relacionada con la reciente crisis.** La tasa de crecimiento interanual del PIB real se situó en terreno positivo en el tercer trimestre de 2019 y aumentó de nuevo en el cuarto. Una política fiscal expansiva y el rápido avance del crédito fueron los determinantes de la sólida expansión del consumo de los hogares y del punto de inflexión que se observó en la inversión del sector privado, y se espera que ambos sigan impulsando el crecimiento este año. Sin embargo, pese a esta evolución, las tasas de crecimiento permanecen en cotas relativamente bajas en términos históricos, dado el debilitamiento del potencial de la economía turca.

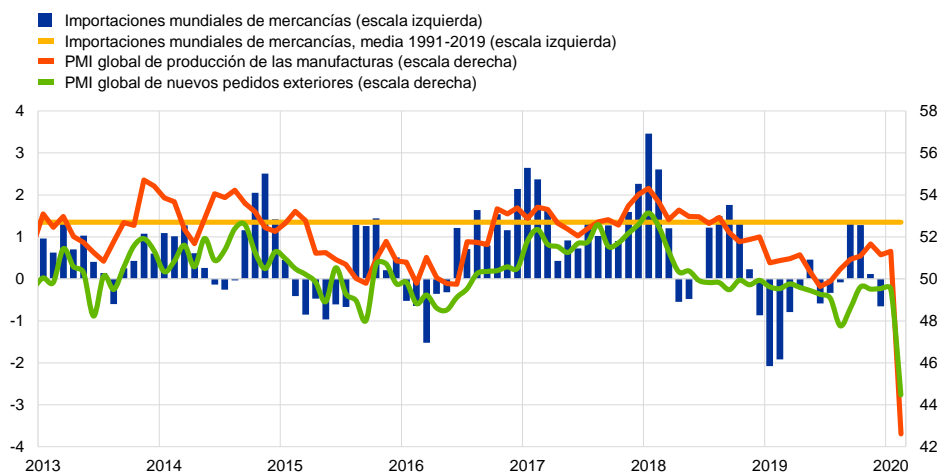
**A finales de 2019 se observaron signos de estabilización del comercio internacional.** Las importaciones mundiales se incrementaron, debido fundamentalmente al vigoroso crecimiento de las importaciones en Turquía, China y otras economías emergentes. En cambio, los datos peores de lo esperado sobre las importaciones de los países avanzados en el cuarto trimestre del año reflejaron varias perturbaciones idiosincrásicas que se espera que se disipen en el corto plazo. En Japón, estos factores están relacionados con la contracción de la demanda interna registrada tras la subida de los impuestos sobre el consumo y con el impacto de un fuerte tifón. En el Reino Unido y Estados Unidos reflejan la reversión de la anterior acumulación de existencias. La evolución divergente del comercio entre las economías avanzadas y las emergentes también fue evidente en los datos sobre el comercio de mercancías. En conjunto, las importaciones mundiales de mercancías se redujeron un 0,7 % en el cuarto trimestre de 2019 (véase gráfico 2). No obstante, se espera que el brote de COVID-19 retrase la estabilización del comercio internacional y que afecte al sector manufacturero en particular, como muestran los datos de las últimas encuestas. Dado que el virus continúa propagándose mundialmente, su efecto sobre el comercio será más significativo de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020.



## Gráfico 2

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

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



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

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2020 (PMI) y a diciembre de 2019 (importaciones mundiales de mercancías). Los índices y los datos se refieren al agregado global, excluida la zona del euro.

#### La firma reciente de la primera fase del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China da una tregua a las tensiones comerciales.

En el marco de este acuerdo, ambos países redujeron los aranceles a sus intercambios comerciales bilaterales, y China se comprometió a adquirir bienes y servicios de Estados Unidos por importe de 200 mm de dólares más durante los dos próximos años. Aunque esta moderación parcial del conflicto comercial favorece la recuperación de la actividad manufacturera y del comercio mundiales, la incertidumbre sobre el rumbo futuro de las políticas comerciales a escala global sigue siendo elevada.

#### Las perspectivas del comercio mundial siguen siendo débiles en términos históricos, ya que se espera que la elasticidad comercio-renta se mantenga por debajo del nuevo valor «normal» de una unidad<sup>2</sup>.

Esto refleja una confluencia de factores, como las subidas de aranceles aprobadas hasta la fecha y la elevada incertidumbre sobre las políticas. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020 apuntan a que el crecimiento de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) se recuperará gradualmente y se situará en el 1,4 % en 2020, desde el 0,3 % del año anterior, y que posteriormente aumentará hasta el 2,6 % y el 2,7 % en 2021 y 2022, respectivamente. Aunque la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza para 2020 con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, esta corrección está relacionada fundamentalmente con la sorprendente mejora observada en la segunda mitad de 2019, así como con el incremento de las importaciones entre Estados Unidos y China resultante de la reducción de los aranceles aplicada en el marco de la primera fase del acuerdo. Dado que esta reducción favorece principalmente el comercio bilateral entre estos dos países, no debe considerarse una señal de aumento de la

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, IRC Trade Task Force, «[Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 178, BCE, septiembre de 2016.

demanda externa de bienes y servicios producidos en la zona del euro. Una vez que se tienen en cuenta estos factores, en las proyecciones de marzo se prevé que la demanda externa de la zona sea prácticamente similar a la prevista en las proyecciones de diciembre para este año y el siguiente. La evolución observada desde la fecha de cierre de las proyecciones sugiere que la propagación mundial de la epidemia de COVID-19 está lastrando el comercio mundial y, por tanto, la demanda externa de la zona, y si dicha evolución se toma en consideración, las importaciones globales y la demanda externa de la zona del euro serían inferiores a las previstas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020.

**Los riesgos para las perspectivas de la actividad mundial han cambiado, pero su balance sigue orientado a la baja.**

En estos momentos, el nuevo riesgo a la baja más importante está relacionado con un impacto potencialmente más amplio y duradero del brote de COVID-19, que sigue propagándose. La evolución de la economía global desde la fecha de cierre de las proyecciones sugiere que este riesgo ya se ha materializado en parte<sup>3</sup>. Los riesgos a la baja derivados de las tensiones comerciales han disminuido ligeramente a raíz de la firma de la primera fase del acuerdo, pero la incertidumbre sobre el rumbo futuro de las políticas comerciales a escala mundial sigue siendo elevada. El riesgo de un Brexit sin acuerdo se ha aplazado hasta el final del año y dependerá de los resultados de las negociaciones sobre las relaciones futuras entre la UE y el Reino Unido. Por otra parte, una contracción más acusada en China podría ser cada vez más difícil de contrarrestar con medidas de estímulo y constituir un desafío para el proceso de reajuste en curso. Una reevaluación del riesgo por parte de los mercados financieros podría incidir negativamente en la actividad mundial, sobre todo en las economías emergentes.

## Evolución mundial de los precios

**Los precios del petróleo han descendido de forma significativa a medida que se ha intensificado la preocupación sobre la demanda mundial, con el trasfondo de la propagación de la epidemia.**

Las desavenencias sobre los recortes de producción entre los miembros de la alianza OPEP+ acentuaron más este descenso. En un principio, el impacto más acusado sobre los precios del petróleo se debió a las noticias que llegaron a finales de enero sobre el brote en China, y, aunque los precios experimentaron un ligero repunte transitorio, empezaron a disminuir cuando el virus fue extendiéndose mundialmente. A principios de marzo, esta alianza, integrada por los países de la OPEP y varios países productores importantes no pertenecientes a esta organización, se rompió por la oposición de Rusia a recortar la producción de crudo. Arabia Saudí respondió anunciando un aumento de la producción y ofreciendo un descuento, con el fin de ganar cuota de mercado. Este anuncio provocó una de las mayores caídas en un día de los precios del petróleo registradas hasta la fecha.

---

<sup>3</sup> Para más información sobre los escenarios de riesgo, véase el recuadro 3 de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2020.

**Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, los precios del petróleo se mantendrán en niveles relativamente estables durante el horizonte de proyección.**

La caída de los precios al contado desplazó más a la baja el tramo corto de la curva de futuros del petróleo en comparación con el tramo más largo, lo que se plasmó en el aplanamiento de su perfil durante el horizonte de proyección. Los supuestos relativos a los precios del petróleo para 2020, 2021 y 2022 eran un 5,5 %, un 3,2 % y un 2,5 % más bajos, respectivamente, que en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019. Desde la fecha de cierre de las proyecciones de marzo, el precio del crudo ha bajado de forma significativa, y el barril de *Brent* se situó en 34,5 dólares estadounidenses el 11 de marzo.

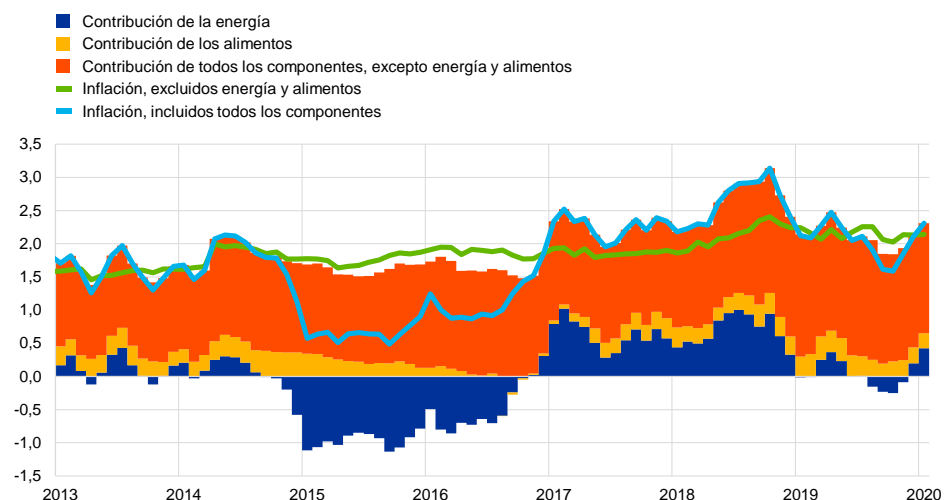
**La inflación mundial sigue siendo moderada, reflejo de la dinámica del crecimiento.**

En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo repuntó y se situó en el 2,1 % en diciembre de 2019, desde el 1,8 % del mes precedente (véase gráfico 3). La tasa de variación interanual de los precios de la energía se recuperó en diciembre, tras haber permanecido en niveles negativos durante cuatro meses consecutivos, mientras que los precios de los alimentos se mantuvieron relativamente estables. Por otra parte, la inflación interanual subyacente medida por el IPC (excluidos la energía y los alimentos) fue del 2,1 %, sin variación con respecto al mes anterior.

**Gráfico 3**

**Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2020.

## 2 Evolución financiera

*La percepción global del riesgo se deterioró bruscamente y la volatilidad de los mercados repuntó cuando el coronavirus (COVID-19) se propagó por todo el mundo hacia el final del período de referencia (del 12 de diciembre de 2019 al 11 de marzo de 2020). Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro se redujeron notablemente hasta situarse en niveles muy inferiores a los observados al comienzo del período, mientras que los diferenciales entre los bonos soberanos de la zona del euro aumentaron sensiblemente hacia el final del período analizado. La curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un brusco desplazamiento a la baja; su inversión en los plazos cortos y medios señala que los mercados están contando con una acomodación adicional de la política monetaria. En línea con el fuerte aumento de la aversión al riesgo a escala mundial, los precios de las acciones de la zona del euro sufrieron una acusada caída, mientras que los diferenciales soberanos y de los bonos corporativos se ampliaron. En los volátiles mercados de divisas, el euro se apreció sustancialmente frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.*

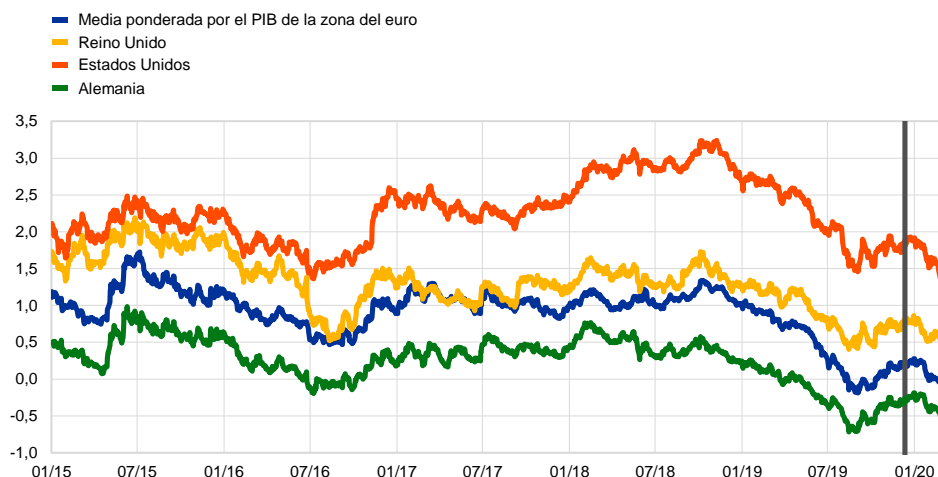
**Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo disminuyeron significativamente en el conjunto de la zona del euro y en todo el mundo (véase gráfico 4), en un entorno de elevada volatilidad.**

Los movimientos de los rendimientos medios de la deuda soberana de la zona del euro pueden dividirse en tres fases diferenciadas. Entre el 12 de diciembre de 2019 y mediados de enero de 2020, los rendimientos aumentaron ligeramente, en un entorno de mejora de la percepción global del riesgo y de ligera apreciación de un repunte de los indicadores macroeconómicos. Durante la segunda fase, hasta el 21 de febrero de 2020, las noticias sobre el coronavirus y la publicación de datos macroeconómicos peores de lo esperado provocaron un retroceso de la tolerancia al riesgo, y los rendimientos de los bonos soberanos comenzaron a disminuir en términos medios. En la fase más reciente, los rendimientos soberanos sufrieron una caída adicional considerable cuando el coronavirus comenzó a propagarse por todo el mundo y la preocupación sobre sus repercusiones económicas y sociales empezó a agitar los mercados financieros mundiales. En el conjunto del período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 33 puntos básicos y retornó a terreno negativo (-0,12 %). Los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido también descendieron (102 y 54 puntos básicos), hasta situarse en el 0,88 % y el 0,27 %, respectivamente, como consecuencia, sobre todo, de la preocupación a escala mundial acerca del coronavirus y la esperada reacción de la política monetaria, así como de los movimientos de huida hacia activos seguros, libres de riesgo.

## Gráfico 4

### Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

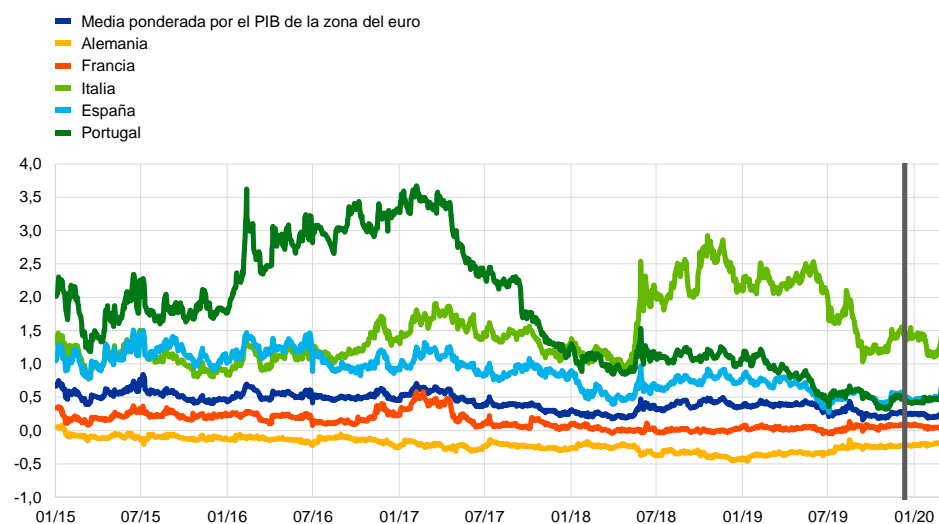
Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de diciembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de marzo de 2020.

**En consonancia con los cambios en la percepción del riesgo, los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto a los tipos swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) aumentaron en algunos países, siendo Alemania una excepción notable (véase gráfico 5).** En concreto, los diferenciales de la deuda soberana griega, italiana, portuguesa y española a diez años se ampliaron 45, 25, 15 y 32 puntos básicos hasta situarse en 1,87, 1,64, 0,77 y 0,67 puntos porcentuales, respectivamente. En cambio, en Alemania el diferencial del bono a diez años disminuyó 10 puntos básicos, hasta  $-0,32$  puntos porcentuales, mientras que en Francia permaneció prácticamente estable, en 0,08 puntos porcentuales. El diferencial de rendimiento de los bonos soberanos a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 5 puntos básicos y se situó en 0,31 puntos porcentuales.

## Gráfico 5

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de diciembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de marzo de 2020.

**El eonia y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -45 y -54 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado<sup>4</sup>.** En el período de referencia, el exceso de liquidez disminuyó ligeramente, en 22 mm de euros, y se situó en torno a los 1.770 mm de euros. Este descenso se debe principalmente a los reembolsos voluntarios realizados en el marco de la segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II, por sus siglas en inglés) y, en menor medida, a un aumento de los factores autónomos de absorción de liquidez, que compensaron la mayor liquidez derivada de la reanudación de las compras netas de activos por parte del Eurosistema el 1 de noviembre de 2019.

**La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó a la baja y se había invertido en los plazos cortos y medios al final del período de referencia (véase gráfico 6).**

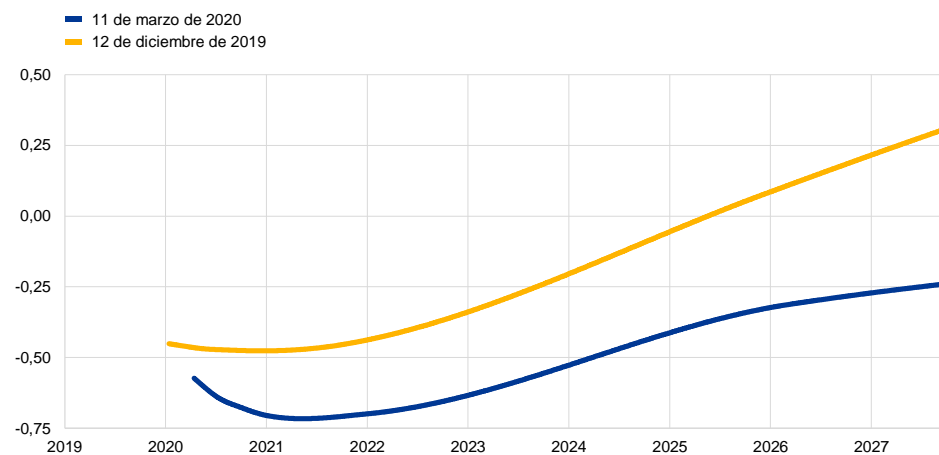
Aunque inicialmente la curva era casi plana en los plazos cortos y medios, al final del período analizado se situaba en el -0,60 % a mediados de mayo, y en un mínimo del -0,72 % en abril de 2021. Pese a estos descensos, la curva de tipos *forward* del eonia se mantiene por encima de los niveles observados durante el verano de 2019. En general, los participantes en los mercados continúan esperando un prolongado período de tipos de interés bajos y negativos.

<sup>4</sup> La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019; ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

## Gráfico 6

### Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



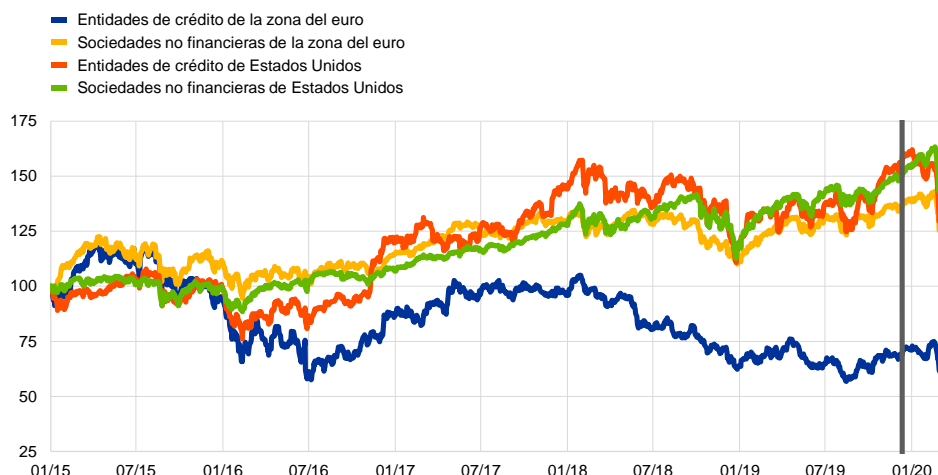
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

**Los precios de las acciones de la zona del euro comenzaron a caer con fuerza a finales de febrero, en el entorno de aumento de las primas de riesgo (véase gráfico 7).** Los precios de las acciones registraron un aumento adicional en la zona del euro y a escala mundial en la primera parte del período de referencia y alcanzaron nuevos máximos históricos en algunos segmentos del mercado. Los mercados de renta variable sufrieron un retroceso inicial, aunque breve, a finales de enero, cuando la preocupación acerca del coronavirus comenzó a intensificarse, pero se limitaba principalmente a China. Al final, las cotizaciones se desplomaron de forma generalizada al propagarse el coronavirus fuera de China, y la aversión al riesgo y la incertidumbre se incrementaron en paralelo a finales de febrero. En concreto, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro perdieron un 19 % entre el 21 de febrero y el 11 de marzo de 2020, mientras que los de las acciones del sector bancario cayeron un 30 %. En Estados Unidos, las cotizaciones de las sociedades no financieras y del sector bancario retrocedieron un 12 % y un 36 %, respectivamente. La volatilidad implícita de los mercados bursátiles repuntó en la zona del euro y en el resto del mundo.

## Gráfico 7

### Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de diciembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de marzo de 2020.

**Tras un período de relativa estabilidad, los diferenciales de los valores de renta fija del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron a finales de febrero, cuando el coronavirus se propagó fuera de China (véase gráfico 8).** A partir del 21 de febrero de 2020, los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y de la deuda del sector financiero con respecto al tipo de interés libre de riesgo se incrementaron 42 y 53 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en 104 y 127 puntos básicos. Esta ampliación fue reflejo del deterioro de la percepción del riesgo, como también se observó en el mercado de renta variable. Al mismo tiempo, los *ratings* y los indicadores de frecuencias de impago esperadas se mantuvieron prácticamente sin variación.



## Gráfico 8

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: Los diferenciales se calculan como los diferenciales de los *asset swaps* con respecto al tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (pero con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de diciembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de marzo de 2020.

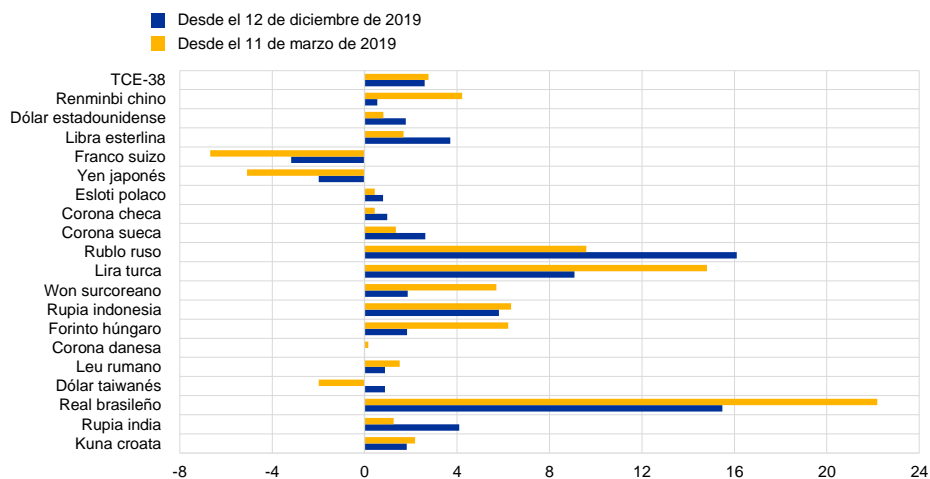
#### En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció sustancialmente (véase gráfico 9), en un entorno de aumento de la volatilidad.

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 fortaleció un 2,6 % durante el período analizado. Con respecto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el euro se apreció considerablemente (1,8 %) frente al dólar estadounidense, aunque en un entorno de elevada volatilidad. El dólar se había fortalecido durante la primera mitad de febrero, debido en parte a la mayor incertidumbre acerca de las perspectivas económicas mundiales, pero comenzó a debilitarse a finales de ese mismo mes ante las expectativas de una relajación de la política monetaria en Estados Unidos. Esta tendencia se prolongó después de la rebaja de los tipos de interés de la Reserva Federal a principios de marzo y ante el continuo empeoramiento de las noticias sobre el coronavirus. Asimismo, el euro se apreció con notable fuerza frente a la libra esterlina (3,7 %) y también se revalorizó frente al grueso de las demás monedas, incluidas las de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y las de las principales economías emergentes. No obstante, la moneda única se depreció significativamente frente al franco suizo (3,2 %) y al yen japonés (2 %), en consonancia con el menor apetito de riesgo.

## Gráfico 9

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-38 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 11 de marzo de 2020.

### 3 Actividad económica

*El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se mantuvo contenido y se situó en el 0,1 % en el cuarto trimestre de 2019, tras registrar un avance del 0,3 % en el trimestre anterior, debido a la persistente debilidad del sector manufacturero y a la desaceleración de la inversión. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes señalan un reducido crecimiento en la zona del euro. Sin embargo, no reflejan aún plenamente los acontecimientos relacionados con el coronavirus (COVID-19), que empezó a propagarse por Europa continental a finales de febrero, lo que afectó negativamente a la actividad económica. Si se hace abstracción de las perturbaciones derivadas de la propagación del coronavirus, se prevé que el crecimiento de la zona del euro recobre impulso a medio plazo, respaldado por las favorables condiciones de financiación, la orientación de las políticas fiscales de la zona del euro y la reactivación esperada de la actividad mundial. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2020 prevén un crecimiento anual del PIB real del 0,8 % en 2020, el 1,3 % en 2021 y el 1,4 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2020 y en 0,1 puntos porcentuales para 2021, debido, sobre todo, al brote de coronavirus, aunque su rápida propagación reciente a la zona del euro solo se refleja parcialmente. Por tanto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro apuntan claramente a la baja. La propagación del coronavirus añade una nueva e importante fuente de riesgo a la baja para estas perspectivas, a la que se suman los riesgos relacionados con factores geopolíticos, el aumento del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes.*

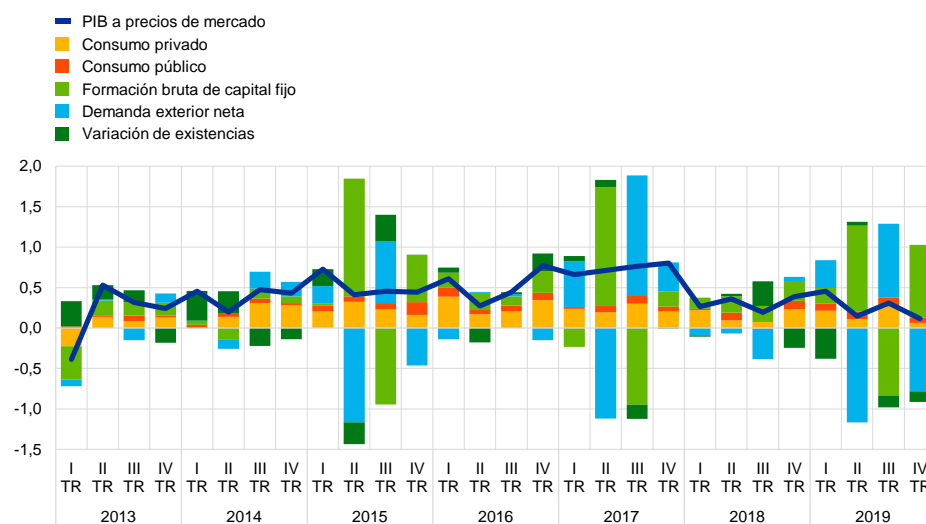
#### **El crecimiento de la zona del euro se moderó en el cuarto trimestre de 2019, debido a la persistente debilidad del sector manufacturero.**

El avance intertrimestral del PIB real fue del 0,1 % en el cuarto trimestre de 2019, frente al 0,3 % registrado en el trimestre anterior (véase gráfico 10). La moderación del crecimiento en el cuarto trimestre fue consecuencia de una acusada contracción de las manufacturas, mientras que los servicios y la construcción siguieron mostrando una evolución más sólida. La demanda interna contribuyó positivamente (1 punto porcentual) al crecimiento, en tanto que la aportación de la demanda exterior neta de la variación de existencias fue negativa (0,8 puntos porcentuales y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente). En conjunto, el avance del producto en el cuarto trimestre se tradujo en un incremento interanual del PIB del 1,2 % en 2019, que supone un retroceso frente al 1,9 % observado en 2018.

## Gráfico 10

### PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

### El empleo siguió aumentando en el cuarto trimestre de 2019, a una tasa intertrimestral del 0,3 % (véase gráfico 11).

En la mayoría de los países de la zona del euro el empleo aumentó, pero este aumento se concentró más en la construcción y en los servicios. En la actualidad, la tasa de empleo se sitúa cerca de un 4,3 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. Si se tiene en cuenta el último incremento, el empleo en la zona del euro ha crecido en términos acumulados y hay 12 millones de empleados más que cuando se registró el mínimo en el segundo trimestre de 2013. La evolución positiva del crecimiento del empleo en el cuarto trimestre de 2019 contrasta con el entorno de mayor debilidad de la actividad real, y la productividad del trabajo por persona ocupada se ha reducido un 0,2 %. El crecimiento del empleo en la zona del euro, mayor de lo esperado, también podría estar en consonancia con la capacidad de resistencia de la demanda interna (más intensiva en el uso del factor trabajo), frente al menor avance del comercio exterior (menos intensivo en mano de obra).

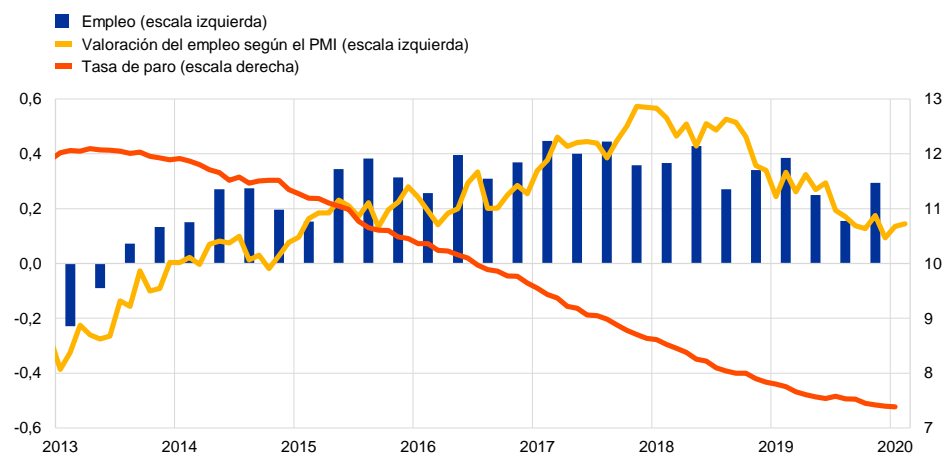
### Pese a que los niveles de los indicadores coyunturales recientes sobre el mercado de trabajo se han mantenido estables en el tiempo transcurrido del primer trimestre de 2020, la evolución del empleo a corto plazo sigue dependiendo del impacto del coronavirus.

La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,4 % en enero de 2020, sin variación con respecto al cuarto trimestre de 2019, y se mantiene en el nivel más bajo observado desde julio de 2008. Los indicadores de opinión señalan nuevos aumentos del empleo en el primer trimestre de 2020, y el índice de directores de compras (PMI) compuesto de empleo permaneció prácticamente estable en 51,4 en febrero de 2020, tras situarse en 51,4 en enero de 2020 y en 51,3 en el cuarto trimestre de 2019.

**Gráfico 11**

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2019 para el empleo, a febrero de 2020 para el PMI y a enero de 2020 para la tasa de paro.

**El consumo privado siguió creciendo en el cuarto trimestre de 2019, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre anterior.** En el cuarto trimestre de 2019, el consumo privado se incrementó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un avance algo más vigoroso en el tercer trimestre. La reciente debilidad del gasto de los hogares se debió, en parte, a efectos de calendario en diciembre. El crecimiento del empleo se fortaleció en el cuarto trimestre de 2019, en un entorno de fuertes subidas salariales. Esto implica un incremento sostenido de la renta real disponible de los hogares y respalda la confianza de los consumidores y el gasto en consumo. Asimismo, al tiempo que las condiciones de financiación continúan siendo muy favorables, el patrimonio neto de los hogares aumentó en el tercer trimestre de 2019.

**Los indicadores coyunturales disponibles sugieren cierta capacidad de resistencia del consumo privado a principios de 2020, pero dependerá de la propagación del coronavirus en Europa.** Los datos recientes sobre ventas minoristas indican un crecimiento moderado, aunque sostenido, del consumo, con cierta volatilidad en torno al cambio de año. El volumen de estas ventas se incrementó un 0,6 % en enero de 2020, tras registrar una caída del 1,1 % en diciembre de 2019. Además, la confianza de los consumidores aumentó por segundo mes consecutivo en febrero de 2020. Esta última mejora refleja la opinión más favorable de los hogares sobre su situación financiera pasada y futura. La confianza de los consumidores se mantiene por encima de su media histórica y es coherente con un crecimiento continuado y sostenido del consumo privado. Sin embargo, se espera que las medidas adoptadas recientemente para contener la propagación del coronavirus tengan un impacto significativo sobre el consumo en el futuro.

**Se espera que la recuperación de los mercados de la vivienda continúe a un ritmo más lento que en 2019 y que se vea afectada negativamente por el brote**

**de coronavirus.** En el cuarto trimestre de 2019, la inversión residencial aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, debido a la moderación del ritmo de avance de los mercados de la vivienda de la zona del euro. Aunque la inversión residencial registró un menor crecimiento por tercer año consecutivo en 2019, los indicadores de coyuntura y los resultados de las encuestas publicados recientemente señalan un impulso positivo, pero cada vez menor. La producción del segmento de construcción de edificios descendió un 1 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2019, marcando así su tercera caída intertrimestral consecutiva. Los indicadores de confianza de la construcción de la Comisión Europea correspondientes a los últimos meses apuntan a un dinamismo positivo, aunque más débil, en el cuarto trimestre de 2019 y a principios de 2020. El PMI de actividad en el sector de la vivienda se situó, en promedio, en 50,6 en el cuarto trimestre de 2019, y en 52,6 en enero y febrero de 2020.

**La inversión empresarial experimentó un crecimiento particularmente volátil en 2019, que ocultaba una ralentización de la inversión en maquinaria y bienes de equipo, y fuertes oscilaciones de la inversión en activos intangibles.** La tasa de crecimiento intertrimestral de la inversión, excluida la construcción, fue del 8 % en el cuarto trimestre de 2019, debido a un incremento intertrimestral del 20 % de la inversión en productos de propiedad intelectual, principalmente en relación con Irlanda. Entretanto, la inversión en maquinaria y bienes de equipo se desaceleró en términos intertrimestrales en 2019 y registró una contracción en el cuarto trimestre, que se reflejó en una producción industrial de bienes de equipo especialmente baja ese trimestre. La pérdida de impulso obedece, en parte, a la persistencia de una elevada incertidumbre económica y a la mayor debilidad de la demanda. Según información recopilada antes del brote de coronavirus en Europa, la valoración de las carteras de pedidos exteriores y las expectativas de producción del sector de bienes de equipo mejoraron ligeramente en enero y febrero de 2020. En cuanto a los indicadores de confianza del sector de bienes de equipo, el PMI correspondiente al mes de enero y el indicador de sentimiento económico (ESI) correspondiente a febrero aumentaron con respecto a los niveles registrados en el cuarto trimestre de 2019, pero se mantuvieron por debajo de sus medias históricas. Los indicadores prospectivos, como la incertidumbre sobre las manufacturas, retrocedieron en enero, y la caída de las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas se detuvo en febrero. La recuperación de los beneficios, las favorables condiciones de financiación y los amplios colchones de liquidez de las empresas también deberían promover una mejora gradual del crecimiento de la inversión.

**Aunque las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se recuperaron en el cuarto trimestre de 2019, gracias a las mejoras frente a las economías emergentes, es probable que esta recuperación revierta en el primer trimestre de 2020 por el impacto del brote de coronavirus.** Las exportaciones nominales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro aumentaron un 1,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2019. Concretamente, las exportaciones destinadas a Turquía, Brasil, China y el resto de Asia se recuperaron a finales de 2019. Sin embargo, las exportaciones de bienes a Estados Unidos y al Reino Unido disminuyeron en el mismo período como resultado del descenso de las exportaciones de productos

farmacéuticos y de la reducción gradual de las existencias previamente acumuladas en relación con el Brexit, respectivamente. El comercio entre países de la zona del euro siguió siendo escaso, como consecuencia de la debilidad de la producción y la inversión industriales en la zona. De cara al futuro, los indicadores adelantados disponibles señalan una caída de las exportaciones debido al coronavirus. El PMI de nuevos pedidos exteriores de la zona del euro correspondiente a febrero de 2020 registró un acusado descenso, y los indicadores de transporte de mercancías (el Baltic Dry Index, por ejemplo) se revirtieron significativamente según los datos más recientes publicados. Estos indicadores no incorporan todavía los efectos del brote de coronavirus en Italia y en otros países de la zona del euro. Se espera que el impacto del coronavirus sobre el comercio de la zona del euro se materialice en forma de interrupciones en las cadenas de producción dentro y fuera de la zona del euro, de una menor demanda externa, de un deterioro de la confianza y de una caída pronunciada de servicios como el turismo y el transporte.

**Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a cierta estabilización del crecimiento de la zona del euro, aunque en niveles reducidos, pero no reflejan plenamente los acontecimientos relacionados con el brote de coronavirus en Europa continental.** El PMI

compuesto de producción se incrementó en febrero de 2020, con mejoras tanto en el componente de manufacturas como en el de servicios, lo que situó la media de los dos primeros meses de 2020 por encima de la correspondiente al cuarto trimestre de 2019 (51,4 frente a 50,7). El ESI de la Comisión Europea aumentó en febrero y se situó en niveles superiores a su media de largo plazo. En lo que llevamos de año, la media de este indicador es de 103, por encima del valor medio de 100,6 registrado en el cuarto trimestre de 2019. Aunque el ESI retrocedió en el sector de la construcción y se moderó levemente en el sector minorista, esta evolución se vio prácticamente contrarrestada por la mejora de la confianza en las manufacturas y los servicios, así como en los hogares. Pese a que se observan señales de estabilización en los indicadores de opinión, los tiempos de entrega de los proveedores y las expectativas empresariales recogidas en las encuestas realizadas hasta febrero ya indicaban que la actividad de la zona del euro se estaba viendo limitada por el impacto del coronavirus en China. Los acontecimientos relacionados con la propagación del virus tras el brote en Europa podrían provocar nuevas interrupciones en las cadenas de producción y afectar tanto al consumo como a la inversión, debido al grado de incertidumbre tan elevado y al aumento de la volatilidad en los mercados financieros.

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2020 prevén un crecimiento anual del PIB real del 0,8 % en 2020, el 1,3 % en 2021 y el 1,4 % en 2022 (véase gráfico 12).**

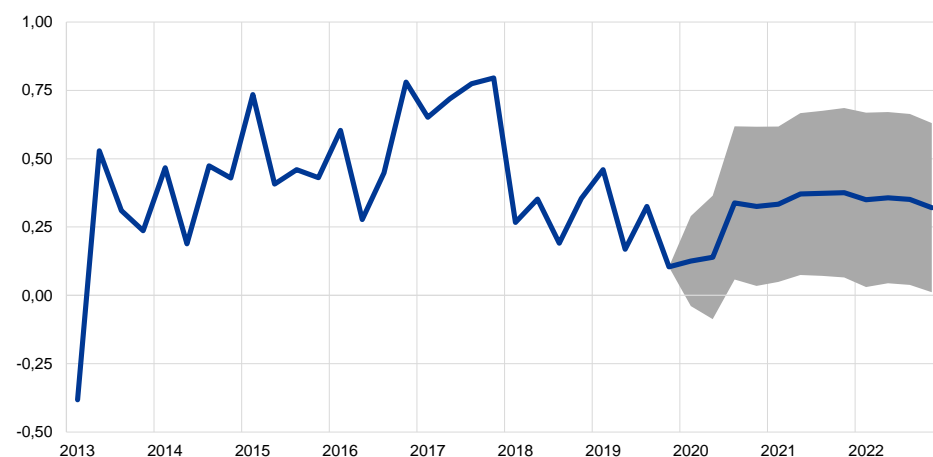
En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2020 y en 0,1 puntos porcentuales para 2021, debido, sobre todo, al brote de coronavirus, aunque su rápida propagación reciente a la zona del euro solo se refleja parcialmente. Así pues, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro apuntan claramente a la baja. La propagación del coronavirus añade una nueva e importante

fuelle de riesgo a la baja para estas perspectivas, a la que se suman los riesgos relacionados con factores geopolíticos, el aumento del proteccionismo y vulnerabilidades en los mercados emergentes

### Gráfico 12

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2020», publicado en el sitio web del BCE el 12 de marzo de 2020.

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



## 4 Precios y costes

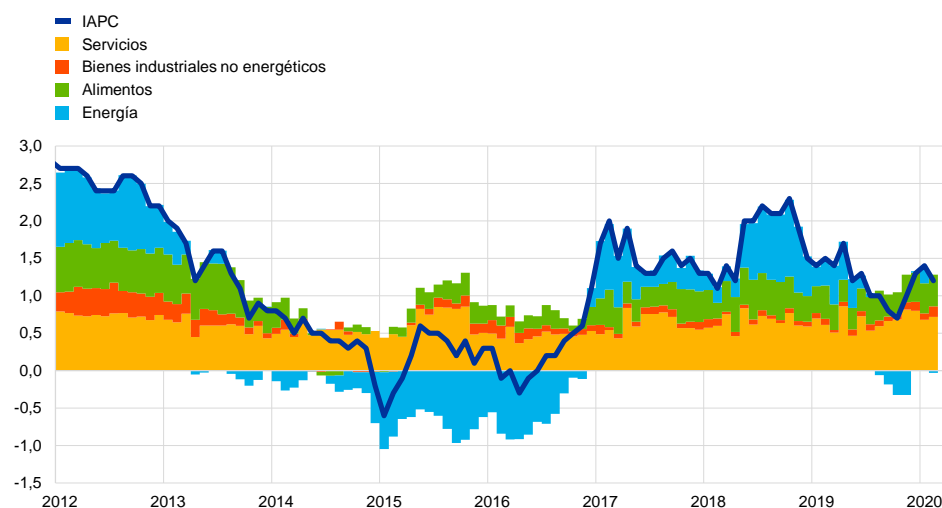
*Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro descendió hasta el 1,2 % en febrero de 2020, desde el 1,4 % registrado en enero. Teniendo en cuenta la acusada caída reciente de los precios actuales del petróleo y los precios de los futuros sobre esta materia prima, es probable que la inflación general disminuya considerablemente en los próximos meses. Esta valoración se refleja solo en parte en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2020, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,1 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022, y que se mantienen prácticamente sin cambios con respecto a las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019. A medio plazo, la inflación estará respaldada por las medidas de política monetaria del BCE. Los efectos del coronavirus sobre la inflación están sujetos a una elevada incertidumbre, dado que las presiones a la baja relacionadas con una demanda más débil podrían verse compensadas por las presiones al alza asociadas a perturbaciones de oferta. El acusado descenso reciente de los precios del petróleo representa importantes riesgos a la baja para las perspectivas de inflación a corto plazo.*

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se redujo en febrero.** El descenso —desde el 1,4 % registrado en enero hasta el 1,2 % de febrero— reflejó una disminución de la tasa de variación de los precios de la energía, que compensó con creces el incremento de las tasas correspondientes a alimentos, servicios y bienes industriales no energéticos. Si bien el componente energético siguió siendo el principal determinante de la evolución de la inflación general, la tasa de variación de los precios de los alimentos, superior al 2 %, ha contribuido de manera notable recientemente al nivel de inflación.

### Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2020 (estimaciones de avance). Las tasas de crecimiento correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro titulado «Un nuevo método para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su impacto en las tasas de inflación medida por el IAPC», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019).

#### Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron, en general, en niveles moderados.

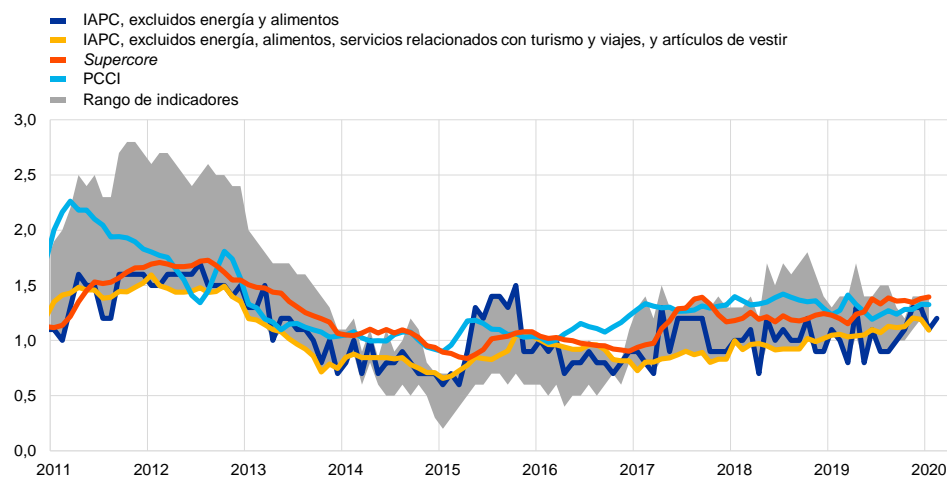
La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumentó hasta el 1,2 % en febrero, después de registrar un ligero movimiento al alza hasta situarse en el 1,3 % en noviembre y en diciembre, y un descenso hasta el 1,1 % en enero. Otros indicadores de la inflación subyacente han mostrado mayor estabilidad en los últimos meses (datos disponibles hasta enero únicamente; véase gráfico 14). La inflación medida por el IAPC —excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir—, así como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»)<sup>5</sup>, mantuvo la estabilidad general que se observó durante el año pasado.

<sup>5</sup> Para más información sobre estos indicadores de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «Measures of underlying inflation for the euro area», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

## Gráfico 14

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2020 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación de avance), y a enero de 2020 para el resto de los indicadores. El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; la media recortada al 10 % del IAPC; la media recortada al 30 % del IAPC, y la mediana ponderada del IAPC. Las tasas de crecimiento del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro titulado «Un nuevo método para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su impacto en las tasas de inflación medida por el IAPC», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019).

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

La tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores, que es un indicador de las presiones inflacionistas en las fases posteriores de la cadena de producción, se situó en el 0,7 % en enero, sin variación desde octubre y por encima de su media histórica. La tasa interanual correspondiente de los precios de importación aumentó hasta el 0,5 % en enero, frente al -0,1 % de diciembre. Los indicadores de las presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de producción permanecieron en niveles reducidos, pero se incrementaron ligeramente. Así, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios ascendió hasta el -1 % en enero, desde el -1,1 % de diciembre, y la tasa correspondiente a los precios de importación de esos bienes aumentó hasta el -0,4 % en enero, desde el -1,2 % de diciembre.

**El crecimiento de los salarios se ralentizó.** La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 1,7 % en el cuarto trimestre de 2019, frente al 2,1 % del tercer trimestre (véase gráfico 15). La media de 2019 fue del 2 %, tasa ligeramente inferior al 2,2 % observado en 2018. Las cifras correspondientes a 2019 se han visto afectadas por una caída significativa de las cotizaciones sociales en Francia<sup>6</sup>. La tasa de crecimiento interanual de los sueldos y los salarios por trabajador, que excluye las cotizaciones sociales, se situó en el 2,1 % en el cuarto

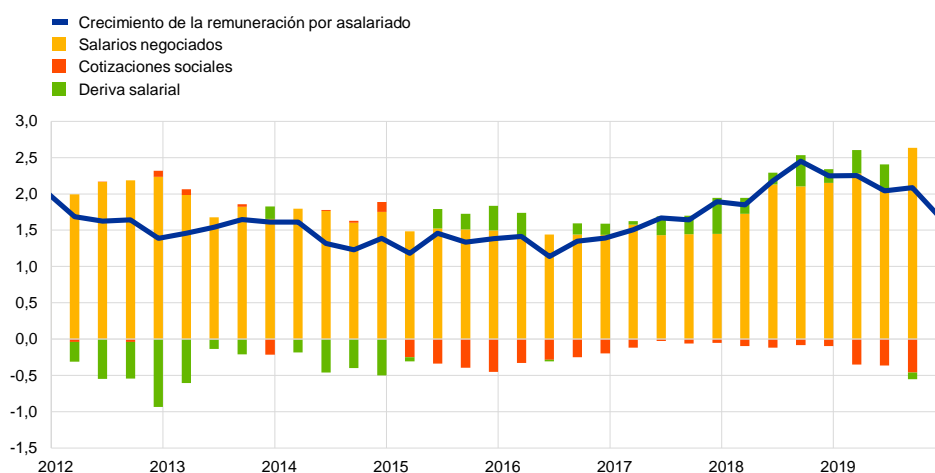
<sup>6</sup> Para más información, véase el recuadro 5 titulado «Evolución reciente de las cotizaciones sociales y de los salarios mínimos en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

trimestre, frente al 2,5 % del tercer trimestre, y su promedio fue del 2,4 % en 2019, frente al 2,3 % en 2018. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro se situó en el 2 % en el cuarto trimestre de 2019, frente al 2,6 % observado en el tercero. Este descenso se debió, principalmente, a los pagos extraordinarios efectuados en el sector manufacturero en Alemania en el tercer trimestre. Si se analizan los distintos indicadores y los factores transitorios, el crecimiento salarial se redujo ligeramente durante 2019, aunque se situó en niveles en torno a sus medias históricas o algo superiores.

### Gráfico 15

#### Contribución de los componentes de la remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

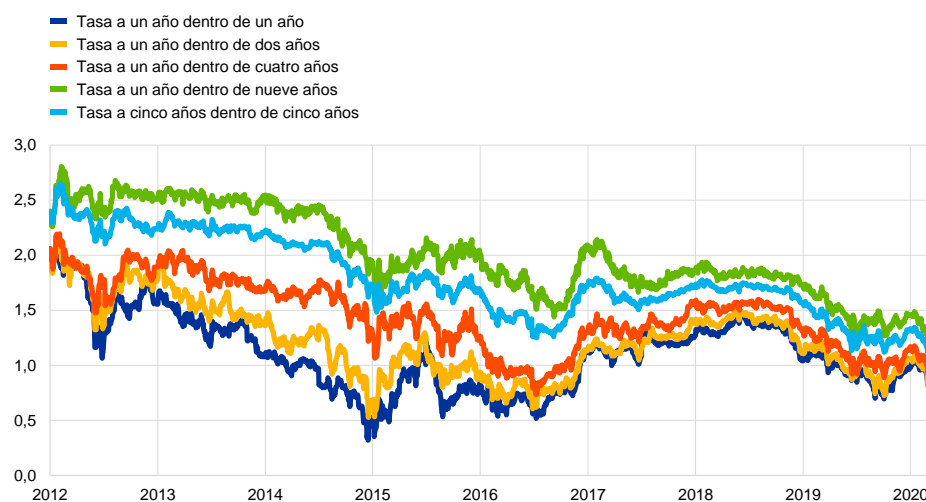
Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2019.

**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo retrocedieron y registraron un nuevo mínimo histórico a principios de marzo, después de la fuerte corrección como consecuencia de la propagación del coronavirus a escala global.** Estos descensos recientes observados en los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se produjeron tras el incremento registrado en el último trimestre de 2019 y hasta la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en enero. Desde mediados de enero, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se redujo 42 puntos básicos y se situó en el 0,91 %. Al mismo tiempo, la probabilidad de deflación (neutral al riesgo) basada en indicadores de mercado (calculada sobre la inflación media durante los próximos cinco años por debajo de cero) aumentó hasta situarse en el 22 %. El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2020, que se llevó a cabo durante la segunda semana de enero de 2020, así como las últimas encuestas publicadas de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de opinión también se situaron en enero en mínimos históricos.

## Gráfico 16

### Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 11 de marzo de 2020.

### Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2020, la inflación subyacente aumentará a medio plazo.

Estas proyecciones sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 1,1 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022, prácticamente sin cambios con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019 (véase gráfico 17). La tasa de inflación general más reducida en 2020, comparada con la de 2019, refleja una caída acusada de los precios del componente energético del IAPC, como consecuencia de la débil evolución de los precios del petróleo (hasta la fecha límite de recepción de datos para los supuestos técnicos, que fue el 18 de febrero), debido, en parte, al brote de COVID-19. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantenga más o menos estable en el 1,2 % durante 2020 y repunte paulatinamente hasta situarse en el 1,4 % en 2021 y el 1,5 % en 2022. Más allá del impacto sobre los precios del petróleo, los efectos de la propagación del COVID-19 sobre la inflación están sujetos a una incertidumbre considerable. En las proyecciones se asume que las presiones a la baja sobre los precios relacionadas con la mayor debilidad de la demanda en 2020 serán compensadas en gran medida por los efectos al alza asociados a perturbaciones de oferta, aunque esta valoración está sujeta a claros riesgos a la baja.

### Gráfico 17

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2020](#)», publicado en el sitio web del BCE el 12 de marzo de 2020.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2019 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2022 (proyecciones). Los intervalos en torno a las proyecciones centrales se basan en las diferencias entre las cifras observadas y proyecciones anteriores elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «[New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)», BCE, diciembre de 2009. La fecha límite de recepción de datos para las proyecciones fue el 18 de febrero de 2020.

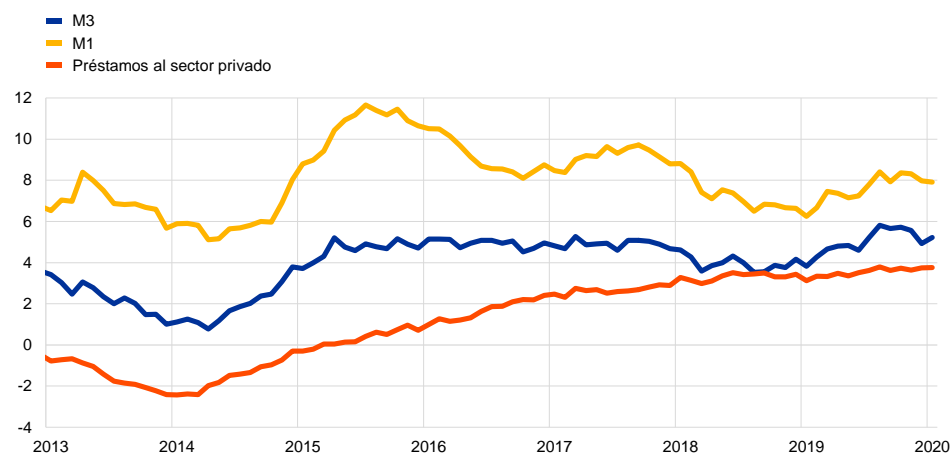
## 5 Dinero y crédito

*El crecimiento monetario se ha moderado desde finales del verano de 2019, cuando se situaba en niveles confortables. El crédito al sector privado continuó mostrando una evolución divergente en las distintas modalidades de préstamos. Mientras que los préstamos a hogares mantuvieron su solidez, los concedidos a las empresas disminuyeron. Las favorables condiciones de financiación y de concesión de crédito de los bancos siguieron respaldando el crédito y, por ende, el crecimiento económico. La financiación externa neta total de las empresas de la zona del euro se estabilizó, respaldada por unos costes de financiación de la deuda favorables. Sin embargo, es probable que el reciente aumento del clima de huida del riesgo provoque un deterioro de las condiciones de financiación aplicadas por las entidades no bancarias a las sociedades no financieras.*

**El crecimiento monetario se ha moderado desde finales del verano de 2019.** La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 5,2 % en enero, desde el 4,9 % registrado en diciembre (véase gráfico 18), debido principalmente a un efecto base positivo relacionado con los instrumentos negociables, que ocultó la moderación continuada de la dinámica monetaria a más corto plazo. El crecimiento del agregado monetario amplio se vio respaldado por el muy bajo coste de oportunidad de mantener instrumentos monetarios. Sin embargo, la ralentización del crecimiento económico ha lastrado el crecimiento de M3. Como en los trimestres anteriores, el avance de M3 siguió estando impulsado, sobre todo, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los depósitos a la vista y el efectivo en circulación. La tasa de crecimiento interanual de M1 se situó en el 7,9 % en enero, frente al 8 % observado en diciembre.

**Gráfico 18**  
M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La última observación corresponde a enero de 2020.

**Los depósitos a la vista siguieron siendo los que más contribuyeron al crecimiento monetario.** La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se mantuvo prácticamente estable en enero, en el 8,4 %, tras el 8,5 % registrado en diciembre, mientras que su aportación al crecimiento interanual de M3 se ha moderado ligeramente desde el otoño de 2019. Desde una perspectiva sectorial, los depósitos a la vista de las empresas y de los hogares contribuyeron a esta moderación. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación siguió rondando el 5 % en enero y no apunta a una sustitución acelerada de los depósitos por efectivo en el actual entorno de bajos tipos de interés. El reducido incremento del avance interanual de M3 en enero se debió principalmente a los instrumentos negociables (M3 – M2), cuya aportación a la evolución mensual de M3 fue positiva. Esto ha revertido el efecto moderador que estos instrumentos tuvieron sobre M3 en diciembre, debido a que la emisión neta de valores representativos de deuda fue marcadamente negativa en dicho mes, lo que puede haber reflejado efectos de fin de año.

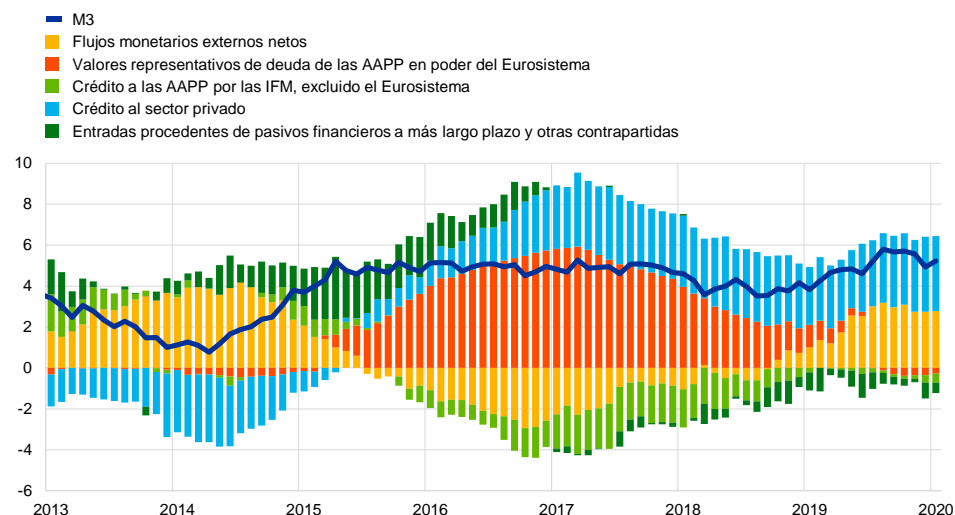
**El crédito al sector privado continuó siendo la principal fuente de creación de dinero.** El crédito al sector privado siguió contribuyendo de forma estable y considerable al crecimiento del agregado monetario amplio en enero (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 19). La aportación interanual del crédito al sector privado hasta enero de 2020 reflejó en gran medida el sólido crecimiento interanual de los préstamos. Los flujos monetarios externos fueron la segunda fuente principal de creación de dinero, y su aportación a M3 se ha mantenido prácticamente estable desde noviembre de 2019, reflejo de la preferencia de los inversores por los activos de la zona del euro (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 19). El impacto directo en M3 de la reanudación de las compras netas de activos del BCE en noviembre en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) solo ha sido limitado en sus tres primeros meses; es posible que ello se deba a que los bancos y los no residentes se encuentran entre los principales vendedores de bonos del Eurosistema. La reanudación de las citadas compras tampoco ha compensado el freno sobre el avance de M3 derivado del vencimiento de instrumentos de deuda no relacionados con el APP (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 19). Además, el lastre de los pasivos financieros a más largo plazo continuó siendo reducido (véase la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 19).



## Gráfico 19

### M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos. La última observación corresponde a enero de 2020.

#### La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se mantuvo prácticamente estable, en general, con una evolución divergente entre sectores.

La tasa de avance interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) fue del 3,8 % en enero, frente al 3,7 % registrado en diciembre (véase gráfico 18). Mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares siguió mostrando una ligera trayectoria al alza (3,7 % en enero, frente al 3,6 % de diciembre), la de los préstamos a empresas se estabilizó en el 3,2 %, confirmando así la moderación observada desde septiembre de 2018. La considerable heterogeneidad del crecimiento del crédito entre países refleja, entre otros aspectos, sus diferentes crecimientos económicos, las variaciones en la disponibilidad de otras fuentes de financiación, el nivel de endeudamiento de los hogares y las empresas, y la heterogeneidad en la evolución de los precios de la vivienda entre los distintos países (véase gráfico 20).

#### La moderación del crecimiento de los préstamos a empresas está en consonancia con el retardo de su patrón cíclico con respecto a la actividad económica real.

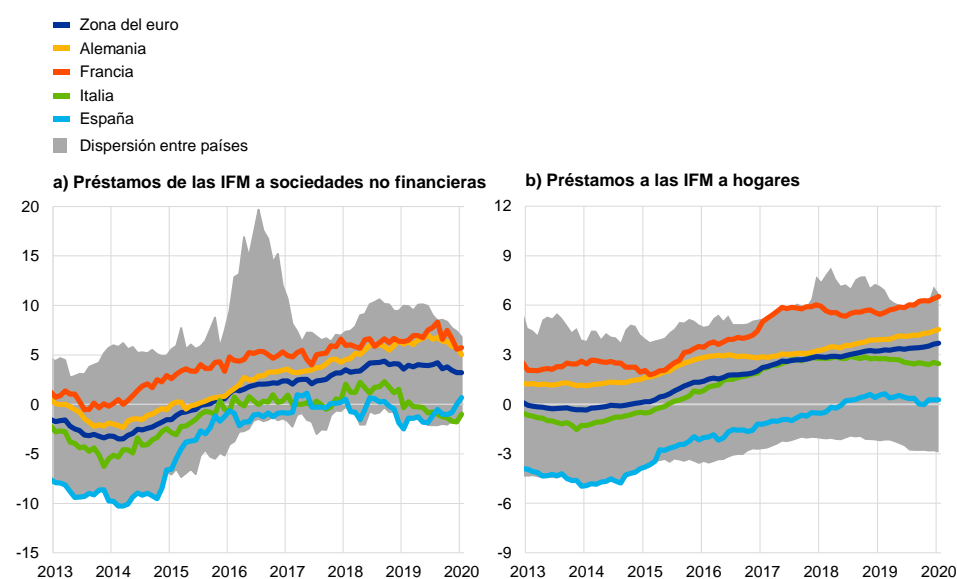
La moderación de los préstamos bancarios a las empresas sigue concentrada en los sectores de las manufacturas y del comercio, que se están viendo particularmente afectados por la persistente ralentización de la actividad mundial. En cambio, hasta el momento ha habido pocas señales de contagio al sector servicios (incluidas las empresas de servicios inmobiliarios), que representa la mayor proporción del crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras. Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, parece que la desaceleración del crecimiento de los préstamos a empresas se debió a la disminución de la demanda, por ejemplo, como consecuencia de las menores

necesidades de financiación de la inversión en capital fijo. Las propiedades de indicador adelantado de esta encuesta también apuntan a un cierto retroceso adicional del avance del crédito a empresas en la primera mitad de 2020. Los criterios de aprobación de préstamos se han mantenido prácticamente sin variación hasta ahora, en un entorno de ligera reevaluación negativa del riesgo de crédito de las empresas, especialmente de las pymes, que tienden a ser particularmente sensibles al ciclo económico.

## Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras también se han ajustado de centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a enero de 2020.

### Los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron su gradual tendencia al alza, mientras que el crecimiento del crédito al consumo se estabilizó.

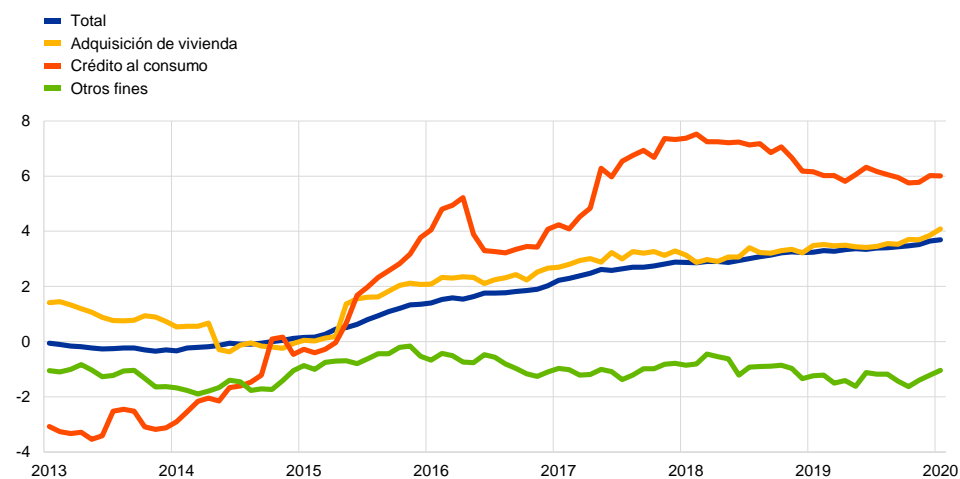
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda aumentó hasta el 4,1 % en enero, desde el 3,9 % observado en diciembre, prosiguiendo así la constante trayectoria al alza iniciada en 2015 (véase gráfico 21). La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo continuó siendo sólida en la zona del euro y se situó en el 6 % en enero, sin variación con respecto a diciembre, aunque se ha moderado ligeramente desde los niveles superiores al 7 % registrados a principios de 2018. En contraste con el robusto avance de los préstamos hipotecarios y del crédito al consumo, el crecimiento interanual de los préstamos a hogares para otros fines se mantuvo contenido, en el -1 %, en enero, frente al -1,2 % de diciembre. La debilidad de este tipo de préstamos puede atribuirse, en gran medida, a los préstamos a las pequeñas empresas (empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica), que se contabilizan en el sector hogares. Estas entidades pueden haberse visto particularmente afectadas por la desaceleración de la actividad económica y

también es posible que recurran a fuentes de financiación no bancaria, incluidos fondos internos, para cubrir sus necesidades de financiación.

### Gráfico 21

#### Préstamos de las IFM a los hogares, por finalidad

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



Fuente: BCE.

Notas: La serie del total de préstamos a hogares está ajustada de titulizaciones y otras transferencias. La última observación corresponde a enero de 2020.

**En los últimos trimestres, el endeudamiento bruto de los hogares se ha estabilizado en la zona del euro en un nivel próximo al alcanzado a finales de 2007<sup>7</sup>.** La estabilización a escala de la zona del euro se produce en un entorno de diferente evolución de la deuda de los hogares en los distintos países. Al mismo tiempo, la carga financiera de este sector registró un nuevo mínimo histórico, lo que respalda la sostenibilidad de la deuda.

**Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron siendo favorables.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro, que ha disminuido desde comienzos de 2019 en línea con los tipos de interés del mercado, se mantuvo en niveles muy bajos en el cuarto trimestre de dicho año y en enero de 2020 (véase gráfico 22). Esta evolución refleja un descenso considerable de la rentabilidad de los bonos bancarios, que se situó en niveles históricamente reducidos durante 2019, aunque ha repuntado, especialmente en respuesta a la propagación del coronavirus (COVID-19) desde finales de febrero. Los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro, que representan el grueso de su financiación y para los que se dispone de datos hasta enero de 2020, se mantuvieron en su mínimo histórico, contribuyendo así a las favorables condiciones de financiación de la deuda de los bancos. Estas condiciones también se están beneficiando de las operaciones TLTRO-III, según indicaron las entidades en la

<sup>7</sup> Véase «Hogares y sociedades no financieras de la zona del euro: tercer trimestre de 2019», Banco Central Europeo, enero de 2020.

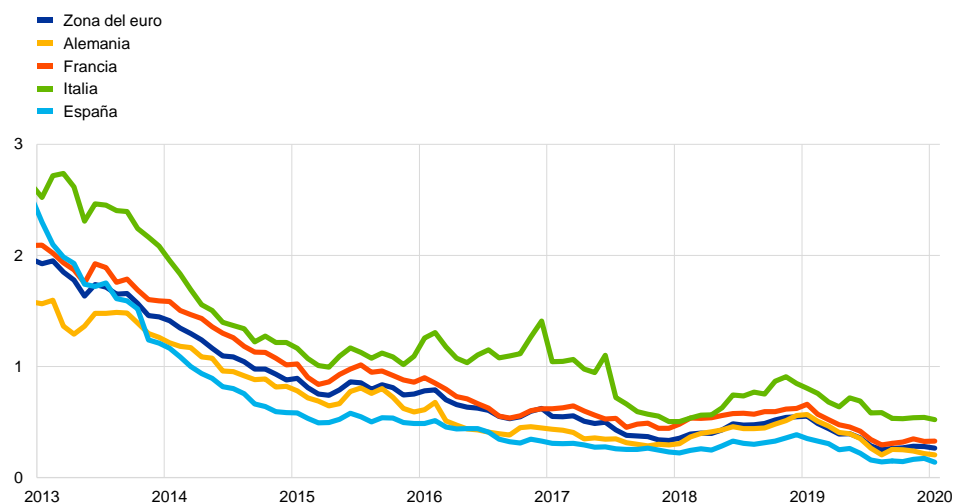
encuesta sobre préstamos bancarios, así como de la reanudación de las compras netas de activos del BCE en noviembre de 2019.

**Los márgenes préstamos/depositos de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvieron prácticamente estables en enero.** Mientras que los márgenes préstamos/depositos de las nuevas operaciones se han comprimido desde 2014, dado que los tipos de interés de los préstamos han disminuido en mayor medida que los de los depósitos, los efectos de esta compresión sobre la rentabilidad se han contrarrestado con un aumento de los volúmenes de crédito. El impacto global sobre los ingresos netos por intereses (como producto de los márgenes de los préstamos y sus volúmenes) ha sido ligeramente positivo en este período. Desde que el BCE redujo el tipo de interés de la facilidad de depósito en septiembre de 2019, la proporción de depósitos de las empresas remunerados a tipos de interés negativos se ha incrementado más, respaldando así los márgenes préstamos/depositos de los bancos, que se situaron en el 1,34 % en enero de 2020. Las entidades de crédito también han seguido saneando sus balances, por ejemplo, mediante la reducción de los préstamos dudosos. Sin embargo, la rentabilidad bancaria de la zona del euro sigue siendo baja en términos históricos, debido también a la fuerte competencia procedente del propio sector y de entidades no bancarias, así como a la necesidad de mayores eficiencias de costes en el sector<sup>8</sup>.

## Gráfico 22

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

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



Fuentes: BCE, Markit iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La última observación corresponde a enero de 2020.

**Los favorables tipos de interés de los préstamos continúan respaldando el crecimiento económico.** Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las empresas y a los hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron prácticamente estables en los tres meses transcurridos hasta enero de 2020 (véase gráfico 23). Esta evolución está en línea con los movimientos

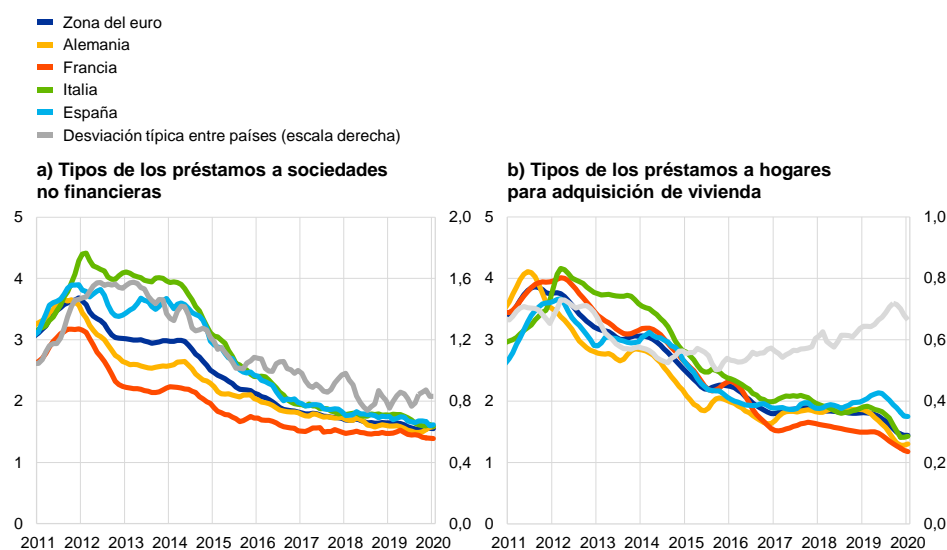
<sup>8</sup> Véase «Financial Integration and Structure in the Euro Area», Banco Central Europeo, marzo de 2020

contenidos de los tipos de mercado a corto plazo, pese a la volatilidad de los tipos de mercado a más largo plazo. En enero de 2020, el tipo de interés sintético de los préstamos concedidos a las empresas se situó en el 1,55 %, sin cambios con respecto a diciembre y solo ligeramente por encima del mínimo histórico de agosto de 2019. El tipo de interés sintético de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda permaneció prácticamente estable, en el 1,44 %, en comparación con el mínimo histórico del 1,41 % alcanzado en diciembre de 2019. La presión de la competencia, los favorables costes de financiación de las entidades de crédito y la transmisión de la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE en septiembre de 2019 hicieron que los tipos de interés de los préstamos concedidos a las empresas y a los hogares de la zona del euro continuaran situados alrededor de sus mínimos históricos. En conjunto, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a estos dos sectores han disminuido significativamente desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. Entre mayo de 2014 y enero de 2020, los tipos de interés sintéticos de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda cayeron en torno a 140 y 150 puntos básicos, respectivamente.

### Gráfico 23

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La última observación corresponde a enero de 2020.

**El flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se estabilizó en niveles sólidos en el cuarto trimestre de 2019 (véase panel a) del gráfico 24).** Los flujos de financiación

mediante deuda de las sociedades no financieras se han moderado desde el cuarto trimestre de 2018, en línea con la desaceleración de la actividad económica. Sin embargo, la tendencia a la baja de los flujos de financiación externa se detuvo en el último trimestre de 2019. En 2019, las emisiones netas de bonos alcanzaron en

conjunto niveles similares a los de 2016-2017, mientras que superaron por un margen significativo los niveles de 2018. Al mismo tiempo, la financiación bancaria de las empresas se ralentizó hacia finales de 2019, debido a sus menores necesidades de financiación como consecuencia de los efectos retardados de la moderación de la actividad económica desde mediados de 2018 y a pesar de los costes relativamente favorables de la financiación de la deuda. Los préstamos de entidades distintas de IFM fueron menos negativos en el tercer trimestre de 2019 y pasaron a ser ligeramente positivos en el cuarto trimestre, lo que apunta a un fortalecimiento moderado de las emisiones de bonos corporativos a través de vehículos de financiación de las sociedades no financieras. Los datos recientes sugieren que las emisiones netas de valores representativos de deuda fueron vigorosas en enero y febrero de 2020. Las emisiones netas de acciones cotizadas pasaron a ser más negativas en términos interanuales en el cuarto trimestre de 2019, lo que refleja la debilidad continuada de la actividad emisora, un cambio de acciones cotizadas por acciones no cotizadas en el segundo trimestre de 2019 y un efecto base significativo. Además, el coste persistentemente más elevado de las acciones cotizadas, en comparación con el coste de financiación mediante deuda de las empresas, reduce el uso de dichas acciones como instrumento de financiación.

**En enero de 2020, el coste de financiación de las sociedades no financieras se situó próximo al nivel que registró en septiembre de 2019, pero se estima que ha aumentado significativamente desde entonces (véase panel b) del gráfico 24).**

En enero de 2020, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, se situó en el 4,7 %. Este nivel es solo 14 puntos porcentuales superior al registrado en abril de 2019, cuando la serie se encontraba en su mínimo histórico. Sin embargo, desde entonces, y hasta el final del período de referencia (11 de marzo de 2020), se estima que el coste total de la financiación se ha elevado significativamente y se ha situado en el 5,1 %, lo que refleja un aumento de 85 y 10 puntos porcentuales en el coste de las acciones y de los valores de renta fija, respectivamente. La evolución de ambos indicadores de coste puede atribuirse al rápido y acusado deterioro de la percepción del riesgo, debido a la propagación del coronavirus, que se tradujo en un incremento de las primas de riesgo de las acciones y en una ampliación de los diferenciales de los bonos corporativos (véase sección 2).

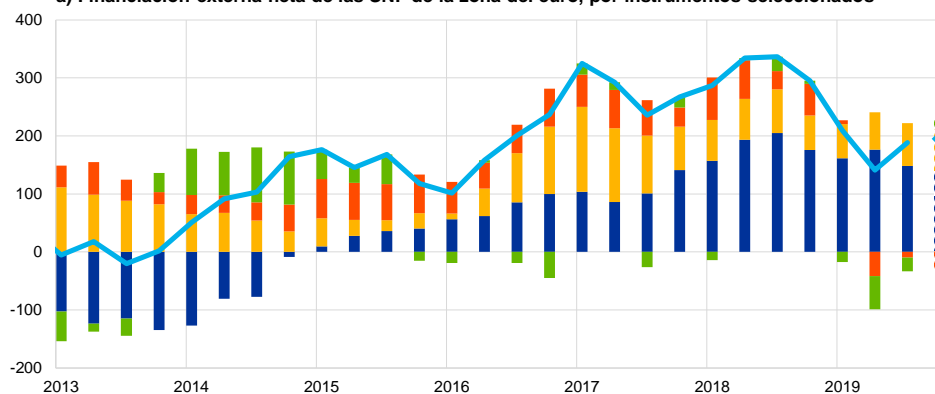
## Gráfico 24

### Financiación externa de las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro

(flujos interanuales en mm de euros – panel a); porcentajes – panel b))

- Préstamos de las IFM a las SNF (ajustados)
- Emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las SNF
- Emisiones netas de acciones cotizadas por parte de las SNF
- Préstamos de entidades distintas de IFM a las SNF (excl. titulizaciones)
- Total

#### a) Financiación externa neta de las SNF de la zona del euro, por instrumentos seleccionados



Fuentes: Eurostat, Dealogic, BCE, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters y estimaciones del BCE.

Notas: Panel a): La financiación externa neta es la suma de los préstamos de las IFM, las emisiones netas de valores representativos de deuda, las emisiones netas de acciones cotizadas y los préstamos de entidades distintas de IFM. Los préstamos de IFM están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Los préstamos de entidades distintas de IFM incluyen los préstamos otorgados por otras instituciones financieras y empresas de seguros y fondos de pensiones, netos de titulizaciones. La barra rayada marca la previsión actual para el cuarto trimestre de 2019. Panel b): El coste total de la financiación de las SNF se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. El rombo azul representa el coste total de la financiación previsto actualmente para marzo de 2020, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de enero de 2020. La última observación del panel a) corresponde al tercer trimestre de 2019 para los datos de las cuentas de la zona del euro; las estimaciones para el cuarto trimestre de 2019 están basadas en datos del BSI del BCE y del SCN, y en Dealogic. La última observación del panel b) corresponde al 11 de marzo de 2020 para el coste de las acciones y de los valores de renta fija, y a enero de 2020 para el coste del crédito.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

*Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá en 2020 y 2021, y se estabilizará en 2022. La disminución prevista puede atribuirse, fundamentalmente, a los menores superávits primarios. Esta evolución también se refleja en la orientación de la política fiscal, que, de acuerdo con las proyecciones, será expansiva tanto en 2020 como en 2021, y prácticamente neutral en 2022. Pese a esta orientación relativamente expansiva, se prevé que la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se mantenga en una senda de descenso gradual, gracias a un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable y a un saldo primario ligeramente positivo durante todo el período. Sin embargo, los acontecimientos relacionados con la propagación del coronavirus (COVID-19) acaecidos después de la finalización de las proyecciones apuntan a una orientación más expansiva de la política fiscal. A este respecto, el compromiso del Eurogrupo con la adopción de medidas conjuntas y coordinadas debería recibir un firme apoyo.*

**De conformidad con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá en 2020 y 2021, y se estabilizará en 2022<sup>9</sup>.** Sobre la base de estas proyecciones, se prevé que la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumente desde el 0,7 % del PIB estimado para 2019 hasta situarse en el 1,1 % en 2020 y en el 1,5 % en 2021 y 2022 (véase gráfico 25). El descenso del saldo presupuestario previsto para 2020 y 2021 obedecería principalmente a la disminución del saldo primario ajustado de ciclo, que se vería compensada, en parte, por el menor gasto por intereses, mientras que el componente cíclico se reduciría marginalmente durante el horizonte de proyección.

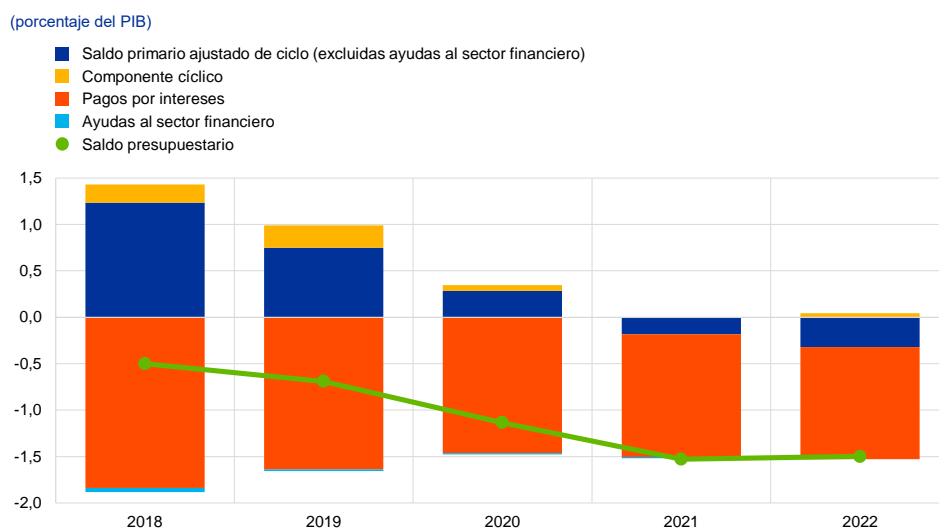
---

<sup>9</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2020](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de marzo de 2020.



## Gráfico 25

### Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2020.  
Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

**Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, las perspectivas fiscales de la zona del euro para el período 2020-2022 muestran una orientación sensiblemente más expansiva de la política fiscal que la de las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019.** El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales en 2020 y en 0,4 puntos porcentuales en 2021 y 2022. Estas revisiones son resultado de la reducción del saldo primario y de un componente cíclico más débil de lo esperado, mientras que el gasto por intereses se mantiene inalterado.

**Se considera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será expansiva en 2020 y 2021, y prácticamente neutral en 2022<sup>10</sup>.** Según las estimaciones, la orientación de la política fiscal fue ligeramente expansiva en 2019 y se espera que siga relajándose en 2020 y 2021, apoyando así la actividad económica. Ello se debe, sobre todo, al incremento del gasto —en particular, en transferencias— en Alemania, España e Italia, así como a recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales en Francia y los Países Bajos. Se prevé que la orientación de la política fiscal sea prácticamente neutral en 2022.

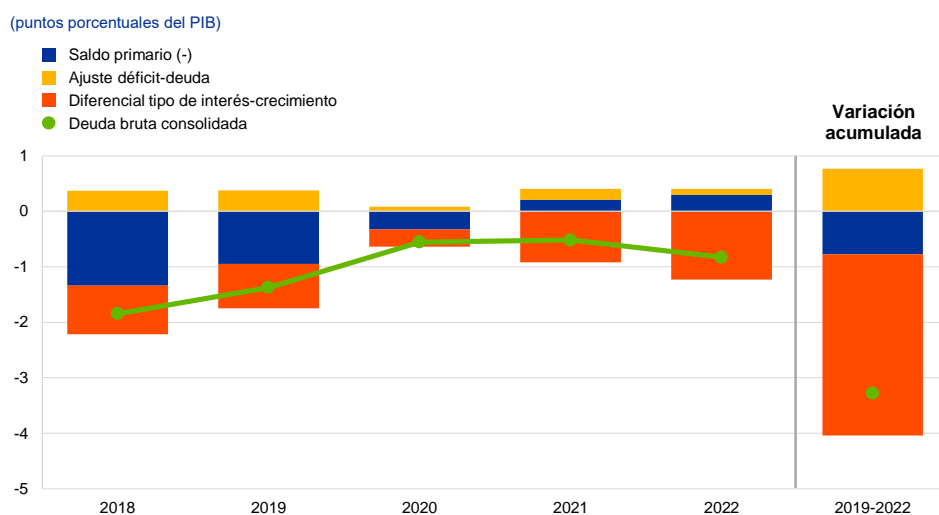
**Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020 indican que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se mantendrá en una senda de descenso gradual.** Según estas

<sup>10</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado «[The euro area fiscal stance](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

proyecciones, la deuda agregada de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro descenderá desde el 84,5 % en 2019 hasta el 82,6 % en 2022. Este descenso se sustenta en un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable<sup>11</sup>, mientras que la contribución acumulada del saldo primario se sitúa en niveles próximos a cero durante el horizonte de proyección (véase gráfico 26). En comparación con las proyecciones de diciembre de 2019, el ritmo de disminución de la ratio de deuda será más lento, debido a los menores superávits primarios proyectados y a un componente cíclico menos favorable. La mayor velocidad a la que se ha propagado el coronavirus desde la finalización de las proyecciones de marzo de 2020 sugiere que la evolución de la ratio de deuda pública en relación con el PIB será peor de lo que anticipaban las proyecciones.

### Gráfico 26

#### Factores determinantes de la variación de la deuda pública



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2020.  
Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

**La propagación del coronavirus ha sido una importante perturbación para la economía mundial y de la zona del euro, y requiere una respuesta de política fiscal ambiciosa y coordinada.** En estos momentos es necesario brindar un apoyo oportuno y específico al sector sanitario, así como a las empresas y a los hogares afectados, con el fin de afrontar el desafío que plantea la contención de la propagación del coronavirus para la salud pública, así como de mitigar su impacto económico. Por tanto, el compromiso del Eurogrupo con la adopción de medidas conjuntas y coordinadas debería recibir un firme respaldo.

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

# Recuadros

## 1 Uso de la información de artículos de prensa como indicador de la actividad económica real

**Massimo Ferrari y Helena Le Mezo**

**Los métodos de análisis textual se han utilizado ampliamente en la literatura económica para medir la incertidumbre y el riesgo macroeconómicos**<sup>12</sup>. Sin embargo, la evidencia con respecto a la cantidad de información sobre la actividad económica real que puede extraerse de esos índices es limitada. En este recuadro se presenta un indicador de la actividad económica real en Estados Unidos que se basa en el análisis textual de artículos de prensa. El indicador se construye con datos procedentes de la base de datos Factiva, que recoge todos los artículos publicados en importantes periódicos de un amplio conjunto de países. Los artículos de prensa publicados en Estados Unidos se extraen de la base de datos y se utilizan para construir un indicador de la actividad basado en textos<sup>13</sup>. Para cada día desde enero de 1970, el indicador mide el número de artículos que tratan sobre una desaceleración (o recesión) en la economía estadounidense en relación con el número total de artículos publicados en el país. Intuitivamente, el índice elaborado debería moverse de forma coincidente con el ciclo económico, puesto que la prensa dedica más espacio al tema de la desaceleración económica. Además, el indicador debería reaccionar con mayor rapidez a los movimientos del ciclo económico que tardan tiempo en verse en las variables macro agregadas, que a menudo se publican con desfase. Por último, este índice puede actualizarse fácilmente con una frecuencia elevada (diaria) y puede aplicarse a muchas economías avanzadas y emergentes.

**El índice elaborado puede utilizarse como indicador en tiempo real de la actividad económica real de Estados Unidos.** El gráfico A muestra que el indicador presenta una alta correlación con períodos de desaceleración económica en Estados Unidos cuando estos se miden en términos de descensos de la producción industrial o con arreglo a las fechas de recesión según el National Bureau of Economic Research (NBER). Esta correlación sugiere que el índice basado en textos puede utilizarse como indicador en tiempo real para hacer un seguimiento de la evolución económica con una frecuencia elevada, dado que contiene información relevante sobre el ciclo económico.

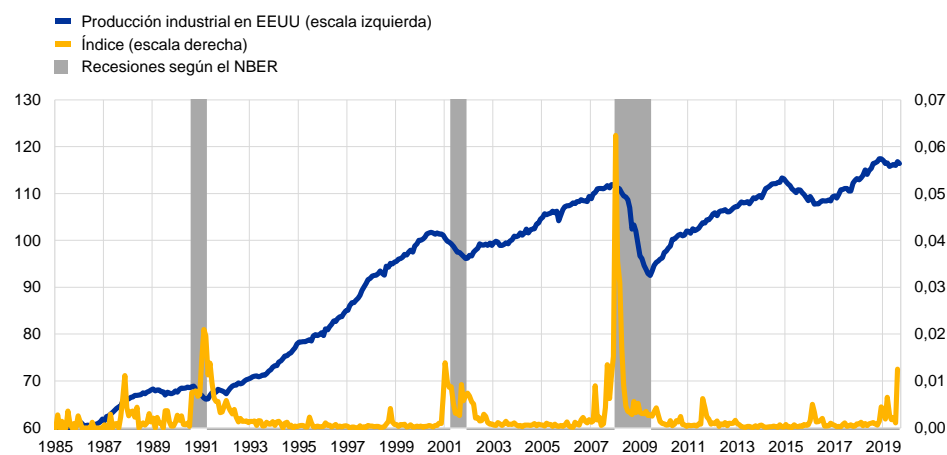
<sup>12</sup> Ejemplos recientes: D. Caldara y M. Iacoviello, «Measuring Geopolitical Risk», *International Finance Discussion Papers*, n.º 1222, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal (Estados Unidos), 2018; R. S. Baker, N. Bloom y S. J. Davis, «Measuring Economic Policy Uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131(4), Oxford University Press, 2016, pp. 1593-1636; para consultar un enfoque reciente de análisis de texto aplicado a la zona del euro, véase A. Azqueta-Gavaldón, D. Hirschbühl, L. Onorante y L. Saiz, «Fuentes de incertidumbre sobre las políticas económicas en la zona del euro: un enfoque basado en el aprendizaje automático», *Boletín Económico*, número 5, BCE, Frankfurt am Main, noviembre de 2019.

<sup>13</sup> Se usa la misma metodología que la adoptada por D. Caldara y M. Iacoviello, «Measuring Geopolitical Risk», *International Finance Discussion Papers*, n.º 1222, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal (Estados Unidos), 2018.

## Gráfico A

### Índice basado en textos y recesiones en Estados Unidos

(indicador de desaceleración basado en textos; recesiones y producción industrial en Estados Unidos; índice [2010 = 100])



Fuentes: Factiva, Haver Analytics y cálculos de los autores.

Notas: El indicador basado en textos se construye sobre la base de la ratio entre el número de artículos publicados en Estados Unidos que tratan sobre una desaceleración en la economía estadounidense y el número total de artículos publicados en ese país diariamente. Los datos se agregan después con una frecuencia mensual. La última observación corresponde a enero de 2020.

#### El índice también tiene capacidad predictiva de la actividad económica futura.

Este supuesto puede comprobarse formalmente añadiendo el indicador basado en textos a un modelo estándar de probabilidad de recesión<sup>14</sup>. Se calcula la ecuación siguiente:

$$P(\text{Crisis})_{t+k} = \alpha + \beta^1 [\text{rendimiento}_t^{3-\text{meses}} - \text{rendimiento}_t^{10-\text{año}}] + \beta^2 \text{Índice}_t + \varepsilon_{t+k} \quad (1)$$

donde se prevé la probabilidad de una recesión en el horizonte futuro ( $t + k$ ) a partir de la pendiente de la curva observada de rendimientos (la diferencia entre los rendimientos a corto y a largo plazo) —que es un indicador predictivo estándar de recesión— y el indicador basado en textos<sup>15</sup>. El índice aporta información adicional sobre la pendiente de la curva de rendimientos de Estados Unidos. La bondad de ajuste de los modelos de probabilidad de recesión se resume con lo que se conoce como «curva ROC» (*receiver operator curve*), que puede considerarse una medida de la precisión de las predicciones realizadas utilizando el modelo<sup>16</sup>. El estadístico ROC se presenta en el gráfico B y muestra que la especificación que utiliza el índice basado en artículos de prensa es superior para horizontes cortos a la más simple, que incluye únicamente la curva de rendimientos. Incluir los datos

<sup>14</sup> Basado en J. H. Wright, «The yield curve and predicting recessions», *Finance and Economics Discussion Series*, 2006-07, Divisiones de Investigación y Estadísticas, y de Asuntos Monetarios, Reserva Federal, Washington D.C., febrero de 2006.

<sup>15</sup> Los modelos de la curva de rendimientos se han revisado recientemente en el contexto de los programas de compras de activos de los principales bancos centrales. Véase el recuadro titulado «La inversión de la curva de rendimientos en Estados Unidos y las señales de los mercados financieros que apuntan a una recesión», *Boletín Económico*, número 1, BCE, Frankfurt am Main, 2020.

<sup>16</sup> El estadístico ROC compara el verdadero positivo (valoración de recesión cuando realmente hay una recesión) con falsos positivos (valoración de recesión cuando no la hay). Cuanto más se aproxima el estadístico ROC estimado al eje vertical, más elevada es la capacidad predictiva del modelo. Asimismo, es posible resumir el gráfico de ROC calculando el área que se sitúa por debajo de la curva ROC, pero por encima de la línea de 45 grados (que implica asignaciones aleatorias). Cuanto mayor sea el área por debajo de la curva, más preciso es el modelo.

procedentes de esos artículos en la estimación mejora notablemente la precisión del modelo. Esta valoración sigue siendo válida al utilizar una definición de recesión distinta de la utilizada por el NBER (que define la recesión como ocho meses consecutivos de contracción de la producción industrial) y también si se excluye el período de crisis financiera mundial.

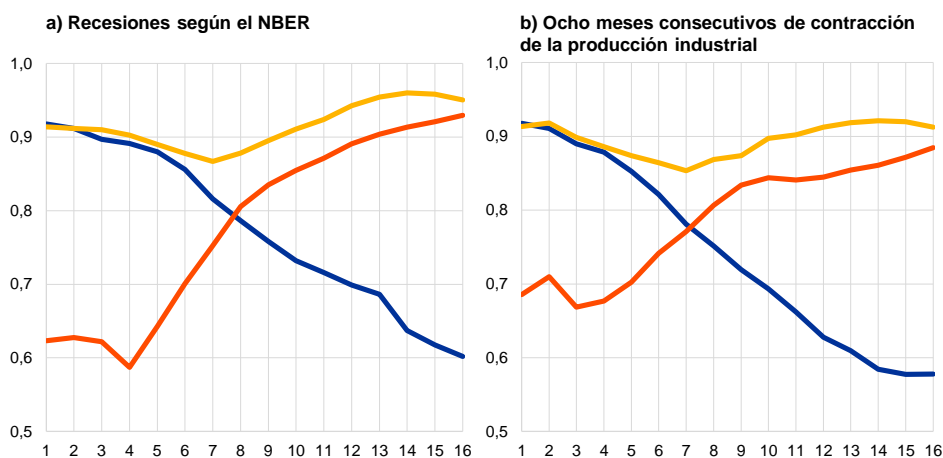
**La evidencia presentada en este recuadro muestra que la información extraída de los artículos de prensa es útil para hacer un seguimiento de la evolución económica y complementa los datos macroeconómicos.** Los artículos de prensa recogen una gran cantidad de información sobre el ciclo económico que no se refleja de inmediato en las series temporales macroeconómicas. Como este tipo de indicador basado en textos está disponible y puede actualizarse diariamente, resulta útil y pertinente para hacer un seguimiento y elaborar previsiones de la evolución económica, especialmente en horizontes cortos.

### Gráfico B

Estadísticas de bondad de ajuste para los modelos de probabilidad de recesión en horizontes de previsión a distintos meses vista

(índice, escala izquierda)

- Solo índice
- Solo curva de rendimientos
- Índice y curva de rendimientos



Fuentes: Factiva, Haver Analytics y cálculos de los autores.

Notas: La bondad de ajuste se basa en el estadístico ROC obtenido del modelo de probabilidad de recesión estimado: i) solo con la curva de rendimientos; ii) solo con el índice basado en textos; iii) con el índice basado en textos y con la curva de rendimientos en cada horizonte de previsión. El estadístico se calcula como la distancia normalizada entre las predicciones correctas del modelo y una asignación aleatoria (es decir, probabilidad constante de contracción del 50 %); cuanto mayor sea la distancia, más alto será el valor del estadístico ROC. La última observación corresponde a enero de 2020.

## 2 El papel de la tributación de las multinacionales en la primera reversión de los flujos de inversión extranjera directa en la zona del euro

Virginia Di Nino y Andrejs Semjonovs

**En este recuadro se explica de qué manera ha afectado la tributación de las empresas multinacionales tras la reciente reforma del impuesto sobre sociedades en Estados Unidos a las entradas y salidas de inversión extranjera directa (IED) en la zona del euro<sup>17</sup>.** En la zona del euro, como en otras economías avanzadas, las inversiones de empresas residentes en el extranjero normalmente son superiores a las inversiones de sociedades extranjeras en la zona del euro. No obstante, en 2018, las salidas netas de IED (o, lo que es lo mismo, los activos netos de IED de la zona del euro —generalmente, las inversiones de empresas internas en filiales en el extranjero—) pasaron a ser entradas, y las entradas netas de IED (o pasivos netos, es decir, las inversiones netas de empresas extranjeras en la zona del euro) se tornaron en salidas. Estos movimientos de capital estuvieron relacionados, en un grado significativo, con determinadas medidas de la reforma del impuesto sobre sociedades en Estados Unidos, que entró en vigor a principios de 2018<sup>18</sup>.

**La reversión de los flujos de IED en la zona del euro se debió en su totalidad a los flujos de entrada y salida en: i) Estados Unidos, y ii) centros financieros extraterritoriales (véase gráfico A).** Las multinacionales estadounidenses comenzaron a desinvertir en la zona del euro (creando salidas netas de IED en términos bilaterales) en 2017, es decir, antes de la reforma del impuesto sobre sociedades, pero los flujos agregados de IED en la zona del euro se revirtieron en la segunda mitad de 2018, cuando los centros financieros extraterritoriales (*offshore centres*) empezaron a desinvertir también en la zona del euro.

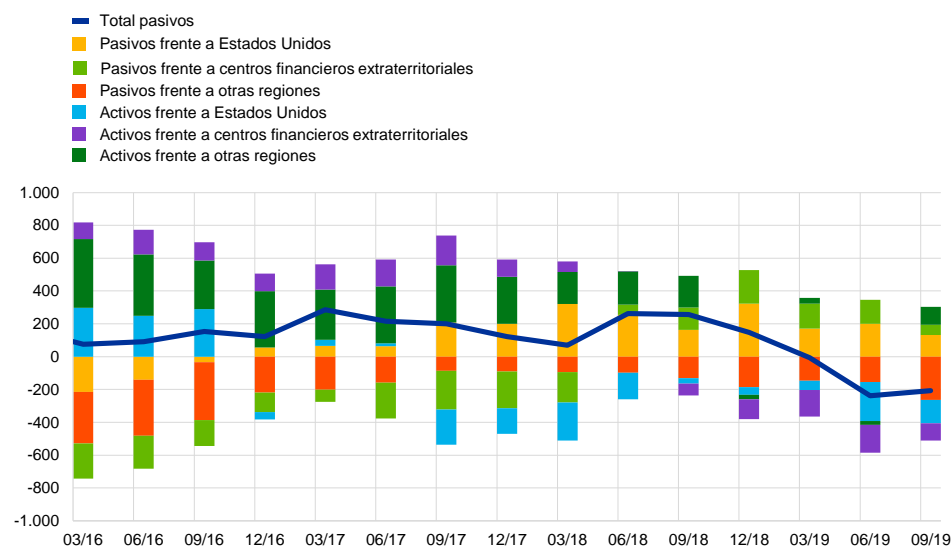
<sup>17</sup> Véase también el recuadro titulado «El papel de las entidades de propósito especial en la inversión extranjera directa de la zona del euro desde 2018», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2019.

<sup>18</sup> Véase también el artículo titulado «Empresas multinacionales, centros financieros y sus implicaciones para los desequilibrios externos: una perspectiva de la zona del euro» en este número del *Boletín Económico*.

## Gráfico A

### Flujos de IED en la zona del euro (activos netos y pasivos netos), por región de origen o de destino

(suma móvil de cuatro trimestres de las operaciones; mm de euros; datos sin desestacionalizar)



Fuente: Eurostat.

Notas: Para los activos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de fuera de la zona del euro por parte de inversores de la zona del euro. Para los pasivos, una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos de la zona del euro por parte de inversores de fuera de la zona. Los centros financieros extraterritoriales son: Andorra, Antigua y Barbuda, Anguila, Aruba, Barbados, Baréin, Bermudas, Bahamas, Belice, Islas Cook, Curazao, Dominica, Granada, Guernsey, Gibraltar, Hong Kong, Isla de Man, Jersey, San Cristóbal y Nieves, Islas Caimán, Líbano, Santa Lucía, Liechtenstein, Liberia, Islas Marshall, Montserrat, Mauricio, Nauru, Niue, Panamá, Filipinas, Seychelles, Singapur, San Martín, Islas Turcas y Caicos, San Vicente y las Granadinas, Islas Vírgenes Británicas, Islas Vírgenes de los Estados Unidos, Vanuatu y Samoa. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2019.

### La reversión de los flujos netos de IED se produjo solo en determinados centros financieros de la zona del euro, es decir, en países que registran grandes flujos financieros, y a través de operaciones de entidades de propósito especial (véase gráfico B).

En otras economías de la zona del euro, los flujos se mantuvieron contenidos y no se pudo identificar una recomposición geográfica significativa de las operaciones de IED. Asimismo, la doble reversión (de activos y pasivos) refleja la elevada correlación entre los flujos de activos y de pasivos en países sujetos a los movimientos de ida y vuelta (*round-tripping*) y las prácticas de traslación (*pass-through*) de las empresas multinacionales<sup>19</sup>. Sin embargo, en Irlanda, la contracción de las entradas y salidas brutas de IED estuvo relacionada principalmente con las operaciones con otros centros financieros de la zona del euro (y no con Estados Unidos) y se materializó antes (a partir del cuarto trimestre de 2017)<sup>20</sup>. Dada la compleja estructura de la red de EID mundial, una posible narrativa coherente con esta evidencia es que pueden haberse repatriado beneficios desde Irlanda a través de otros centros financieros de la zona del euro.

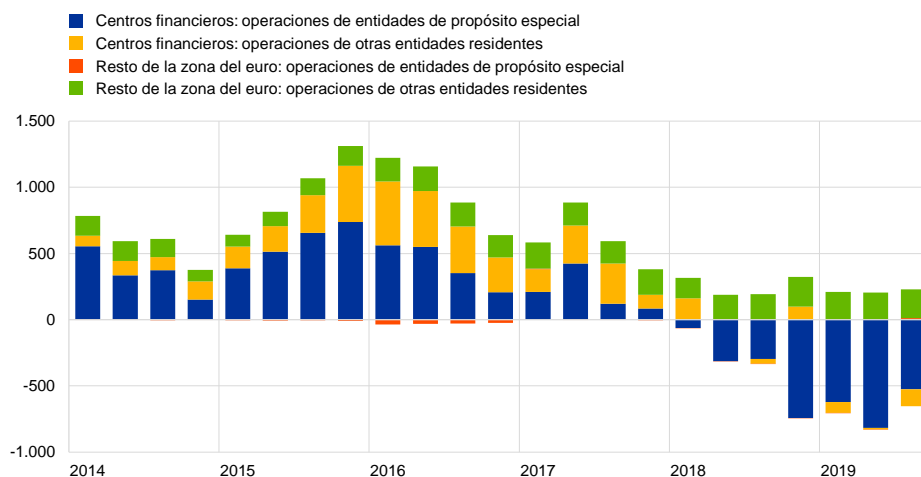
<sup>19</sup> Los movimientos de ida y vuelta (*round-tripping*) son aquellos en los que una empresa vende activos a otra empresa, o varias, generalmente ubicadas en una jurisdicción diferente, con el acuerdo de volver a comprar los mismos activos o similares a más o menos el mismo precio. Estas operaciones hinchan los ingresos y los gastos, pero no afectan a los resultados. A menudo se asocian con prácticas de traslación (*pass-through*), en las que la otra empresa paga impuestos sobre los rendimientos de los activos y la empresa original obtiene una reducción de impuestos.

<sup>20</sup> Véase L. Emter, B. Kennedy y P. McQuade, «US profit repatriations and Ireland's Balance of Payments statistics», *Quarterly Bulletin*, Central Bank of Ireland, segundo trimestre de 2019.

## Gráfico B

### Operaciones de pasivos de IED en la zona del euro: entidades de propósito especial frente a otras entidades filiales residentes

(suma móvil de cuatro trimestres de las operaciones; mm de euros; datos sin desestacionalizar)



Fuentes: OCDE y Eurostat.

Notas: Las zonas azules y rojas reflejan entradas netas de inversiones en unidades operativas que son entidades de propósito especial. Las zonas amarillas y verdes reflejan entradas netas de IED en el resto de entidades residentes en la zona del euro que son filiales de empresas extranjeras. Los centros financieros son: Bélgica, Luxemburgo y los Países Bajos. El resto de la zona del euro incluye a los demás países de la zona, salvo España, Chipre, Letonia y Malta, que se excluyen debido a la falta de datos. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2019.

### La descomposición de los flujos brutos de IED por tipo de instrumento muestra que la reversión afectó principalmente a las participaciones de capital, pero no al componente de beneficios reinvertidos (véase gráfico C). A

este respecto, el episodio de reversión pone de relieve que las decisiones de inversión extranjera directa reflejan principalmente consideraciones de carácter tributario. Este episodio no desencadenó una recomposición o traslado de las participaciones de capital y los títulos de deuda de IED a otras economías de la zona del euro. Además, los beneficios reinvertidos prácticamente no se vieron afectados, ya que los beneficios de ejercicios anteriores repatriados al tipo impositivo preferencial de carácter extraordinario concedido a las empresas estadounidenses no se registraron como distribución de resultados (los «superdividendos» —o dividendos cuantiosos extraordinarios— se registran en la balanza de pagos como operaciones de participaciones de capital de IED). En consecuencia, y en un entorno de IED neta estable en Irlanda y de cambio de domicilio a Irlanda de algunas grandes multinacionales estadounidenses, los ingresos por el impuesto sobre sociedades continuaron creciendo en Irlanda en 2018<sup>21</sup>.

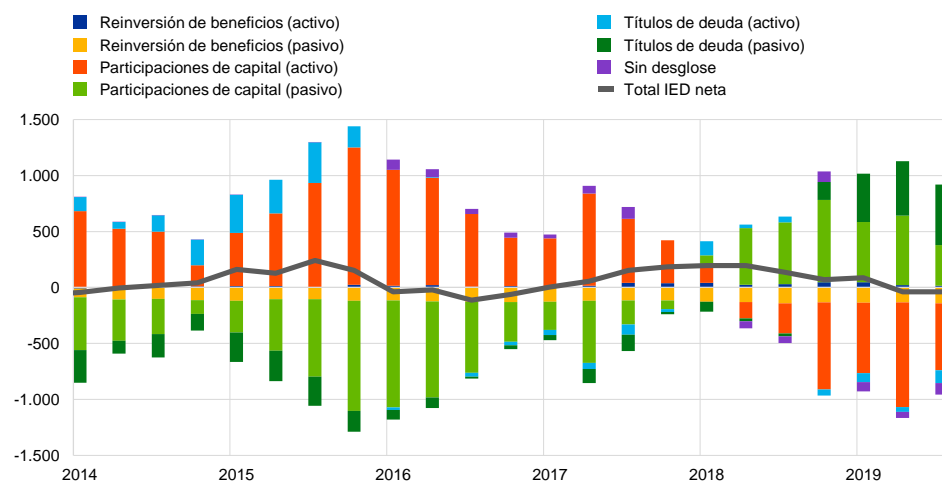
<sup>21</sup> En el pasado, parece que las reducciones de los tipos de gravamen del impuesto sobre sociedades en Estados Unidos incrementaron el empleo y el crecimiento en Irlanda a través de la inversión en sectores con financiación externa. Sin embargo, actualmente podría haber un riesgo de salidas de capital como consecuencia de los cambios en las actividades de las multinacionales en el país. Véase D. Clancy, «US corporate tax rate cuts: Spillovers to the Irish economy», *Working Paper Series*, n.º 38, Mecanismo Europeo de Estabilidad, 2019.



### Gráfico C

#### Flujos netos de IED de los centros financieros de la zona del euro (activos y pasivos), por tipo de instrumento financiero

(suma móvil de cuatro trimestres de las operaciones; mm de euros; datos sin desestacionalizar)



Fuente: OCDE.

Notas: Los datos correspondientes a Irlanda sobre títulos de deuda, participaciones de capital y reversión de beneficios no se publicaron para algunos trimestres. Los datos de Malta y Chipre no están disponibles. Los pasivos netos se presentan en escala inversa en la sección negativa (cuando son positivos) del eje vertical. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2019.

**Aunque se esperaba que los efectos de algunas disposiciones de la reforma tributaria en Estados Unidos sobre las operaciones de IED fueran transitorios, la reforma también contenía medidas frente a la erosión de la base imponible, que pueden afectar a los flujos brutos y netos de IED a largo plazo.** La reforma suponía un menor impuesto de carácter extraordinario sobre los beneficios pasados no repatriados; sin embargo, la plena exención fiscal en vigor para los beneficios obtenidos en el extranjero en forma de dividendos en general se aplica igualmente, con independencia de que se repatrien o se mantengan en el extranjero. Esto merma el incentivo para que las multinacionales estadounidenses reinviertan los beneficios en el extranjero. Además, la reforma también contiene medidas frente a la erosión de la base imponible, que pueden afectar a los flujos brutos y netos de IED a largo plazo. Reduce los incentivos de las empresas estadounidenses para trasladar sus activos intangibles a otros países, al contemplar una deducción fiscal de hasta el 37,5 % aplicable a las rentas de activos intangibles obtenidas en el exterior. Por tanto, la reversión de los flujos brutos de IED de la zona del euro podría ser una transición a un nuevo equilibrio de inversión extranjera. Aunque cualquier evaluación sería prematura, las desinversiones continuaron en 2019 y, en los centros financieros de la zona del euro, afectaron no solo a los pasivos de participaciones de capital, sino también a los títulos de deuda de IED (véase gráfico C). Las estimaciones mensuales correspondientes al último trimestre de 2019 sugieren que la reversión podría haberse interrumpido y que la situación podría estar normalizándose, pero los flujos se han mantenido bastante contenidos en términos históricos.

### 3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 30 de octubre de 2019 y el 28 de enero de 2020

Pamina Karl y Marco Weißler

**En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante el séptimo y el octavo períodos de mantenimiento de reservas de 2019, comprendidos entre el 30 de octubre y el 17 de diciembre de 2019, y entre el 18 de diciembre de 2019 y el 28 de enero de 2020, respectivamente.**

Este período cubre el inicio del sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de liquidez. Su aplicación a partir del séptimo período de mantenimiento de reservas, que comenzó el 30 de octubre de 2019, implica que una parte del exceso de liquidez que mantienen las entidades de crédito (las reservas mantenidas por encima de las exigencias de reservas mínimas) queda exenta de la remuneración negativa del tipo de la facilidad de depósito<sup>22</sup>. Desde esa fecha, a ese exceso de liquidez se le aplica un tipo anual del 0 %. Otros cambios recientes incluyen los reembolsos netos de la liquidez inyectada mediante operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), así como la reanudación de las compras de activos.

#### Necesidades de liquidez

**Las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.505,7 mm de euros en el período analizado.** Esta cifra fue inferior en 53,7 mm de euros a la registrada en el período de referencia anterior (es decir, el quinto y el sexto período de mantenimiento de reservas de 2019; véase cuadro A). Los factores autónomos netos experimentaron un descenso de 55,4 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas mínimas aumentaron en 1,7 mm de euros, hasta situarse en 134,3 mm de euros.

**El descenso de los factores autónomos netos se debió principalmente a un incremento en el activo (activos exteriores netos y activos netos denominados en euros) del balance del Eurosistema.** Los epígrafes del activo que recogen los factores autónomos aumentaron en 55,1 mm de euros, hasta alcanzar los 1.009,1 mm de euros, como consecuencia del incremento de 33,2 mm de euros registrado en los activos exteriores netos —similar al crecimiento observado en el período de referencia anterior— y del aumento de 21,9 mm de euros de los activos netos denominados en euros, hasta los 238 mm de euros. En el pasivo, los

<sup>22</sup> Los saldos computables como reservas de las instituciones financieras se calculan como la media de las posiciones mantenidas en las cuentas corrientes de las instituciones financieras al final de cada día natural durante el período de mantenimiento. La exención de tipos de interés negativos se aplica al exceso de liquidez mantenido en cuentas corrientes que supere una cantidad calculada aplicando un multiplicador a las reservas mínimas requeridas. El Consejo de Gobierno ha fijado un valor inicial de seis para ese multiplicador.

epígrafes correspondientes a los factores autónomos apenas variaron en términos agregados (se redujeron en 0,4 mm de euros). Aunque los otros factores autónomos y los billetes en circulación se incrementaron en 42,3 mm de euros y en 20 mm de euros, respectivamente, estos aumentos se vieron plenamente compensados por una reducción de los depósitos de las Administraciones Públicas, que se situaron, en promedio, en 219,8 mm de euros en el período considerado, tras alcanzar un máximo histórico de 298,6 mm de euros en el sexto período de mantenimiento de reservas. En conjunto, los factores autónomos netos —definidos como los factores autónomos de absorción de liquidez del pasivo menos los factores autónomos de provisión de liquidez del activo— disminuyeron hasta situarse en 1.371,4 mm de euros.

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo (medias; mm de euros)	Período de referencia actual: 30 de octubre de 2019 a 28 de enero de 2020						Período de referencia anterior: 31 de julio de 2019 a 29 de octubre de 2019	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 30 de octubre a 17 de diciembre		Octavo período de mantenimiento: 18 de diciembre a 28 de enero		Quinto y sexto período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>2.380,2</b>	<b>(-0,4)</b>	<b>2.384,8</b>	<b>(-37,1)</b>	<b>2.375,0</b>	<b>(-9,8)</b>	<b>2.380,6</b>	<b>(+87,3)</b>
Billetes en circulación	1.271,8	(+20,0)	1.262,9	(+10,1)	1.282,2	(+19,3)	1.251,8	(+17,8)
Depósitos de las AAPP	219,8	(-62,7)	226,6	(-72,1)	211,8	(-14,7)	282,4	(+11,9)
Otros factores autónomos <sup>1</sup>	888,7	(+42,3)	895,3	(+24,8)	880,9	(-14,4)	846,4	(+57,6)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	<b>1.510,1</b>	<b>(+284,9)</b>	<b>1.528,0</b>	<b>(+272,7)</b>	<b>1.489,2</b>	<b>(-38,8)</b>	<b>1.225,2</b>	<b>(-17,2)</b>
Exigencias de reservas mínimas	134,3	(+1,7)	134,1	(+0,9)	134,5	(+0,3)	132,6	(+2,5)
Facilidad de depósito	256,4	(-253,6)	257,9	(-198,7)	254,6	(-3,3)	510,0	(-77,4)
<b>Operaciones de ajuste de absorción de liquidez</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

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) Calculado como la suma de las cuentas de revaloración, otros activos y pasivos de residentes en la zona del euro, capital y reservas.

## Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 30 de octubre de 2019 a 28 de enero de 2020						Período de referencia anterior: 31 de julio de 2019 a 29 de octubre de 2019	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 30 de octubre a 17 de diciembre		Octavo período de mantenimiento: 18 de diciembre a 28 de enero		Quinto y sexto período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.009,1</b>	<b>(+55,1)</b>	<b>1.020,9</b>	<b>(+32,7)</b>	<b>995,4</b>	<b>(-25,5)</b>	<b>954,0</b>	<b>(+41,7)</b>
Activos exteriores netos	771,1	(+33,2)	773,3	(+14,8)	768,6	(-4,7)	737,9	(+38,5)
Activos netos denominados en euros	238,0	(+21,9)	247,6	(+17,9)	226,9	(-20,7)	216,1	(+3,2)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>3.272,2</b>	<b>(-22,4)</b>	<b>3.284,3</b>	<b>(+5,1)</b>	<b>3.258,1</b>	<b>(-26,2)</b>	<b>3.294,6</b>	<b>(-46,6)</b>
Operaciones de mercado abierto	3.272,2	(-22,4)	3.284,3	(+5,1)	3.258,1	(-26,2)	3.294,6	(-46,4)
Operaciones de subasta	644,0	(-39,9)	665,5	(-5,0)	(619,0)	(-46,5)	683,9	(-31,1)
OPF	2,3	(-0,2)	1,8	(-0,2)	2,9	(+1,1)	2,5	(-2,6)
OFPML a tres meses	3,4	(+0,5)	2,7	(-0,1)	4,3	(+1,6)	2,9	(-0,3)
Operaciones TLTRO-II	589,8	(-87,3)	657,6	(-5,3)	510,8	(-146,8)	677,2	(-29,5)
Operaciones TLTRO-III	48,5	(+47,2)	3,4	(+0,6)	101,1	(+97,7)	1,3	(+1,3)
Carteras en firme	2.628,2	(+17,5)	2.618,8	(+10,1)	2.639,1	(+20,3)	2.610,7	(-15,1)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,0	(-0,8)	2,3	(-0,5)	1,7	(-0,5)	2,8	(-0,3)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,9	(-0,3)	2,9	(-0,1)	2,9	(-0,0)	3,2	(-0,3)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	263,8	(+2,8)	262,9	(+2,3)	264,8	(+1,9)	260,9	(-0,8)
Programa para los mercados de valores	47,9	(-4,9)	47,8	(-3,6)	47,9	(+0,0)	52,8	(-8,6)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	28,2	(+2,1)	27,9	(+1,7)	28,6	(+0,7)	26,1	(-0,1)
Programa de compras de valores públicos	2.099,9	(+12,3)	2.093,4	(+6,0)	2.107,6	(+14,3)	2.087,6	(-4,8)
Programa de compras de bonos corporativos	183,5	(+6,2)	181,6	(+4,2)	185,6	(+4,0)	177,3	(-0,4)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,2)

Fuente: BCE.

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

## Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 30 de octubre de 2019 a 28 de enero de 2020						Período de referencia anterior: 31 de julio de 2019 a 29 de octubre de 2019	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 30 de octubre a 17 de diciembre		Octavo período de mantenimiento: 18 de diciembre a 28 de enero		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1</sup>	1.505,7	(-53,7)	1.498,4	(-69,0)	1.514,3	(+15,9)	1.559,5	(+48,2)
Factores autónomos netos <sup>2</sup>	1.371,4	(-55,4)	1.364,3	(-69,9)	1.379,8	(+15,6)	1.426,9	(+45,6)
Exceso de liquidez <sup>3</sup>	1.766,5	(+31,3)	1.785,9	(+74,0)	1.743,8	(-42,0)	1.735,2	(-94,5)

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Período de referencia actual: 30 de octubre de 2019 a 28 de enero de 2020						Período de referencia anterior: 31 de julio de 2019 a 29 de octubre de 2019	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 30 de octubre a 17 de diciembre		Octavo período de mantenimiento: 18 de diciembre a 28 de enero		Quinto y sexto 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	-0,50	(-0,05)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,45	(-0,05)
Eonia <sup>1</sup>	-0,454	(-0,05)	-0,454	(+0,01)	-0,454	(+0,00)	-0,408	(-0,04)
€STR <sup>2</sup>	-0,539	(-0,04)	-0,539	(+0,00)	-0,540	(-0,00)	-0,496	(-0,05)

Fuente: BCE.

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

1) Se calcula como el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) más 8,5 puntos básicos desde el 1 de octubre de 2019. Las diferencias en las variaciones del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y del €STR se deben al redondeo.

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

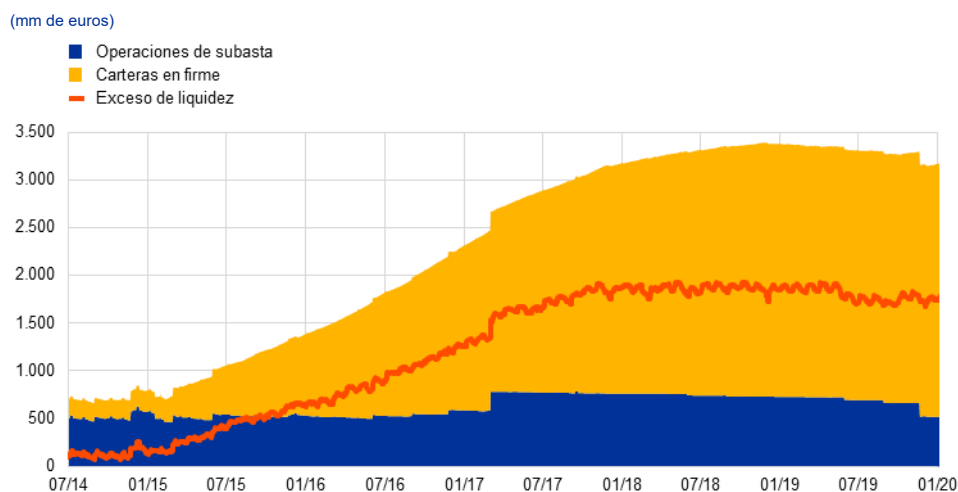
## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —incluidas tanto las operaciones de subasta como las carteras mantenidas con fines de política monetaria— se redujo en 22,4 mm de euros, hasta un importe de 3.272,2 mm de euros (véase gráfico A).** Al igual que en los dos períodos de mantenimiento anteriores, este descenso estuvo motivado fundamentalmente por la menor demanda en las operaciones de subasta. En

cambio, y a diferencia de los períodos de referencia anteriores de 2019, la liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas con fines de política monetaria aumentó nuevamente, como resultado de la reanudación de las adquisiciones netas realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) en noviembre de 2019.

### Gráfico A

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



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 28 de enero de 2020.

**El volumen medio de liquidez proporcionado mediante las operaciones de subasta disminuyó durante el período considerado, al igual que en el período de referencia anterior.** La disminución de 39,9 mm de euros, hasta un importe de 644 mm de euros, se debió principalmente a la menor liquidez inyectada mediante operaciones TLTRO.

Las instituciones financieras de la zona del euro reembolsaron voluntariamente 87,3 mm de euros, en promedio, de financiación obtenida en las TLTRO II en los dos períodos de mantenimiento anteriores. Este importe excedió el de la financiación captada en las nuevas TLTRO III, que aumentó en 47,2 mm de euros, hasta situarse en una media de 48,5 mm de euros, durante el período de referencia. Además, la liquidez inyectada a través de las operaciones principales de financiación (OPF) se redujo ligeramente, de 2,5 mm de euros a 2,3 mm de euros. La disminución media observada habría sido aún mayor sin la OPF efectuada al final del año, en la que se adjudicaron 7,9 mm de euros. El saldo vivo de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses registró un leve crecimiento de 0,5 mm de euros.

**La liquidez inyectada a través de las carteras mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria aumentó en 17,5 mm de euros, hasta situarse en 2.628,2 mm de euros, como resultado de la reanudación de las compras netas de activos.** Las tenencias de valores adquiridos en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) aumentaron, en promedio, en 12,3 mm de euros (hasta 2.099,9 mm de euros) y en 6,2 mm de euros

(hasta 183,5 mm de euros), respectivamente. Asimismo, las tenencias de valores adquiridos en el contexto del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, por sus siglas en inglés) registraron un incremento de 2,8 mm de euros y de 2,1 mm de euros, respectivamente<sup>23</sup>. En el período analizado, las amortizaciones de bonos de la cartera del programa para los mercados de valores (SMP, por sus siglas en inglés) ascendieron a un total de 4,9 mm de euros.

## Exceso de liquidez

**Como las necesidades de liquidez agregadas disminuyeron, el exceso medio de liquidez aumentó en 31,3 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior, hasta situarse en 1.766,5 mm de euros (véase gráfico A).**

Pese a que la liquidez proporcionada a través de las operaciones de subasta fue menor, el descenso de los factores autónomos netos y la reanudación de las compras netas de activos incrementaron el exceso de liquidez en la zona del euro.

**Además, la composición del exceso de liquidez se vio influida por la introducción del sistema de dos tramos para su remuneración en la zona del euro a partir del séptimo período de mantenimiento.** Esto se debe a que solo los saldos mantenidos por las instituciones financieras en las cuentas corrientes hasta el importe máximo permitido están exentos de la aplicación de la remuneración negativa del tipo de la facilidad de depósito. Ello se plasmó en una reclasificación de los fondos mantenidos por las instituciones financieras, desde la facilidad de depósito, que disminuyó en 253,6 mm de euros, a las cuentas corrientes, que registraron un incremento de 284,9 mm de euros.

## Evolución de los tipos de interés

**El €STR se mantuvo prácticamente estable en el séptimo y el octavo períodos de mantenimiento.** El tipo de interés aplicado a la facilidad de depósito y los tipos aplicados a las OPF y a la facilidad marginal de crédito del BCE no variaron en el período de referencia. En consecuencia, el €STR permaneció estable en el séptimo y el octavo período de mantenimiento, en -53,9 puntos básicos y -54 puntos básicos, respectivamente. La introducción del sistema de remuneración en dos tramos no afectó significativamente al nivel del €STR. El eonia, que desde octubre de 2019 se calcula sumando un diferencial fijo al €STR, evolucionó de forma paralela al €STR.

---

<sup>23</sup> Incluso en el caso de una reinversión íntegra, es posible que, por razones operativas, se produzcan algunas desviaciones temporales en el volumen total y en la composición del APP. Véase el artículo titulado «[Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.

## 4 Las implicaciones de las medidas fiscales para hacer frente al cambio climático

Steffen Osterloh

**En este recuadro se analiza el impacto sobre el crecimiento y la inflación de las medidas fiscales orientadas a reducir las emisiones de gases de efecto invernadero durante el horizonte de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2020.** Las actuales metas y los objetivos políticos de reducción de emisiones del conjunto de la Unión Europea (UE) para el período 2021-2030 se basan en el marco sobre clima y energía para 2030, adoptado por el Consejo Europeo en 2014. Este marco establece objetivos vinculantes para recortar las emisiones de gases de efecto invernadero hasta niveles inferiores a los de 1990, en concreto, una disminución del 20 % para 2020 y del 40 %, como mínimo, para 2030. Las políticas de reducción de las emisiones de carbono en la UE incluyen las siguientes: a) el régimen de comercio de derechos de emisión (RCDE) de la UE, que cubre alrededor del 45 % de las emisiones de gases de efecto invernadero de la UE y limita, en particular, las emisiones de sectores con gran consumo de energía en la Unión Europea, Islandia, Liechtenstein y Noruega, como centrales eléctricas y sectores intensivos en energía, así como las de los vuelos entre aeropuertos situados en el Espacio Económico Europeo (EEE), y b) medidas nacionales en sectores no sujetos al RCDE, como el de transporte, el de calefacción y el de agricultura.

**El RCDE de la UE proporciona seguridad sobre la reducción anual de las emisiones de los sectores cubiertos por el régimen, pero genera incertidumbre acerca de la evolución de los precios de los derechos de emisión.** El RCDE de la UE funciona con arreglo al principio de «limitación y comercio», que fija un límite máximo a la cantidad total de determinados gases de efecto invernadero que pueden emitir las instalaciones incluidas en el régimen y permite a las empresas comerciar con sus derechos de emisión. Ese límite se reduce a lo largo del tiempo, de forma que las emisiones totales disminuyen. La cuota de derechos de emisión subastados, es decir, los derechos que no se asignan de forma gratuita a las empresas, se ha incrementado con el tiempo y se ha elevado hasta el 57 % en el período de comercio 2013-2020. El precio que deben pagar las empresas por la cuota de derechos de emisión asignada en subasta tiene un efecto parecido al de un impuesto sobre el contenido de carbono de los consumos intermedios de las empresas, ya que sus costes de producción aumentan inmediatamente. La literatura empírica muestra que los mayores costes resultantes de anteriores subidas de los precios de los derechos de emisión del RCDE se trasladaron en gran medida a los precios de consumo<sup>24</sup>.

**Es posible que la evolución de los precios de los derechos de emisión en el RCDE de la UE durante los dos últimos años haya generado ligeras presiones inflacionistas, pero los mercados esperan, como mucho, que los precios sigan**

<sup>24</sup> Véase, por ejemplo, R. Martin *et al.*, «The Impact of the European Union Emissions Trading Scheme on Regulated Firms: What Is the Evidence after Ten Years?», *Review of Environmental Economics and Policy*, vol. 10, número 1, 2016, pp. 129-148.



**umentando de forma moderada durante el horizonte de proyección.** Los precios del RCDE se incrementaron sustancialmente en 2018 y 2019, después de haberse mantenido relativamente estables, en niveles reducidos —en torno a 6 euros por tonelada de CO<sub>2</sub>, en promedio—, entre 2012 y 2017, y al final de 2019 se situaban en unos 25 euros por tonelada. Esta subida se tradujo también en un aumento de los ingresos públicos procedentes de los derechos de emisión subastados y en costes adicionales para las empresas. Ello tuvo un efecto positivo en la inflación de la zona del euro en 2018 y 2019, así como un impacto negativo, aunque muy limitado, sobre el crecimiento del PIB. No obstante, pese al racionamiento actual de los derechos de emisión, en estos momentos, los futuros de emisiones de CO<sub>2</sub> del RCDE no apuntan a nuevas subidas de los precios, lo que sugiere que el efecto sobre los precios de consumo en los próximos años no será importante. Con todo, la volatilidad de los precios de los derechos de emisión sigue constituyendo un factor de riesgo para el IAPC.

**La reducción de las emisiones en los demás sectores (no cubiertos por el RCDE) se recoge en el Reglamento de reparto del esfuerzo.** Esta norma establece objetivos anuales vinculantes de emisiones de gases de efecto invernadero para los Estados miembros de la UE para los períodos 2013-2020 y 2021-2030. En general, en comparación con los niveles de 2005, los objetivos nacionales aspiran a lograr colectivamente una disminución de las emisiones de alrededor del 10 % para 2020 y del 30 % para 2030. A diferencia de los sectores sujetos al RCDE, los Estados miembros son responsables de diseñar políticas para alcanzar los objetivos nacionales en los sectores no incluidos en este régimen.

**Recientemente, en Alemania se ha llegado a un acuerdo sobre un sistema nacional de fijación del precio del carbono para los sectores no cubiertos por el RCDE de la UE, con la expectativa de que incida positivamente en la inflación.** Como parte del «paquete climático» acordado en diciembre de 2019, en 2021 se introducirá un sistema de fijación del precio del carbono en los sectores de transporte y de calefacción de edificios. Como este sistema comenzará con la aplicación de un precio fijo que irá aumentando de manera gradual hasta 2025, inicialmente se asemeja a un impuesto sobre el carbono. En las proyecciones de diciembre de 2019 se incluyó el acuerdo inicial alcanzado por el Gobierno de coalición, con un precio de partida de 10 euros por tonelada de CO<sub>2</sub> para 2021. En las proyecciones se preveía un efecto positivo en el IAPC entre 2021 y 2022, así como un impacto escaso sobre el PIB<sup>25</sup>. Se espera que el efecto sobre los precios y el PIB sea moderado, ya que gran parte de los ingresos obtenidos de la venta de derechos de emisión se utilizarán para compensar a las empresas y a los consumidores —en concreto, a través de rebajas de los precios de la electricidad como resultado de la reducción del recargo impuesto por la Ley de Energías Renovables (*Erneuerbare-Energien-Gesetz*) alemana— en consonancia con los aumentos de los precios de las emisiones de CO<sub>2</sub>. También se incrementará el gasto relacionado con el cambio climático. Las proyecciones de marzo de 2020 incorporan el paquete de medidas revisado, que prevé un precio mucho más elevado, 25 euros por tonelada de CO<sub>2</sub> en 2021, que se elevaría a 55 euros por tonelada en 2025. Con todo, se

<sup>25</sup> Para conocer una cuantificación, véase «[The impact of the Climate Package on economic growth and inflation](#)», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, diciembre de 2019.

espera que las implicaciones macroeconómicas de esta revisión sean limitadas, ya que los efectos del mayor precio de las emisiones de CO<sub>2</sub> disminuirán, reflejo del anuncio de que los ingresos adicionales se dedicarán íntegramente a seguir reduciendo los precios de la electricidad mediante disminuciones del recargo impuesto por la citada Ley de Energías Renovables.

**En los próximos años se esperan pocas subidas de los impuestos sobre el carbono.** Junto con los sistemas de limitación y comercio de derechos de emisión, estos impuestos, que gravan el contenido de carbono de los combustibles, se consideran el instrumento más eficiente para reducir las emisiones. Un incremento gradual automático de los precios del carbono para alcanzar los objetivos nacionales de disminución de emisiones permitiría que los hogares y las empresas se adapten, pero ninguno de los ocho países de la zona del euro que actualmente aplican impuestos sobre el carbono cuenta con un mecanismo automático de estas características. En Irlanda se ha aprobado legislación para elevar los impuestos sobre el carbono en 2020 que tendrá repercusiones fiscales muy limitadas para la zona en su conjunto, y el Gobierno ha manifestado su intención de introducir aumentos lineales del impuesto hasta 2030. En Portugal, un mecanismo vincula el tipo impositivo del impuesto sobre el carbono al precio de los derechos de emisión del RCDE de la UE del año anterior, lo que ha dado lugar a algunas subidas recientemente. En la actualidad, los demás países no prevén incrementar sus impuestos sobre el carbono.

**Varios países tienen previsto aumentar sus impuestos medioambientales durante el horizonte de proyección, pero la magnitud total del alza es limitada a escala de la zona del euro.** Más de la mitad de los países de la zona tienen previsto incrementar otros impuestos medioambientales distintos de los que gravan el carbono en los dos próximos años. La mayoría de estos incrementos están relacionados con los impuestos especiales sobre la energía y los combustibles, pero también afectan a los aplicados a los vehículos y a los billetes de avión. La subida más pronunciada se prevé en los Países Bajos, aunque los efectos macroeconómicos se verán contrarrestados en gran medida por recortes compensatorios de los impuestos sobre la energía. En los demás países, estas medidas son, en general, limitadas (en casi todos ellos, la subida anual será inferior al 0,1 % del PIB) y, para la zona del euro en su conjunto, el efecto será marginal. Además, en algunos casos se aplicarán medidas que afectarán a los impuestos indirectos y que tendrán un efecto expansivo, como recortes de impuestos para incentivar el uso del transporte público, la movilidad electrónica o el gas licuado del petróleo. Por último, los impuestos directos se utilizan muy poco para respaldar la transición hacia una economía verde.

**En general, se espera que las medidas climáticas apenas afecten al PIB y a los precios de la zona del euro en 2020-2022, aunque, a medio plazo, el endurecimiento de los objetivos de reducción de emisiones podría representar un riesgo al alza para las perspectivas de inflación.** Aunque se espera cierto impacto sobre la inflación de la zona en 2021 y 2022 como resultado del paquete alemán, actualmente ningún otro Estado miembro importante tiene planes concretos para introducir un sistema de fijación de precios del carbono similar. Asimismo,

tampoco cabe esperar que se produzcan efectos sustanciales en otros países que ya aplican impuestos sobre el carbono. Varios Estados miembros tienen previsto subir los impuestos medioambientales, pero las implicaciones para el crecimiento y los precios durante el horizonte de proyección serían limitadas para la zona del euro en su conjunto. Sin embargo, a medio plazo, los efectos de las medidas climáticas sobre los precios podrían ser mayores, dada la posibilidad de que los objetivos de reducción de emisiones se endurezcan más como parte del Pacto Verde europeo anunciado por la Comisión Europea en diciembre de 2019. Unos objetivos más ambiciosos podrían influir favorablemente en los precios de los derechos de emisión del RCDE de la UE y conllevar la implementación de nuevas medidas nacionales que tengan un impacto positivo sobre el nivel general de precios, como un RCDE nacional o impuestos sobre el carbono.

# Artículos

## 1 Empresas multinacionales, centros financieros y sus implicaciones para los desequilibrios externos: una perspectiva de la zona del euro

Virginia Di Nino, Maurizio Michael Habib y Martin Schmitz

*En este artículo se analiza cómo las operaciones de las grandes multinacionales afectan a las cuentas exteriores de la zona del euro y, en general, de los centros financieros. La mayor facilidad para trasladar activos intangibles, beneficios y sedes entre países plantea retos para el marco actual de las estadísticas internacionales y para el análisis económico. En primer lugar, el artículo describe cómo se registran las operaciones de las multinacionales en las estadísticas transfronterizas, así como las dificultades asociadas a la medición de esos datos. En segundo lugar, en el artículo se presenta evidencia del impacto que tienen las empresas multinacionales en las cuentas exteriores de la zona del euro, el cual queda patente, sobre todo, en los saldos por cuenta corriente y en la inversión extranjera directa en centros financieros de la zona del euro, a menudo a través de entidades de propósito especial (SPE, por sus siglas en inglés). En tercer lugar, se analiza la tendencia de los centros financieros a presentar superávits por cuenta corriente que podrían atribuirse, en parte, a la actividad de las multinacionales. Las iniciativas multilaterales podrían contribuir a mejorar la transparencia de las operaciones de las empresas multinacionales y a asegurar el intercambio de información entre países con fines estadísticos y fiscales.*

### Introducción

**Con el aumento de las grandes empresas rentables que operan a nivel global y la movilidad de los activos intangibles<sup>26</sup>, las actividades de traslado de beneficios han cobrado mayor relevancia, lo que plantea retos para el marco actual de las estadísticas internacionales.** Los balances de las grandes empresas multinacionales<sup>27</sup> han alcanzado un tamaño muy considerable. Los activos de las mayores empresas cotizadas de las principales economías avanzadas, cuyo valor asciende a varios cientos de miles de millones de dólares estadounidenses, son más o menos equivalentes al producto interior bruto de muchas pequeñas

<sup>26</sup> Los activos intangibles incluyen recursos no físicos, como el fondo de comercio, el reconocimiento de marca y los productos de propiedad intelectual (PPI). Los PPI, como licencias y patentes, son el resultado de distintas combinaciones de actividades de investigación, desarrollo, análisis e innovación que se traducen en conocimientos cuyo uso está restringido por la legislación o por otros medios de protección (véase el [Sistema Europeo de Cuentas \[SEC\] 2010](#)). Las actividades de investigación y desarrollo que dan lugar a activos de propiedad intelectual se registran como formación bruta de capital fijo.

<sup>27</sup> Las empresas multinacionales son aquellas que producen bienes o prestan servicios en más de un país. Su sede rara vez está ubicada en más de un país (el país de origen), pero operan en varios países (los países de acogida).

economías abiertas. Para aliviar su carga impositiva, las multinacionales utilizan diversos mecanismos, como trasladar los beneficios a jurisdicciones con impuestos bajos manipulando los precios de transferencia<sup>28</sup> y cambiar las posiciones entre las empresas del grupo, lo que a menudo implica el uso de estructuras financieras complejas y la creación de SPE en jurisdicciones de baja o nula tributación. Es extremadamente difícil hacer un seguimiento de estas actividades. La novedad de algunas de ellas —en particular, el aumento de los productos de propiedad intelectual y mejores oportunidades para elegir estratégicamente su ubicación— supone importantes retos para el marco vigente de las estadísticas nacionales e internacionales, que se basa en el concepto de residencia<sup>29</sup>.

**La elusión fiscal internacional por parte de las empresas multinacionales no es un fenómeno nuevo, pero su rápido crecimiento atrae cada vez más la atención de académicos y autoridades**<sup>30</sup>.

Las empresas globales responden a incentivos fiscales cuando registran los ingresos obtenidos a nivel mundial entre sus filiales. Según un estudio realizado recientemente sobre este tema, un descenso de un punto porcentual en el tipo de gravamen del impuesto sobre sociedades se traduce en un incremento del 1 % en el resultado antes de impuestos de las empresas globales<sup>31</sup>. También cabe señalar que el estudio muestra que el impacto estimado parece estar creciendo con el tiempo. Los precios de transferencia y la concesión de licencias parecen ser los principales canales para eludir impuestos y parecen ser más importantes que la planificación financiera<sup>32</sup>. La tributación internacional puede alterar también la geografía de la inversión extranjera directa (IED): un tipo impositivo más elevado en un país que pueda ser objeto de inversiones desincentiva la adquisición de empresas en dicho país, mientras que una presión fiscal menor puede atraer IED relacionada con actividades de traslado de beneficios<sup>33</sup>. Otra área de investigación se centra en las implicaciones de estas prácticas de elusión fiscal a la hora de medir la riqueza externa de las naciones y la menor capacidad de los Gobiernos para gravar los beneficios de las empresas globales<sup>34</sup>.

**Para contrarrestar el crecimiento de la elusión fiscal se han emprendido varias iniciativas a escala internacional.**

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) estima que cada año se pierden a nivel global ingresos fiscales por valor de 240 mm de dólares estadounidenses como resultado

<sup>28</sup> Los precios de transferencia se refieren a las normas y los métodos para fijar los precios de las operaciones efectuadas entre y dentro de las empresas controladas por el grupo.

<sup>29</sup> Véase S. Avdjiev, M. Everett, P. R. Lane y H. S. Shin, «Tracking the international footprints of global firms», *BIS Quarterly Review*, marzo de 2018.

<sup>30</sup> Véase, por ejemplo, L. Tørsløv, L. Wier y G. Zucman, «The Missing Profits of Nations», *NBER working paper*, n.º 24701, agosto de 2018.

<sup>31</sup> Véase S. Beer, R. de Mooij y L. Liu, «International corporate tax avoidance: A review of the channels, magnitudes, and blind spots», *Journal of Economic Surveys*, número especial, enero de 2019, pp. 1-29.

<sup>32</sup> Véase J. H. Heckemeyer, M. Overesch, «Multinationals' profit response to tax differentials: Effect size and shifting channels», *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, vol. 50, n.º 4, 2017.

<sup>33</sup> Véase W. Arulampalam, M. P. Devereux y F. Liberini, «Taxes and the location of targets», *Journal of Public Economics*, vol. 176, 2019, pp. 161-178.

<sup>34</sup> Véase G. Zucman, «Taxing across Borders: Tracking Personal Wealth and Corporate Profits», *Journal of Economic Perspectives*, otoño, vol. 28, n.º 4, 2014, pp. 121-148.

de los impuestos eludidos por las empresas multinacionales. En consecuencia, la OCDE y el G-20 patrocinaron el proyecto de lucha contra la erosión de la base imponible y el traslado de beneficios (BEPS, por sus siglas en inglés), que incluye un plan de acción en el que se identifican 15 acciones dirigidas a limitar la elusión fiscal internacional<sup>35</sup>. En esta iniciativa participan actualmente más de 135 países, incluidos los Estados miembros de la Unión Europea (UE). La UE se basó en las recomendaciones del Proyecto BEPS y adoptó dos directivas de lucha contra la elusión fiscal, que entraron en vigor entre 2019 y 2020. El paquete de reformas de la UE incluye medidas concretas para reducir la elusión de impuestos, impulsar la transparencia fiscal y avanzar hacia la igualdad de condiciones para todas las empresas de la UE, pero también nuevas obligaciones de presentación de información financiera para las multinacionales<sup>36</sup>.

**La huella de las operaciones de las multinacionales es especialmente evidente en las estadísticas exteriores de los centros financieros.**

Dado que la zona del euro alberga algunos centros financieros significativos, en este artículo se analiza la dinámica de sus cuentas exteriores. Se adopta una definición estándar de los centros financieros basada en el porcentaje que representa el volumen del saldo de sus pasivos exteriores sobre el PIB. Por tanto, se trata de economías donde la actividad económica nacional está dominada por las actividades financieras. Concretamente, los centros financieros se definen como las diez economías avanzadas con los ratios de pasivos exteriores sobre el PIB más elevadas de una amplia muestra de más de 60 países. Entre estos diez centros se incluyen seis economías pertenecientes a la zona del euro (Bélgica, Chipre, Irlanda, Luxemburgo, Malta y Países Bajos) y cuatro economías que no pertenecen a ella (Hong Kong, Singapur, Suiza y Reino Unido)<sup>37</sup>. El gráfico 1 muestra la ratio de pasivos exteriores sobre el PIB de tres grupos de países: economías avanzadas (excluidos los centros financieros), centros financieros y economías emergentes. A diferencia del efecto que tuvo sobre otras economías avanzadas, la crisis financiera mundial de 2008 no parece haber afectado al aumento de la integración financiera internacional de los centros financieros. En estos centros, la mediana del valor de los pasivos exteriores pasó de ser siete veces mayor que el PIB antes de la crisis financiera global a ser

<sup>35</sup> Véanse los [informes finales de 2015 sobre BEPS de la OCDE](#).

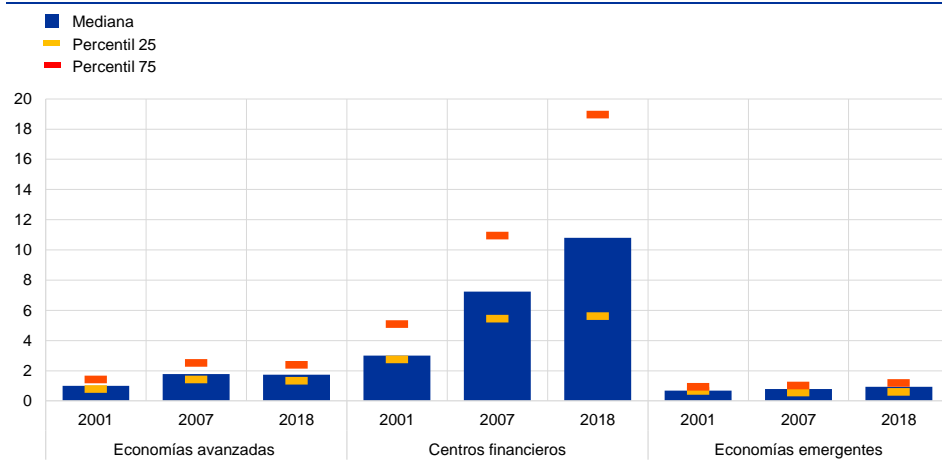
<sup>36</sup> Véanse la [Directiva \(UE\) 2016/1164 del Consejo, de 12 de julio de 2016, por la que se establecen normas contra las prácticas de elusión fiscal que inciden directamente en el funcionamiento del mercado interior \(DO L 193 de 19.7.2016, p. 1\)](#) y la [Directiva \(UE\) 2017/952 del Consejo, de 29 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva \(UE\) 2016/1164 en lo que se refiere a las asimetrías híbridas con terceros países \(DO L 144 de 7.6.2017, p. 1\)](#).

<sup>37</sup> Estas economías (con la excepción del Reino Unido) son también los centros más grandes en términos de *stock* de inversión extranjera directa (IED) en relación con el PIB, que es un componente de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional estrechamente relacionado con las actividades de las multinacionales. Para identificar los centros financieros y excluir a los países productores de petróleo, que suelen registrar posiciones brutas de activos exteriores muy elevadas, este artículo se centra en los pasivos exteriores brutos, en lugar de en la suma de activos y pasivos, usando para su cálculo las estadísticas de balanza de pagos del FMI. Las actividades de los pequeños centros financieros extraterritoriales (*offshore centres*) no están incluidas en el ámbito de este artículo porque no siempre se dispone de estadísticas de balanza de pagos detalladas. Además, el enorme tamaño del saldo exterior de los centros financieros extraterritoriales con respecto a su PIB nacional distorsionaría algunos de los resultados que se muestran en este artículo. Cabe señalar que las economías avanzadas clasificadas como centros financieros no se consideran necesariamente paraísos fiscales en lo referente a la fiscalidad de las empresas. En general, en estos centros financieros los tipos de gravamen del impuesto sobre sociedades son relativamente reducidos, pero no siempre es así. Por ejemplo, los tipos de gravamen de este impuesto en Bélgica, Países Bajos y Malta son superiores al tipo medio de todas las demás economías de la muestra considerada en este artículo.

casi once veces mayor que el PIB a finales de 2018; la dispersión de la distribución de esta estadística —pasivos exteriores sobre el PIB— creció notablemente durante el mismo período.

### Gráfico 1

Ratio de pasivos exteriores totales sobre el PIB



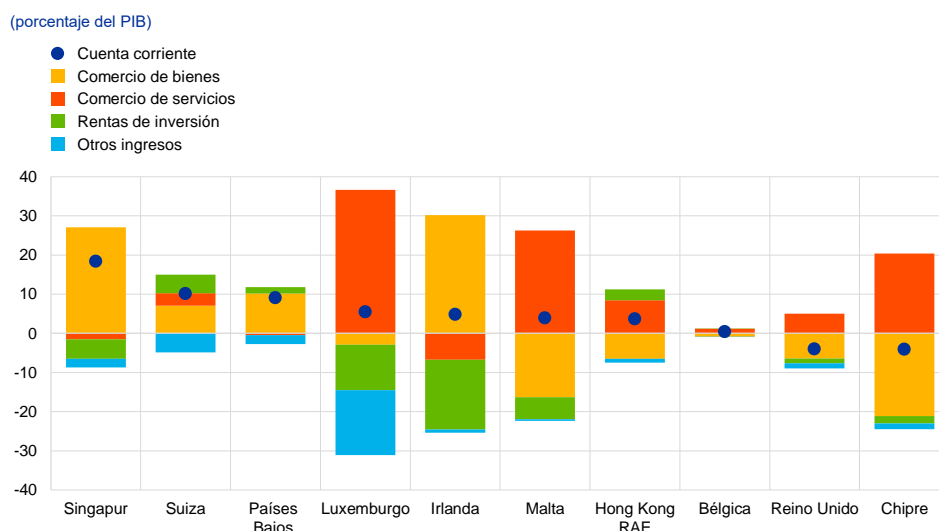
Fuentes: Estadísticas de balanza de pagos del FMI y cálculos del BCE.

### La importancia de las multinacionales en la economía mundial ha crecido con el tiempo, al igual que la función que desempeñan los centros financieros.

Conviene considerar si esto tiene un impacto en los desequilibrios por cuenta corriente, particularmente en los de los grandes centros financieros. Estos suelen registrar superávits por cuenta corriente elevados: ocho de cada diez centros financieros, tal como se definen en este artículo, presentaron superávits por cuenta corriente en las últimas dos décadas, en términos medios. Sin embargo, cada uno tiene su propio modelo de negocio, que se refleja en la diferente composición de sus cuentas corrientes. El gráfico 2 muestra las cuentas corrientes de estas economías desglosadas por sus principales componentes desde 2010, cuando el *stock* de pasivos de la IED empezó a crecer con rapidez. En el primer grupo de economías —Singapur, Suiza, Países Bajos e Irlanda—, el superávit de la balanza por cuenta corriente se debe principalmente al abultado superávit de la balanza de bienes. Como se explica en las secciones 2 y 3, las actividades de las multinacionales (como la negociación internacional de mercancías [*merchanding*] y la fabricación por contrato) pueden impulsar la balanza de bienes de los centros financieros. En un segundo grupo de economías —Luxemburgo, Malta y Hong Kong—, el superávit obedece sobre todo a la balanza de servicios, que se apoya, a su vez, en el sector de servicios financieros.

## Gráfico 2

### Saldos medios por cuenta corriente de los centros financieros entre 2010 y 2018



Fuentes: Estadísticas de balanza de pagos del FMI y cálculos del BCE.

**Para los bancos centrales es importante medir correctamente las estadísticas exteriores, como las analizadas en este artículo.** Los grandes desequilibrios externos pueden suscitar dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento económico y sobre la estabilidad financiera, que pueden afectar a la política monetaria y a las políticas macroprudenciales. Por ejemplo, los bancos centrales hacen un seguimiento de las cuentas exteriores para estimar el valor de equilibrio de los tipos de cambio y detectar posibles desajustes, ya que las correcciones abruptas y significativas de los tipos de cambio podrían influir en la evolución de la inflación. Una imagen distorsionada de los desequilibrios por cuenta corriente agregados podría proporcionar señales erróneas a las autoridades responsables de formular las políticas económicas.

**Este artículo se estructura como sigue.** En la sección 2 se explica cómo se registran las operaciones típicas de las empresas multinacionales en las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional; también se hace hincapié en las importantes dificultades asociadas a la medición de esas estadísticas. La sección 3 tiene por objeto medir la importancia cuantitativa de las operaciones de las multinacionales para las cuentas exteriores de los países de la zona del euro, distinguiendo, en particular, los centros financieros de las otras economías de la zona del euro y centrando la atención en aspectos del comercio y en la composición de la IED en la zona del euro. En la sección 4 se presentan un resumen y las conclusiones del artículo.

## Conclusiones

**En este artículo se ha analizado cómo las operaciones de las grandes empresas multinacionales están afectando a las cuentas exteriores de la zona del euro y, en general, de los centros financieros.** En primer lugar, en el artículo



se ha descrito cómo se registran las operaciones de las multinacionales en las estadísticas transfronterizas, así como las dificultades asociadas a su medición. En segundo lugar, en el artículo se ha mostrado el impacto que tienen las multinacionales en las cuentas exteriores de la zona del euro, el cual queda patente, sobre todo, en los saldos por cuenta corriente y en la IED en los centros financieros de la zona del euro, a menudo a través de entidades de propósito especial. En tercer lugar, las economías de los centros financieros presentan, en general, superávits por cuenta corriente que pueden atribuirse, en parte, a la actividad de las multinacionales.

**Las iniciativas multilaterales dirigidas a mejorar la transparencia de las operaciones de las empresas multinacionales son necesarias para asegurar el intercambio de información entre países con fines estadísticos y fiscales.** Esas iniciativas deberían ayudar a las autoridades nacionales a tomar medidas contra la elusión fiscal. Asimismo, la estrecha colaboración internacional entre los organismos responsables de elaborar estadísticas —incluido el intercambio de información potencialmente confidencial— contribuiría a garantizar la coherencia en el registro de las actividades de las multinacionales en los distintos países, y mejoraría la calidad y la coherencia de las estadísticas macroeconómicas. Concretamente, esas iniciativas podrían ayudar a asegurar la transparencia presentando por separado las operaciones realizadas por las entidades de propósito especial en la IED de la balanza de pagos.

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

## 2 Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro en el BCE

Marta Bañbura y Lorena Saiz

### Introducción

**La evaluación en tiempo real de la evolución de la actividad económica es fundamental para la ejecución de la política monetaria.** Facilita la detección oportuna de los cambios en la dinámica económica subyacente a tenor de los datos que se reciben, y contribuye a evaluar de manera más amplia las perspectivas económicas y los riesgos asociados. Forma parte integral del análisis económico en el enfoque basado en dos pilares que aplica el Banco Central Europeo (BCE) en la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios. Además, dados los desfases en la transmisión de las medidas de política monetaria, la evaluación oportuna y fiable de las condiciones económicas es un elemento clave para valorar la orientación de la política monetaria.

**Las estimaciones oficiales del crecimiento del PIB real en la zona del euro se publican con cierto retraso, pero la evolución actual y a corto plazo del PIB real puede evaluarse con indicadores oportunos y de alta frecuencia.** El PIB real es una variable fundamental que resume la información sobre la actividad económica real. Sin embargo, únicamente está disponible con frecuencia trimestral y su primera estimación oficial para la zona del euro —la estimación preliminar de avance— no se publica hasta aproximadamente 30 días después de que finalice el trimestre de referencia. Para compensar este desfase, en el BCE y en otros organismos se han desarrollado modelos econométricos que pueden aprovechar un extenso conjunto de datos para obtener una estimación en tiempo real del PIB real del trimestre en curso y del siguiente o siguientes. Las previsiones a corto plazo se basan normalmente en información de los mercados financieros, encuestas de opinión o datos sectoriales (por ejemplo, de los sectores industrial, minorista o exterior). Estos indicadores suelen publicarse con frecuencia mensual, semanal o diaria y con menores desfases.

**Construir herramientas cuantitativas para elaborar previsiones a corto plazo de la actividad económica plantea una serie de retos.** Primero, estas herramientas han de combinar la información procedente de datos recogidos con distintas frecuencias. Segundo, deben abordar el problema de la información incompleta (lo que se conoce como *ragged edge*), que se debe al hecho de que los distintos tipos de información se publican con desfases diferentes. Por ejemplo, la producción industrial de la zona del euro se publica en torno a seis semanas después de que finalice el mes de referencia, mientras que las encuestas de opinión y los datos de los mercados financieros suelen estar ya publicados cuando termina el período de referencia. Tercero, dado que existen muchos indicadores que pueden ser de utilidad, los métodos econométricos deberían ser capaces de estimar

múltiples parámetros con fiabilidad. Cuarto, muchos indicadores son revisados posteriormente y, por consiguiente, su primera publicación puede contener errores de medición o ruido considerables. Quinto, los datos pueden estar alterados por valores atípicos, como consecuencia de acontecimientos inusuales (por ejemplo, huelgas o condiciones meteorológicas atípicas) o de cambios en las propiedades estadísticas a lo largo del tiempo, debido a variaciones económicas estructurales o metodológicas.

**Durante la crisis financiera global y en el período posterior quedaron de manifiesto otras dificultades asociadas a las previsiones en tiempo real.** La gran mayoría de los modelos, incluidos los utilizados en el BCE para las previsiones a corto plazo en ese momento<sup>38</sup>, no fueron capaces de predecir ni el momento ni la profundidad de la Gran Recesión. Además, esos modelos sobreestimaron sistemáticamente la fortaleza de la recuperación posterior. En ese momento se esgrimieron varias razones para explicar esta decepcionante falta de precisión de las previsiones, entre ellas, cambios en las relaciones estructurales entre variables económicas, resultados extremos en determinados indicadores que eran incoherentes con los supuestos utilizados en los modelos, la cobertura insuficiente de los datos de los mercados financieros y la no linealidad de la relación entre la economía real y el sector financiero. Aparte de abordar estas deficiencias, se recomendó a los encargados de las modelizaciones que, entre otras medidas, desarrollaran mejores herramientas para la evaluación de riesgos y establecieran narrativas económicas adecuadas<sup>39</sup>.

**El conjunto de modelos para las previsiones a corto plazo del crecimiento del PIB real de la zona del euro que el BCE utiliza actualmente es el resultado de una revisión exhaustiva realizada en 2015.** Los modelos se basan en un conjunto de datos de tamaño medio de aproximadamente 30 indicadores mensuales. Una estructura econométrica multivariante y una cobertura relativamente amplia de diversos aspectos de la economía de la zona del euro sirven de marco para interpretar los datos que se reciben y las revisiones de las previsiones. Las previsiones se preparan con procedimientos automatizados (es decir, no contienen juicios de valor) y pueden elaborarse en cuestión de minutos. Además de las previsiones puntuales, el conjunto de modelos puede producir también distribuciones predictivas (gráficos de abanico o *fan charts*), que pueden utilizarse para evaluar, en tiempo real, el grado de incertidumbre sobre las perspectivas a corto plazo o los riesgos para esas perspectivas.

**Las previsiones a corto plazo del PIB real basadas en modelos son una aportación importante para las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE<sup>40</sup>.** Como presentan estimaciones cuantitativas del crecimiento del PIB real antes de que se publiquen los datos oficiales y ofrecen una valoración de las «novedades» macroeconómicas desde que se completaron las proyecciones anteriores, son un punto de partida útil para actualizar las perspectivas

<sup>38</sup> Véase «[Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro](#)», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2008.

<sup>39</sup> Véase, por ejemplo, G. Kenny y J. Morgan, «[Some lessons from the financial crisis for the economic analysis](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 130, BCE, 2011.

<sup>40</sup> Véase «[A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#)», BCE, julio de 2016.

de referencia a corto plazo del crecimiento del PIB. Asimismo, las distribuciones predictivas aportan información basada en modelos para evaluar el balance de riesgos en torno a las proyecciones del PIB elaboradas por los expertos.

**El artículo se organiza como sigue.** En la sección 2 se explica el marco metodológico del conjunto de modelos que utiliza el BCE para las previsiones a corto plazo del PIB real. En la sección 3 se presenta una evaluación de la precisión de los modelos en lo que respecta a las previsiones. La sección 4 se centra en dos elementos interesantes del conjunto de modelos: nuevos análisis y distribuciones predictivas. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones con las principales enseñanzas extraídas y se indican los retos actuales, las mejoras adicionales previstas y las nuevas líneas que seguirán los trabajos en el futuro.

## Conclusiones y nuevas líneas de trabajo

**Los cambios en las relaciones económicas provocados por la evolución del entorno económico suponen un reto para los modelos de predicción en general y para las herramientas de previsión a corto plazo en particular.**

Algunos ejemplos notables de cambios estructurales son el cambio climático, el reequilibrio entre sectores, la evolución de la productividad, los efectos de recesiones graves y, más concretamente para la zona del euro, los cambios en el sector del automóvil.

**Se pueden extraer varias enseñanzas sobre cómo abordar estos y otros retos a partir de la experiencia adquirida con las previsiones a corto plazo de la actividad económica real basadas en modelos realizadas en el BCE.** En primer lugar, es importante disponer de varios modelos y valorar su precisión regularmente, dado que puede ir deteriorándose con el tiempo. En segundo lugar, la combinación de previsiones de distintos modelos suele ayudar a reforzar las previsiones para que sean más robustas a los errores de especificación. En tercer lugar, incluir información sobre todos los sectores principales de la economía es importante, pero no es necesario utilizar conjuntos de datos con un nivel de desagregación muy elevado. Un conjunto de tamaño medio de indicadores relevantes y oportunos parece ser suficiente para captar la información sobre la evolución de la actividad real a corto plazo. Por último, es importante poder interpretar las revisiones de las perspectivas y comunicar la incertidumbre en torno a las previsiones. Con todo, hay margen para seguir mejorando varios aspectos.

**Una de las cuestiones que preocupan es que los modelos de previsión a corto plazo dependen en gran medida de datos procedentes de encuestas.** Las encuestas aportan información cualitativa (es decir, opiniones o percepciones) extraída de muestras relativamente reducidas de empresas o consumidores. Son muy relevantes debido a su reducido desfase de publicación. Sin embargo, su relación con los indicadores cuantitativos puede cambiar a lo largo del tiempo y reflejar sesgos de muestreo (por ejemplo, sesgo de supervivencia, especialmente después de la crisis) o el hecho de que los participantes en las encuestas pueden cambiar las referencias utilizadas para sus valoraciones (por ejemplo, el valor del

crecimiento de las ventas, que puede considerarse una mejora de los resultados de la empresa)<sup>41</sup>. En consecuencia, no es tan sencillo establecer una correspondencia entre los niveles que muestran los datos de las encuestas y las tasas de crecimiento económico. Por ejemplo, a principios de 2018, los datos de las encuestas de opinión se situaban en niveles históricamente elevados<sup>42</sup>, mientras que el crecimiento del PIB real se ralentizó considerablemente en la zona del euro. En cambio, algunas de las encuestas señalaban unas perspectivas bastante desalentadoras para 2019, mientras que los datos cuantitativos pasaron a ser algo más sólidos.

**Se pueden emplear otros modelos e indicadores para mejorar aún más la precisión y la fortaleza de los modelos que se utilizan en la actualidad.** Entre los ejemplos figuran los modelos de parámetros variables en el tiempo que pueden reflejar relaciones que cambian con el tiempo de forma flexible<sup>43</sup>. También se está investigando la utilidad de indicadores y métodos alternativos, concretamente los algoritmos de aprendizaje automático y el *big data*. El término *big data* es muy amplio. En este contexto, incluye grandes volúmenes de datos en tiempo casi real procedentes de internet (por ejemplo, volúmenes de búsquedas en internet<sup>44</sup>, datos de redes sociales como Twitter y Facebook, artículos de periódicos) o grandes volúmenes de datos de fuentes no oficiales (por ejemplo, plataformas de negociación y sistemas de pago). La tecnología de *big data* permite utilizar una amplia variedad de indicadores, que pueden ofrecer datos novedosos y singulares que son de utilidad para las previsiones. Por ejemplo, los indicadores de sentimiento basados en textos podrían ser particularmente útiles, dado que pueden elaborarse de forma automática con una frecuencia elevada y a costes más reducidos que los indicadores de sentimiento basados en encuestas, y pueden extraerse a partir de grandes muestras de periódicos para evitar los sesgos<sup>45</sup>. Al mismo tiempo, también es importante tener en cuenta que considerar un extenso conjunto de variables explicativas entraña riesgos de sobreajuste, lo que no se traduce necesariamente en mejoras de la precisión de las previsiones fuera de la muestra. Algunas de estas dificultades pueden solucionarse con algoritmos de aprendizaje automático, que también tienen la ventaja de poder captar relaciones no lineales complejas. Estas son algunas líneas interesantes que pueden seguir los trabajos en el futuro.

**Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.**

---

<sup>41</sup> Véase C. Gayer y B. Marc, «A 'New Modesty'? Level Shifts in Survey Data and the Decreasing Trend of 'Normal' Growth», *European Economy Discussion Paper*, 083, Comisión Europea, julio de 2018.

<sup>42</sup> Véase el recuadro titulado «¿Qué nos sugiere la reciente fortaleza de los indicadores de opinión sobre la intensidad y la magnitud del crecimiento del PIB real?», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2017.

<sup>43</sup> Véase, por ejemplo, J. Antolín-Díaz, T. Drechsel e I. Petrella, «Tracking the Slowdown in Long-Run GDP Growth», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 99, número 2, 2017, pp. 343–356.

<sup>44</sup> Véase, por ejemplo, L. Ferrara y A. Simoni, «When are Google data useful to nowcast GDP? An approach via pre-selection and shrinkage», *Working Papers*, n.º 2019-04, Center for Research in Economics and Statistics, 2019.

<sup>45</sup> Véase, por ejemplo, L. A. Thorsrud, «Words are the New Numbers: A Newsy Coincident Index of the Business Cycle», *Journal of Business & Economic Statistics*, 2018.

### 3 Estado de la agenda para la profundización de la Unión Económica y Monetaria

Sander Tordo, Jacopo Carmassi, Sebastian Hauptmeier y Malte Jahning<sup>46</sup>

**En este artículo se describen los avances realizados en diversos aspectos de la profundización de la Unión Económica y Monetaria (UEM).** El inicio de una nueva legislatura en la Unión Europea (2019-2024) constituye un momento lógico y oportuno para hacer balance de los progresos, con el fin de completar la arquitectura de la UEM.

**En las dos últimas legislaturas de la UE se lograron avances significativos en lo que respecta a la arquitectura de la UEM en respuesta a la crisis financiera internacional que comenzó hace más de una década.** Se estableció una unión bancaria, con una supervisión común a escala supranacional de las mayores entidades de crédito europeas y un marco común para abordar la situación del sector bancario y llevar a cabo la resolución de entidades con problemas. Se creó el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) para prestar apoyo a los países de la zona del euro que se vieran afectados por crisis económicas profundas. También se efectuaron ajustes en las normas comunes que rigen las políticas fiscales y económicas nacionales.

**Sin embargo, no hay margen para la autocomplacencia: la UEM debe fortalecer aún más su capacidad de resistencia frente a perturbaciones económicas adversas.** Una mayor compartición de riesgos a través de canales privados (por los que las empresas y los hogares diversifican geográficamente sus activos a través de mercados de capitales y bancarios integrados) puede ayudar a mitigar los efectos de recesiones a nivel nacional, ya que permite que las perturbaciones locales se vean atenuadas con ingresos procedentes de otros países. Potenciar la compartición de riesgos a través de canales públicos (por ejemplo, mediante algún tipo de política fiscal común o de mecanismos de respaldo compartidos que salvaguarden la estabilidad financiera en épocas de crisis) también puede contribuir a amortiguar el impacto de recesiones locales e incluso de las que afecten a toda la zona del euro. La participación de los canales privados y públicos en el reparto de riesgos sigue siendo más limitada en la zona del euro que en otras uniones monetarias, como Estados Unidos. Asimismo, los mecanismos de gobernanza orientados a asegurar la solidez de las políticas nacionales y que tratan de evitar efectos de contagio perniciosos entre los distintos países de la zona del euro podrían reforzarse aún más.

**Está previsto que, en un futuro próximo, se adopten decisiones concretas y se siga trabajando en diversos aspectos de la UEM.** Ello incluye trabajos relacionados con la unión bancaria y la unión de los mercados de capitales (UMC),

<sup>46</sup> Los autores agradecen las valiosas contribuciones de Giovanni Di Iasio, Joachim Eule, Donata Faccia, Alessandro Giovannini, Anastasia Koutsomanoli-Filippaki, Rebecca Segall, Pär Torstensson y David Sondermann.

que continúan estando incompletas, lo que deja margen para incrementar en mayor medida la estabilidad y la integración de los mercados bancarios y de capitales europeos. Otras iniciativas son la reforma del MEDE como parte de la labor desarrollada en el área de gestión de crisis, así como la creación de un instrumento presupuestario de convergencia y competitividad (IPCC), que tiene por objeto ayudar a que los países de la zona del euro inviertan y apliquen reformas para mejorar la estructura de sus economías. Además, la Comisión Europea también está revisando el marco de gobernanza fiscal y económica que coordina las políticas nacionales y va a presentar una propuesta para establecer un sistema europeo de reaseguro de desempleo como vía para fortalecer la capacidad de resistencia de la zona del euro frente a recesiones económicas.

**El BCE tiene un claro interés en reforzar la robustez de la arquitectura institucional de la zona del euro.** El BCE considera que unas políticas fiscales anticíclicas prudentes, una capacidad de resistencia financiera suficiente y la compartición de riesgos a través de canales privados y públicos transfronterizos son fundamentales para una transmisión de la política monetaria más eficaz y con menos efectos secundarios, así como para mejorar la sincronización de los ciclos económicos de la zona del euro, complementar la política monetaria y dotar de mayor efectividad a la supervisión bancaria europea.

**Con este trasfondo, en este artículo se describen distintos elementos de la agenda para la profundización de la UEM y se identifican varias cuestiones pendientes.**

## Introducción

**Un reto importante para la UE durante la legislatura 2019-2024 será completar la arquitectura institucional de la UEM.** En mayo de 2019 se eligió un nuevo Parlamento Europeo, y la nueva presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, presentó sus prioridades en julio de 2019, antes de tomar posesión del cargo el 1 de diciembre de 2019, junto con el nuevo colegio de comisarios. Entretanto, los jefes de Estado o de Gobierno de la UE establecieron diez prioridades para la Unión Europea en el período 2019-2024 en una declaración realizada en Sibiu el 9 de mayo de 2019<sup>47</sup>.

**La reforma de la arquitectura de la UEM es una responsabilidad que comparten todas las instituciones y los Estados miembros de la UE.** La Comisión desempeña un papel fundamental con la presentación de propuestas (incluidos proyectos de legislación), que son adoptadas por el Consejo ECOFIN (del que forman parte los ministros de Finanzas de la UE-27), generalmente en colaboración con el Parlamento Europeo. En términos de políticas, el Eurogrupo (integrado por los ministros de Finanzas de los países de la zona del euro, a cuyas reuniones asisten en ocasiones los ministros de Finanzas de países de la UE no pertenecientes a la zona del euro) es el principal foro para proporcionar orientación estratégica y para negociar el proceso de profundización de la arquitectura de la

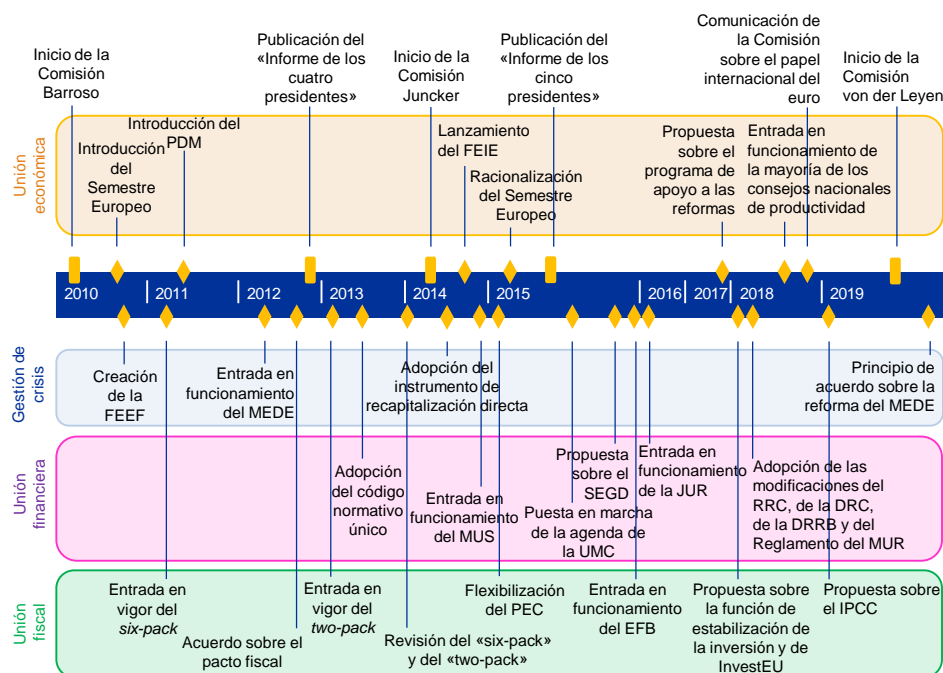
<sup>47</sup>. Véase la [Declaración de Sibiu](#).

zona del euro. En último término, las decisiones políticas sobre la UEM se toman en las Cumbres del Euro, que reúnen a los jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro. Los procedimientos de adopción de decisiones son diferentes si las áreas de política están reguladas por acuerdos intergubernamentales (como en el marco del MEDE). El BCE participa en estos foros de la UE y de la zona del euro y actúa como asesor en relación con las reformas de la UEM. Así pues, estas reformas son el resultado de la interacción entre estos actores y de sus competencias en el proceso legislativo.

**En las dos últimas legislaturas de la UE se lograron importantes progresos en la arquitectura de la UEM (como muestra la figura 1).** Con la introducción del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y del Mecanismo Único de Resolución (MUR) se establecieron dos de los tres pilares de la unión bancaria, y el tercer pilar —un sistema europeo de garantía de depósitos (SEGD)— se dejó sin completar. Ello se basó en los avances institucionales realizados durante la crisis, como la creación del MEDE, las reformas de las reglas fiscales y el establecimiento del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM) para corregir desequilibrios macroeconómicos perjudiciales. Todos estos pasos fueron fundamentales para reducir los riesgos financieros y macroeconómicos, mejorar la compartición de riesgos y reforzar la transmisión de la política monetaria en toda la zona del euro.

**Figura 1**

**Cronograma de las reformas de la arquitectura de la UEM desde 2010**



Fuente: BCE, basado en <https://www.consiliium.europa.eu/es/policies/emu-deepening/emu-glossary>.

Notas: «PDM» se refiere al procedimiento de desequilibrio macroeconómico; «FEIE» alude al Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas; «FEEF» es la Facilidad Europea de Estabilización Financiera; «MEDE» corresponde al Mecanismo Europeo de Estabilidad; «JUR» se refiere a la Junta Única de Resolución; «RRC» es el Reglamento de Requerimientos de Capital; «DRC» es la Directiva de Requerimientos de Capital; «DRRB» alude a la Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria; «Reglamento del MUR» se refiere al Reglamento del Mecanismo Único de Resolución; «SEGD» se refiere al sistema europeo de garantía de depósitos; «PEC» es el Pacto de Estabilidad y Crecimiento; «CFE» alude al Consejo Fiscal Europeo; «IPCC» es el instrumento presupuestario de convergencia y competitividad; el «six-pack» comprende seis reglamentos orientados a reforzar el PEC y a establecer el PDM; el «two-pack» incluye reglamentos destinados a reforzar el ciclo de vigilancia presupuestaria en la UEM, y el «pacto fiscal» es un tratado intergubernamental para anclar las reglas fiscales en las constituciones nacionales.



**Sin embargo, el proceso de profundización de la UEM ha perdido su impulso inicial.** La compartición de riesgos a través de canales privados y públicos sigue siendo más limitada en la zona del euro que en otras uniones monetarias (como Estados Unidos). La unión bancaria sigue estando incompleta sin el SEGD, y se debe continuar avanzando en el establecimiento de una verdadera UMC. En el área fiscal, la zona del euro sigue careciendo de una capacidad fiscal centralizada con fines de estabilización macroeconómica. Asimismo, los mecanismos orientados a garantizar la solidez de las políticas nacionales podrían reforzarse más. Existe un amplio consenso sobre la necesidad de simplificar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para aumentar la efectividad y el carácter anticíclico de las reglas fiscales de la UE y para promover un mayor compromiso de los países con estas reglas. Por otra parte, el ritmo de implementación de reformas estructurales en el contexto del Semestre Europeo y la efectividad del PDM continúan siendo bajos. Una UEM más profunda y completa (incluida una UMC reforzada) —en un contexto de ejecución de políticas económicas sólidas<sup>48</sup> en la zona del euro— también respaldaría el papel internacional del euro<sup>49</sup>.

**La profundización de la UEM es solo uno de los diversos retos que afrontan la Comisión, el Consejo y el Parlamento Europeo.** Las declaraciones oficiales de la nueva Comisión indican que el medio ambiente, la migración y la digitalización también recibirán una atención sustancial, además de las cuestiones demográficas y las tensiones globales<sup>50</sup>. Ello refleja cambios en las prioridades de los ciudadanos europeos, como señala el Eurobarómetro Standard de otoño de 2019<sup>51</sup>. La Declaración de Sibiu, en la que los jefes de Estado o de Gobierno europeos fijaron la agenda estratégica de la UE para el período 2019-2024<sup>52</sup>, incluía una referencia a la profundización de la UEM bajo el epígrafe general «Desarrollar nuestra base económica: el modelo europeo para el futuro». Charles Michel, nuevo presidente del Consejo, será responsable del seguimiento del cumplimiento de la declaración, y ha señalado que reforzar la UEM es particularmente importante en el contexto del fortalecimiento del papel internacional del euro<sup>53</sup>. Junto con cuestiones como la inversión, el empleo y la desigualdad, el Parlamento Europeo ha instado a que se realicen mayores avances en todos los aspectos relacionados con la

<sup>48</sup>. Véase K. Masuch, R. Anderton, R. Setzer y N. Benalal (eds.), «[Structural policies in the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 210, BCE, 2018.

<sup>49</sup>. Véanse «[The international role of the euro](#)», BCE, junio de 2019, y la comunicación de la Comisión Europea de 5 de diciembre de 2018 titulada «[Towards a stronger international role of the euro](#)».

<sup>50</sup> Para información más detallada sobre las prioridades de la Comisión en materia de políticas para el período 2019-2024, véase [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024\\_es](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024_es).

<sup>51</sup> En particular, un 34 % (sin variación con respecto a la encuesta anterior, realizada seis meses antes) de los encuestados en la zona del euro consideraba que la inmigración era una cuestión apremiante para la UE, mientras que para un 38 % en términos acumulados (3 puntos porcentuales más), el cambio climático y el medio ambiente eran áreas prioritarias a escala de la UE. En cambio, solo el 18 % (sin variación con respecto a la encuesta anterior) de los encuestados en la zona del euro opinaba que la situación económica era una prioridad y un 15 % (3 puntos porcentuales menos) consideraba las finanzas públicas de los Estados miembros como una cuestión clave.

<sup>52</sup> Véase [https://www.consilium.europa.eu/media/39291/en\\_leaders-agenda-note-on-strategic-agenda-2019-2024-0519.pdf](https://www.consilium.europa.eu/media/39291/en_leaders-agenda-note-on-strategic-agenda-2019-2024-0519.pdf).

<sup>53</sup> Véanse las observaciones de Charles Michel tras la reunión del Consejo Europeo del 13 de diciembre de 2019: <https://www.consilium.europa.eu/nl/press/press-releases/2019/12/13/remarks-by-president-charles-michel-after-the-european-council-meetings-on-13-december-2019>.

profundización de la UEM, y ha solicitado a la Comisión que presente propuestas al respecto<sup>54</sup>.

**Está previsto que, en un futuro próximo, se adopten nuevas decisiones y se realicen trabajos de seguimiento de diversos aspectos del proceso de profundización de la UEM.** En la Cumbre del Euro del 13 de diciembre de 2019 se hizo balance de los trabajos en curso relacionados con la unión bancaria, y se encomendó al grupo de trabajo de alto nivel sobre un sistema europeo de garantía de depósitos que, bajo los auspicios del Eurogrupo, formulara propuestas con el fin de establecer una hoja de ruta para completar la unión bancaria. También tomó nota de los planes de reforma del MEDE (sobre la que se alcanzó un acuerdo de alto nivel en la reunión del Eurogrupo de diciembre de 2019) y de los principales elementos del IPCC. Para el resto de 2020, los programas de trabajo de los distintos foros de la UE contemplan que los parlamentos nacionales ratifiquen el paquete de reformas del MEDE, que el Parlamento Europeo y el Consejo desarrollen la legislación sobre el IPCC, y que el Foro de alto nivel creado por la Comisión presente propuestas en relación con nuevas prioridades para la UMC. Además, es probable que se continúe trabajando en un amplio conjunto de medidas sobre la unión bancaria, la Comisión emprenderá la revisión del marco de gobernanza fiscal y económica, proseguirán las discusiones técnicas sobre la creación de una capacidad fiscal para la zona del euro y podría formularse una nueva propuesta para establecer un sistema europeo de reaseguro de desempleo. En la siguiente sección se ofrece información más detallada sobre estas líneas de trabajo.

## Conclusiones

**La nueva legislatura europea podrá continuar avanzando sobre la base de los importantes logros en la mejora de la arquitectura de la UEM alcanzados en la década anterior.** La creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad, la reforma de las reglas fiscales y el establecimiento del procedimiento de desequilibrio macroeconómico contribuyeron a abordar las deficiencias que la crisis puso de manifiesto. Con la posterior introducción del Mecanismo Único de Supervisión y del Mecanismo Único de Resolución se establecieron dos de los tres pilares de la unión bancaria.

**Sin embargo, la agenda propuesta en el «Informe de los cinco presidentes» aún no se ha implementado íntegramente, y quedan medidas pendientes de aplicar en los ámbitos financiero, fiscal, económico y político.** No hay margen para la autocomplacencia cuando se trata de reforzar la capacidad de resistencia de la UEM frente a perturbaciones adversas. La deuda privada y pública continúa en niveles elevados en muchos países, la compartición de riesgos a través de canales privados y públicos sigue siendo más limitada en la zona del euro que en otras uniones monetarias, y los mecanismos orientados a garantizar la solidez de las políticas nacionales podrían fortalecerse en mayor medida.

---

<sup>54</sup> Véase, por ejemplo, [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0312\\_ES.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0312_ES.html).

**La primera prioridad es la necesidad de completar la unión bancaria.** Una unión bancaria inconclusa impedirá que la zona del euro y sus ciudadanos se beneficien plenamente de la integración de los mercados y de un nivel uniforme de protección de los depositantes. Se observa, no obstante, cierto impulso en este sentido, que debería aprovecharse para aplicar un paquete de medidas en paralelo:

- Creación de un sistema europeo de garantía de depósitos: el establecimiento de un auténtico SEGD debería ser una prioridad fundamental, ya que es el principal elemento que falta para completar la unión bancaria. En el corto y el medio plazo, se podría establecer un sistema de garantía de depósitos común basado en un modelo híbrido, sustentado en los sistemas nacionales ya existentes y en un fondo central, en el que la cobertura de pérdidas se ampliaría gradualmente a lo largo de los cinco años posteriores. No obstante, el objetivo último debería ser un SEGD con plena cobertura de pérdidas y de liquidez, para garantizar un nivel uniforme de protección de los depósitos cubiertos.
- Armonización a escala europea de los procedimientos de insolvencia nacionales de las entidades de crédito: estos marcos siguen presentando diferencias entre países, lo que puede dar lugar a resultados muy dispares. Si se toma como modelo la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés) estadounidense, se debería establecer un marco de liquidación armonizado y dotar a la Junta Única de Resolución de los instrumentos necesarios para supervisar la liquidación ordenada de entidades (especialmente en el caso de las entidades pequeñas y medianas que no están sujetas a resolución).
- Eliminación de obstáculos a la libre circulación de capitales y de liquidez: para proteger los balances de las entidades de crédito nacionales de perturbaciones adversas, se debería permitir la libre circulación de capitales y de liquidez en la UEM (también dentro de grupos bancarios transfronterizos). Será esencial alcanzar un equilibrio entre los intereses de la integración financiera y los de la estabilidad financiera para eliminar esos obstáculos en la zona del euro.
- Reconocimiento de que el tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas y la creación de un activo seguro común para la zona del euro pueden ser dos elementos adicionales del proceso de profundización de la UEM que se refuercen entre sí: se debería seguir trabajando de manera independiente en un diseño sólido y prudente de cada uno de estos dos conceptos. La introducción del tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas ha de tener en cuenta consideraciones de estabilidad financiera, y subraya la necesidad de garantizar una disponibilidad suficiente de activos seguros para gestionar la liquidez y los riesgos de las entidades financieras. Asimismo, la creación de un activo seguro común para la zona del euro —si los Estados miembros así lo deciden— debería hacerse de forma que los incentivos para la adopción de políticas fiscales nacionales prudentes no se vean desvirtuados. Ese activo seguro común también favorecerá la ejecución fluida de la política monetaria y, junto con el tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas, contribuirá a la seguridad y la solvencia de las

entidades de crédito, e, indirectamente, a reforzar el papel internacional del euro.

- Cierre de la brecha existente en la provisión de liquidez a entidades de crédito en resolución: una garantía a nivel europeo que asegure acceso a la liquidez del Eurosistema a las entidades en resolución equipararía a la zona del euro con otras importantes jurisdicciones, como el Reino Unido y Estados Unidos.
- Mejora del marco de prevención del blanqueo de capitales (PBC) europeo: la Directiva sobre PBC vigente debería convertirse en un reglamento que establezca un conjunto de herramientas a escala europea eficaz en la lucha contra el blanqueo de capitales. La responsabilidad de los trabajos en materia de PBC debería encomendarse a un órgano de la UE distinto del BCE, al que se podría otorgar facultades de supervisión directa en este ámbito.

**Una segunda prioridad es el desarrollo de un mercado de capitales europeo, que es esencial para poder mejorar la compartición de riesgos a través de canales privados y es un ámbito que sigue estando insuficientemente desarrollado.** Se espera que la Comisión Europea y su Foro de alto nivel sobre la UMC presenten propuestas sobre esta cuestión en los primeros meses de 2020, que tendrán que mostrar una ambición renovada para impulsar el proyecto de la UMC, particularmente en relación con los siguientes aspectos:

- **Fomento de la convergencia supervisora:** una verdadera UMC deberá contar con un único supervisor de los mercados de capitales a escala europea, y asegurar la igualdad de condiciones no solo en términos de regulación, sino también en lo relativo a las prácticas supervisoras y su aplicación en toda la UE.
- **Armonización de productos y de estándares:** se deberían armonizar los productos y los estándares de los mercados de capitales, con un producto paneuropeo de pensiones y estándares comunes en materia de titulización, *fintech* y bonos verdes, por ejemplo.
- **Convergencia de las condiciones marco:** para crear un entorno que propicie unos mercados de capitales dinámicos en la UE se requiere una mayor convergencia de las condiciones marco que repercuten en la UMC, como los regímenes tributarios y de insolvencia.

**Una tercera prioridad es la necesidad de mejorar la arquitectura fiscal de la zona del euro, que no ha llegado a dar todos los frutos esperados.** Las reglas fiscales actuales no son suficientes para garantizar la consecución de unas posiciones presupuestarias sólidas y sostenibles en épocas de bonanza económica. La consiguiente falta de margen de maniobra fiscal en coyunturas desfavorables puede requerir un endurecimiento procíclico de la política fiscal, lo que podría hacer que la combinación de políticas macroeconómicas no sea adecuada a escala de la zona del euro. Así pues, de cara al futuro, será preciso:

- **Reformar las reglas fiscales para que sean más sencillas y eficaces, y menos procíclicas:** existe un consenso bastante generalizado, tanto en el ámbito académico como en el de las instituciones de política económica, sobre

que sería beneficioso avanzar hacia un marco con un indicador único (como una regla de gasto) vinculado a un anclaje de la deuda. La revisión en curso del paquete legislativo integrado por el «two-pack» y el «six-pack» representa una oportunidad para reevaluar la efectividad del marco del PEC.

- **Establecer una capacidad fiscal centralizada para la zona del euro con fines de estabilización macroeconómica:** las reglas vigentes no propician la adopción de una orientación de la política fiscal para toda la zona del euro que pueda complementar la política monetaria, especialmente cuando los tipos de interés se encuentran en el límite inferior efectivo. Una función presupuestaria centralizada de estas características contribuiría a reforzar la capacidad de resistencia de la zona del euro ante crisis económicas severas.

**Una cuarta prioridad es la necesidad de mejorar la capacidad de resistencia de las estructuras económicas nacionales.** La aplicación de reformas estructurales para incrementar la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo y de productos, así como de las instituciones, ha disminuido en los últimos años. Se pueden seguir dos cauces diferentes para abordar esta cuestión:

- Uso más eficaz del procedimiento de desequilibrio macroeconómico: la aplicación de los instrumentos de coordinación de las políticas económicas existentes — incluido el procedimiento de desequilibrio excesivo— debería ser más eficaz.
- Profundización del mercado único: Europa se está desplazando cada vez más de la producción de bienes a la provisión de servicios, un ámbito en el que el mercado único no está tan desarrollado (en parte como resultado de las deficiencias en la aplicación de la Directiva de servicios). En consecuencia, la prestación de distintos tipos de servicios en varios Estados miembros sigue estando regulada por numerosas normas nacionales. Teniendo esto presente, la Comisión debería centrar de nuevo su atención en iniciativas encaminadas a profundizar en el mercado único, para aprovechar su ya demostrada capacidad para impulsar el crecimiento económico. Paralelamente, podría estudiar la posibilidad de ampliar el alcance del mercado único en áreas en las que los esfuerzos de reforma hayan perdido dinamismo (como las condiciones para el desarrollo de la actividad empresarial, por ejemplo).

**La consecución de avances en estas áreas pendientes de desarrollo reforzará la eficacia de la política monetaria única y de la supervisión bancaria, y contribuirá a preservar la estabilidad financiera.** Para el BCE, unas políticas fiscales anticíclicas prudentes, la culminación de la unión bancaria, una capacidad de resistencia financiera suficiente y la compartición de riesgos a través de canales privados y públicos transfronterizos son importantes para una transmisión de la política monetaria más eficiente y con menos efectos secundarios, mejorar la sincronización de los ciclos económicos de los países de la zona del euro, complementar la política monetaria, dotar de mayor efectividad a la supervisión bancaria europea y preservar la estabilidad financiera.

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

# Estadísticas

## Índice

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

## Información adicional

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

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

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

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

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

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

## Símbolos utilizados en los cuadros

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

# 1 Entorno exterior

## 1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB <sup>1)</sup> (tasas de variación entre periodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro <sup>2)</sup> (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	3,9	2,4	1,9	2,2	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,3	0,3	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	.	.	1,4	0,7	6,1	1,2	2,0	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 I TR	0,8	0,8	0,6	0,5	1,4	0,5	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
II TR	0,7	0,5	-0,1	0,6	1,6	0,1	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
III TR	0,7	0,5	0,5	0,0	1,4	0,3	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
IV TR	.	0,5	0,0	-1,8	1,5	0,1	1,8	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2019 Sep	-	-	-	-	-	-	1,6	2,1	1,7	1,7	0,2	3,0	0,8
Oct	-	-	-	-	-	-	1,6	2,0	1,8	1,5	0,2	3,8	0,7
Nov	-	-	-	-	-	-	1,8	2,1	2,1	1,5	0,5	4,5	1,0
Dic	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1	2,3	1,3	0,8	4,5	1,3
2020 Ene	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	2,5	1,8	0,7	5,4	1,4
Feb <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,2

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 <sup>1)</sup>					
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global <sup>2)</sup>			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global <sup>2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,6
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,1	5,3
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	0,3	-1,0
2019 I TR	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,8	-0,1	-1,3
II TR	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,2	-0,2
III TR	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	1,4	1,6	1,2
IV TR	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,4	49,6	-0,7	-3,1	0,9
2019 Sep	51,2	51,0	49,3	51,5	51,9	50,1	50,9	51,3	48,6	1,4	1,6	1,2
Oct	50,8	50,9	50,0	49,1	52,0	50,6	51,1	50,7	49,6	1,3	0,3	1,9
Nov	51,6	52,0	49,3	49,8	53,2	50,6	51,7	51,6	49,5	0,1	-1,7	1,3
Dic	51,6	52,7	49,3	48,6	52,6	50,9	51,2	51,8	49,5	-0,7	-3,1	0,9
2020 Ene	52,4	53,3	53,3	50,1	51,9	51,3	51,3	52,8	49,5	.	.	.
Feb	45,0	49,6	53,0	47,0	27,5	51,6	42,6	45,8	44,5	.	.	.

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

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

2) Excluida la zona del euro.

## 2 Evolución financiera

### 2.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>						Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) <sup>2)</sup>	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	8
2017	-	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2019 Ago	-0,45	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10
Sep	-0,49	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09
Oct	-0,55	-0,46	-0,46	-0,41	-0,36	-0,30	1,98	-0,11
Nov	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10
Dic	-0,54	-0,46	-0,45	-0,39	-0,34	-0,26	1,91	-0,06
2020 Ene	-0,54	-0,45	-0,46	-0,39	-0,33	-0,25	1,82	-0,05
Feb	-0,54	-0,45	-0,47	-0,41	-0,36	-0,29	1,68	-0,07

Fuente: BCE.

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

2) El BCE publicó el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) por primera vez el 2 de octubre de 2019, con referencia a la actividad de negociación del 1 de octubre de 2019.

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

### 2.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>					Zona del euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>			
	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	
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2019 Ago	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12
Sep	-0,70	-0,76	-0,81	-0,77	-0,52	0,24	-0,10	0,03	-0,83	-0,86	-0,58	-0,02
Oct	-0,67	-0,69	-0,69	-0,62	-0,36	0,32	0,17	-0,01	-0,70	-0,69	-0,41	0,14
Nov	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23
Dic	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020 Ene	-0,62	-0,65	-0,68	-0,64	-0,40	0,26	0,06	-0,11	-0,69	-0,71	-0,46	0,10
Feb	-0,68	-0,74	-0,79	-0,78	-0,57	0,16	0,13	-0,06	-0,80	-0,85	-0,64	-0,13

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) Cálculos del BCE basados en datos brutos facilitados por EuroMTS y en calificaciones crediticias proporcionadas por Fitch Ratings.

### 2.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX											Estados Unidos	Japón	
	Referencia		Principales índices sectoriales									Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.913,4	21.697,2
2019 Ago	363,6	3.355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2.897,5	20.629,7
Sep	379,7	3.514,5	738,2	271,3	751,1	319,7	151,8	669,4	545,0	338,5	294,7	804,3	2.982,2	21.585,5
Oct	382,8	3.551,2	748,2	273,3	742,2	316,6	157,0	671,1	556,8	341,4	306,7	791,7	2.977,7	22.197,5
Nov	398,4	3.693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3.104,9	23.278,1
Dic	400,9	3.715,3	799,3	290,0	755,9	322,8	165,1	716,0	598,5	341,8	295,3	862,5	3.176,7	23.660,4
2020 Ene	406,9	3.758,2	791,2	295,5	758,6	324,6	166,1	728,8	624,6	362,0	291,6	886,8	3.278,2	23.642,9
Feb	407,1	3.734,9	797,3	292,3	734,5	301,0	168,4	722,8	635,8	391,4	298,1	895,0	3.277,3	23.180,4

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)<sup>1), 2)</sup>

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo		Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación		
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés			TAE <sup>3)</sup>	Por período inicial de fijación del tipo de interés					
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 a 10 años		Más de 10 años	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2019 Feb	0,03	0,43	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,58	1,85	1,87	1,84	2,09	1,80
Mar	0,03	0,41	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,17	2,36	1,59	1,82	1,83	1,81	2,06	1,78
Abr	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,59	1,78	1,77	1,77	2,02	1,75
May	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,57	1,80	1,73	1,74	1,99	1,72
Jun	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,63	5,42	5,67	6,24	2,31	1,55	1,74	1,67	1,65	1,95	1,67
Jul	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,55	1,72	1,59	1,57	1,90	1,61
Ago	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,60	6,15	5,75	6,35	2,25	1,51	1,69	1,54	1,50	1,84	1,56
Sep	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,61	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,43	1,77	1,48
Oct	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,63	5,89	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44
Nov	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,64	5,36	5,53	6,25	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47
Dic	0,03	0,42	0,22	0,80	5,58	16,70	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41
2020 Ene <sup>(p)</sup>	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,70	5,63	5,69	6,25	2,21	1,46	1,52	1,43	1,42	1,73	1,44

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

### 2.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a las sociedades no financieras y a sus depósitos (nuevas operaciones)<sup>1), 2)</sup>

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019 Feb	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,64	1,69	1,13	1,39	1,56	1,64
Mar	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
Abr	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
May	0,03	0,04	0,46	2,14	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57
Jun	0,03	0,03	0,57	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
Jul	0,03	0,04	0,56	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56
Ago	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52
Sep	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54
Oct	0,02	-0,03	0,44	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56
Nov	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55
Dic	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,55
2020 Ene <sup>(p)</sup>	0,01	-0,06	0,33	2,09	2,17	2,32	2,11	1,63	1,57	1,45	1,11	1,23	1,28	1,55

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 <sup>1)</sup>						
	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
<b>Corto plazo</b>														
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1.217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.274	550	172	.	84	406	61	414	177	80	.	47	73	38
2019 Ago	1.371	587	184	.	112	424	63	414	180	85	.	39	71	38
Sep	1.392	597	185	.	105	439	66	412	156	88	.	48	81	41
Oct	1.352	579	174	.	106	424	69	421	184	65	.	52	75	45
Nov	1.337	570	173	.	102	425	66	374	148	77	.	44	75	30
Dic	1.274	550	172	.	84	406	61	318	112	89	.	37	45	35
2020 Ene	1.358	595	169	.	99	422	73	495	206	75	.	56	100	57
<b>Largo plazo</b>														
2017	15.353	3.560	3.060	.	1.223	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.744	3.688	3.161	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.319	3.820	3.401	.	1.320	7.152	626	247	69	74	.	20	78	7
2019 Ago	16.195	3.784	3.278	.	1.293	7.200	639	128	24	50	.	8	41	6
Sep	16.270	3.805	3.312	.	1.319	7.200	634	284	82	91	.	34	74	4
Oct	16.223	3.802	3.328	.	1.316	7.153	623	274	61	97	.	24	85	6
Nov	16.369	3.833	3.406	.	1.329	7.172	628	275	63	109	.	26	71	6
Dic	16.319	3.820	3.401	.	1.320	7.152	626	162	58	65	.	14	24	2
2020 Ene	16.404	3.857	3.408	.	1.324	7.190	625	321	118	68	.	16	110	10

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				
<b>Saldo vivo</b>											
2017	16.593,4	4.079,9	3.214,9	.	1.293,1	7.304,7	700,8	7.963,3	612,5	1.258,3	6.092,6
2018	16.961,2	4.192,8	3.330,5	.	1.318,7	7.445,8	673,4	7.033,1	465,0	1.108,9	5.459,2
2019	17.592,9	4.369,8	3.573,5	.	1.404,9	7.558,3	686,4	8.604,3	546,0	1.410,7	6.647,6
2019 Ago	17.566,2	4.371,4	3.462,5	.	1.405,7	7.624,6	702,0	7.849,5	462,4	1.204,6	6.182,4
Sep	17.662,3	4.401,9	3.496,9	.	1.424,2	7.639,5	699,8	8.190,9	496,1	1.356,9	6.337,9
Oct	17.574,4	4.380,9	3.501,7	.	1.421,6	7.577,4	692,8	8.265,6	508,2	1.369,0	6.388,3
Nov	17.705,2	4.402,8	3.579,5	.	1.431,2	7.597,7	693,9	8.511,9	524,1	1.401,7	6.586,2
Dic	17.592,9	4.369,8	3.573,5	.	1.404,9	7.558,3	686,4	8.604,3	546,0	1.410,7	6.647,6
2020 Ene	17.761,7	4.451,8	3.577,1	.	1.423,7	7.611,9	697,3	8.486,9	525,3	1.391,4	6.570,2
<b>Tasa de crecimiento</b>											
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	5,1	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0
2019 Ago	3,2	4,9	3,1	.	5,3	2,2	1,6	-0,1	0,4	-0,1	-0,1
Sep	3,1	4,3	3,6	.	5,0	1,8	3,1	-0,1	0,4	-0,1	-0,1
Oct	2,9	3,9	4,0	.	5,2	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,2
Nov	3,0	3,9	4,8	.	6,3	1,3	1,6	-0,1	0,4	0,0	-0,2
Dic	3,1	3,8	5,1	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0
2020 Ene	3,1	4,1	5,1	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	-0,1	0,0

Fuente: BCE.

## 2 Evolución financiera

### 2.8 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup> (medias del período; índice: I TR 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM reales <sup>2)</sup>	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2017	96,6	91,4	91,9	86,2	79,9	90,3	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,5	80,3	91,3	117,9	93,8
2019	97,3	91,2	91,8	.	.	.	116,7	91,5
2019 I TR	97,4	91,7	92,1	86,0	79,2	89,2	116,7	92,1
II TR	97,3	91,4	91,7	85,9	78,6	88,9	116,8	91,8
III TR	97,7	91,4	91,8	86,2	79,7	89,1	116,9	91,5
IV TR	97,0	90,4	91,4	.	.	.	116,2	90,5
2019 Sep	97,4	91,1	91,7	-	-	-	116,7	91,2
Oct	97,4	90,9	91,7	-	-	-	116,6	90,9
Nov	96,7	90,2	91,1	-	-	-	116,0	90,3
Dic	96,7	90,1	91,4	-	-	-	116,0	90,2
2020 Ene	96,2	89,3	90,9	-	-	-	115,5	89,4
Feb	95,6	88,7	90,2	-	-	-	114,9	88,8
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2020 Feb	-0,6	-0,7	-0,7	-	-	-	-0,5	-0,7
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2020 Feb	-1,8	-3,3	-2,1	-	-	-	-1,5	-3,5

Fuente: BCE.

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

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

### 2.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslovi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2019 I TR	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
II TR	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
III TR	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
IV TR	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2019 Sep	7,832	7,401	25,868	7,463	332,448	118,242	4,353	0,891	4,7381	10,697	1,090	1,100
Oct	7,845	7,436	25,689	7,469	331,462	119,511	4,301	0,875	4,7538	10,802	1,098	1,105
Nov	7,757	7,440	25,531	7,472	333,617	120,338	4,285	0,858	4,7698	10,650	1,098	1,105
Dic	7,797	7,442	25,497	7,472	330,706	121,241	4,273	0,847	4,7779	10,483	1,093	1,111
2020 Ene	7,683	7,443	25,216	7,473	334,380	121,363	4,251	0,849	4,7788	10,554	1,076	1,110
Feb	7,630	7,454	25,051	7,471	337,171	120,026	4,277	0,841	4,7837	10,568	1,065	1,091
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2020 Feb	-0,7	0,2	-0,7	0,0	0,8	-1,1	0,6	-1,0	0,1	0,1	-1,1	-1,8
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2020 Feb	-0,2	0,5	-2,6	0,1	6,1	-4,2	-0,9	-3,6	0,7	0,7	-6,3	-3,9

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 <sup>1)</sup>			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
<i>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</i>												
2018 IV TR	25.405,3	25.871,5	-466,1	10.895,0	8.975,7	8.475,1	10.542,1	-87,9	5.404,0	6.353,6	719,1	14.209,5
2019 I TR	26.666,3	26.969,6	-303,3	11.184,9	9.113,4	9.126,6	11.318,5	-91,5	5.705,2	6.537,6	741,1	14.674,3
II TR	26.804,9	27.085,3	-280,4	11.037,1	9.054,3	9.226,8	11.461,7	-75,4	5.845,6	6.569,3	770,8	14.770,8
III TR	27.834,1	27.960,6	-126,5	11.405,6	9.344,7	9.612,9	11.906,0	-89,0	6.077,6	6.709,9	827,0	15.089,2
<i>Saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2019 III TR	<i>Transacciones</i>											
2019 II TR	353,3	292,4	60,9	92,0	31,5	58,2	141,4	3,0	197,2	119,6	2,9	-
II TR	187,0	170,8	16,2	-90,3	12,8	51,2	78,7	34,1	189,3	79,4	2,7	-
III TR	442,2	337,4	104,8	162,5	150,6	146,7	153,0	3,2	128,1	33,8	1,7	-
IV TR	-316,3	-479,0	162,7	-85,6	-92,2	86,9	-20,7	-2,7	-314,1	-366,1	-0,7	-
2019 Jul	351,5	320,1	31,4	135,3	138,7	52,5	69,4	11,1	145,5	112,1	7,1	-
Ago	17,3	-21,8	39,1	-47,9	-63,0	37,2	17,2	-2,3	29,6	24,0	0,7	-
Sep	73,4	39,1	34,3	75,1	75,0	57,0	66,4	-5,6	-46,9	-102,3	-6,2	-
Oct	21,4	-42,8	64,2	-11,9	-76,3	43,8	7,0	4,2	-15,6	26,6	1,0	-
Nov	27,5	-22,6	50,2	9,8	31,7	29,9	16,7	-1,3	-8,5	-71,0	-2,3	-
Dic	-365,2	-413,6	48,3	-83,5	-47,5	13,3	-44,3	-5,6	-290,0	-321,8	0,5	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2019 Dic	666,3	321,6	344,7	78,6	102,7	343,0	352,3	37,6	200,6	-133,4	6,6	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2019 Dic	5,6	2,7	2,9	0,7	0,9	2,9	3,0	0,3	1,7	-1,1	0,1	-

Fuente: BCE.

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

### 3 Actividad económica

#### 3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>	
					Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Precios corrientes (mm de euros)												
2017	11.200,9	10.709,5	6.036,4	2.296,9	2.306,0	1.102,1	708,5	488,9	70,2	491,4	5.295,9	4.804,5
2018	11.562,2	11.062,8	6.207,6	2.363,2	2.407,6	1.171,3	740,9	488,7	84,4	499,4	5.547,9	5.048,5
2019	11.905,4	11.433,2	6.362,4	2.442,2	2.604,9	1.249,2	764,5	584,0	23,8	472,3	5.720,0	5.247,7
2019 I TR	2.949,7	2.819,0	1.574,8	602,6	627,7	309,1	189,7	127,1	13,9	130,7	1.422,4	1.291,7
II TR	2.967,8	2.866,7	1.589,7	608,3	658,2	306,3	189,3	160,9	10,5	101,1	1.426,7	1.325,6
III TR	2.987,1	2.852,7	1.597,1	613,1	642,3	314,3	192,0	134,1	0,2	134,4	1.434,5	1.300,1
IV TR	3.006,3	2.894,1	1.602,8	618,2	672,4	317,3	192,9	160,4	0,6	112,2	1.443,5	1.331,3
en porcentaje del PIB												
2019	100,0	96,0	53,4	20,5	21,9	10,5	6,4	4,9	0,2	4,0	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2019 I TR	0,5	0,1	0,4	0,4	0,9	1,7	0,5	-0,3	-	-	0,9	0,2
II TR	0,1	1,4	0,2	0,4	5,0	-0,9	0,2	26,5	-	-	0,0	2,7
III TR	0,3	-0,6	0,5	0,6	-3,8	1,2	0,1	-17,7	-	-	0,6	-1,3
IV TR	0,1	0,9	0,1	0,3	4,2	0,0	-0,2	20,3	-	-	0,4	2,2
tasas de variación interanual												
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,4	3,6	4,1	2,3	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	2,9	3,9	-1,3	-	-	3,4	2,7
2019	1,2	1,8	1,3	1,6	5,7	3,2	1,8	17,8	-	-	2,5	3,8
2019 I TR	1,4	1,5	1,2	1,4	4,1	4,4	2,7	5,5	-	-	3,1	3,6
II TR	1,2	2,5	1,2	1,3	8,3	2,3	2,0	32,6	-	-	2,2	5,2
III TR	1,3	1,2	1,5	2,0	3,2	3,2	0,9	6,8	-	-	2,7	2,6
IV TR	1,0	1,8	1,2	1,8	6,3	2,0	0,7	24,8	-	-	2,0	3,8
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2019 I TR	0,5	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,4	0,3	-	-
II TR	0,1	1,3	0,1	0,1	1,1	-0,1	0,0	1,1	0,0	-1,2	-	-
III TR	0,3	-0,6	0,3	0,1	-0,8	0,1	0,0	-1,0	-0,1	0,9	-	-
IV TR	0,1	0,9	0,1	0,1	0,9	0,0	0,0	0,9	-0,1	-0,8	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	-	-
2018	1,9	1,5	0,8	0,2	0,5	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,4	-	-
2019	1,2	1,7	0,7	0,3	1,2	0,3	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2019 I TR	1,4	1,5	0,6	0,3	0,8	0,4	0,2	0,2	-0,3	-0,1	-	-
II TR	1,2	2,4	0,6	0,3	1,7	0,2	0,1	1,4	-0,3	-1,2	-	-
III TR	1,3	1,2	0,8	0,4	0,7	0,3	0,1	0,3	-0,7	0,1	-	-
IV TR	1,0	1,7	0,7	0,4	1,3	0,2	0,0	1,1	-0,6	-0,7	-	-

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
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2017	10.040,0	176,3	1.991,5	503,1	1.909,9	468,8	465,9	1.132,7	1.143,5	1.897,7	350,5	1.160,9
2018	10.357,6	178,1	2.040,8	537,9	1.968,7	488,6	472,0	1.166,8	1.194,5	1.954,9	355,2	1.204,6
2019	10.663,3	180,4	2.049,1	579,9	2.031,3	513,6	481,2	1.205,3	1.240,6	2.018,8	363,1	1.242,2
2019 I TR	2.643,1	45,0	515,0	142,7	503,1	125,8	118,8	297,8	306,0	498,8	90,0	306,7
II TR	2.659,5	45,5	512,5	144,0	506,6	128,0	120,0	300,0	309,5	502,4	90,9	308,2
III TR	2.673,3	45,2	511,8	146,0	509,7	128,7	121,0	302,3	311,5	506,0	91,1	313,8
IV TR	2.693,2	44,9	513,3	147,7	512,9	131,2	121,3	305,2	313,9	511,8	91,1	313,1
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2019	100,0	1,7	19,2	5,4	19,0	4,8	4,5	11,3	11,6	18,9	3,4	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2019 I TR	0,5	-0,3	-0,1	1,4	1,0	1,2	0,9	0,5	0,0	0,2	0,6	0,3
II TR	0,1	-0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,7	0,9	0,4	0,4	0,2	0,3	0,4
III TR	0,3	0,1	-0,4	0,6	0,3	1,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,1	0,8
IV TR	0,1	0,3	-0,7	-0,2	0,3	1,1	0,2	0,4	0,3	0,4	-0,5	-0,1
<i>tasas de variación interanual</i>												
2017	2,6	0,7	3,3	2,6	2,9	5,4	1,1	0,6	4,4	1,6	1,5	2,4
2018	2,0	1,4	1,8	3,3	2,1	4,5	1,4	1,6	3,3	1,0	0,4	1,6
2019	1,2	-0,5	-1,1	3,0	1,8	4,2	2,1	1,7	1,7	1,1	1,1	1,5
2019 I TR	1,4	-0,5	-0,4	4,6	2,0	4,5	1,6	1,5	1,9	1,1	1,0	1,1
II TR	1,2	-1,0	-1,0	3,1	1,6	4,0	2,1	1,7	1,8	1,1	1,5	1,2
III TR	1,2	-0,1	-1,2	3,1	1,9	3,8	2,1	1,7	1,9	1,1	1,3	2,0
IV TR	1,0	-0,5	-1,7	1,5	1,8	4,5	2,6	1,8	1,1	1,1	0,5	1,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2019 I TR	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
II TR	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III TR	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
IV TR	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2019 I TR	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
II TR	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
III TR	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
IV TR	1,0	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 3 Actividad económica

### 3.3 Empleo<sup>1)</sup>

(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
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
<i>tasas de variación interanual</i>													
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,4	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,3	1,5	2,4	1,4	3,4	-0,9	1,7	2,8	1,2	0,4
2019	1,2	1,5	-0,2	-1,8	0,8	2,4	1,2	3,8	-0,3	1,3	1,4	1,4	0,7
2019 I TR	1,4	1,6	0,3	-0,4	1,3	3,3	1,3	4,2	-0,4	2,5	1,8	1,4	0,2
II TR	1,3	1,5	-0,1	-3,0	1,0	2,6	1,3	4,2	-0,6	1,7	1,2	1,5	0,7
III TR	1,1	1,4	-0,4	-2,0	0,7	2,2	1,0	3,7	-0,2	0,8	1,3	1,5	0,9
IV TR	1,1	1,4	-0,5	-1,7	0,5	1,6	1,2	3,0	0,2	0,1	1,2	1,4	1,0
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,0	19,0	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,7	3,1	2,4	1,0	13,8	21,9	6,1
<i>tasas de variación interanual</i>													
2017	1,2	1,7	-1,1	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,4
2018	1,4	1,8	-0,3	0,5	1,2	2,7	1,1	3,2	-1,2	2,4	2,8	1,3	0,4
2019	1,1	1,5	-0,4	-1,4	0,5	2,2	1,0	2,7	-0,1	1,3	1,2	1,8	0,6
2019 I TR	1,7	2,0	0,4	0,3	1,3	4,0	1,6	3,4	-0,1	1,7	1,8	1,9	0,6
II TR	1,0	1,3	-0,6	-3,0	0,4	2,7	0,9	2,8	-0,4	0,9	1,1	1,7	0,3
III TR	0,9	1,3	-0,9	-2,0	0,4	1,6	0,6	2,5	0,0	1,5	0,8	1,8	0,6
IV TR	0,8	1,2	-0,7	-1,1	-0,1	0,6	0,8	2,0	0,0	0,9	0,9	1,7	1,0
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2017	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,2	-0,6	-0,5
2018	-0,1	0,1	-0,1	0,8	-0,2	0,3	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
2019	-0,1	0,0	-0,3	0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-1,0	0,2	0,0	-0,2	0,4	-0,1
2019 I TR	0,3	0,4	0,1	0,8	0,0	0,7	0,3	-0,7	0,4	-0,8	0,0	0,5	0,3
II TR	-0,3	-0,1	-0,6	-0,1	-0,6	0,0	-0,5	-1,3	0,2	-0,8	-0,1	0,2	-0,4
III TR	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,3	-0,6	-0,5	-1,2	0,3	0,8	-0,5	0,4	-0,3
IV TR	-0,3	-0,2	-0,2	0,6	-0,6	-1,0	-0,4	-1,0	-0,2	0,7	-0,3	0,3	0,0

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 <sup>1)</sup>	Sub-empleo, % de población activa <sup>1)</sup>	Desempleo											Tasa de vacantes <sup>2)</sup>
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa <sup>1)</sup>	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			
2017	162,659	4,1	14,757	9,1	4,4	12,089	8,1	2,667	18,8	7,629	8,7	7,128	9,5	1,9
2018	163,305	3,8	13,378	8,2	3,8	10,952	7,4	2,426	17,0	6,891	7,9	6,487	8,6	2,1
2019	.	.	12,415	7,6	.	10,147	6,8	2,269	15,8	6,365	7,2	6,050	7,9	2,3
2019 I TR	163,284	3,6	12,675	7,7	3,5	10,361	6,9	2,314	16,1	6,472	7,4	6,204	8,2	2,3
II TR	163,765	3,6	12,412	7,6	3,3	10,154	6,8	2,258	15,7	6,377	7,3	6,035	7,9	2,3
III TR	164,182	3,3	12,367	7,5	3,2	10,107	6,8	2,259	15,7	6,334	7,2	6,033	7,9	2,2
IV TR	.	.	12,207	7,4	.	9,965	6,6	2,242	15,6	6,278	7,1	5,929	7,8	2,2
2019 Ago	-	-	12,338	7,5	-	10,094	6,8	2,244	15,6	6,318	7,2	6,020	7,9	-
Sep	-	-	12,341	7,5	-	10,081	6,7	2,260	15,7	6,334	7,2	6,007	7,9	-
Oct	-	-	12,233	7,4	-	9,992	6,7	2,241	15,6	6,268	7,1	5,965	7,8	-
Nov	-	-	12,209	7,4	-	9,965	6,6	2,245	15,6	6,272	7,1	5,937	7,8	-
Dic	-	-	12,178	7,4	-	9,937	6,6	2,241	15,6	6,293	7,1	5,885	7,7	-
2020 Ene	-	-	12,179	7,4	-	9,930	6,6	2,249	15,6	6,261	7,1	5,919	7,7	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Sin desestacionalizar.

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

### 3.5 Indicadores económicos a corto plazo

	Producción industrial						Producción de la construcción	Índice del BCE sobre nuevos pedidos industriales	Ventas del comercio al por menor				Matriculaciones de automóviles
	Total (excluida construcción)		Principales ramas de actividad						Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible	
	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
tasas de variación interanual													
2017	2,9	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,7
2018	0,9	1,2	0,5	1,8	1,3	-1,4	2,0	2,7	1,6	1,3	1,9	0,5	0,9
2019	-1,7	-1,7	-2,5	-2,7	1,3	-1,9	1,9	-4,3	2,3	0,8	3,5	0,9	1,8
2019 I TR	-0,5	-0,2	-0,7	-0,6	1,3	-2,8	4,7	-3,2	2,4	1,0	3,5	2,8	-3,1
II TR	-1,4	-1,5	-2,5	-2,6	1,9	-0,3	2,3	-3,6	2,2	1,2	3,0	0,4	-0,7
III TR	-2,1	-2,2	-3,3	-2,5	0,4	-2,2	1,2	-4,8	2,7	0,9	4,1	1,2	0,6
IV TR	-2,8	-2,9	-3,8	-4,7	1,8	-2,2	-0,3	-5,8	1,9	0,4	3,3	-0,4	12,5
2019 Ago	-2,7	-2,7	-3,1	-3,2	-1,1	-3,0	1,5	-5,6	2,9	1,2	4,2	1,9	-6,1
Sep	-1,7	-1,8	-3,9	-1,4	1,5	-2,2	0,2	-4,4	2,9	0,5	4,7	0,5	14,8
Oct	-2,6	-2,6	-3,3	-5,2	2,9	-2,8	0,8	-4,8	1,8	0,4	2,9	0,6	9,8
Nov	-1,7	-1,9	-2,9	-2,3	1,3	-1,7	1,4	-8,0	2,4	1,6	3,5	-1,2	10,0
Dic	-4,1	-4,5	-5,5	-6,7	1,0	-2,3	-3,7	-4,4	1,7	-0,6	3,6	-0,6	17,9
2020 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	1,7	0,7	2,4	0,7	-5,8
tasas de variación intermensual (d.)													
2019 Ago	0,4	0,4	0,1	0,9	0,5	0,2	-0,5	0,5	0,6	0,6	0,9	0,3	11,0
Sep	0,0	0,2	-1,0	0,4	0,8	-0,9	0,8	0,2	-0,2	-0,8	0,0	-0,4	-17,1
Oct	-0,9	-1,0	0,7	-2,7	0,7	-1,3	-0,7	-0,1	-0,1	0,4	-0,4	0,5	4,3
Nov	0,0	0,0	-0,8	0,9	-0,8	1,0	0,7	-0,2	0,9	0,5	1,3	-1,2	3,5
Dic	-2,1	-2,3	-1,7	-4,0	-1,3	-0,5	-3,1	-0,6	-1,1	-1,1	-1,1	-0,1	5,8
2020 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	0,6	0,7	0,4	1,9	-13,0

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



## 3 Actividad económica

### 3.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)								Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de producción
		Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-15	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 I TR	105,8	-0,3	83,1	-7,0	8,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
II TR	103,8	-4,0	82,2	-7,0	7,2	-0,6	11,7	90,6	47,7	48,5	53,1	51,8
III TR	102,0	-7,1	81,4	-6,8	5,1	0,0	9,7	90,4	46,4	47,0	52,8	51,2
IV TR	100,6	-9,2	81,0	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,3	46,4	46,7	52,3	50,7
2019 Sep	101,1	-8,7	-	-6,6	4,3	0,2	9,5	-	45,7	46,1	51,6	50,1
Oct	100,2	-9,3	81,0	-7,6	5,2	-0,9	9,0	90,2	45,9	46,6	52,2	50,6
Nov	100,7	-8,9	-	-7,2	3,9	-0,2	9,2	-	46,9	47,4	51,9	50,6
Dic	100,9	-9,3	-	-8,1	5,7	0,7	11,3	-	46,3	46,1	52,8	50,9
2020 Ene	102,6	-7,0	80,9	-8,1	5,8	-0,1	11,0	90,3	47,9	48,0	52,5	51,3
Feb	103,5	-6,1	-	-6,6	5,3	-0,2	11,2	-	49,2	48,7	52,6	51,6

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

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento <sup>4)</sup>	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) <sup>1)</sup>	Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	12,3	94,0	2,0	1,9	5,5	3,4	3,0	35,1	7,4	79,7	4,3	5,5	2,5
2017	12,0	93,9	1,4	2,2	5,4	4,6	4,7	34,4	7,1	77,2	4,6	7,8	3,0
2018	12,3	93,6	1,8	2,1	7,1	2,4	4,5	33,8	6,0	76,6	2,3	5,4	1,7
2018 IV TR	12,3	93,6	1,6	2,1	8,8	2,4	4,5	33,8	6,0	76,6	2,3	20,7	1,7
2019 I TR	12,6	93,4	2,0	2,2	7,6	3,7	4,3	33,7	6,1	76,7	2,3	7,7	1,7
II TR	12,8	93,5	2,1	2,4	4,4	4,2	4,2	33,5	5,8	77,3	1,8	16,6	1,5
III TR	13,0	93,6	2,3	2,4	4,9	5,0	4,1	33,3	5,8	78,1	2,0	0,2	1,5

Fuentes: BCE y Eurostat.

- 1) Basada en importes acumulados de cuatro trimestres del ahorro, de la deuda y de la renta disponible bruta (ajustada por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones).
- 2) Activos financieros (netos de pasivos financieros) y activos no financieros. Los activos no financieros se componen principalmente de riqueza inmobiliaria (construcciones residenciales y terrenos). También incluyen los activos no financieros de las empresas no constituidas en sociedad clasificadas dentro del sector hogares.
- 3) La participación en los beneficios utiliza la renta empresarial neta, que es prácticamente equivalente a los beneficios corrientes en contabilidad de empresas.
- 4) Definida como préstamos consolidados y pasivos materializados en valores representativos de deuda.

## 3 Actividad económica

### 3.8 Balanza de pagos de la zona del euro, cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros; datos desestacionalizados salvo indicación en contrario; transacciones)

	Cuenta corriente											Cuenta de capital <sup>1)</sup>	
	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	
2019 I TR	1.066,8	974,6	92,2	603,8	520,0	235,9	210,4	198,2	175,6	28,9	68,5	10,7	14,9
II TR	1.060,5	990,1	70,4	597,7	520,0	242,0	233,6	194,1	173,6	26,7	62,8	8,9	24,0
III TR	1.085,1	984,4	100,7	607,1	518,4	249,9	218,1	200,8	178,2	27,3	69,7	9,2	7,3
IV TR	1.064,2	965,2	99,1	607,4	517,7	244,7	217,6	185,7	170,1	26,4	59,8	16,7	11,2
2019 Jul	362,3	334,0	28,3	202,1	172,7	82,7	76,9	68,4	61,1	9,1	23,2	3,6	2,6
Ago	361,3	321,1	40,2	201,5	171,1	83,5	72,8	67,2	53,9	9,1	23,2	3,0	2,1
Sep	361,5	329,4	32,2	203,5	174,5	83,6	68,4	65,2	63,2	9,2	23,3	2,6	2,6
Oct	360,2	326,2	34,1	205,0	173,2	82,2	71,3	63,5	58,8	9,6	22,9	3,2	2,3
Nov	351,6	319,2	32,4	198,3	171,5	82,0	71,5	63,0	57,4	8,4	18,7	3,2	2,5
Dic	352,3	319,8	32,6	204,2	173,0	80,6	74,7	59,1	53,8	8,5	18,2	10,2	6,4
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2019 Dic	4.276,6	3.914,2	362,4	2.416,1	2.076,2	972,5	879,7	778,7	697,5	109,3	260,9	45,5	57,4
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2019 Dic	35,9	32,9	3,0	20,3	17,4	8,2	7,4	6,5	5,9	0,9	2,2	0,4	0,5

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

### 3.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro<sup>1)</sup>, en términos nominales y reales por grupos de productos<sup>2)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu-facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manu-facturas	Petró-leo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2019 I TR	3,7	5,4	586,5	283,1	121,2	172,6	493,6	533,3	306,9	86,2	133,4	383,5	64,1
II TR	2,1	2,5	582,2	275,7	120,3	175,9	486,6	530,6	302,3	85,3	134,6	381,3	65,5
III TR	3,1	0,6	584,4	278,7	117,5	176,9	488,6	529,2	297,5	87,3	136,8	386,6	60,1
IV TR	2,1	-2,1	591,8	.	.	.	495,3	526,6	.	.	.	382,8	.
2019 Jul	6,0	2,8	193,5	92,8	39,1	58,3	161,9	176,8	100,9	29,2	44,7	128,9	20,3
Ago	-2,1	-3,6	195,2	93,2	39,2	59,1	163,5	175,2	98,4	28,8	45,0	128,3	20,1
Sep	5,3	2,3	195,7	92,7	39,2	59,5	163,1	177,2	98,2	29,3	47,0	129,5	19,7
Oct	4,4	-2,6	200,1	92,8	43,6	60,7	168,0	176,3	97,4	29,9	46,5	129,2	19,2
Nov	-2,7	-4,3	194,9	91,6	40,3	59,1	163,8	175,8	97,7	28,6	46,3	128,6	20,2
Dic	4,8	1,1	196,7	.	.	.	163,5	174,5	.	.	.	125,0	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2019 I TR	-0,3	1,7	108,0	111,6	107,5	105,0	108,1	110,1	110,3	108,8	112,4	111,7	105,0
II TR	-1,5	-0,2	106,5	108,4	105,9	105,5	106,2	109,1	107,5	108,8	113,3	111,4	97,2
III TR	0,9	1,5	106,7	109,5	103,0	105,7	106,1	109,5	108,2	110,6	112,8	111,6	96,5
IV TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 Jun	-8,0	-4,5	106,6	109,0	105,4	105,1	107,0	109,1	106,7	109,0	113,6	112,3	98,2
Jul	3,6	3,3	106,2	109,4	103,5	105,0	105,9	109,9	109,4	112,0	112,0	112,6	95,1
Ago	-4,3	-2,6	106,7	109,9	102,7	105,7	106,4	109,2	108,3	109,6	111,1	110,9	99,1
Sep	3,3	3,8	107,0	109,3	102,9	106,3	106,1	109,3	106,9	110,2	115,3	111,3	95,5
Oct	2,3	-1,3	109,3	109,6	113,3	108,6	109,2	108,3	106,3	109,7	113,6	110,7	92,8
Nov	-4,3	-3,8	106,5	108,4	105,1	105,1	106,4	107,8	106,5	103,6	113,4	109,9	97,5

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 Consumo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>						Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total, excluidos energía y alimentos											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	87,0	13,0
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2019 I TR	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,5	0,0	0,1	-2,4	0,3	1,2	2,6
II TR	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,5	-0,2	0,1	1,6	0,7	1,3	2,4
III TR	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,4	0,1	-1,5	0,3	0,9	1,6
IV TR	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4	1,0	1,2
2019 Sep	105,3	0,8	1,0	0,3	1,5	0,1	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,7	1,6
Oct	105,4	0,7	1,1	0,1	1,5	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,4	0,2	0,7	1,1
Nov	105,1	1,0	1,3	0,3	1,9	0,1	0,2	0,5	0,1	0,0	0,1	0,9	1,2
Dic	105,4	1,3	1,3	1,0	1,8	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	1,3	1,3
2020 Ene	104,4	1,4	1,1	1,2	1,5	0,1	0,2	0,3	0,0	0,8	-0,1	1,5	0,8
Feb <sup>3)</sup>	104,6	1,2	1,2	.	1,6	0,0	0,2	1,0	0,1	-1,6	0,2	.	.

	Bienes						Servicios						
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios		
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía						Alquileres	
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% del total en 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4	
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8	
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	
2019 I TR	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5	
II TR	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5	
III TR	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5	
IV TR	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5	
2019 Sep	1,6	1,8	0,7	-0,3	0,2	-1,8	1,5	1,5	2,1	-0,6	1,5	1,6	
Oct	1,5	1,8	0,7	-0,7	0,3	-3,1	1,5	1,5	2,4	-0,4	1,5	1,6	
Nov	1,9	2,0	1,8	-0,6	0,4	-3,2	1,5	1,5	2,4	-0,1	2,4	1,5	
Dic	2,0	2,0	2,1	0,4	0,5	0,2	1,6	1,5	2,5	-0,1	2,1	1,5	
2020 Ene	2,1	2,0	2,3	0,8	0,3	1,9	1,6	1,5	2,0	-0,2	1,5	1,5	
Feb <sup>3)</sup>	2,2	2,1	2,7	.	0,5	-0,3	.	.	.	.	.	.	

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 <sup>1)</sup>										Construcción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>3)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>3)</sup>
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía			
		Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo							
						Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,2
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	.	.	.
2019 I TR	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,0	4,4
II TR	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,1	6,6
III TR	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,2	3,6	.
IV TR	104,4	-1,3	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,3	0,7	-5,9	.	.	.
2019 Ago	104,0	-0,8	-0,2	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,3	0,8	-4,9	-	-	-
Sep	104,2	-1,1	-0,3	0,4	-0,7	1,5	1,2	1,4	0,8	-6,1	-	-	-
Oct	104,2	-1,9	-0,7	0,4	-1,0	1,4	1,5	1,8	0,7	-7,7	-	-	-
Nov	104,4	-1,4	-0,3	0,3	-1,4	1,4	1,7	2,2	0,7	-6,0	-	-	-
Dic	104,5	-0,6	0,9	0,5	-1,1	1,5	2,0	2,9	0,7	-3,8	-	-	-
2020 Ene	104,9	-0,5	1,2	0,6	-1,0	1,3	2,1	3,0	0,7	-3,6	-	-	-

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

1) Únicamente ventas interiores.

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

3) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](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				Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>		Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimentación	No alimentación	Total	Alimentación	No alimentación
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	
2017	101,8	1,0	1,4	1,3	1,4	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,7	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,6	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	104,9	1,7	1,5	1,2	1,7	2,3	0,6	0,1	57,2	1,7	3,7	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 I TR	104,2	1,6	1,8	1,2	1,8	2,7	1,1	1,5	55,6	3,1	3,4	2,8	3,9	5,1	2,7
II TR	104,7	1,7	1,7	1,6	1,7	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9
III TR	105,1	1,7	1,3	1,1	1,6	2,2	0,1	-1,1	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
IV TR	105,6	1,8	1,3	1,0	1,6	2,3	0,2	-0,9	56,5	3,7	8,7	-0,6	5,1	13,7	-3,6
2019 Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	4,1	6,9	1,7	3,5	9,0	-2,0
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	53,7	1,1	5,1	-2,4	1,9	9,4	-5,4
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	56,8	3,8	9,9	-1,6	6,5	17,2	-4,2
Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	59,3	6,4	11,2	2,2	6,8	14,4	-1,1
2020 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	57,3	7,2	11,3	3,5	6,9	12,9	0,7
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	50,5	2,4	8,7	-3,0	2,2	9,2	-4,9

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

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

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

## 4 Precios y costes

### 4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,3	-	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2017	9,3	5,2	7,1	2,8	12,9	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,6	7,5	9,5	12,5	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,3	7,2	9,0	7,4	18,3	48,8	57,1	50,4	52,4
2019 I TR	9,1	8,2	10,5	12,2	20,7	53,9	57,7	53,0	53,1
II TR	4,8	7,2	9,2	6,6	19,8	50,6	57,1	51,2	52,3
III TR	1,9	6,6	8,4	4,9	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
IV TR	1,4	6,9	7,9	5,9	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0
2019 Sep	1,6	7,0	7,7	5,3	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7
Oct	1,4	6,6	8,0	5,2	16,0	43,7	57,3	48,7	52,1
Nov	0,8	6,4	7,3	6,1	14,0	43,9	56,8	48,3	52,1
Dic	2,1	7,9	8,4	6,4	14,1	45,0	56,7	48,9	51,8
2020 Ene	2,9	8,6	10,4	6,8	14,9	45,6	57,6	48,6	51,8
Feb	3,8	7,3	9,1	6,0	14,3	47,1	56,8	48,1	52,1

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

### 4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados <sup>1)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2017	101,8	1,8	1,7	1,9	1,8	1,7	1,5
2018	104,2	2,3	2,3	2,6	2,5	2,1	2,0
2019	.	.	.	.	.	.	2,2
2019 I TR	99,9	2,7	2,9	2,2	2,6	3,0	2,3
II TR	110,9	2,8	2,8	2,8	2,7	3,2	2,0
III TR	103,5	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
IV TR	.	.	.	.	.	.	2,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) para más información).

## 4 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costes laborales unitarios</b>												
2017	106,2	0,7	-0,2	-0,6	0,8	0,4	0,0	-1,4	3,4	1,7	1,4	1,1
2018	108,1	1,8	0,0	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,7	3,4	2,2	2,3	2,5
2019	110,3	2,0	0,3	3,4	1,4	1,7	1,1	-1,0	2,6	1,5	2,6	2,2
2019 I TR	109,4	2,3	1,4	3,6	1,2	2,0	1,6	-0,7	5,0	1,8	2,6	1,7
II TR	110,0	2,1	-0,4	3,2	1,7	2,0	1,5	-1,0	3,2	1,7	2,6	2,4
III TR	110,6	1,9	-0,9	4,0	1,1	1,4	1,5	-1,2	2,2	1,3	2,6	1,7
IV TR	110,9	1,7	1,2	2,9	1,6	1,2	-0,2	-1,0	0,1	1,4	2,7	2,8
<b>Remuneración por asalariado</b>												
2017	111,3	1,7	1,1	1,5	1,9	1,5	2,0	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	1,7	2,0	1,9	2,3	2,6	1,6	3,2	2,7	2,0	2,5
2019	116,1	2,0	1,6	1,5	2,0	2,2	1,6	1,4	3,0	1,9	2,3	2,5
2019 I TR	115,3	2,3	1,3	1,9	2,4	2,7	2,0	1,3	4,0	1,9	2,3	2,5
II TR	115,9	2,0	1,6	1,1	2,2	2,3	1,3	1,7	3,1	2,3	2,1	3,1
III TR	116,7	2,1	1,0	2,0	2,0	2,3	1,7	1,1	3,2	1,9	2,2	2,1
IV TR	116,8	1,7	2,5	0,7	1,4	1,7	1,3	1,3	1,7	1,4	2,5	2,3
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada</b>												
2017	104,8	0,9	1,3	2,1	1,1	1,0	2,0	2,7	-1,1	0,7	0,4	0,5
2018	105,2	0,4	1,7	0,3	0,9	0,7	1,0	2,3	-0,1	0,5	-0,3	0,0
2019	105,3	0,0	1,3	-1,9	0,6	0,6	0,4	2,4	0,4	0,3	-0,3	0,3
2019 I TR	105,5	0,0	-0,1	-1,6	1,2	0,6	0,3	2,0	-1,0	0,0	-0,3	0,8
II TR	105,3	-0,1	2,0	-2,0	0,5	0,3	-0,1	2,7	-0,1	0,6	-0,4	0,7
III TR	105,5	0,2	2,0	-1,9	0,9	0,9	0,2	2,3	0,9	0,6	-0,4	0,3
IV TR	105,3	-0,1	1,2	-2,1	-0,1	0,5	1,5	2,4	1,6	-0,1	-0,3	-0,5
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	2,0	1,8	2,0	1,8	2,1	2,3	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,2	2,1	1,4	2,4	2,7	1,9	2,5	2,8	2,0	2,2
2019	118,1	2,0	1,2	1,9	2,3	2,2	2,6	1,0	2,7	2,0	1,8	2,7
2019 I TR	116,7	1,8	-0,6	1,9	1,6	2,2	2,5	0,8	4,2	1,9	1,7	2,2
II TR	117,4	2,2	2,1	1,7	2,4	2,4	2,5	1,3	3,3	2,5	1,8	3,6
III TR	118,2	2,2	1,2	2,4	2,6	2,6	2,7	0,6	2,1	2,2	1,8	2,5
IV TR	118,4	1,9	1,7	1,3	2,5	1,9	2,7	1,3	1,3	1,6	2,1	2,4
<b>Productividad del trabajo por hora</b>												
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,2	1,6	2,1	3,2	-0,9	0,9	1,0	1,0
2018	107,7	0,5	0,9	0,5	0,6	1,0	1,3	2,5	-0,8	0,5	-0,3	0,0
2019	107,8	0,1	0,9	-1,6	0,8	0,8	1,5	2,2	0,3	0,5	-0,7	0,5
2019 I TR	107,4	-0,3	-0,9	-1,6	0,5	0,4	1,1	1,6	-0,2	0,0	-0,9	0,5
II TR	107,5	0,2	2,1	-1,5	0,5	0,8	1,2	2,5	0,8	0,7	-0,7	1,1
III TR	107,6	0,4	2,0	-1,6	1,4	1,3	1,3	2,0	0,2	1,1	-0,7	0,7
IV TR	107,6	0,2	0,6	-1,5	0,9	0,9	2,5	2,6	0,9	0,2	-0,5	-0,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 5 Dinero y crédito

### 5.1 Agregados monetarios<sup>1)</sup>

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				7	M3-M2			11	12
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario		Valores representativos de deuda hasta 2 años				
1	2	3	4	5	6	8	9	10				
Saldos vivos												
2017	1.112,0	6.638,1	7.750,1	1.196,6	2.261,8	3.458,3	11.208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11.867,5
2018	1.163,3	7.114,8	8.278,1	1.124,9	2.299,0	3.423,9	11.702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12.371,8
2019	1.219,6	7.725,1	8.944,7	1.069,3	2.365,0	3.434,2	12.379,0	78,5	531,6	9,9	620,1	12.999,0
2019 I TR	1.179,2	7.277,1	8.456,4	1.114,3	2.318,1	3.432,4	11.888,7	74,2	523,0	40,4	637,7	12.526,4
II TR	1.189,0	7.415,5	8.604,4	1.111,1	2.338,5	3.449,6	12.054,0	74,5	523,9	37,6	636,0	12.690,0
III TR	1.204,1	7.605,2	8.809,3	1.110,0	2.354,7	3.464,7	12.274,0	74,5	546,3	19,1	639,9	12.913,9
IV TR	1.219,6	7.725,1	8.944,7	1.069,3	2.365,0	3.434,2	12.379,0	78,5	531,6	9,9	620,1	12.999,0
2019 Ago	1.198,7	7.572,4	8.771,1	1.113,8	2.347,1	3.460,9	12.232,0	72,3	546,0	23,9	642,2	12.874,2
Sep	1.204,1	7.605,2	8.809,3	1.110,0	2.354,7	3.464,7	12.274,0	74,5	546,3	19,1	639,9	12.913,9
Oct	1.209,4	7.672,2	8.881,6	1.093,9	2.359,1	3.453,1	12.334,7	79,6	529,2	27,6	636,4	12.971,1
Nov	1.216,8	7.716,3	8.933,1	1.081,2	2.359,5	3.440,7	12.373,8	73,4	530,6	25,6	629,6	13.003,4
Dic	1.219,6	7.725,1	8.944,7	1.069,3	2.365,0	3.434,2	12.379,0	78,5	531,6	9,9	620,1	12.999,0
2020 Ene <sup>(p)</sup>	1.228,3	7.747,2	8.975,5	1.062,5	2.363,5	3.426,0	12.401,5	75,8	545,7	29,4	650,9	13.052,4
Operaciones												
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,5	-22,7	530,9
2018	50,3	465,2	515,5	-74,0	45,1	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7
2019	56,3	604,0	660,3	-60,3	63,6	3,3	663,5	4,1	-1,8	-55,5	-53,3	610,3
2019 I TR	15,9	156,0	171,9	-13,0	19,6	6,6	178,5	-0,3	-10,2	-27,6	-38,0	140,5
II TR	9,7	143,1	152,8	-4,4	20,3	15,8	168,7	0,4	3,2	-2,4	1,3	169,9
III TR	15,1	180,8	195,9	-4,6	14,8	10,2	206,1	-0,6	21,1	-18,1	2,5	208,5
IV TR	15,6	124,1	139,6	-38,3	8,9	-29,4	110,3	4,5	-16,0	-7,4	-19,0	91,3
2019 Ago	5,0	83,1	88,1	8,2	2,8	11,1	99,2	-3,7	11,6	-12,0	-4,0	95,1
Sep	5,3	29,7	35,0	-4,8	6,2	1,5	36,5	2,0	0,3	-4,0	-1,7	34,9
Oct	5,4	69,9	75,3	-14,2	3,1	-11,1	64,1	5,5	-17,2	9,8	-1,9	62,2
Nov	7,4	40,8	48,2	-14,0	0,1	-13,9	34,3	-6,5	1,4	-1,6	-6,7	27,6
Dic	2,8	13,4	16,2	-10,0	5,7	-4,4	11,8	5,5	-0,2	-15,6	-10,4	1,5
2020 Ene <sup>(p)</sup>	8,7	18,1	26,7	-8,6	-1,5	-10,1	16,6	-3,0	14,0	19,8	30,9	47,5
Tasas de crecimiento												
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,1	-3,3	4,7
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,4	-4,8	1,2	4,2
2019	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-83,2	-7,9	4,9
2019 I TR	5,9	7,7	7,5	-5,3	2,6	-0,1	5,2	2,4	0,5	-41,1	-3,9	4,7
II TR	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	1,1	-38,9	-2,9	4,6
III TR	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,5	1,1	5,7
IV TR	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-83,2	-7,9	4,9
2019 Ago	4,8	9,0	8,4	-3,1	2,9	0,9	6,2	-1,1	7,0	-61,6	-0,8	5,8
Sep	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,5	1,1	5,7
Oct	4,8	9,0	8,4	-4,3	2,9	0,5	6,1	10,1	3,5	-47,1	-0,5	5,7
Nov	5,0	8,8	8,3	-4,7	2,7	0,3	5,9	-1,1	4,1	-48,8	-1,3	5,6
Dic	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-83,2	-7,9	4,9
2020 Ene <sup>(p)</sup>	5,2	8,4	7,9	-5,8	2,5	-0,2	5,5	0,7	4,6	-43,0	-0,4	5,2

Fuente: BCE.

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

## 5 Dinero y crédito

### 5.2 Depósitos en M3<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas <sup>4)</sup>
	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
<b>Saldos vivos</b>													
2017	2.240,3	1.797,4	285,0	149,1	8,8	6.317,6	3.702,8	562,1	2.051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2.331,4	1.898,7	277,3	147,8	7,6	6.644,9	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019	2.476,1	2.062,7	256,8	150,1	6,5	7.041,8	4.395,5	492,5	2.152,9	0,9	1.036,9	215,2	467,8
2019 I TR	2.380,2	1.956,0	270,0	148,1	6,1	6.752,8	4.126,3	514,8	2.110,4	1,4	977,7	212,8	460,2
II TR	2.406,1	1.983,7	265,3	150,0	7,1	6.846,9	4.207,9	509,7	2.127,6	1,7	1.009,5	216,6	460,4
III TR	2.450,6	2.031,0	262,2	151,4	5,9	6.964,9	4.318,1	504,5	2.141,3	1,0	1.042,2	221,3	465,5
IV TR	2.476,1	2.062,7	256,8	150,1	6,5	7.041,8	4.395,5	492,5	2.152,9	0,9	1.036,9	215,2	467,8
2019 Ago	2.462,2	2.040,3	264,4	151,0	6,6	6.927,5	4.283,2	507,2	2.135,4	1,7	1.022,8	231,5	461,5
Sep	2.450,6	2.031,0	262,2	151,4	5,9	6.964,9	4.318,1	504,5	2.141,3	1,0	1.042,2	221,3	465,5
Oct	2.472,4	2.052,6	260,0	151,9	7,9	6.994,8	4.349,4	500,5	2.143,3	1,7	1.048,2	223,0	466,4
Nov	2.481,6	2.073,1	251,5	151,4	5,6	7.026,7	4.382,6	497,1	2.145,2	1,7	1.022,2	227,6	472,4
Dic	2.476,1	2.062,7	256,8	150,1	6,5	7.041,8	4.395,5	492,5	2.152,9	0,9	1.036,9	215,2	467,8
2020 Ene <sup>(p)</sup>	2.475,1	2.064,0	256,3	150,7	4,1	7.062,2	4.421,7	487,2	2.152,5	0,9	1.024,3	218,1	469,3
<b>Operaciones</b>													
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	93,1	105,4	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,0	163,5	-18,8	1,8	-0,5	395,2	358,3	-25,7	63,2	-0,5	29,0	10,9	30,2
2019 I TR	46,9	54,4	-7,4	0,7	-0,9	106,7	89,7	-3,2	20,3	0,0	-24,5	9,2	24,0
II TR	29,5	30,5	-4,3	2,2	1,1	94,1	82,1	-5,1	16,7	0,3	31,7	4,0	0,0
III TR	40,4	43,6	-2,9	1,0	-1,3	116,9	109,6	-6,0	13,9	-0,6	25,0	3,9	4,4
IV TR	29,3	35,0	-4,2	-2,2	0,7	77,5	76,9	-11,5	12,3	-0,2	-3,2	-6,2	1,8
2019 Ago	31,1	30,5	-0,1	0,6	0,1	33,4	32,6	-1,6	2,5	-0,1	11,8	10,6	3,6
Sep	-13,2	-10,4	-2,3	0,1	-0,7	37,0	34,5	-2,9	6,1	-0,7	16,8	-10,7	3,3
Oct	24,2	24,0	-1,5	-0,4	2,1	30,1	30,4	-3,7	2,7	0,7	8,0	1,6	0,4
Nov	7,6	19,4	-8,9	-0,5	-2,4	31,1	33,0	-3,6	1,7	0,0	-28,5	4,2	6,0
Dic	-2,5	-8,4	6,2	-1,4	1,0	16,3	13,5	-4,2	7,9	-0,8	17,4	-12,0	-4,6
2020 Ene <sup>(p)</sup>	-3,3	-0,3	-1,2	0,6	-2,4	19,3	25,6	-5,8	-0,5	0,0	-15,2	2,6	1,5
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,2	5,9	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,0	-1,9	4,6
2019	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,4	6,9
2019 I TR	5,9	7,6	-2,3	0,2	-17,1	5,7	8,9	-5,6	2,9	-17,2	-2,2	0,6	10,3
II TR	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-1,0	-1,3	7,6
III TR	6,3	8,0	-2,6	2,6	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,2	-10,1	3,6	4,3	6,7
IV TR	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,4	6,9
2019 Ago	7,8	9,6	-2,0	2,4	3,1	6,2	9,2	-4,0	3,0	6,1	3,2	8,9	6,2
Sep	6,3	8,0	-2,6	2,6	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,2	-10,1	3,6	4,3	6,7
Oct	7,2	9,0	-3,8	2,3	31,9	6,2	9,2	-4,1	3,1	30,9	4,2	6,6	5,9
Nov	7,0	9,7	-8,3	2,1	-24,6	6,3	9,4	-4,2	2,9	30,5	1,2	8,8	6,0
Dic	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,4	6,9
2020 Ene <sup>(p)</sup>	6,1	8,3	-5,4	1,3	-41,1	5,7	8,7	-6,1	2,7	-42,5	3,3	5,2	5,7

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



## 5 Dinero y crédito

### 5.3 Crédito a residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
	Préstamos ajustados <sup>2)</sup>											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2017	4.617,2	1.032,3	3.571,0	13.114,0	10.870,5	11.165,0	4.323,5	5.600,2	838,0	108,7	1.440,4	803,2
2018	4.676,7	1.006,2	3.659,0	13.415,9	11.122,4	11.481,3	4.404,7	5.742,0	848,9	126,8	1.517,9	775,6
2019	4.652,5	984,5	3.656,3	13.865,5	11.452,1	11.836,9	4.472,6	5.930,9	896,0	152,6	1.560,5	852,9
2019 I TR	4.662,4	1.001,5	3.649,4	13.527,0	11.201,0	11.556,6	4.426,2	5.787,7	856,3	130,7	1.527,2	798,8
II TR	4.640,2	1.000,7	3.627,8	13.640,4	11.290,6	11.665,4	4.462,4	5.825,8	870,3	132,1	1.546,7	803,2
III TR	4.696,5	999,8	3.685,1	13.775,6	11.394,4	11.762,6	4.488,5	5.876,3	883,4	146,2	1.569,8	811,5
IV TR	4.652,5	984,5	3.656,3	13.865,5	11.452,1	11.836,9	4.472,6	5.930,9	896,0	152,6	1.560,5	852,9
2019 Ago	4.707,6	1.003,8	3.692,1	13.737,0	11.388,3	11.748,3	4.505,0	5.864,6	878,3	140,4	1.545,2	803,5
Sep	4.696,5	999,8	3.685,1	13.775,6	11.394,4	11.762,6	4.488,5	5.876,3	883,4	146,2	1.569,8	811,5
Oct	4.665,1	1.001,9	3.651,5	13.817,4	11.423,3	11.786,6	4.502,4	5.895,0	887,1	138,9	1.560,4	833,7
Nov	4.639,1	1.000,9	3.626,4	13.853,3	11.439,1	11.806,4	4.492,2	5.912,9	888,2	145,8	1.569,9	844,3
Dic	4.652,5	984,5	3.656,3	13.865,5	11.452,1	11.836,9	4.472,6	5.930,9	896,0	152,6	1.560,5	852,9
2020 Ene <sup>(p)</sup>	4.670,3	994,0	3.664,5	13.913,3	11.511,1	11.873,1	4.482,8	5.962,6	912,3	153,5	1.547,6	854,6
Operaciones												
2017	287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,0	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4
2018	90,3	-28,4	118,8	374,8	307,4	382,0	124,4	166,3	-1,1	17,8	88,1	-20,7
2019	-88,3	-23,5	-65,2	453,3	378,9	428,1	114,2	200,3	43,2	21,2	30,5	43,8
2019 I TR	-30,9	-5,4	-25,6	109,5	92,3	90,7	33,5	49,1	7,4	2,3	0,3	16,9
II TR	-49,5	-1,6	-48,2	123,8	105,6	126,3	50,8	38,8	17,5	-1,5	17,4	0,8
III TR	-2,6	-0,9	-1,7	128,8	102,3	105,3	27,3	52,1	9,1	13,9	19,9	6,6
IV TR	-5,2	-15,6	10,2	91,2	78,7	105,8	2,7	60,4	9,2	6,5	-7,0	19,5
2019 Ago	5,5	3,2	2,3	50,9	51,7	44,3	20,9	21,3	3,6	5,9	1,5	-2,3
Sep	-13,8	-3,8	-10,0	38,1	6,3	18,9	-16,0	13,0	3,5	5,7	25,4	6,4
Oct	-17,5	2,4	-19,9	33,5	36,7	35,7	18,0	20,4	5,5	-7,2	-8,6	5,4
Nov	-9,6	-0,9	-8,9	33,9	15,6	22,3	-4,0	18,6	-5,9	6,9	9,2	9,1
Dic	21,8	-17,1	38,9	23,9	26,4	47,8	-11,3	21,4	9,5	6,9	-7,6	5,0
2020 Ene <sup>(p)</sup>	-9,3	9,3	-18,6	45,1	57,6	35,6	11,5	30,3	15,0	0,8	-14,5	2,0
Tasas de crecimiento												
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,1	16,2	2,0	5,6
2019 I TR	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,6	3,1	-1,2	14,7	4,0	1,8
II TR	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,1	1,3
III TR	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,2	2,6
IV TR	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,1	16,2	2,0	5,6
2019 Ago	-0,6	-0,4	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,3	3,1	12,9	1,1	2,1
Sep	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,2	2,6
Oct	-1,4	-0,1	-1,7	3,2	3,3	3,7	3,1	3,3	3,8	11,0	2,0	3,4
Nov	-1,4	-0,3	-1,7	3,2	3,2	3,6	2,6	3,3	3,6	16,2	2,9	4,2
Dic	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,1	16,2	2,0	5,6
2020 Ene <sup>(p)</sup>	-1,9	-1,3	-2,1	3,4	3,5	3,8	2,6	3,7	4,9	16,7	1,1	5,8

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Dinero y crédito

### 5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>				
	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 <sup>4)</sup>					Préstamos ajustados <sup>4)</sup>				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2017	4.323,5	4.358,8	986,2	821,2	2.516,2	5.600,2	5.866,6	654,8	4.216,3	729,0
2018	4.404,7	4.490,0	993,0	844,3	2.567,3	5.742,0	6.024,0	684,6	4.352,6	704,8
2019	4.472,6	4.575,5	970,8	877,1	2.624,7	5.930,9	6.223,2	719,5	4.524,2	687,2
2019 I TR	4.426,2	4.513,7	980,2	851,6	2.594,4	5.787,7	6.066,7	694,4	4.391,2	702,1
II TR	4.462,4	4.554,0	977,6	867,2	2.617,6	5.825,8	6.114,0	705,5	4.422,3	698,0
III TR	4.488,5	4.581,7	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.164,6	711,2	4.473,5	691,6
IV TR	4.472,6	4.575,5	970,8	877,1	2.624,7	5.930,9	6.223,2	719,5	4.524,2	687,2
2019 Ago	4.505,0	4.591,9	995,8	876,3	2.632,9	5.864,6	6.150,7	711,7	4.456,6	696,3
Sep	4.488,5	4.581,7	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.164,6	711,2	4.473,5	691,6
Oct	4.502,4	4.592,6	983,4	878,1	2.640,9	5.895,0	6.181,6	713,3	4.492,7	689,0
Nov	4.492,2	4.587,9	972,4	883,1	2.636,7	5.912,9	6.200,4	716,5	4.506,1	690,3
Dic	4.472,6	4.575,5	970,8	877,1	2.624,7	5.930,9	6.223,2	719,5	4.524,2	687,2
2020 Ene <sup>(p)</sup>	4.482,8	4.581,2	957,7	881,1	2.644,0	5.962,6	6.243,9	724,1	4.549,0	689,5
<b>Operaciones</b>										
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,1	45,0	134,0	-5,9
2018	124,4	176,4	18,7	33,4	72,4	166,3	188,8	40,2	135,7	-9,7
2019	114,2	143,8	-11,6	42,5	83,3	200,3	219,4	41,1	167,8	-8,6
2019 I TR	33,5	33,3	-11,4	10,1	34,7	49,1	49,2	10,6	39,5	-1,0
II TR	50,8	54,7	1,3	18,6	30,9	38,8	49,8	12,2	28,8	-2,2
III TR	27,3	34,0	3,6	6,3	17,3	52,1	55,7	8,5	46,2	-2,7
IV TR	2,7	21,8	-5,2	7,5	0,3	60,4	64,7	9,8	53,2	-2,7
2019 Ago	20,9	24,8	12,0	3,2	5,7	21,3	17,9	3,2	18,5	-0,4
Sep	-16,0	-8,4	-13,5	-2,8	0,4	13,0	18,0	1,8	12,7	-1,4
Oct	18,0	16,7	3,0	5,3	9,7	20,4	20,7	2,4	20,1	-2,1
Nov	-4,0	3,0	-10,3	6,4	0,0	18,6	20,6	3,8	13,5	1,2
Dic	-11,3	2,1	2,2	-4,1	-9,4	21,4	23,4	3,5	19,6	-1,8
2020 Ene <sup>(p)</sup>	11,5	7,7	-13,8	3,3	22,1	30,3	19,5	4,1	24,8	1,3
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,1	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,2	5,0	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,2
2019 I TR	2,6	3,8	-1,3	4,5	3,4	3,1	3,3	6,0	3,5	-1,5
II TR	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
III TR	2,9	3,6	-0,8	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
IV TR	2,6	3,2	-1,2	5,0	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,2
2019 Ago	3,5	4,2	0,6	5,9	3,8	3,3	3,4	6,1	3,5	-1,2
Sep	2,9	3,6	-0,8	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
Oct	3,1	3,8	0,5	4,9	3,5	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,6
Nov	2,6	3,4	-1,0	4,7	3,3	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,4
Dic	2,6	3,2	-1,2	5,0	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,2
2020 Ene <sup>(p)</sup>	2,6	3,2	-1,6	5,0	3,4	3,7	3,7	6,0	4,1	-1,0

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 euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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		Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Saldos vivos</b>										
2017	342,7	6.771,1	1.967,5	59,8	2.017,5	2.726,2	925,9	324,1	143,5	92,5
2018	379,3	6.818,7	1.940,7	56,1	2.099,1	2.722,8	1.024,5	452,6	187,0	194,9
2019	350,3	7.060,6	1.944,2	51,3	2.156,0	2.909,1	1.481,9	410,0	178,9	187,2
2019 I TR	370,0	6.907,5	1.937,5	55,9	2.146,3	2.767,8	1.188,6	425,9	199,0	212,3
II TR	373,7	6.985,0	1.956,9	57,5	2.135,4	2.835,2	1.320,7	447,4	191,5	207,8
III TR	388,0	7.100,2	1.947,3	57,2	2.162,2	2.933,6	1.489,2	440,8	184,2	198,1
IV TR	350,3	7.060,6	1.944,2	51,3	2.156,0	2.909,1	1.481,9	410,0	178,9	187,2
2019 Ago	403,4	7.060,7	1.917,2	57,3	2.148,4	2.937,7	1.470,7	423,1	212,6	231,5
Sep	388,0	7.100,2	1.947,3	57,2	2.162,2	2.933,6	1.489,2	440,8	184,2	198,1
Oct	380,5	7.075,9	1.948,6	53,1	2.151,3	2.922,8	1.491,5	453,4	221,4	236,2
Nov	369,1	7.077,7	1.951,0	52,6	2.162,6	2.911,5	1.500,9	456,9	211,8	224,8
Dic	350,3	7.060,6	1.944,2	51,3	2.156,0	2.909,1	1.481,9	410,0	178,9	187,2
2020 Ene <sup>(p)</sup>	372,8	7.114,8	1.946,0	50,0	2.165,8	2.953,0	1.544,3	412,1	171,1	182,3
<b>Operaciones</b>										
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-97,8	-56,4	-61,2	-28,5
2018	40,5	56,3	-37,8	-4,9	16,0	83,0	87,7	38,7	16,2	23,6
2019	-28,2	107,8	-6,1	-3,0	27,5	89,5	341,1	-16,3	-2,7	-2,5
2019 I TR	-9,1	45,5	-11,4	-0,2	37,6	19,5	127,5	-29,2	2,7	5,5
II TR	3,8	46,0	22,0	1,6	-0,6	22,9	101,3	44,1	-7,1	-4,5
III TR	14,6	11,9	-15,4	-1,0	4,8	23,6	95,7	13,1	6,9	7,4
IV TR	-37,5	4,4	-1,4	-3,3	-14,3	23,4	16,6	-44,3	-5,3	-10,9
2019 Ago	29,0	-20,8	-17,1	-0,4	-7,7	4,4	19,1	27,7	6,1	7,4
Sep	-15,1	37,9	28,1	-0,9	3,6	7,0	20,3	13,0	-14,1	-16,3
Oct	-7,3	-8,8	3,0	-1,5	-19,0	8,7	24,9	5,2	37,3	38,1
Nov	-11,3	17,4	1,2	-0,6	1,7	15,1	10,7	-1,1	-9,7	-11,3
Dic	-18,9	-4,2	-5,6	-1,3	3,0	-0,4	-18,9	-48,4	-32,8	-37,7
2020 Ene <sup>(p)</sup>	22,6	-6,9	-3,1	-1,3	2,6	-5,1	22,4	4,9	-7,8	-4,9
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	0,8	3,1	-	-	8,1	7,7
2019	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 I TR	8,9	1,4	-1,7	-6,4	2,5	3,1	-	-	17,8	21,2
II TR	12,6	2,3	-0,4	-1,3	3,1	3,7	-	-	5,1	6,7
III TR	-3,2	1,9	-0,3	-0,7	2,2	3,3	-	-	6,9	11,0
IV TR	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 Ago	5,6	1,8	-2,2	0,4	3,4	3,5	-	-	11,9	15,6
Sep	-3,2	1,9	-0,3	-0,7	2,2	3,3	-	-	6,9	11,0
Oct	-2,9	1,6	-0,1	-2,8	1,1	3,2	-	-	36,4	38,9
Nov	-4,4	1,8	0,2	-2,6	1,2	3,4	-	-	11,1	12,8
Dic	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 Ene <sup>(p)</sup>	-1,2	1,2	-0,2	-7,1	0,6	2,7	-	-	-11,5	-10,3

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.1 Déficit/superávit

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Pro memoria: Déficit (-)/superávit (+) primarios
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	6
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,4	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 IV TR	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 I TR	-0,6	.	.	.	.	1,2
II TR	-0,7	.	.	.	.	1,1
III TR	-0,8	.	.	.	.	1,0

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

### 6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes			Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital		
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas			Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	46,4	45,8	12,5	13,0	15,2	0,6	48,4	44,5	10,1	5,3	2,3	22,7	3,9
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2018 IV TR	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019 I TR	46,4	46,0	12,9	13,1	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
II TR	46,4	46,0	12,9	13,0	15,2	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,8	22,5	3,7
III TR	46,4	45,9	12,9	13,1	15,1	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,7	22,5	3,7

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

### 6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

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

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 subyacentes<sup>1)</sup> (en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

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

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

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

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

### 6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Vida residual media en años <sup>3)</sup>	Rendimiento nominal medio <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones		
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Hasta 3 meses		Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,6	11,2	3,8	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2018 IV TR	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019 I TR	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
II TR	12,9	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
III TR	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0
2019 Ago	12,9	11,4	4,2	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,1
Sep	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0
Oct	12,8	11,3	3,5	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,2
Nov	12,9	11,5	3,5	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,0	0,3	1,2
Dic	12,6	11,2	3,8	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 Ene	12,6	11,2	4,2	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,2	1,1

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP									
2015	-2,4	0,9	0,1	-1,9	-5,6	-5,2	-3,6	-2,6	-1,0
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,5	-2,4	0,1
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,8	-2,4	1,7
2018	-0,7	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4
2018 IV TR	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4
2019 I TR	-1,1	1,8	-0,7	0,1	0,3	-2,6	-2,9	-2,2	-3,8
II TR	-1,5	1,7	-0,6	0,7	0,5	-2,9	-3,2	-2,1	-3,6
III TR	-1,7	1,6	-0,4	1,0	0,8	-2,8	-3,3	-2,1	3,7
Deuda pública									
2015	105,2	72,1	10,0	76,7	175,9	99,3	95,6	135,3	107,5
2016	104,9	69,2	10,2	73,9	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4
2017	101,8	65,3	9,3	67,8	176,2	98,6	98,4	134,1	93,9
2018	100,0	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6
2018 IV TR	102,1	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6
2019 I TR	103,1	61,7	8,0	65,4	182,0	98,9	99,7	136,5	103,1
II TR	102,5	61,1	9,3	63,9	179,6	98,9	99,6	138,0	107,0
III TR	102,3	61,2	9,2	62,6	178,2	97,9	100,5	137,3	97,8
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP									
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,4
2016	0,1	0,2	1,8	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-1,7
2017	-0,5	0,5	1,4	3,4	1,3	-0,7	-3,0	0,0	-0,7
2018	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-0,8
2018 IV TR	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-0,8
2019 I TR	-0,7	0,2	3,1	1,7	1,7	-0,1	-0,1	0,6	-1,1
II TR	-1,0	0,0	3,3	1,2	1,8	0,1	0,2	0,6	-1,4
III TR	-0,7	-0,3	2,4	0,8	1,7	0,1	0,0	0,9	-2,2
Deuda pública									
2015	36,7	42,7	22,0	57,8	64,6	84,9	131,2	82,6	63,0
2016	40,2	39,9	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	62,6
2017	38,6	39,3	22,3	50,3	56,9	78,3	126,0	74,1	60,9
2018	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	59,0
2018 IV TR	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	59,0
2019 I TR	37,7	34,0	20,8	46,2	50,9	72,7	123,7	68,1	58,9
II TR	36,7	36,1	20,4	45,4	50,9	71,8	121,1	67,7	60,9
III TR	36,4	35,9	20,2	43,1	49,3	71,1	120,5	68,1	59,4

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2020

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 11 de marzo de 2020.

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-20-002-ES-N (edición electrónica)