

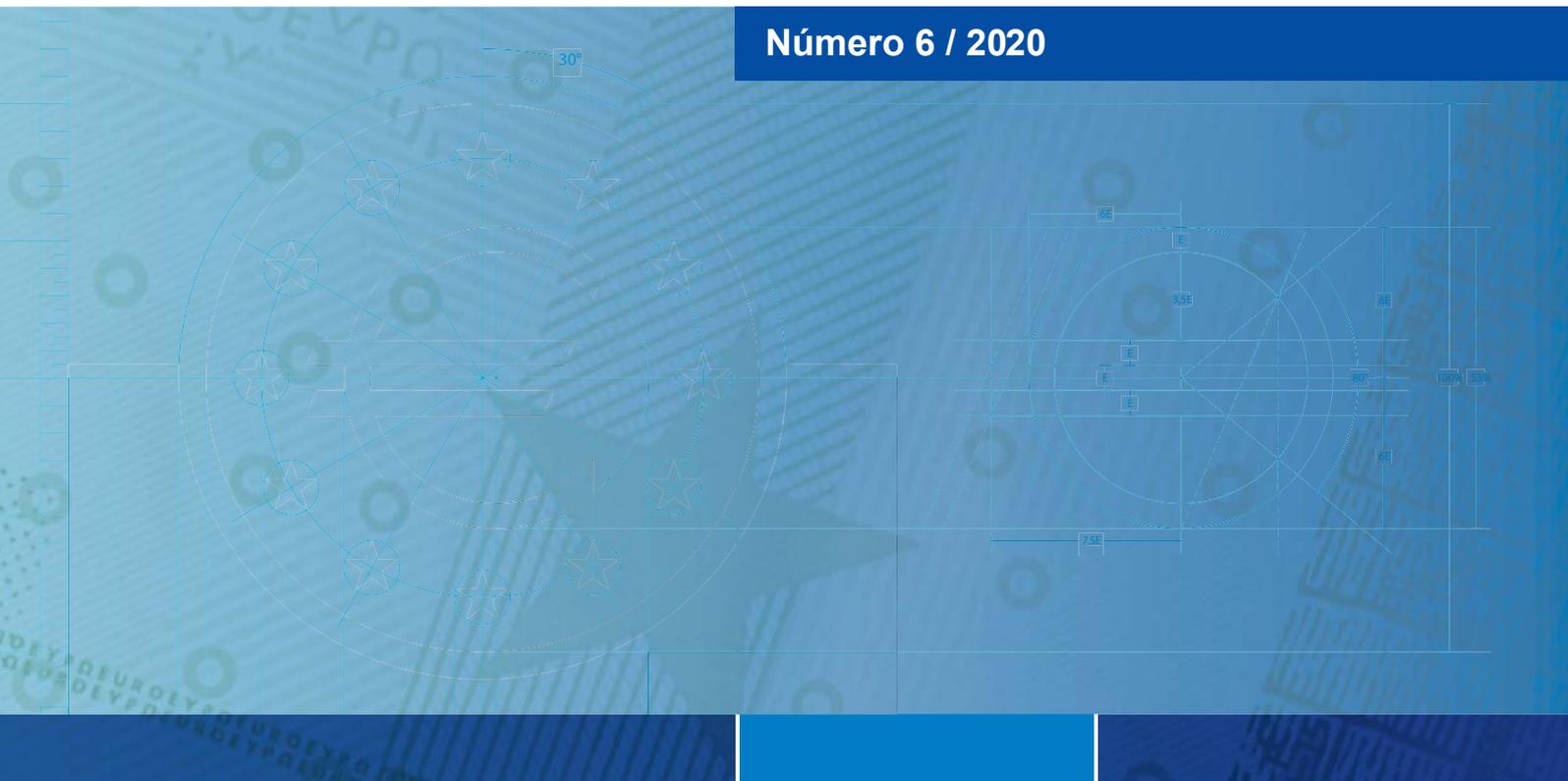


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 6 / 2020



# Índice

<b>Índice</b>	<b>1</b>
<b>Evolución económica y monetaria</b>	<b>2</b>
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	8
2 Evolución financiera	18
3 Actividad económica	24
4 Precios y costes	33
5 Dinero y crédito	39
6 Evolución de las finanzas públicas	49
<b>Recuadros</b>	<b>53</b>
1 La leva búlgara y la kuna croata en el mecanismo de tipos de cambio (MTC II)	53
2 Mejora de las medidas del tipo de cambio efectivo del BCE	58
3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 6 de mayo y el 21 de julio de 2020	63
4 El impacto del reciente repunte de la incertidumbre en la actividad económica de la zona del euro	70
5 El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?	75
6 El papel de los impuestos indirectos en la inflación de la zona del euro y sus perspectivas	80
7 Los avales públicos para préstamos y el crédito bancario durante la pandemia de Covid-19	84
8 Las implicaciones fiscales del paquete de recuperación de la UE	92
<b>Artículos</b>	<b>96</b>
1 El camino de China hacia la normalización tras la pandemia de Covid-19	96
2 Los efectos virales del comercio exterior y de las redes de suministro en la zona del euro	99
3 Los estabilizadores fiscales automáticos en la zona del euro y la crisis del Covid-19	103
<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**En su reunión de política monetaria celebrada el 10 de septiembre de 2020, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación la orientación acomodaticia de la política monetaria.** La información disponible sugiere un repunte intenso —aunque incompleto— de la actividad, acorde, en líneas generales, con las expectativas anteriores, aunque continúa muy por debajo de los niveles registrados antes de la pandemia de coronavirus (Covid-19). Si bien la actividad en el sector manufacturero ha seguido mejorando, el ritmo de crecimiento de los servicios ha descendido en cierta medida recientemente. La fortaleza de la recuperación continúa estando sujeta a una incertidumbre considerable, dado que sigue dependiendo, en gran parte, de la evolución futura de la pandemia y del éxito de las medidas de contención. La demanda interna de la zona del euro ha mostrado una recuperación notable desde niveles reducidos, aunque la elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas sigue lastrando el gasto en consumo y la inversión empresarial. Los bajos precios de la energía y la debilidad de las presiones sobre los precios están frenando la inflación general, en un contexto de debilidad de la demanda y de elevada holgura del mercado de trabajo. Con este trasfondo, continúa siendo necesario un amplio estímulo monetario para apoyar la recuperación económica y proteger la estabilidad de precios a medio plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió reconfirmar su orientación acomodaticia de la política monetaria en su reunión del 10 de septiembre de 2020.

## Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 10 de septiembre de 2020

**La pandemia de coronavirus sigue siendo la principal fuente de incertidumbre para la economía global.** Después de estabilizarse de forma transitoria en torno a mediados de mayo —lo que condujo a una retirada gradual de las medidas de contención—, el número de nuevos casos diarios comenzó a repuntar de nuevo más recientemente, lo que ha alimentado los temores de un fuerte rebrote de las infecciones por coronavirus. Estos temores han afectado a la confianza de los consumidores. Los últimos datos confirman que la actividad económica global tocó fondo en el segundo trimestre y comenzó a recuperarse en línea con el levantamiento progresivo de las medidas de contención a partir de mediados de mayo. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) experimentará una contracción del 3,7 % este año y crecerá un 6,2 % y un 3,8 % en 2021 y 2022, respectivamente. La desaceleración del comercio mundial se intensificará, debido tanto a su acusada prociclicidad, en especial durante las fases de desaceleración económica, como a la naturaleza peculiar de la crisis del coronavirus, que ha provocado interrupciones en las cadenas de producción globales

y ha incrementado los costes comerciales por las medidas de contención. Los riesgos para las perspectivas globales siguen sesgados a la baja como consecuencia de la persistente incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, lo que puede dejar secuelas duraderas en la economía mundial. Otros riesgos a la baja están relacionados con el resultado de las negociaciones del Brexit, el riesgo de aumento del proteccionismo comercial y los efectos negativos a largo plazo sobre las cadenas globales de suministro.

**Aunque las condiciones financieras han vuelto a relajarse ligeramente en la zona del euro desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio de 2020, no han recuperado aún los niveles observados antes de la pandemia de coronavirus.** Durante el período de referencia (del 4 de junio al 9 de septiembre de 2020), la curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonía) registró un leve desplazamiento a la baja y, aunque está ligeramente invertida en los plazos cortos, no señala expectativas claras de un recorte inminente de los tipos de interés. Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro disminuyeron durante el período considerado, en el que se combinaron medidas de apoyo monetario y fiscal. Los precios de los activos de riesgo se incrementaron en cierto modo, lo que fue atribuible, sobre todo, al contexto de perspectivas de beneficios a corto plazo, en general, más positivas. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció con relativa fuerza, también frente al dólar estadounidense.

**El PIB real de la zona del euro se contrajo, en tasa intertrimestral, un 11,8 % en el segundo trimestre de 2020.** Los últimos datos y los resultados de las encuestas más recientes indican que ha continuado la recuperación de la economía de la zona del euro y apuntan a un rebote del PIB en el tercer trimestre, aunque se mantiene por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Además del considerable repunte de la producción industrial y de servicios, se observan señales de una recuperación clara del consumo. Recientemente se ha observado una ralentización del dinamismo de los servicios con respecto a las manufacturas, lo que también se refleja en los resultados de las encuestas de agosto. Los aumentos de las tasas de contagio por coronavirus en los meses de verano constituyen un factor adverso para las perspectivas a corto plazo. A más largo plazo, la continuación de una recuperación sostenida sigue dependiendo, en gran parte, de la evolución de la pandemia y del éxito de las medidas de contención. Aunque es probable que la incertidumbre relacionada con la evolución de la pandemia frene el avance de la recuperación de los mercados de trabajo, del consumo y de la inversión, la economía de la zona del euro debería verse respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por el tono expansivo de las políticas fiscales y por un fortalecimiento de la actividad y de la demanda mundiales.

**Esta valoración se refleja, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2020.** Estas proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB real del -8 % en 2020, el 5 % en 2021 y el 3,2 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza para 2020 y se

mantienen prácticamente sin cambios para 2021 y 2022. Dada la incertidumbre excepcional que rodea a las perspectivas actualmente, las proyecciones incluyen dos escenarios, uno moderado y otro severo, que corresponden a distintos supuestos sobre la evolución de la pandemia<sup>1</sup>. En general, el balance de riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro seguirá inclinado a la baja. Esta valoración refleja en gran medida la incertidumbre que sigue existiendo en relación con las implicaciones económicas y financieras de la pandemia.

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro descendió hasta el -0,2 % en agosto, desde el 0,4 % de julio.**

Sobre la base de los precios actuales del petróleo y de los precios de los futuros sobre esa materia prima y teniendo en cuenta la rebaja temporal del tipo del IVA en Alemania, es probable que la inflación general siga siendo negativa en los próximos meses, antes de volver a situarse en valores positivos a principios de 2021. Asimismo, a corto plazo, las presiones sobre los precios seguirán siendo contenidas debido a la debilidad de la demanda, a la disminución de las presiones salariales y a la apreciación del tipo de cambio del euro, pese a ciertas presiones al alza derivadas de las restricciones de oferta. A medio plazo, una recuperación de la demanda, respaldada por la orientación acomodaticia de las políticas monetaria y fiscal, ejercerá presión alcista sobre la inflación. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han retornado a sus niveles anteriores a la pandemia, aunque continúan siendo muy reducidos, y los indicadores de opinión se mantienen en niveles bajos.

**Esta valoración se refleja, en líneas generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2020, que sitúan la inflación anual en el 0,3 % en 2020, el 1 % en 2021 y el 1,3 % en 2022.**

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, las perspectivas de inflación se mantienen inalteradas para 2020, se han revisado al alza para 2021 y no varían para 2022. El mantenimiento de la proyección de inflación para 2022 oculta una revisión al alza de la inflación —excluidos la energía y los alimentos— (debida, hasta cierto punto, a los efectos positivos de las medidas de política monetaria y fiscal), que se vio compensada en gran parte por la revisión de la senda de los precios de la energía. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 0,8 % en 2020, el 0,9 % en 2021 y el 1,1 % en 2022.

**La pandemia de coronavirus ha seguido influyendo de forma significativa en la dinámica monetaria de la zona del euro.**

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) continuó aumentando y se situó en el 10,2 % en julio de 2020, frente al 9,2 % registrado en junio. El fuerte crecimiento del dinero se debe a la creación de crédito interno, a las actuales compras de activos del Eurosistema y a consideraciones de carácter precautorio que favorecen una mayor preferencia por la liquidez en el sector tenedor de dinero. El agregado monetario estrecho (M1), que incluye las formas más líquidas de dinero, sigue siendo el que más contribuye al

<sup>1</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2020», publicadas en el sitio web del BCE el 10 de septiembre de 2020.

avance del agregado monetario amplio. La evolución de los préstamos concedidos al sector privado continuó viéndose afectada por el impacto del coronavirus sobre la actividad económica. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo en general estable en el 7 % en julio, frente al 7,1 % registrado en junio. Estas tasas elevadas reflejan las considerables necesidades de liquidez de las empresas para financiar gastos corrientes y capital circulante, y para seguir aumentando sus colchones de liquidez, si bien el repunte de la actividad económica ha permitido cierta recuperación de sus ingresos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se mantuvo también estable, en el 3 %, en julio. Junto con las medidas adoptadas por los Gobiernos nacionales y las instituciones europeas, las medidas del Consejo de Gobierno seguirán respaldando el acceso a la financiación, también para los más afectados por las ramificaciones de la pandemia.

### **La pandemia de coronavirus continúa teniendo un impacto extraordinariamente elevado sobre las finanzas públicas de la zona del euro.**

El coste fiscal de las medidas de contención ha sido muy alto para todos los países de la zona del euro, aunque la carga soportada y la capacidad de respuesta varían de un país a otro. Como resultado de la contracción económica y del sustancial respaldo fiscal, se prevé un aumento significativo del déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro en 2020, hasta el 8,8 % del PIB, frente al 0,6 % registrado en 2019. Las proyecciones apuntan a que la ratio de déficit descenderá hasta el 4,9% y el 3,6% del PIB en 2021 y 2022, respectivamente. El amplio conjunto de medidas fiscales implementadas en 2020 se ha plasmado en el consiguiente deterioro del saldo primario ajustado de ciclo, así como en una contribución negativa del componente cíclico, reflejo del empeoramiento de la situación macroeconómica. Se espera que la mejora posterior esté impulsada por la retirada progresiva de las medidas de emergencia y por la mejora de la situación cíclica. En vista de la pronunciada contracción de la economía de la zona del euro, sigue siendo fundamental una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales, aunque las medidas deberían tener objetivos específicos y ser temporales. En este sentido, tanto el paquete por importe de 540 mm de euros de las tres redes de seguridad refrendadas por el Consejo Europeo como el «Next Generation EU» de la Comisión Europea de 750 mm de euros, que puede apoyar significativamente a las regiones y los sectores más perjudicados por la pandemia, han sido acogidos de muy buen grado.

### **El paquete de medidas de política monetaria**

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirmó que es necesario un elevado grado de acomodación monetaria para la convergencia sólida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. En este contexto, el 10 de septiembre de 2020, el Consejo de Gobierno reconfirmó el conjunto de medidas de política monetaria acomodaticia vigentes.

1. El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación 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.
2. El Consejo de Gobierno decidió continuar sus compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) con una dotación total de 1.350 mm de euros. Estas compras contribuyen a relajar la orientación general de la política monetaria, lo que ayuda a contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia sobre la senda de inflación proyectada. Las compras continuarán realizándose con flexibilidad a lo largo del tiempo, entre distintas clases de activos y entre jurisdicciones. Ello permite al Consejo de Gobierno contener de manera efectiva los riesgos para la transmisión fluida de la política monetaria. Se efectuarán compras netas de activos en el marco del PEPP al menos hasta el final de junio de 2021 y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado. Además, se reinvertirá el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2022. En todo caso, la extinción gradual futura de la cartera PEPP se gestionará a fin de evitar interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.
3. En el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), las compras netas continuarán a un ritmo mensual de 20 mm de euros, junto con las adquisiciones con una dotación de 120 mm de euros adicionales que se realizan con carácter temporal hasta final de año. El Consejo de Gobierno sigue esperando que las compras netas mensuales de activos en el contexto del APP prosigan durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos oficiales del BCE, y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE. Asimismo, el Consejo de Gobierno tiene intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.
4. Por último, el Consejo de Gobierno también continuará proporcionando abundante liquidez a través de sus operaciones de financiación. En particular, la operación más reciente de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) registró un nivel de adjudicación de fondos muy elevado, lo que apoya el crédito bancario a las empresas y a los hogares.

Las medidas de política monetaria que ha adoptado el Consejo de Gobierno desde principios de marzo están contribuyendo de forma decisiva a la recuperación de la economía de la zona del euro y al mantenimiento de la estabilidad de precios a

medio plazo. Concretamente, apoyan las condiciones de liquidez y financiación en la economía, ayudan a sostener el flujo de crédito a los hogares y a las empresas, y contribuyen al mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores y países. Al mismo tiempo, en el actual entorno económico de elevada incertidumbre, el Consejo de Gobierno seguirá analizando detenidamente la información disponible, incluida la evolución del tipo de cambio, en relación con sus posibles implicaciones para las perspectivas de inflación a medio plazo. El Consejo de Gobierno sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

## 1 Entorno exterior

*La pandemia de coronavirus (Covid-19) sigue siendo la principal fuente de incertidumbre para la economía global. En torno a mediados de mayo, el número de nuevos casos se estabilizó de forma transitoria, lo que condujo a una retirada gradual de las medidas de contención. Sin embargo, desde entonces esta cifra comenzó a repuntar de nuevo —sobre todo en Estados Unidos, así como en Brasil y en otras economías emergentes—, hasta que las nuevas infecciones a escala mundial empezaron a estabilizarse a principios de agosto. Con todo, la tasa de contagio sigue siendo alta y los nuevos casos aumentan en Europa y en otras regiones, alimentando los temores de un fuerte rebrote de los casos de coronavirus. Estos temores han afectado negativamente a la confianza de los consumidores. Los últimos datos confirman que la actividad económica global tocó fondo en el segundo trimestre y que comenzó a recuperarse, en línea con el levantamiento progresivo de las medidas de contención, a partir de mediados de mayo. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) experimentará una contracción del 3,7 % este año y crecerá un 6,2 % y un 3,8 % en 2021 y 2022, respectivamente. El retroceso del comercio mundial será más intenso que la caída del PIB real, debido tanto a su prociclicidad más acusada, en especial durante las fases de desaceleración económica, como también a la naturaleza peculiar de la crisis del Covid-19, que ha provocado interrupciones en las cadenas de producción globales y ha incrementado los costes comerciales por las medidas de contención. Los riesgos para las perspectivas globales siguen sesgados a la baja como consecuencia de la persistente incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, lo que puede dejar secuelas duraderas en la economía mundial. Otros riesgos a la baja están relacionados con el resultado de las negociaciones del Brexit, el riesgo de aumento del proteccionismo comercial y, por consiguiente, los efectos negativos a largo plazo sobre las cadenas globales de suministro.*

### Actividad económica y comercio mundiales

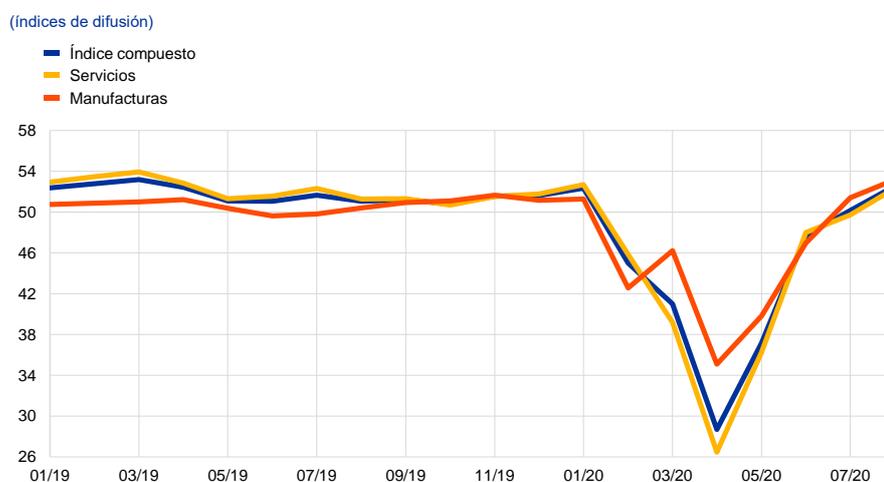
**La pandemia de Covid-19 hizo que la economía global entrara en una recesión profunda y sincronizada en la primera mitad de 2020.** El brote y las medidas de contención adoptadas para limitar la propagación del virus lastraron la actividad económica y causaron una caída sincronizada y sin precedentes del producto mundial, que se situó en un mínimo en abril de 2020. La incertidumbre aumentó en todo el mundo hasta niveles no observados desde la crisis financiera global. Los últimos datos de las cuentas nacionales para el segundo trimestre confirman que la actividad económica experimentó una fuerte contracción. El retroceso del comercio internacional fue aún más acusado, aunque menos que lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020. Esto sugiere que la elasticidad del comercio global es menor de lo que se suponía anteriormente. Al mismo tiempo, China pudo empezar a retirar las medidas de

contención en torno a finales de marzo, y su economía volvió a registrar tasas de crecimiento positivas ya en el segundo trimestre.

**Cuando la propagación del Covid-19 empezó a remitir y comenzaron a levantarse las medidas de contención, la economía mundial inició su recuperación, como confirman los indicadores de opinión.** Dado que las restricciones se han flexibilizado y la producción ha comenzado a normalizarse, se espera que la actividad económica y el comercio mundiales se recuperen de los bajos niveles del segundo trimestre. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, ha mejorado continuamente desde el mínimo registrado en abril (véase gráfico 1). En agosto, este índice (excluida la zona del euro) aumentó por cuarto mes consecutivo y se situó en 52,6, desde un nivel de 50 en julio y un valor mínimo de 28,6 en abril. El repunte es generalizado en los sectores de manufacturas y de servicios. No obstante, la recuperación parece ser desigual en los distintos países. Entre las economías avanzadas, el PMI compuesto de producción siguió creciendo en Estados Unidos y en el Reino Unido, mientras que en Japón permaneció en terreno contractivo. En las economías emergentes, este índice continuó incrementándose en China, Rusia y Brasil, pero todavía muestra una desaceleración en India.

### Gráfico 1

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



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2020.

**Las condiciones financieras globales han mejorado de forma significativa en los últimos meses.** Durante el verano continuó la recuperación de los mercados financieros iniciada a finales de marzo, con un dinamismo aparentemente inalterado en las principales economías avanzadas y en algunas emergentes. Los mercados de renta variable repuntaron hasta alcanzar nuevos niveles récord en Estados Unidos y máximos de varios años en China, y siguieron recuperando con rapidez el grueso de sus pérdidas en otros países. Otros segmentos de riesgo del mercado, entre ellos el de valores de renta fija privada, también se beneficiaron del clima alcista de los mercados. Como los tipos de interés libres de riesgo de la deuda soberana prácticamente no se modificaron o se mantuvieron próximos a mínimos

históricos, los índices de condiciones financieras registraron máximos en las economías avanzadas, y se situaron próximos a niveles récord en las emergentes. El repunte continuado de los activos de riesgo estuvo impulsado por la publicación de datos macroeconómicos sorprendentemente positivos y por el nuevo aumento del apetito de riesgo, reflejo, en cierta medida, del creciente optimismo sobre el hallazgo de una vacuna en un plazo breve. Sin embargo, los mercados financieros permanecen en alerta, ya que las perspectivas dependen de la incierta evolución de la pandemia. La volatilidad sigue en cotas muy superiores a sus medias históricas y la percepción de riesgo de los mercados continúa sesgada a la baja.

**El PIB real global (excluida la zona del euro) experimentará un retroceso del 3,7 % este año.** En las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020 se asume que el crecimiento del PIB real global (excluida la zona del euro) se situará en terreno positivo en la segunda mitad de 2020 conforme las medidas de contención sigan retirándose gradualmente. No obstante, el repunte será limitado, ya que se supone que la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia lastrará la confianza de las empresas y de los consumidores, que se mantendrán algunas medidas de distanciamiento social y que no se dispondrá de una solución médica eficaz hasta mediados de 2021. Por lo tanto, esta proyección de referencia es compatible con la continuación de las infecciones en determinados países, mientras que se parte del supuesto de que los nuevos brotes se abordarán con medidas de contención específicas, que se consideran menos perjudiciales para la actividad económica que los confinamientos anteriores.

**La prolongada incertidumbre sobre la evolución de la pandemia se plasma en una recuperación económica incompleta al final del horizonte de proyección.** La crisis del Covid-19 ha sido un *shock* triple para la economía mundial<sup>2</sup>. A diferencia de crisis anteriores, la pandemia afectó de manera especialmente intensa al consumo privado en la primera mitad de 2020. De cara al futuro, aunque es probable que los efectos negativos de las medidas de contención desaparezcan y que la producción global se recupere de forma gradual, la persistencia de la incertidumbre sobre las perspectivas sanitarias y económicas seguirá lastrando el consumo, lo que frenará una recuperación más vigorosa de la actividad económica. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, la trayectoria prevista para el nivel de actividad económica básicamente no ha cambiado, y se mantiene por debajo de la contemplada en la proyección de referencia anterior a la irrupción del Covid-19 durante todo el horizonte de proyección. En consecuencia, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) crecería un 6,2 % en 2021 y un 3,8 % en 2022.

**En Estados Unidos, la actividad económica se está recuperando en el tercer trimestre gracias a las medidas de apoyo a las rentas.** El PIB real retrocedió un 31,7 %, en tasa anualizada (-9,1 % en términos intertrimestrales) en el segundo trimestre, según la segunda estimación. Esta contracción fue ligeramente inferior a

<sup>2</sup> La perturbación de oferta inicial, provocada por la introducción de medidas de confinamiento en la mayor parte del mundo, se vio exacerbada de forma simultánea por una perturbación de demanda, derivada principalmente del aumento del paro. Posteriormente se produjo una perturbación de incertidumbre como consecuencia de la repentina e inaudita paralización de la economía mundial, cuyas repercusiones siguen siendo desconocidas en gran medida.

la de la estimación de avance (-9,5 %, en tasa intertrimestral), y refleja revisiones al alza de la inversión privada en existencias y del gasto en consumo personal. Los datos publicados recientemente sobre este país han sido, en general, positivos. Después de incrementarse de forma acusada en mayo y junio, las ventas minoristas de bienes y los servicios de restauración solo registraron un avance moderado en julio (1,2 %), pero todavía fueron superiores a los niveles anteriores a la pandemia. Sin embargo, el gasto total en consumo personal se mantiene muy por debajo del observado antes de la pandemia, debido a la reducción del gasto en otros servicios. El gasto de los hogares se había visto respaldado por el aumento de las prestaciones por desempleo y por el apoyo directo extraordinario a las rentas. La mayor parte de estos pagos dejaron de efectuarse en agosto, lo que provocó una disminución considerable de la renta que podría debilitar más el consumo. Cuando las medidas de confinamiento se relajaron en torno a mayo, los empleados comenzaron a regresar a sus trabajos, con lo que se revirtieron más de la mitad de los despidos temporales comunicados en abril. Con todo, el ritmo de creación de empleo se ralentizó en julio con respecto a mayo y junio, y la tasa de paro continúa en niveles históricamente elevados. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) aumentó hasta situarse en el 1 % en julio, desde el 0,6 % de junio. La inflación subyacente creció con fuerza, hasta el 1,6 % en julio, frente al 1,2 % de junio, impulsada por la subida de los precios de la vivienda y de los servicios médicos. Varios indicadores de las expectativas de inflación han repuntado recientemente y han vuelto a aproximarse a sus medias de largo plazo. No obstante, las perspectivas de inflación siguen siendo muy moderadas, ya que la economía continúa operando por debajo de su potencial.

**En China, la economía se está recuperando con fuerza, pero las ventas del comercio minorista siguen siendo reducidas.** El PIB de este país experimentó un avance intertrimestral del 11,5 % en el segundo trimestre y volvió a situarse por encima de la tasa registrada al final de 2019. La inversión, junto con la demanda exterior neta, fue el principal motor del crecimiento, mientras que el consumo continuó representando un lastre para el crecimiento. Los últimos datos sugieren que la mayor parte de la economía china ha repuntado hasta alcanzar niveles anteriores a la crisis del Covid-19, si bien persiste la debilidad de las ventas minoristas. Aunque la producción industrial se ha recuperado con vigor (a una tasa interanual del +4,9 % en julio), las ventas al por menor siguen disminuyendo (-2,6 %, en términos interanuales, en julio), posiblemente debido a las moderadas expectativas de empleo de los hogares. La política fiscal continúa respaldando la actividad económica, ya que la ampliación del seguro de desempleo, el aumento de las inversiones y las medidas de desgravación fiscal tienen por objeto estabilizar el empleo y el crecimiento económico. La política monetaria también está prestando apoyo, pero habida cuenta de la recuperación de la economía, las autoridades son conscientes de que un crecimiento adicional del crédito podría plantear riesgos para la estabilidad financiera.

**En Japón, la actividad económica se está recuperando en el tercer trimestre, pero el consumo privado sigue siendo reducido.** El PIB real retrocedió un 7,9 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, de acuerdo con la segunda estimación, y se ha revisado ligeramente a la baja con respecto a la primera

estimación (-7,8 %, en términos intertrimestrales). El estado de alarma vigente en todo el país en abril y mayo moderó la actividad, provocando contracciones de dos dígitos del consumo privado de servicios y de las exportaciones que fueron la causa de la mayor parte de la caída de la actividad. La disminución del consumo privado de servicios refleja el impacto del confinamiento del país, mientras que la de las exportaciones se debe al desplome de la demanda externa. La recuperación de la demanda externa ha contribuido a un repunte significativo de la producción industrial en julio, pero el ritmo de recuperación económica sigue falto de dinamismo, como indica el PMI compuesto de producción, que, si bien en agosto aumentó por cuarto mes consecutivo y se situó en 45,2, permanece en terreno contractivo (es decir, por debajo del umbral de 50). El consumo privado de servicios continúa siendo reducido. El índice de consumo que publica el Banco de Japón señala que el consumo de bienes duraderos y no duraderos se incrementó en junio, lo que apunta a que la demanda embalsada desempeñó un papel destacado en el primer mes completo después del confinamiento, pero volvió a debilitarse en julio. En junio, los servicios, que representan el 51 % del consumo de los hogares, se mantuvieron casi un 20 % por debajo del nivel del primer trimestre. Aunque la mejora de las tendencias de movilidad para ir a restaurantes, centros comerciales y parques temáticos puede sugerir que se está recuperando, en julio, el consumo de servicios apenas varió con respecto a junio. Esto, junto con las señales de que el avance de la confianza de los consumidores se estancó en agosto, apunta a una recuperación muy gradual del consumo, relacionada, en parte, con el repunte de nuevas infecciones por Covid-19 durante los meses de julio y agosto.

**En el Reino Unido, después de que la actividad económica experimentara un retroceso sin precedentes en el segundo trimestre, la recuperación parece titubeante e incompleta.** En el segundo trimestre, el PIB real se redujo un 20,4 % en tasa intertrimestral, reflejo de una contracción generalizada de todos los componentes del gasto, y en especial de la demanda interna. El descenso a tasas de dos dígitos del consumo privado se ha plasmado en un aumento acusado de la tasa de ahorro. La inversión empresarial cayó casi un tercio en el segundo trimestre, en un entorno de extrema incertidumbre. Aunque el PMI compuesto de producción señala un repunte de la actividad en el tercer trimestre, las perspectivas son bastante inciertas, ya que indicadores de opinión más amplios sugieren que persistió la debilidad de la confianza de las empresas, así como los crecientes temores de desempleo y la preocupación acerca de las perspectivas económicas futuras. El apoyo público al programa de regulación temporal del empleo —ampliamente utilizado— se prorrogó desde el 1 de agosto hasta octubre, pero su importe es menor, y está previsto que finalice posteriormente. El índice de precios de consumo (IPC) y la inflación subyacente se incrementaron 0,4 puntos porcentuales en julio, hasta el 1 % y el 1,4 %, respectivamente. La subida de precios fue generalizada en todos los componentes y estuvo relacionada, en parte, con los costes adicionales de los preparativos para ofrecer entornos seguros frente al Covid (*COVID-proofing*) según señaló la Oficina Nacional de Estadística (es decir, incrementos generalizados de los costes de las empresas del sector privado asociados al distanciamiento social).

**En los países de Europa Central y Oriental se espera una recuperación progresiva de la actividad económica, reflejo de la retirada de las medidas de contención.** El PIB real de estos países experimentó una contracción sustancial en la primera mitad de 2020, debido a las medidas adoptadas para limitar la propagación del Covid-19. Como consecuencia de la relajación gradual de estas medidas y de la normalización de la producción, se prevé un repunte y una recuperación paulatina de la actividad a partir del tercer trimestre, respaldada por enérgicas medidas fiscales y monetarias. De cara al futuro, se proyecta que la actividad se mantenga por debajo de los niveles anteriores a 2019 hasta el final de 2021.

**En los grandes países exportadores de materias primas las perspectivas para la actividad económica siguen siendo inciertas dado el número todavía elevado de contagios.** En Rusia, el PIB real del segundo trimestre se vio afectado por el efecto combinado de la pandemia de Covid-19, de las restricciones impuestas para controlar las infecciones en el país —que frenaron el consumo privado y la inversión— y de las fluctuaciones registradas en los mercados internacionales de petróleo que debilitaron el sector energético. En este contexto, el apoyo de las políticas fiscal y monetaria se ha ampliado gradualmente. Se prevé que la actividad económica comience a recuperarse en el tercer trimestre, pero las perspectivas siguen sujetas a una incertidumbre considerable. Además del número todavía elevado de nuevos casos de Covid-19, las perspectivas de inversión también son moderadas, debido a los recortes de la producción de crudo que mantienen los países que integran la OPEP+ y a la caída de los precios de las materias primas. En Brasil, todos los componentes del PIB real registraron una contracción generalizada en el segundo trimestre (-9,7 %, en tasa intertrimestral), con la excepción de las exportaciones de bienes y servicios, cuya tasa de crecimiento intertrimestral avanzó en torno a un 1,8 %. La crisis del Covid-19 golpeó al país justo cuando el clima económico había empezado a mejorar tras un período de crecimiento reducido. Dado que, actualmente, Brasil es uno de los países más afectados por la pandemia, es probable que la recuperación sea moderada en el segundo semestre del año. Como el margen de maniobra fiscal es limitado, el respaldo fiscal ha sido modesto y está previsto que deje de prestarse en octubre. La política monetaria también está siendo un apoyo y los tipos de interés se han situado en el mínimo histórico del 2 %.

**En Turquía, la actividad económica se vio afectada de manera relativamente limitada por la pandemia en el primer trimestre de 2020, aunque se desaceleró en el segundo trimestre.** La actividad se mantuvo vigorosa hasta finales de marzo, cuando el brote de Covid-19 llegó al país. En el segundo trimestre, el crecimiento del PIB real experimentó una contracción del 11 %, en términos intertrimestrales, sobre todo como consecuencia de la evolución de los servicios y, en menor grado, de la actividad industrial. Tras la relajación gradual de las medidas de contención a partir de mediados de mayo, la economía empezó a recuperarse parcialmente, impulsada por las manufacturas. Con todo, como la actividad de los servicios sigue siendo moderada, en especial por la evolución desfavorable del sector turístico, continuará representando un lastre para el crecimiento en el tercer trimestre. Para responder a la crisis, las autoridades han redoblado los estímulos fiscales y monetarios para estabilizar la economía, pero la debilidad de la demanda externa sigue afectando a las perspectivas a corto plazo. Las presiones sobre la lira turca se

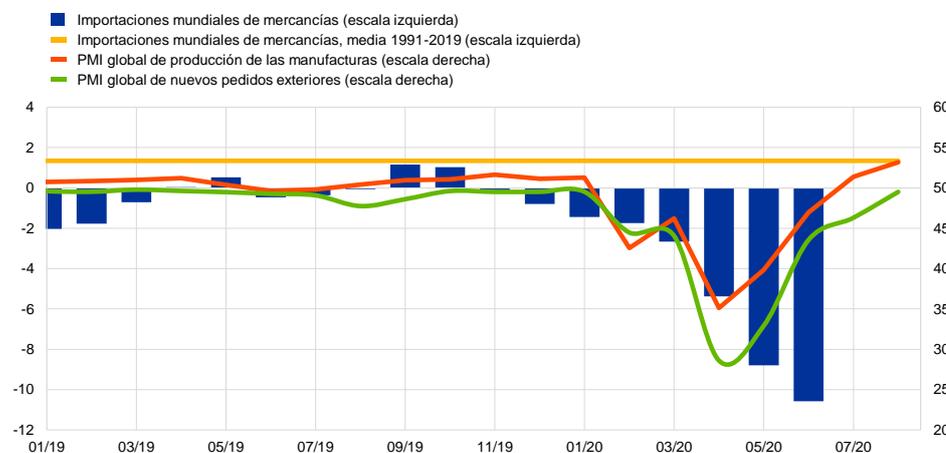
han intensificado recientemente, debido a la preocupación sobre la disminución de las reservas de divisas y sobre la capacidad de las autoridades para continuar defendiendo la moneda.

**El comercio mundial registraría una contracción de dos dígitos en 2020.** El acusado retroceso de las importaciones globales (excluida la zona del euro) en 2020 refleja la intensa prociclicidad del comercio, en especial durante las fases de desaceleración económica, y también la naturaleza peculiar de la crisis del Covid-19. La caída de la demanda mundial, unida a las disrupciones en las cadenas de producción globales y al aumento de los costes comerciales derivados de las medidas de contención adoptadas en relación con el Covid-19, ha afectado al comercio internacional. En el segundo trimestre, las importaciones mundiales de mercancías (excluida la zona del euro) descendieron un 10,5 %, en tasa intertrimestral, aunque el impulso a la baja se redujo ligeramente en mayo, y en junio se observó un repunte más pronunciado (+6,3 %, en tasa intermensual). Los indicadores de opinión también apuntan a una recuperación de los intercambios comerciales, ya que el PMI de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas se incrementó por cuarto mes consecutivo en agosto, mes en que se situó en 49,5, desde el valor de 46,1 de junio y el mínimo de 27 de abril (véase gráfico 2). De cara al futuro, aunque se espera que el comercio mundial remonte junto con la retirada gradual de las medidas de contención, es posible que se produzcan algunas secuelas duraderas. A corto plazo, las decisiones de los Gobiernos de mantener en vigor algunas restricciones a los desplazamientos, al menos hasta que se encuentre una solución médica, podrían seguir lastrando el comercio a través de costes comerciales más elevados. Por último, la dependencia de algunos países de proveedores externos que la pandemia de Covid-19 ha puesto de manifiesto podría dar lugar a nuevas políticas dirigidas a diversificar los proveedores mundiales a fin de evitar la dependencia de un solo proveedor o de relocalizar la producción, lo que afectaría negativamente a las complejas cadenas globales de valor. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, el comercio mundial disminuirá un 11,2 % en 2020 y crecerá un 6,8 % y un 4 % en 2021 y 2022, respectivamente. A tenor de las proyecciones, la demanda externa de la zona del euro se reducirá un 12,5 % en 2020 y aumentará un 6,9 % en 2021 y un 3,7 % en 2022.

## 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 agosto de 2020 (PMI) y a junio de 2020 (importaciones mundiales de mercancías). Los índices y los datos se refieren al agregado global, excluida la zona del euro.

### La incertidumbre sobre la evolución futura de la pandemia seguirá determinando las perspectivas económicas mundiales.

Los temores en torno a la posibilidad de una reintensificación de la pandemia y de introducción de medidas de contención más estrictas están afectando a las decisiones de inversión y de contratación de las empresas. Ello, a su vez, está incidiendo en la confianza de los consumidores y se plasma en un repunte muy tímido del consumo. Cuanto más se prolongue esta situación, más profundas serán las secuelas a largo plazo que probablemente deje en la economía. Para ilustrar los distintos impactos potenciales de la pandemia de Covid-19 en la economía mundial, el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020 se complementa con dos escenarios alternativos<sup>3</sup>, uno moderado y otro severo. Estos escenarios ilustrarían la variedad de los efectos en torno a la proyección de referencia. Los riesgos relacionados con la pandemia —además de otros riesgos a la baja asociados a las negociaciones del Brexit y al posible aumento del proteccionismo comercial— siguen siendo relevantes. Con todo, es probable que estos otros riesgos también estén condicionados, hasta cierto punto, por la evolución futura de la pandemia de Covid-19 y por las medidas adoptadas por las autoridades.

## Evolución mundial de los precios

**Los precios del petróleo se han recuperado, debido al repunte de la actividad económica y a la disminución de la oferta de crudo resultante de los recortes de producción acordados a principios de mayo.** Después de desplomarse por debajo de los 20 dólares estadounidenses por barril en abril, los precios del Brent aumentaron hasta situarse en unos 45 dólares por barril en la fecha límite de

<sup>3</sup> Para más detalles, véase el recuadro titulado «Escenarios alternativos de las perspectivas económicas de la zona del euro» en las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro elaboradas por los expertos del BCE, septiembre de 2020.

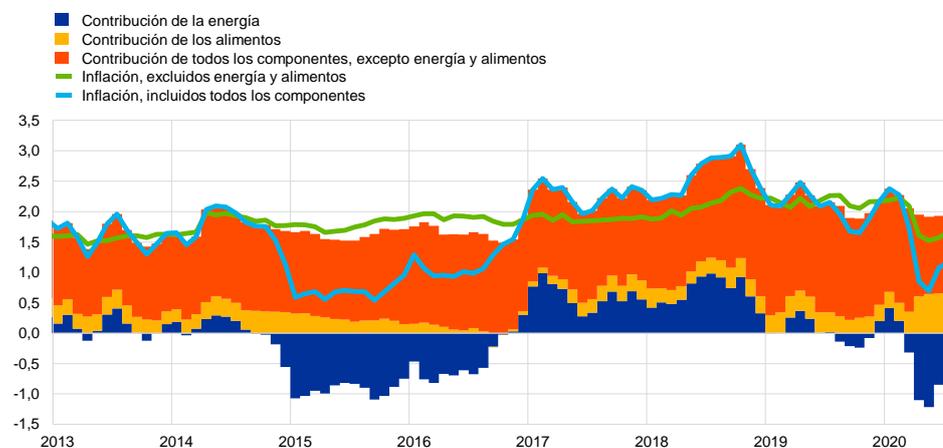
recepción de los datos para las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre. Sin embargo, el descenso simultáneo del tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense implica que, en muchas economías, la subida de los precios del petróleo fue menos pronunciada en términos de moneda nacional. La recuperación parcial de estos precios parece estar impulsada por una demanda de petróleo mayor que la esperada como consecuencia de la relajación de las medidas de confinamiento, aunque, en general, se sigue esperando que, en 2020 y 2021, la demanda de crudo se mantenga moderada y por debajo de los niveles de 2019. Por lo que respecta a la oferta, a principios de mayo, la OPEP+ acordó recortar la producción en casi diez mil barriles al día, lo que, unido a importantes cierres de pozos de petróleo en Estados Unidos y Canadá, sostuvo los precios del crudo. El repunte de los precios de esta materia prima se frenó en agosto, después de que los recortes voluntarios de la producción de Arabia Saudí finalizaran y de que la demanda mundial de crudo se estancara. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, los supuestos relativos a los precios del crudo de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020 se han revisado al alza en un 18,8 %, un 27,8 % y un 20,8 % en 2020, 2021 y 2022, respectivamente. Desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones de septiembre, el precio del crudo ha bajado, y el 9 de septiembre el Brent se situaba en torno a 40 dólares por barril. De cara al futuro, aunque la curva de futuros sobre los precios del crudo tenga solo una pendiente ligeramente positiva, es probable que estos precios sigan siendo volátiles, reflejo de que las perspectivas económicas continúan sujetas a un grado muy elevado de incertidumbre y de que la utilización de la capacidad de almacenamiento es excepcionalmente alta.

**La inflación mundial sigue siendo moderada aunque recientemente ha disminuido la presión a la baja derivada de los precios de la energía.** En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo aumentó gradualmente, desde el 0,7 % registrado en mayo hasta el 1,2 % de julio (véase gráfico 3). La presión a la baja procedente de la tasa de variación interanual de los precios de la energía ha disminuido en los últimos meses. Estos precios descendieron un 8,4 %, menos que en junio (-9,5 %). Al mismo tiempo, la inflación de los precios de los alimentos se redujo hasta el 3,8 % en julio, en comparación con el 4,6 % de junio. En los países de la OCDE, la inflación interanual subyacente medida por el IPC (excluidos la energía y los alimentos) repuntó ligeramente, hasta situarse en el 1,7 % en julio. En las economías avanzadas, la inflación interanual medida por los precios de consumo se incrementó en Estados Unidos, Reino Unido y Japón, mientras que en Canadá retrocedió hasta el 0,1 % en julio (frente al 0,7 % de junio). La inflación general interanual avanzó con moderación en todas las principales economías emergentes no pertenecientes a la OCDE en julio.

### Gráfico 3

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2020.

**La inflación mundial se mantendría en niveles relativamente reducidos en un entorno de precios del petróleo bajos y de debilidad de la demanda.** Es probable que la atonía de la demanda, el fuerte deterioro de los mercados de trabajo y la mayor holgura de la capacidad productiva reduzcan las presiones inflacionistas subyacentes a escala global. La bajada de los precios del crudo explica gran parte de la revisión a la baja de los precios de exportación (en moneda nacional) de los competidores de la zona del euro en 2020. Dado que se espera un incremento gradual de los precios del petróleo durante el horizonte de proyección, este impacto se disipará, y se prevé que los precios de exportación de los competidores de la zona retornen paulatinamente a su media de largo plazo hacia finales de 2021.

## 2 Evolución financiera

*Durante el período de referencia (del 4 de junio de 2020 al 9 de septiembre de 2020), la curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un desplazamiento a la baja. Aunque está ligeramente invertida en los plazos cortos, la curva no señala expectativas claras de un recorte de los tipos de interés a muy corto plazo. Como continuación de la evolución observada durante el verano, los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro disminuyeron durante el período considerado, en el que se combinaron medidas de apoyo monetario y fiscal. Los precios de los activos de riesgo registraron un leve incremento, principalmente en un contexto de perspectivas de beneficios a corto plazo, en general, más positivas. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció con fuerza.*

**El eonia y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -46 y -55 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado<sup>4</sup>.** El exceso de liquidez aumentó en 807 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 2.982 mm de euros. Este cambio refleja, sobre todo, la adjudicación de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), así como el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), y el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés)<sup>5</sup>.

**La curva de tipos forward del eonia se desplazó a la baja durante el período analizado, especialmente en los horizontes de medio y largo plazo, y se ha invertido ligeramente (véase gráfico 4).** Pese a la inversión, la curva no sugiere expectativas claras de los mercados de un recorte inminente de los tipos de interés. En conjunto, los tipos forward del eonia siguen siendo inferiores a cero para horizontes hasta 2028, lo que indica que los mercados continúan esperando un período prolongado de tipos de interés negativos.

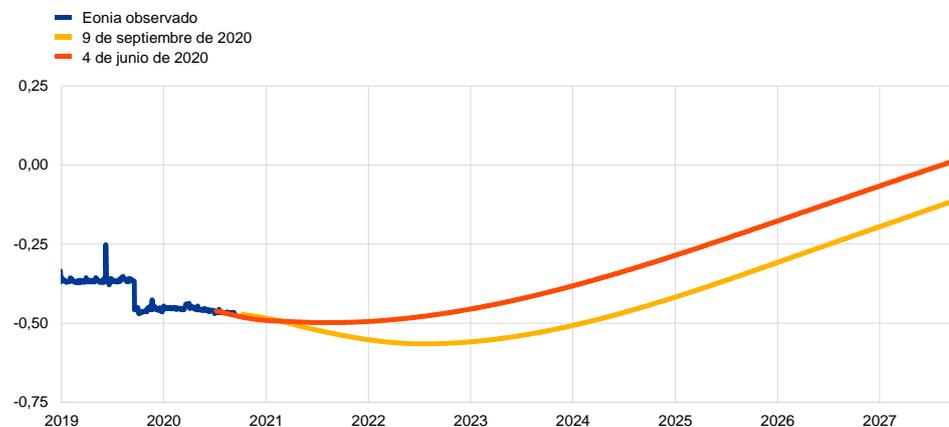
<sup>4</sup> La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019, y ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

<sup>5</sup> Para más información sobre el período transcurrido hasta el 5 de mayo de 2020, véase el recuadro titulado «Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 29 de enero y el 5 de mayo de 2020», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

## Gráfico 4

### Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

**Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo disminuyeron en las principales jurisdicciones en el período considerado (véase gráfico 5).** El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo en 23 puntos básicos, hasta situarse en el 0,01 %, debido al efecto combinado de unos tipos de interés libres de riesgo ligeramente más bajos y al estrechamiento de los diferenciales soberanos (véase gráfico 6). Los rendimientos de los bonos soberanos a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido descendieron 5 y 4 puntos básicos, respectivamente, por lo que en ambos casos se aproximaron a los mínimos históricos.

## Gráfico 5

### Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (4 de junio de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de septiembre de 2020.

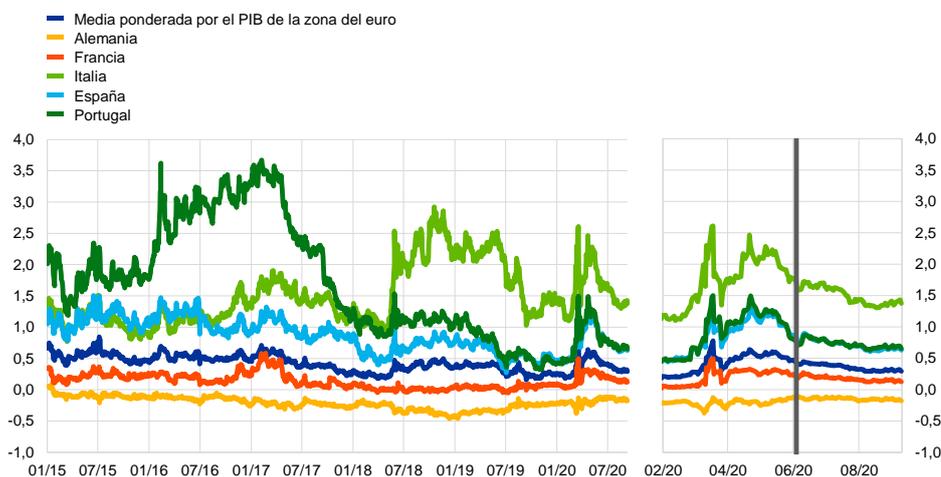
**Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto a los tipos *swap* del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) volvieron a reducirse, en**

**un contexto de medidas de apoyo monetario y fiscal (véase gráfico 6).** La combinación de medidas de política monetaria y fiscal adoptadas para dar apoyo a la economía (incluido el instrumento denominado «Next Generation EU») contribuyó a que los diferenciales soberanos siguieran disminuyendo durante el período analizado. Los diferenciales de la deuda soberana alemana, francesa, italiana, española y portuguesa a diez años se redujeron 6, 12, 41, 22 y 17 puntos básicos, hasta situarse en -0,18, 0,12, 1,37, 0,63 y 0,65 puntos porcentuales, respectivamente. En consecuencia, el rendimiento de los bonos soberanos a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB registró un descenso de 17 puntos básicos y se situó en 0,29 puntos porcentuales, solo ligeramente por encima del nivel observado al comienzo del año.

### Gráfico 6

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv 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 (4 de junio de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de septiembre de 2020.

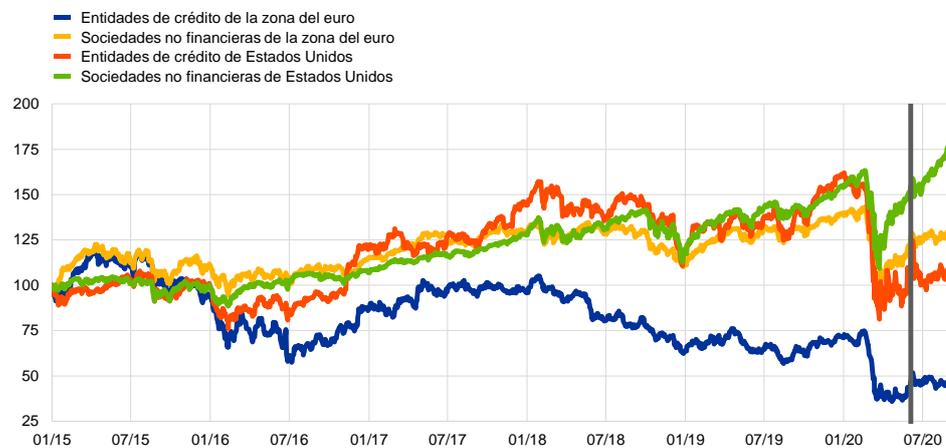
**Los índices bursátiles del sector no financiero de la zona del euro y de Estados Unidos registraron subidas, dado que las perspectivas de beneficios a corto plazo mejoraron significativamente (véase gráfico 7).**

Gracias al mayor optimismo con respecto a las perspectivas económicas, las expectativas de beneficios de las empresas de la zona del euro han mejorado de forma notable con respecto a niveles extremadamente bajos, y, por tanto, se espera que los beneficios aumenten durante el resto del año. Esta evolución ha influido positivamente en los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro en el período considerado, que se incrementaron en torno a un 2 %. En Estados Unidos, se observó un aumento incluso mayor (alrededor del 10 %) y las cotizaciones de las sociedades no financieras se sitúan próximas a máximos históricos. En cambio, las cotizaciones bancarias de la zona del euro y de Estados Unidos se redujeron en un 2 % y un 5 %, respectivamente, ya que la todavía persistente incertidumbre acerca de las perspectivas y la posibilidad de que se incrementen los impagos de las empresas siguieron lastrando las expectativas de beneficios del sector.

## Gráfico 7

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

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (4 de junio de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de septiembre de 2020.

#### Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro siguieron estrechándose (véase gráfico 8).

Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y del sector financiero (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) se redujeron 38 y 37 puntos básicos, respectivamente. En conjunto, el descenso refleja, en gran medida, la disminución de la prima en exceso de los bonos, es decir, el componente de los diferenciales de los valores de renta fija privada que no queda explicado por los determinantes fundamentales del riesgo de crédito (medidos por las calificaciones crediticias y las frecuencias de impago esperadas), que se han mantenido mayormente estables. Pese a la reducción significativa observada desde marzo, los diferenciales de los valores de renta fija privada permanecen ligeramente por encima de los niveles anteriores a la pandemia de coronavirus (Covid-19), lo que puede reflejar que los mercados esperan un incremento de los impagos de las empresas en los próximos trimestres.

## Gráfico 8

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



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

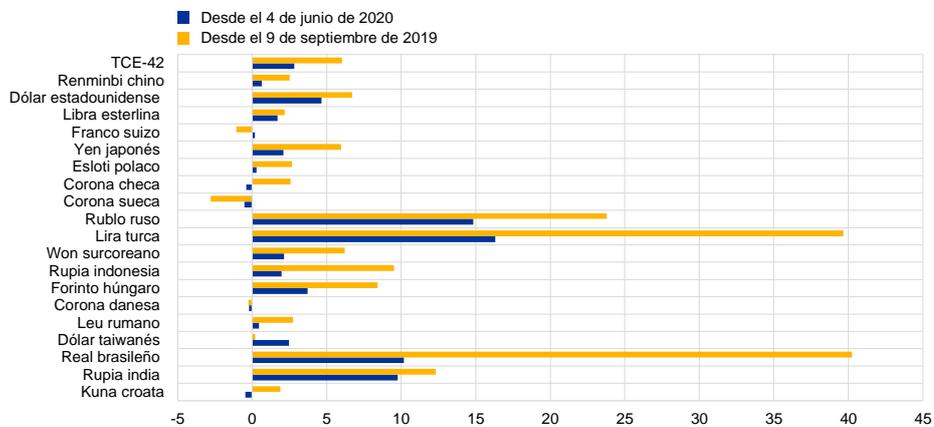
Notas: Los diferenciales se calculan como los diferenciales de los *asset swaps* con respecto al tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (pero con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (4 de junio de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de septiembre de 2020.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció con fuerza (véase gráfico 9).** El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se fortaleció un 2,8 % durante el período analizado. Con respecto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, la apreciación efectiva del euro fue muy generalizada frente a las monedas de prácticamente todos los socios comerciales más importantes de la zona del euro. En particular, el euro se apreció considerablemente frente al dólar estadounidense (4,6 %) como consecuencia del mayor debilitamiento del dólar en un entorno de mejora de la percepción de riesgo en el contexto de la actual recuperación mundial. La moneda única también se fortaleció frente al yen japonés (2,1 %), la libra esterlina (1,7 %) y el renminbi chino (0,6 %) y se apreció notablemente frente a las monedas de la mayoría de las principales economías emergentes, en especial el rublo ruso, la lira turca y el real brasileño. En cuanto a las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la moneda única se apreció frente al forinto húngaro, pero se debilitó frente a la mayoría de las demás, dado que recuperaron algunas de las pérdidas registradas durante la intensificación de la pandemia de coronavirus en marzo y en abril de este año.

### Gráfico 9

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 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 9 de septiembre de 2020.

### 3 Actividad económica

*El PIB real de la zona del euro descendió un 11,8 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2020, debido al impacto de la pandemia de coronavirus (Covid-19) sobre la economía mundial. Aunque esta intensa contracción fue consecuencia, fundamentalmente, del desplome de la actividad observado en marzo y en abril, los datos disponibles desde mayo apuntan a que la economía se está recuperando. Tanto la información cuantitativa como los resultados de las encuestas están en consonancia con un rebote significativo del crecimiento del PIB en el tercer trimestre. Además del repunte de la producción industrial y de servicios, se atisban señales de una recuperación del consumo en consonancia con las expectativas. Recientemente, el dinamismo de los servicios se ha ralentizado con respecto al de las manufacturas, lo que también se refleja en los resultados de las encuestas de agosto. Los incrementos de las tasas de contagio por coronavirus en los meses de verano constituyen un factor adverso para las perspectivas a corto plazo. A más largo plazo, la continuación de una recuperación sostenida sigue dependiendo, en gran parte, de la evolución de la pandemia y del éxito de las medidas de contención. Aunque es probable que la incertidumbre relacionada con la evolución de la pandemia frene el avance de la recuperación de los mercados de trabajo, del consumo y de la inversión, la economía de la zona del euro debería verse respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por el tono expansivo de las políticas fiscales y por el fortalecimiento de la actividad y de la demanda mundiales. Esta valoración se refleja, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2020, que prevén que el PIB real anual disminuya un 8 % en 2020 y que aumente un 5 % en 2021 y un 3,2 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza en 0,7 puntos porcentuales para 2020 y a la baja en 0,2 puntos porcentuales y en 0,1 puntos porcentuales para 2021 y para 2022, respectivamente.*

**La actividad económica de la zona del euro registró una caída sin precedentes en el segundo trimestre de 2020, como consecuencia de la pandemia de Covid-19 y de las medidas de contención asociadas.** En ese trimestre, el PIB real descendió un 11,8 %, en tasa intertrimestral, con el trasfondo de la aplicación de las medidas de confinamiento más estrictas en abril, antes de su relajación gradual en los meses siguientes. Así, en comparación con el cuarto trimestre de 2019, el PIB real se redujo un 15,1 % en total en la primera mitad de 2020, con lo que retrocedió hasta niveles no observados desde el primer trimestre de 2005.

La contracción causada por la pandemia de Covid-19 fue generalizada en los distintos países y sectores. El PIB disminuyó en todos los países de la zona del euro en el segundo trimestre de 2020, y la magnitud de la caída reflejó el impacto de la pandemia y el momento en el que se aplicaron las medidas de confinamiento, así como su grado de severidad, en cada país. Entre las economías de mayor tamaño de la zona, el PIB se redujo un 18,5 % en España, un 13,8 % en Francia, un 12,4 %

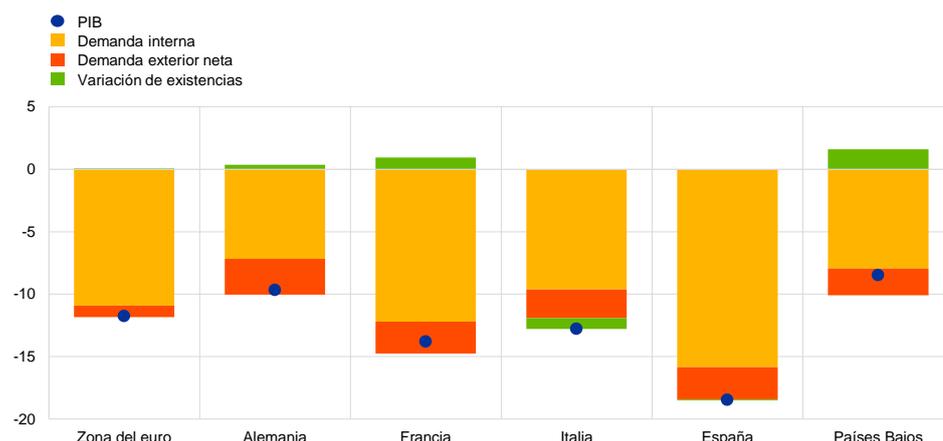
en Italia, un 9,7 % en Alemania y un 8,5 % en los Países Bajos, en términos intertrimestrales.

La pandemia de Covid-19 ha provocado un desplome sin precedentes de la demanda interna y de la actividad de los servicios. Como sugiere la desagregación del PIB por el lado del gasto (véase gráfico 10), la caída de la actividad en el segundo trimestre de 2020 obedeció a una intensa contracción de la demanda interna (-10,9 %). A diferencia de recesiones anteriores (como la crisis financiera global de 2007-2008), la actividad más perjudicada ha sido la del sector servicios, debido al carácter de las medidas de distanciamiento social. La demanda exterior neta también contribuyó negativamente al crecimiento, aunque en mucho menor grado (-0,9 %). Por último, la contribución de la variación de existencias fue ligeramente positiva (+0,1 %).

### Gráfico 10

#### Variación del PIB real y contribución de los componentes del gasto en el segundo trimestre de 2020

(tasas de variación intertrimestral)



Fuente: Eurostat.

#### Los mercados de trabajo de la zona del euro se han visto seriamente afectados por las medidas de contención del Covid-19.

El empleo se redujo un 2,9 % en el segundo trimestre de 2020, tras registrar un descenso del 0,3 % en el primero. Esto supone que, en el segundo trimestre del año, había 5,1 millones de personas ocupadas menos que en el último trimestre de 2019. Las medidas de apoyo adoptadas, como los programas de mantenimiento del empleo y otros mecanismos similares diseñados para evitar despidos y respaldar a los trabajadores autónomos, explican en buena medida que el empleo retrocediera menos que la actividad económica. Estos programas preservan las relaciones laborales y limitan los despidos, al tiempo que ayudan a las empresas a reducir sus costes salariales durante las fases de desaceleración cíclica, de forma que los trabajadores estén disponibles y las empresas estén preparadas para reanudar la actividad cuando se

levanten las medidas de confinamiento<sup>6</sup>. Por tanto, los programas de regulación temporal de empleo limitan el aumento del desempleo, permitiendo al mismo tiempo que el mercado de trabajo afronte las fluctuaciones cíclicas con flexibilidad, por ejemplo, a través de una reducción sustancial de las horas trabajadas por persona ocupada durante un período de tiempo predeterminado. Las horas medias trabajadas disminuyeron un 10,2 % en el segundo trimestre de 2020, tras registrar un descenso intertrimestral del 3,8 % en el primer trimestre. Esta evolución implica que la reducción de las horas medias trabajadas representa más del 75 % del ajuste del total de las horas trabajadas. El porcentaje restante es atribuible al empleo. Así pues, el empleo retrocedió menos que el PIB en el segundo trimestre de 2020, lo que implica una caída acusada —del 12,1 %— de la productividad del trabajo por persona ocupada en ese período. En cambio, el total de horas trabajadas se redujo más que el PIB, y la productividad por hora trabajada aumentó un 1,2 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2020.

### **Los indicadores del mercado de trabajo apuntan a pérdidas de empleo continuadas en el tercer trimestre.**

La tasa de paro de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 7,9 % en julio de 2020, desde el 7,7 % de junio. Entre febrero y julio de 2020, esta tasa registró un incremento de 0,7 puntos porcentuales, inferior al aumento de 1,3 puntos porcentuales observado entre septiembre de 2008 y febrero de 2009 tras la quiebra de Lehman Brothers. Este incremento no refleja plenamente el impacto de la pandemia, ya que se ve mitigado por las políticas adoptadas para impulsar el empleo y evitar despidos permanentes. También está relacionado con las transiciones desde el empleo y el desempleo a la inactividad por los efectos económicos de los confinamientos y las dificultades persistentes a las que se enfrentaron los trabajadores en búsqueda de empleo conforme se fueron retirando gradualmente las medidas de contención. Los indicadores de opinión recientes siguen apuntando a pérdidas de empleo en el tercer trimestre, pese al efecto de las políticas de empleo vigentes en la actualidad (gráfico 11).

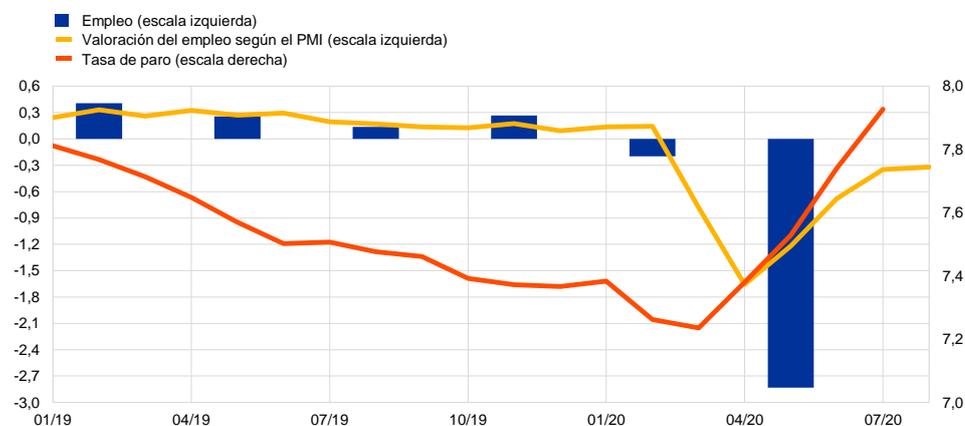
---

<sup>6</sup> Véanse también el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», *Boletín Económico*, BCE, número 4/2020, y el recuadro «Valoración preliminar del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro», *Boletín Económico*, BCE, número 5/2020.

## 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 segundo trimestre de 2020 para el empleo, a agosto de 2020 para el PMI y a julio de 2020 para la tasa de paro.

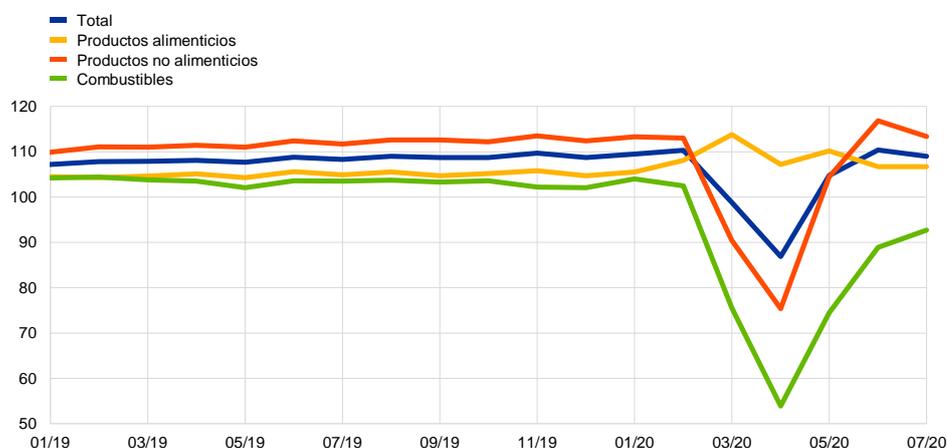
### El gasto en consumo registró un incremento significativo en junio y julio, pero su recuperación está lejos de completarse.

La confianza de los consumidores aumentó en agosto (hasta situarse en  $-14,7$ ), pero se mantuvo muy por debajo del nivel previo a la pandemia ( $-8,8$  en el primer trimestre de 2020). El volumen de ventas minoristas se redujo un  $1,3$  %, en tasa intermensual, en julio (véase gráfico 12). Sin embargo, como en mayo y en junio las ventas registraron un crecimiento intermensual excepcionalmente elevado —del  $20,6$  % y del  $5,3$  %, respectivamente—, en julio se situaron un  $8,2$  % por encima de la media del segundo trimestre y en niveles próximos a los observados antes de la pandemia. Las ventas de productos alimenticios crecieron al principio del brote (debido a su carácter de bienes esenciales, a la sustitución del gasto en restauración y al acopio de alimentos), mientras que las de combustibles de automoción se desplomaron antes de recuperarse. Al mismo tiempo, las ventas de productos no alimenticios disminuyeron de manera acusada en un primer momento, pero en julio volvieron a situarse en los niveles previos a la pandemia. Pese al fuerte repunte del comercio minorista, la debilidad subsistente del gasto en consumo se refleja, mayormente, en los servicios de consumo, sobre todo en los de alojamiento, entretenimiento y transporte.

## Gráfico 12

### Comercio minorista de la zona del euro

(Índice: 2005 = 100)



Fuente: Eurostat.

#### De cara al futuro, apenas se aprecian indicios de dinamismo en la demanda de bienes de consumo.

Esto puede constatar en la valoración de la cartera de pedidos de los productores de bienes de consumo, en las expectativas de negocio de las empresas minoristas y en las intenciones de los consumidores de realizar grandes compras. Aunque la caída de las rentas de los hogares ha sido limitada, se espera que la tasa de ahorro aumentara de forma acusada en el segundo trimestre antes de descender posteriormente. Esta evolución refleja el ahorro forzoso o involuntario debido a las restricciones impuestas por las medidas de confinamiento, aunque también hay evidencia de que los canales habituales, como el ahorro por motivo precaución (anticíclico), están desempeñando un papel significativo<sup>7</sup>.

#### La inversión empresarial repuntó en cierta medida con la reapertura de la economía, pero la escasa demanda y los riesgos financieros siguen lastrando las perspectivas de los próximos trimestres.

Las graves disrupciones de oferta relacionadas con el brote de Covid-19 provocaron que la producción de bienes de equipo en la zona del euro se redujera un 21,3 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2020. Asimismo, la inversión, excluida la construcción, registró una caída intertrimestral del 20,9 %. Sin embargo, estas contracciones intertrimestrales ocultan una recuperación parcial de la inversión empresarial a partir de mayo. A lo largo de mayo y de junio, la producción de bienes de equipo aumentó un 29,9 %, aunque se situó en un nivel que sigue siendo muy inferior al observado en febrero de este año. Los indicadores de opinión confirman la valoración de un repunte parcial, como pone de manifiesto la mejora reciente de las expectativas de producción de los fabricantes de bienes de equipo para los próximos meses, así como la valoración de su cartera de pedidos. Además, la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro<sup>8</sup> muestra que se espera que, en el tercer trimestre, disminuya la intensa demanda de préstamos y líneas de crédito por parte

<sup>7</sup> Véase también el recuadro titulado «El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?», en este Boletín Económico.

<sup>8</sup> Véase también «The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020», BCE, julio de 2020.

de las empresas de la zona observada en el segundo trimestre, lo que indica una mejora de las expectativas empresariales. Con todo, la demanda todavía débil y la posibilidad de que las entidades de crédito endurezcan los criterios de aprobación de los préstamos a empresas en un contexto de mayor riesgo de crédito limitarían el repunte de la demanda de inversión en los próximos trimestres.

**La inversión residencial se desplomó casi un 14 % en la primera mitad del año, pero es probable que haya iniciado una recuperación gradual y parcial en los últimos meses del segundo trimestre, y que haya continuado desde entonces.**

En el tercer trimestre, los indicadores coyunturales son acordes con un repunte intenso —aunque incompleto— de la actividad de la construcción. Pese a que el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) de producción de la construcción y el indicador de confianza de las empresas constructoras de la Comisión Europea registraron una notable mejora en julio y en agosto, respectivamente, ambos índices se situaban todavía en niveles históricamente reducidos. Esta debilidad puede estar relacionada con las restricciones a la producción de la construcción resultantes del menor número de visados de obra nueva emitidos y con la mayor severidad de las medidas de contención impuestas tras la reaparición de casos de Covid-19 en los meses de verano. Al mismo tiempo, se apreciaron algunos signos más claros de recuperación en el PMI de expectativas de la construcción y en la valoración de la cartera de pedidos de las empresas. Estas dinámicas estuvieron asociadas a una demanda de vivienda relativamente poco afectada, como señalan los indicadores de la Comisión Europea sobre intención de gasto en construcción o en reforma de viviendas de los hogares y la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE, que muestra la capacidad de resistencia de la demanda de préstamos para vivienda en varios países, gracias, en parte, a las medidas de alivio de la deuda aplicadas a los créditos concedidos a los hogares.

**Tras registrar un mínimo en abril, el comercio de la zona del euro repuntó al final del segundo trimestre de 2020, aunque se situó en un nivel**

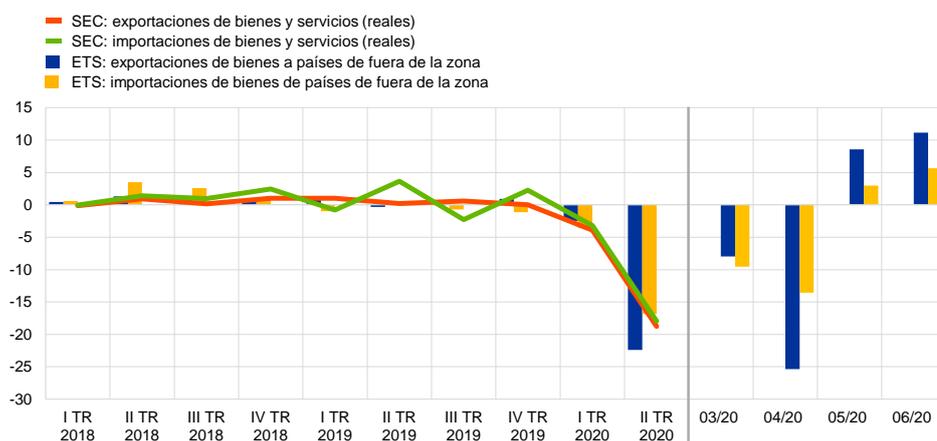
**sustancialmente más bajo que antes.** Después de experimentar una fuerte contracción en el primer trimestre, las exportaciones e importaciones totales de la zona del euro descendieron un 18,8 % y un 18 %, respectivamente, en el segundo trimestre (véase gráfico 13). Los datos mensuales del comercio de bienes en términos nominales correspondientes a mayo y a junio muestran que las exportaciones y las importaciones de la zona recuperaron alrededor de la mitad de las pérdidas sufridas desde el inicio de la pandemia, en un contexto de flexibilización de algunas medidas de contención. Los intercambios comerciales entre países de la zona del euro, que se habían reducido más que el comercio exterior en meses anteriores, repuntaron en mayor grado, dado que la relajación de las restricciones relacionadas con la pandemia fue relativamente más pronunciada en Europa. En el comercio de servicios, el desplome fue incluso mayor —21,1 % en las exportaciones y 25,4 % en las importaciones—. El turismo, en particular, se ha visto muy afectado por las prohibiciones de viajar y por otras medidas de confinamiento, como pone de manifiesto la fuerte disminución de la capacidad de las compañías aéreas. De cara al futuro, se espera que las perspectivas de las exportaciones de la zona del euro mejoren en cierta medida. El PMI de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas

de la zona del euro confirma una expansión en agosto (52). La valoración de los niveles de las carteras de pedidos exteriores de la Comisión Europea y los indicadores de nuevos pedidos industriales del BCE han mejorado durante dos meses consecutivos. En cuanto a los indicadores de transporte de mercancías, los relativos al comercio marítimo señalan una recuperación gradual, mientras que los correspondientes al transporte aéreo se mantienen muy por debajo de los niveles del año pasado. En conjunto, los datos apuntan a que se produciría un repunte en los próximos meses que, sin embargo, no sería completo. En cuanto a los servicios, el PMI de nuevos pedidos exteriores de los servicios de la zona del euro sigue indicando una contracción y los índices de capacidad de las compañías aéreas señalan una recuperación parcial de los servicios de turismo y viajes en el tercer trimestre de 2020, especialmente en los dirigidos a destinos turísticos.

### Gráfico 13

#### Comercio de la zona del euro según los datos de las cuentas nacionales (SEC) y las estadísticas de comercio exterior (ETS)

(tasas de variación intertrimestral, tasas de variación intermensual para marzo, abril, mayo y junio de 2020)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos de las cuentas nacionales (Sistema Europeo de Cuentas o SEC) y de las estadísticas de comercio exterior (ETS, por sus siglas en inglés) desestacionalizados y ajustados por días laborables. Las diferencias en el ajuste estacional y otras diferencias metodológicas pueden dar lugar a discrepancias entre la información correspondiente al SEC y la correspondiente a las ETS.

#### A corto plazo se prevé un fuerte repunte del crecimiento de la zona del euro en el tercer trimestre de 2020.

La acusada contracción registrada en el segundo trimestre refleja las caídas pronunciadas de la actividad observadas en marzo y abril. Sin embargo, los últimos datos disponibles señalan que la economía ha seguido una senda de recuperación a partir de mayo. La mejora de los resultados de las encuestas desde ese mes coincide con la relajación de las medidas de confinamiento. Los valores de julio y agosto del PMI compuesto de producción y del indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea son muy superiores a los niveles medios del segundo trimestre. El PMI se situó, en promedio, en 53,4 en julio y agosto —frente al 31,3 del segundo trimestre—, mientras que el ESI alcanzó unos valores medios de 85 y de 69,4, respectivamente, en esos mismos períodos. Si bien la actividad en el sector manufacturero ha seguido mejorando, recientemente el ritmo de crecimiento de los servicios ha descendido en cierta medida.

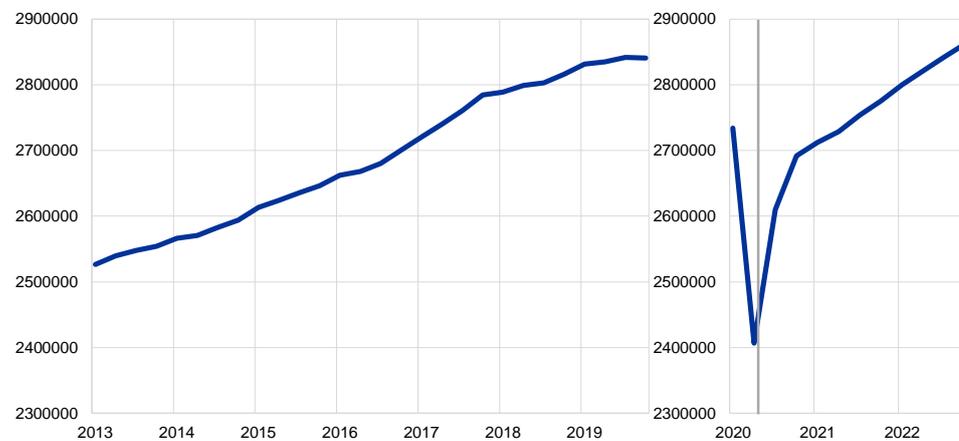
**De cara al futuro se prevé que el repunte de la actividad económica de la zona del euro continúe durante el resto de 2020, siempre que no se produzca ningún rebrote importante de la pandemia.**

Según las proyecciones, la actividad económica de la zona del euro registraría un repunte del 8,4 % en el tercer trimestre. Posteriormente, la proyección de referencia se basa en el supuesto principal de un éxito parcial en la contención del virus y de cierta reactivación de los contagios durante los próximos trimestres, que requerirá el mantenimiento de las medidas de contención —aunque en menor grado que en la primera ola— hasta que se disponga de una solución médica a mediados de 2021. Se espera que estas medidas, junto con una incertidumbre elevada y el empeoramiento de las condiciones del mercado de trabajo, sigan lastrando la oferta y la demanda. No obstante, el considerable apoyo de las políticas monetaria, fiscal y de empleo, que se han reforzado desde las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, debería mantener las rentas y limitar las secuelas económicas que podrían producirse tras la resolución de la crisis sanitaria. También se asume que esas políticas lograrán impedir fuertes efectos de amplificación a través de los canales financieros. De acuerdo con estos supuestos, se prevé una caída del PIB real de la zona del euro del 8 % en 2020 y un repunte del 5 % en 2021 y del 3,2 % en 2022. Al final del horizonte de proyección, el PIB real se situaría un 3,5 % por debajo del nivel previsto en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, las últimas previas a la pandemia. El nivel del PIB registrado en el cuarto trimestre de 2019 se alcanzaría en la segunda mitad de 2022 (véase gráfico 14). Con el trasfondo de la incertidumbre sobre la trayectoria de la pandemia, se han elaborado dos escenarios alternativos. En el escenario moderado, la perturbación generada por la pandemia sería transitoria y la rápida aplicación de una solución médica permitiría relajar adicionalmente las medidas de contención. En este escenario, el PIB real registraría un descenso del 7,2 % este año, seguido de un fuerte repunte en 2021. Al final del horizonte considerado, el PIB real se situaría ligeramente por encima del nivel previsto en las citadas proyecciones de diciembre de 2019. En cambio, el fuerte rebrote de la pandemia contemplado en el escenario severo implica volver a aplicar medidas de contención estrictas, con pérdidas sustanciales y permanentes de actividad. En este escenario, el PIB real retrocedería un 10 % en 2020, y al final del horizonte de proyección se situaría un 9 % por debajo del nivel previsto en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019.

### Gráfico 14

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

(volúmenes encadenados; millones de euros)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre 2020», publicado en el sitio web del BCE el 10 de septiembre de 2020.

## 4 Precios y costes

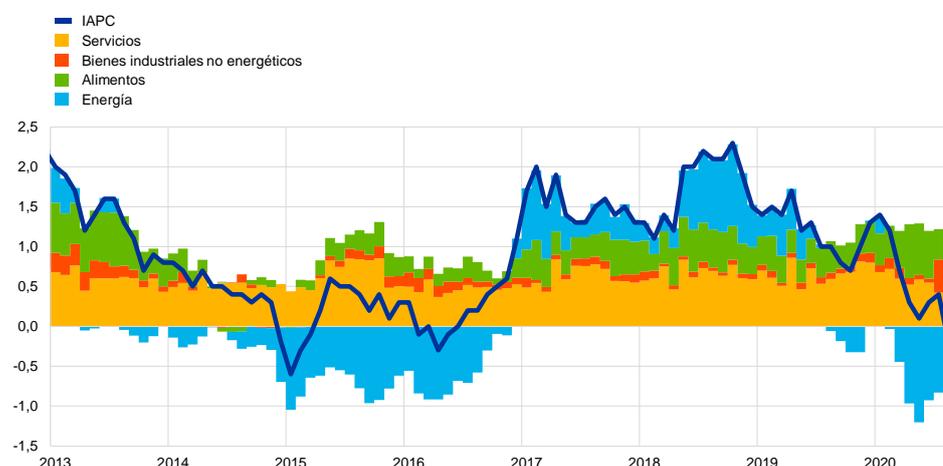
*Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro descendió hasta el  $-0,2\%$  en agosto, desde el  $0,4\%$  registrado en julio. Sobre la base de los precios actuales del petróleo y los precios de los futuros sobre esa materia prima y teniendo en cuenta la rebaja temporal del tipo del IVA en Alemania, es probable que la inflación general siga siendo negativa en los próximos meses, antes de volver a situarse en valores positivos a principios de 2021. Asimismo, a corto plazo, las presiones sobre los precios seguirán contenidas debido a la debilidad de la demanda, a la disminución de las presiones salariales y a la apreciación del tipo de cambio del euro, pese a ciertas presiones al alza derivadas de las restricciones de oferta. A medio plazo, la recuperación de la demanda, respaldada por la orientación acomodaticia de las políticas monetaria y fiscal, ejercerá presión alcista sobre la inflación. En general, esta valoración se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2020, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el  $0,3\%$  en 2020, el  $1\%$  en 2021 y el  $1,3\%$  en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, las perspectivas de inflación se mantienen inalteradas para 2020, se han revisado al alza para 2021 y no varían para 2022. El mantenimiento de la proyección de inflación para 2022 oculta una revisión al alza de la inflación, excluidos la energía y los alimentos, debida, hasta cierto punto, a los efectos positivos de las medidas de política monetaria y fiscal, que se vio compensada, en gran parte, por la revisión de la senda de los precios de la energía. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el  $0,8\%$  en 2020, el  $0,9\%$  en 2021 y el  $1,1\%$  en 2022.*

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC registró valores negativos en agosto.** El descenso —del  $0,4\%$  de julio al  $-0,2\%$  de agosto— reflejó una caída de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), y una disminución de la tasa de variación de los precios de los alimentos, que fueron parcialmente compensadas por una inflación de la energía menos negativa (véase gráfico 15). La tasa de variación de los precios de la energía siguió creciendo, aunque, en términos interanuales, sigue siendo claramente negativa y refleja la fuerte bajada de los precios del petróleo tras el comienzo de la pandemia de coronavirus (Covid-19). También señala cierta normalización el hecho de que la inflación de los alimentos retornase a los niveles anteriores a la pandemia en julio y en agosto: disminuyó en los dos meses consecutivos, hasta situarse primero en el  $2\%$  y después en el  $1,7\%$ . Según Eurostat, las dificultades experimentadas en la recopilación de precios del IAPC debido a la pandemia de Covid-19 han continuado reduciéndose, y el porcentaje de imputaciones vuelve a ser ahora prácticamente normal.

### Gráfico 15

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 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).

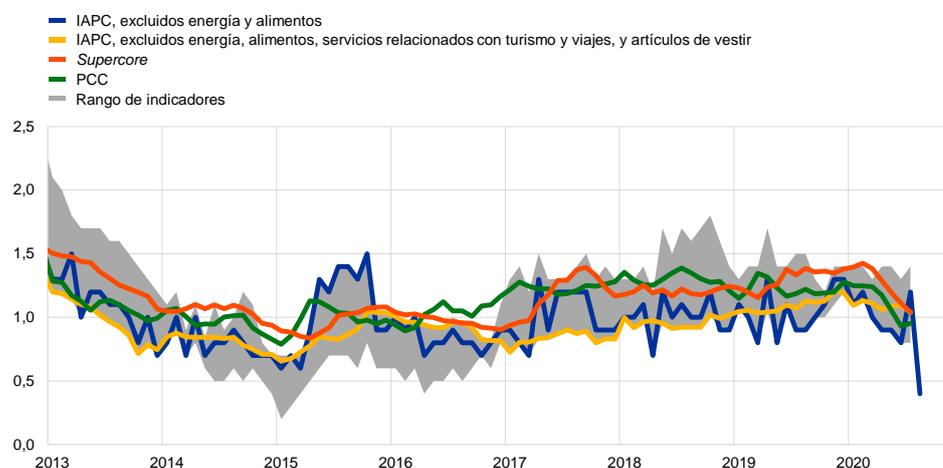
**Pese al fuerte descenso observado recientemente en la inflación medida por el IAPCX, en general, los indicadores de la inflación subyacente apuntan a un debilitamiento moderado desde la irrupción de la pandemia.** La inflación medida por el IAPCX se redujo hasta situarse en el 0,4 % en agosto, desde el 1,2 % de julio, debido a las caídas de las tasas de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. Las acusadas fluctuaciones de la inflación medida por el IAPCX durante julio y agosto se atribuyen, principalmente, a factores transitorios. La tasa de variación de los bienes industriales no energéticos fue del -0,1 % en agosto, frente al 1,6 % de julio y al 0,2 % de los meses anteriores. La volatilidad reciente de esta tasa refleja, en gran medida, el impacto del aplazamiento de las rebajas de los artículos de vestir y del calzado en algunos países de la zona del euro, lo que ejerció fuertes presiones al alza en julio, que se relajaron en agosto. Los últimos movimientos de la inflación medida por el IAPCX también reflejan la rebaja temporal del tipo del IVA en Alemania desde julio de 2020. Otros indicadores de la inflación subyacente han mostrado un debilitamiento más moderado (los datos disponibles abarcan, principalmente, hasta julio; véase gráfico 16). La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación), excluida la energía, y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») <sup>9</sup> registraron un leve retroceso.

<sup>9</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 16

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2020 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación de avance), y a julio 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 han intensificado con moderación.

La tasa de variación 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, repuntó en julio hasta situarse en el 0,7 % (un incremento de 0,1 puntos porcentuales), ligeramente por encima de su media de largo plazo (0,6 %). Sin embargo, la tasa interanual correspondiente a los precios de importación disminuyó levemente y fue del -0,7 % en julio, 0,2 puntos porcentuales menos que el nivel alcanzado en junio, lo que puede reflejar, en parte, ciertas presiones a la baja derivadas de la reciente apreciación del tipo de cambio efectivo del euro. En fases anteriores de la cadena de precios internos, la tasa de variación de los precios de los bienes intermedios registró un ligero incremento, pese al fortalecimiento de la moneda única. La inflación de los precios de producción de estos bienes aumentó y se situó en el -2 % en julio, frente al -2,5 % de junio, mientras que la tasa de variación de los precios de importación se mantuvo prácticamente sin cambios en el -2,7 %.

### El ritmo de avance de la remuneración por asalariado siguió mostrando un descenso acusado en el segundo trimestre de 2020, debido, en gran medida, a la reducción de las horas trabajadas.

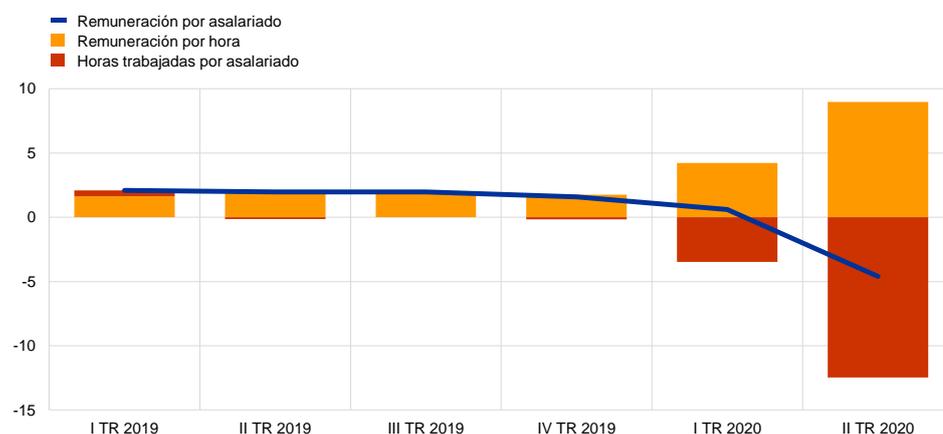
La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado cayó hasta situarse en el -4,6 % en el segundo trimestre, frente al 0,6 % del primer trimestre (véase gráfico 17). El descenso fue generalizado en los distintos sectores (excepto agricultura y pesca) y países. La persistente desaceleración observada en la remuneración por asalariado de la zona del euro obedece, fundamentalmente, a la reducción significativa de las horas trabajadas por asalariado tras la irrupción de la pandemia de Covid-19 y a las

medidas de confinamiento y contención asociadas. La tasa de avance interanual de la remuneración por hora aumentó y se situó en el 9 % en el segundo trimestre, frente al 4,2 % del trimestre anterior, debido a la disminución sustancial de las horas reales trabajadas por asalariado. Esta evolución opuesta refleja el efecto amortiguador de los programas de regulación temporal de empleo sobre las rentas del trabajo. Los salarios negociados crecieron un 1,7 % en el segundo trimestre del año, y la evolución más reciente de la remuneración por asalariado implica un fuerte impacto a la baja en la deriva salarial. Sin embargo, la desaceleración de la remuneración por asalariado ha sobredimensionado la pérdida de rentas del trabajo, ya que varios países registran las ayudas públicas como «transferencias» y no como «remuneración» con fines estadísticos.

### Gráfico 17

#### Descomposición de la remuneración por asalariado en remuneración por hora y horas trabajadas

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2020.

**Después de retroceder y situarse en mínimos históricos alrededor de mediados de marzo, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han seguido recuperándose y han retornado a los niveles previos a la pandemia, aunque permanecen en niveles todavía reducidos (véase gráfico 18).** Esta evolución refleja las mejoras de las

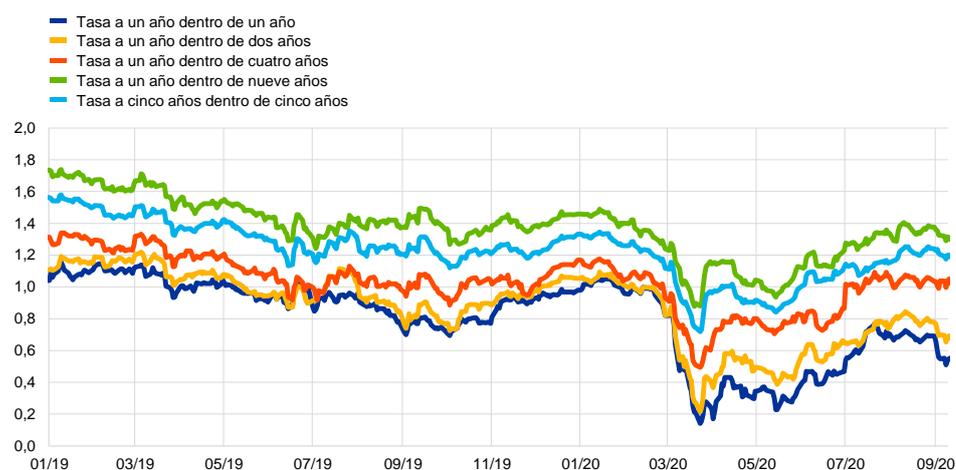
perspectivas macroeconómicas y de la percepción de riesgo a escala global, así como las importantes medidas de apoyo adoptadas en el ámbito monetario y fiscal. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años continuó esta tendencia y siguió aumentando, en unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 1,20 % el 4 de septiembre de 2020, es decir, casi 50 puntos básicos por encima de su mínimo histórico (0,72 %) registrado a mediados de marzo. Al mismo tiempo, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación. Los mercados de opciones de inflación también continúan indicando riesgos considerables a la baja a corto plazo, puesto que las probabilidades de deflación subyacentes se mantienen en torno a niveles históricamente elevados. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2020, que se llevó a cabo

en la primera semana de julio 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 se mantuvieron en julio en mínimos históricos o en niveles próximos a ellos, como consecuencia de la pandemia de Covid-19, de las medidas para paliar sus efectos y de la incertidumbre persistente.

### Gráfico 18

#### 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 9 de septiembre de 2020.

**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2020, la inflación general aumentará durante el horizonte de proyección.** Las proyecciones de referencia sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 0,3 % en 2020, el 1 % en 2021 y el 1,3 % en 2022 (véase gráfico 19). En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, las previsiones de inflación medida por el IAPC se mantienen inalteradas para 2020, se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2021 y no varían para 2022. A corto plazo, el desplome anterior de los precios del petróleo, la apreciación del euro y la rebaja temporal del tipo del IVA en Alemania implican que es probable que la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro siga siendo negativa en los próximos meses. En 2021, los efectos de comparación en el componente energético y, en menor medida, la reversión esperada del recorte del tipo del IVA en Alemania provocarían un repunte automático posteriormente<sup>10</sup>. A tenor de las proyecciones, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se reducirá hasta el final de 2020. Se espera que los efectos desinflacionistas sean generalizados en los sectores de bienes y servicios, ya que la demanda continúa siendo débil. Con todo, la persistencia de presiones al alza de costes relacionadas con las limitaciones de oferta compensaría, en parte, estos efectos. A medio plazo, se prevé un incremento de la inflación: se parte del supuesto de que los precios del petróleo repuntarán y de

<sup>10</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «El papel de los impuestos indirectos en la inflación de la zona del euro y sus perspectivas», en este Boletín Económico.

que la demanda debería recuperarse, a pesar de la disminución de las presiones al alza derivadas de los efectos de oferta adversos vinculados a la pandemia y pese a la apreciación del euro. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 0,8 % en 2020 y el 0,9 % en 2021, y que aumente hasta el 1,1 % en 2022.

### Gráfico 19

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre 2020», publicado en el sitio web del BCE el 10 de septiembre de 2020.

Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de la proyección. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2020 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2022 (proyecciones). La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro, de septiembre de 2020, fue el 27 de agosto de 2020.

## 5 Dinero y crédito

*La pandemia de coronavirus (Covid-19) ha seguido ejerciendo una influencia significativa en la dinámica monetaria de la zona del euro. El crédito interno continuó siendo la principal fuente de creación de dinero, impulsado por los préstamos a sociedades no financieras y por las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema. Las oportunas e importantes medidas adoptadas por autoridades monetarias, fiscales y supervisoras respaldaron la concesión de crédito bancario en condiciones favorables a la economía de la zona del euro. Ello también impulsó la financiación externa total de las empresas de la zona del euro en el segundo trimestre de 2020, ya que la emisión de valores representativos de deuda y el crédito bancario a empresas aumentaron sustancialmente. El coste total de la financiación de la deuda de las empresas también ha seguido siendo favorable, dado que el coste de los valores de renta fija ha continuado moderándose y los tipos de interés de los préstamos bancarios se han mantenido próximos a sus mínimos históricos.*

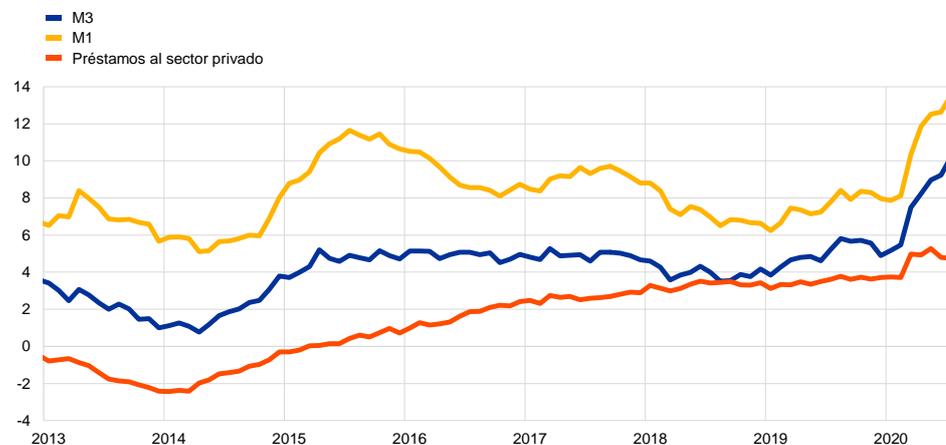
### **El crecimiento del agregado monetario amplio se aceleró de nuevo en julio.**

Como consecuencia del muy abundante flujo mensual, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) volvió a subir en julio, situándose en el 10,2 %, frente al 9,2 % de junio. La perturbación causada por la pandemia ejerció una notable influencia en la dinámica monetaria, como ilustra un crecimiento de M3 alrededor de 5 puntos porcentuales superior al registrado antes del brote de Covid-19 (véase gráfico 20). En un entorno de elevada incertidumbre, la demanda de liquidez de los agentes económicos se vio impulsada por las considerables necesidades de liquidez de las empresas y por los motivos de precaución de todos los agentes económicos. Los modelos de demanda de dinero identifican factores especiales relacionados con las necesidades de liquidez de las empresas y los hogares durante la pandemia que contribuyeron de forma significativa al crecimiento del agregado monetario amplio. La aceleración del crecimiento monetario también fue resultado de las importantes medidas de apoyo adoptadas por los responsables de las políticas monetaria y fiscal, así como de la actuación de las autoridades regulatorias y supervisoras, con el fin de garantizar que la economía disponga de liquidez suficiente para afrontar las consecuencias económicas de la pandemia. Además, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario más líquido (M1), que comprende los depósitos a la vista y el efectivo en circulación, alcanzó el 13,5 % en julio, tras el 12,6 % observado en junio, contribuyendo así de forma notable al crecimiento de M3.

## Gráfico 20

### M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a julio de 2020.

#### Los depósitos a la vista han vuelto a repuntar como consecuencia de la elevada incertidumbre.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista, que fue el componente que más contribuyó al crecimiento monetario, aumentó hasta el 14,1 % en julio, desde el 13,1 % de junio. El avance de los depósitos estuvo impulsado, sobre todo, por los depósitos de las empresas. La preferencia de los tenedores del dinero por los depósitos a la vista continuó reflejando motivos de precaución y el nivel muy bajo de los tipos de interés, que reduce el coste de oportunidad de mantener estos instrumentos, sobre todo si se comparan con otros depósitos menos líquidos. Por otra parte, los depósitos de las empresas presentaron diferencias entre jurisdicciones. Esto se debió, en parte, a la propagación dispar y retardada de la pandemia en los distintos países, que se tradujo en diferencias en el grado de materialización de las necesidades de liquidez de las empresas. La disparidad en la magnitud de las medidas de apoyo entre países también contribuyó al ritmo desigual. El efectivo en circulación creció a una tasa interanual elevada, aunque en general estable, del 9,8 % en julio, lo que refleja una tendencia a la acumulación de efectivo ante la sustancial incertidumbre. Otros depósitos a corto plazo e instrumentos negociables realizaron una contribución reducida, pero cada vez mayor, al crecimiento interanual de M3 en julio, a pesar de los bajos tipos de interés.

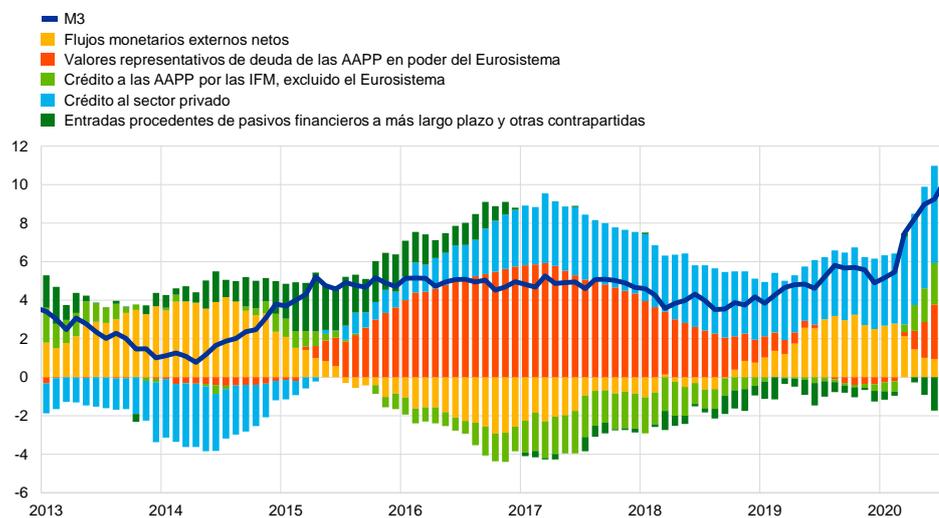
#### El crédito interno ha continuado siendo la principal fuente de creación de dinero.

En el contexto de la pandemia de Covid-19, el crecimiento del crédito al sector privado se ha mantenido en un nivel elevado (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 21). A partir de 2018, este componente ha sido el principal factor determinante del crecimiento de M3 desde la perspectiva de las contrapartidas, que más recientemente ha estado impulsado sobre todo por los préstamos a sociedades no financieras. Además, las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la

pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) del BCE incrementaron su considerable contribución al crecimiento de M3 en julio (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 21). Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE están proporcionando un respaldo monetario reforzado para estabilizar los mercados financieros y mitigar los riesgos para la transmisión de la política monetaria y para las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro durante la pandemia. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por el sector bancario (excluido el Eurosistema) al sector público siguió siendo elevada en julio (véase la parte de color verde claro de las barras del gráfico 21). Las entidades de crédito de la zona del euro (excluido el Eurosistema) adquirieron grandes cantidades de deuda pública, fundamentalmente emitida en la zona del euro. Esto obedeció, en parte, al considerable incremento de las emisiones netas de deuda pública para hacer frente a la pandemia, que continuó pese al anuncio de medidas adicionales a escala de la UE (como el paquete «Next Generation EU»). Tras los datos positivos de mayo y junio, las salidas monetarias de la zona del euro fueron moderadas en julio y reflejaron las ventas (netas) de bonos soberanos de la zona del euro por parte de no residentes (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 21). Además, los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas tuvieron una incidencia ligeramente negativa sobre el crecimiento monetario (véase la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 21).

### Gráfico 21 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2020.

### El crecimiento de los préstamos al sector privado se ha mantenido prácticamente estable.

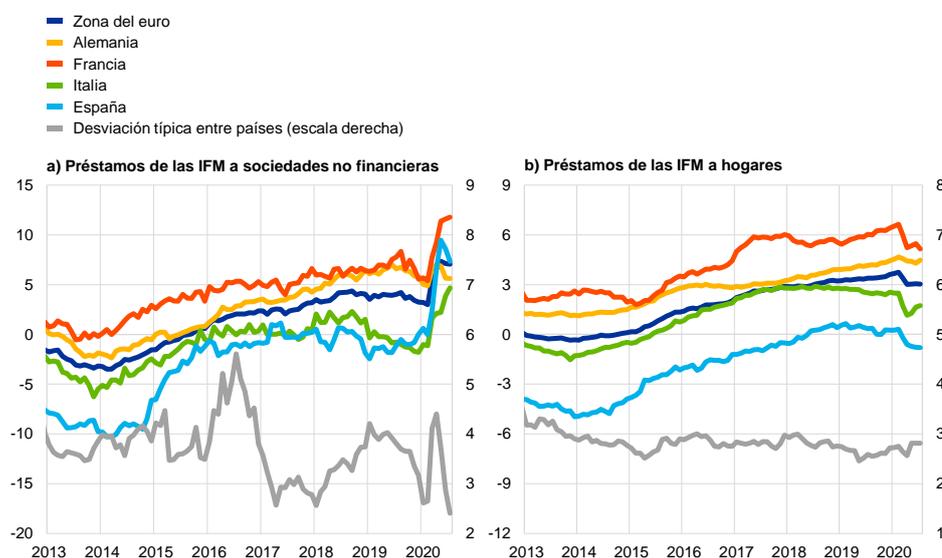
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado se situó en el 4,7 % en julio, frente al 4,8 % de junio, 1 punto porcentual por encima de la tasa registrada antes del brote de la pandemia (véase gráfico 20). El avance del crédito ha seguido

estando impulsado fundamentalmente por los préstamos a las empresas, que crecieron a una tasa interanual del 7 % en julio, frente al 7,1 % de junio y el 7,3 % de mayo, mientras que el incremento de los préstamos a los hogares se mantuvo estable en el 3 % (véase gráfico 22). El recurso de las empresas a los préstamos a medio y a largo plazo ha continuado aumentando, en detrimento de los préstamos a corto plazo. La evolución divergente de los préstamos a empresas y los préstamos a hogares se constató en los resultados de la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) de julio de 2020 relativos a la oferta y la demanda de crédito. El crecimiento del crédito bancario a empresas ha seguido estando determinado por las necesidades de financiación de las operaciones de las sociedades, en un entorno de menores flujos de efectivo, y también ha reflejado las importantes medidas adoptadas por los Gobiernos de la mayoría de los países de la zona del euro —como los avales para préstamos— con el fin de respaldar la liquidez y la solvencia de las empresas en los próximos meses. Asimismo, las medidas de política monetaria del BCE, en particular las condiciones muy favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), han animado a los bancos a conceder préstamos a todas las entidades del sector privado. Por otra parte, se ha observado una considerable variación en la tasa de crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares en los distintos países de la zona del euro, aunque los países de mayor tamaño han seguido un patrón bastante similar.

## Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2020.

**Los costes de financiación de la deuda de las entidades de crédito se han estabilizado en niveles bajos, favorecidos por las medidas de política monetaria del BCE.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro, que había aumentado tras el brote de

Covid-19, se redujo ligeramente en el segundo trimestre de 2020, aunque permanece por encima de los niveles anteriores a la irrupción de la pandemia (véase gráfico 23). Esto se debió fundamentalmente a una caída de los rendimientos de los bonos resultante de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE. Las condiciones de financiación de las entidades de crédito se están beneficiando de la provisión de liquidez en condiciones muy favorables a través de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), así como de los efectos positivos del APP y del PEPP del BCE sobre los rendimientos de la deuda. Se reduce así el riesgo de una amplificación negativa de los efectos entre el sector real y el sector financiero de la economía durante la pandemia. Dada su estrecha vinculación con las condiciones de financiación soberana, la rentabilidad de la deuda bancaria *senior* no garantizada también se ha visto favorecida por la caída de los rendimientos de los bonos. Las condiciones en el mercado de bonos bancarios garantizados cuentan con el respaldo del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados del BCE (CBPP3, por sus siglas en inglés). Además, los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro, que representan el grueso de su financiación, permanecieron en mínimos históricos en julio de 2020, contribuyendo así a las favorables condiciones de financiación de la deuda de los bancos. Desde el comienzo de la crisis del Covid-19, cada vez son más las entidades de crédito de la zona del euro que aplican tipos de interés negativos a los depósitos de sociedades no financieras. Al mismo tiempo, los tipos de interés de gran parte de la financiación mediante depósitos de los bancos, en particular los depósitos minoristas, continúan teniendo un límite inferior en cero, y los márgenes de intermediación de las entidades de crédito siguen siendo reducidos. Aunque los bancos han reforzado notablemente su capacidad de resistencia desde la crisis financiera global, la pandemia de coronavirus está afectando a su posición de capital por la reducción de las valoraciones de los activos y la necesidad de dotar mayores provisiones por insolvencias<sup>11</sup>. Si bien las favorables condiciones de financiación benefician a las entidades de crédito, el temor a que la pandemia tenga un efecto negativo sobre las posiciones de capital de los bancos continúa pesando sobre sus costes de financiación de mercado. De cara al futuro, es probable que, cuando finalicen los programas de apoyo público, las condiciones del crédito bancario se endurezcan.

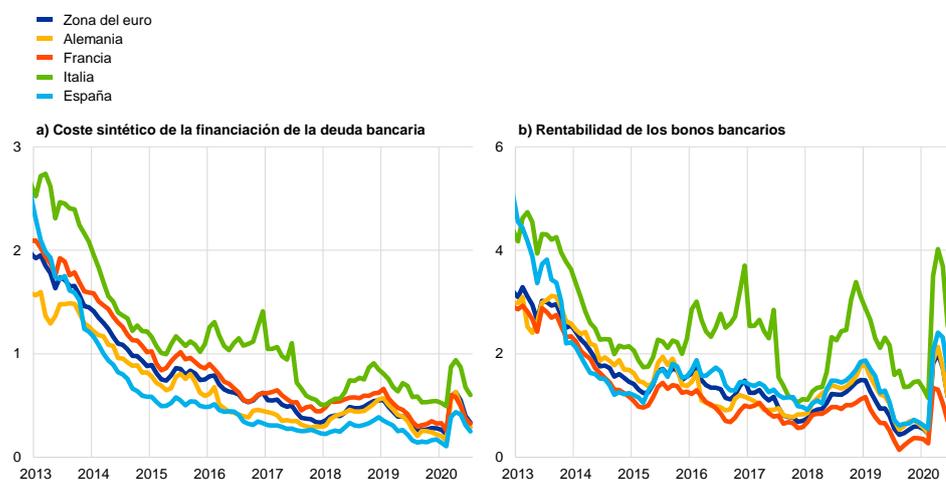
---

<sup>11</sup> Véase [Financial Stability Review](#), BCE, mayo de 2020.

### Gráfico 23

#### 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 rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2020.

#### Los muy favorables tipos de interés del crédito bancario continúan

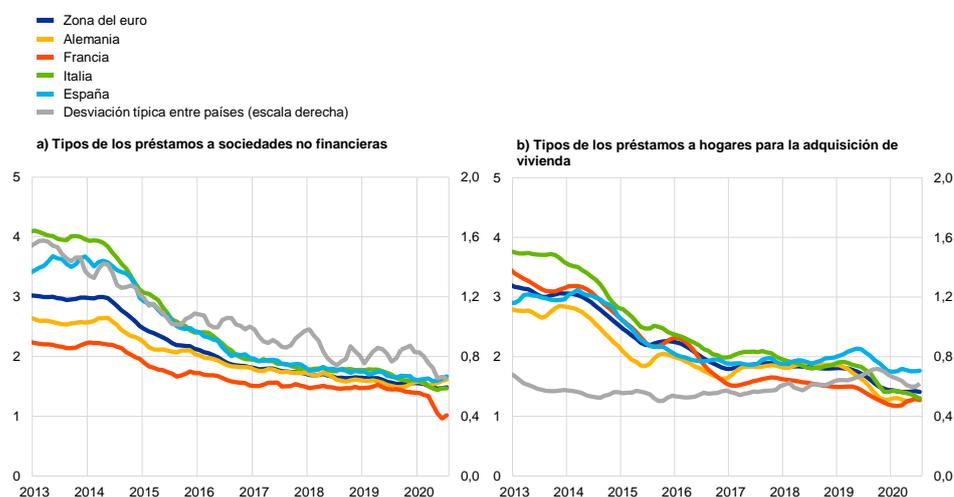
##### respaldando el crecimiento económico.

Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las empresas y a los hogares para adquisición de vivienda se han mantenido cerca de sus mínimos históricos, y se situaron en el 1,51 % y el 1,40 %, respectivamente, en julio (véase gráfico 24). Esta evolución es generalizada en los países de la zona del euro y refleja la transmisión retardada de los movimientos de los tipos de mercado a los tipos del crédito bancario. Al mismo tiempo, estos tipos también han seguido presionados al alza por los graves efectos económicos de la pandemia sobre los ingresos de las empresas, por las perspectivas de empleo de los hogares y por la solvencia global de los prestatarios. Después de una caída previa, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros aumentó ligeramente en junio y julio en todos los grandes países de la zona del euro, pero se mantuvo por debajo de los niveles observados en marzo. Las presiones alcistas se han contenido gracias a la eficacia de las medidas tomadas por el BCE, los supervisores bancarios y los Gobiernos para respaldar la oferta de crédito.

## Gráfico 24

### 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. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2020.

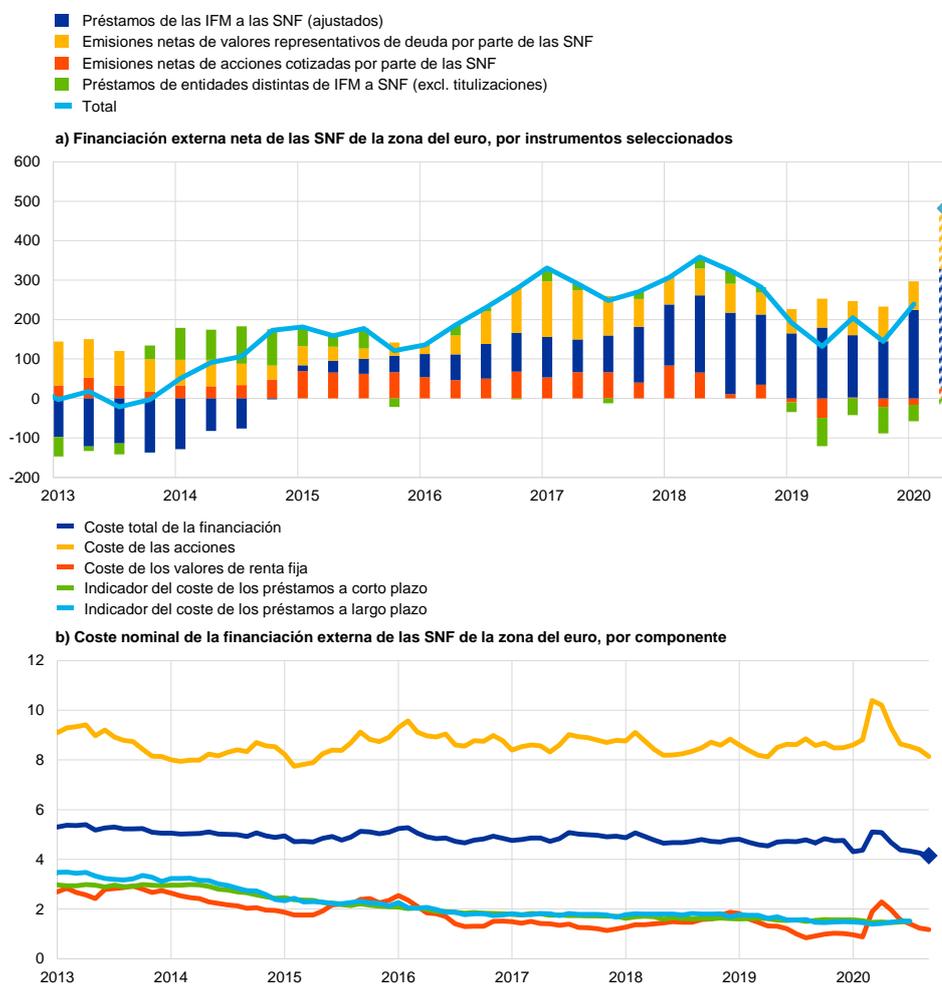
**Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó considerablemente en el segundo trimestre de 2020, favorecido por la reducción del coste de la financiación de dichas sociedades (véase el panel b del gráfico 25).** Este aumento refleja la continua reducción de los flujos de efectivo de explotación de las empresas y sus elevadas necesidades de financiación como consecuencia de la perturbación generada por la pandemia. Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las empresas fueron elevadas en el segundo trimestre y se vieron favorecidas por el estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada propiciado por la ampliación de los programas APP y PEPP del BCE, que incluyen compras netas de bonos corporativos. El sustancial recurso al crédito en el segundo trimestre reflejó el agravamiento de la contracción económica y las acusadas caídas que continuaron produciéndose en las ventas y los flujos de efectivo de las empresas en la primera parte del trimestre. La demanda de crédito bancario también contó con el respaldo de los favorables tipos de interés de estos préstamos (véase el panel b del gráfico 25). Las emisiones netas de acciones cotizadas permanecieron en niveles reducidos en el segundo trimestre de 2020, ya que el número de nuevas operaciones se redujo de forma acusada como consecuencia del deterioro de las perspectivas de beneficios y pese al pronunciado descenso del coste de las acciones derivado de unas primas de riesgo más bajas. Asimismo, los volúmenes de préstamos del sector financiero no bancario (entidades distintas de IFM) volvieron a reducirse en el segundo trimestre. En conjunto, los flujos totales de financiación externa fueron más elevados en el segundo trimestre de 2020 que durante la crisis financiera y la de la deuda soberana, respaldados por unas condiciones de financiación favorables. 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 4,4 % a finales de junio. Este nivel es aproximadamente 70 puntos básicos más bajo que el máximo de marzo de 2020 y solo 7 puntos básicos más alto que el nivel de enero de 2020, cuando la serie marcó su mínimo histórico. Se estima que, entre finales de junio y el final del período de referencia (9 de septiembre de 2020), el coste total de la financiación volvió a disminuir unos 24 puntos básicos, hasta el 4,1 %, lo que constituiría un nuevo mínimo histórico. Esta evolución es coherente con las condiciones más favorables del crédito bancario y del mercado de renta fija, reforzadas por las oportunas e importantes medidas adoptadas por las autoridades monetarias, supervisoras y fiscales, que han ayudado a reducir la incertidumbre y la volatilidad de los mercados financieros.

## Gráfico 25

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

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



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 titulaciones, 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 titulaciones. La barra rayada y el rombo de color azul claro representan la previsión actual para el segundo trimestre de 2020. 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 de color azul oscuro indica el coste total de financiación previsto actualmente para septiembre de 2020, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de julio de 2020. Las últimas observaciones del panel a corresponden al primer trimestre de 2020 para los datos de las cuentas de la zona del euro; las estimaciones para el segundo trimestre de 2020 están basadas en datos de partidas del balance (BSI) del BCE y de valores (SEC), y en Dealogic. Las últimas observaciones del panel b corresponden al 9 de septiembre de 2020 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 4 de septiembre de 2020 para el coste de las acciones (datos semanales) y a julio de 2020 para el coste del crédito (datos mensuales).

### El endeudamiento bruto de las sociedades no financieras de la zona del euro ha aumentado considerablemente y casi alcanzó el máximo registrado en

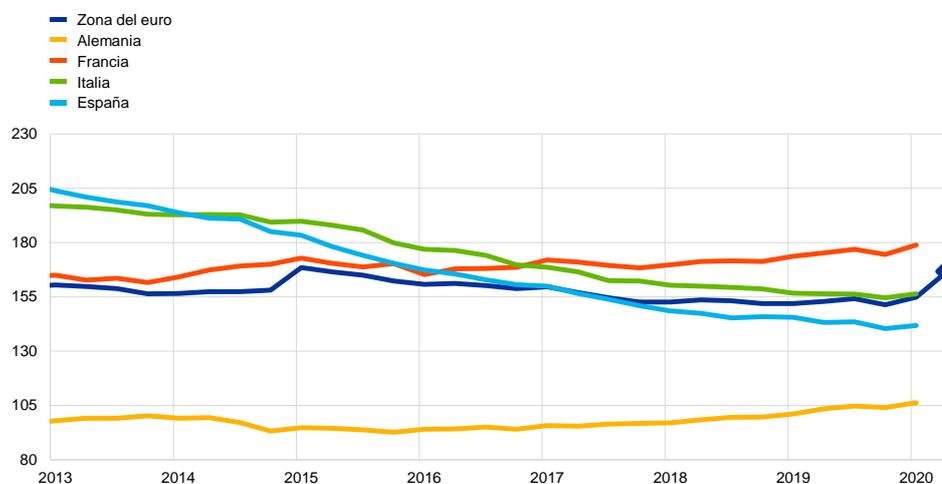
**2015**. La ratio de deuda bruta, en términos del valor añadido de las empresas, aumentó 12 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2020, con lo que el incremento acumulado desde el final de 2019 alcanza los 15 puntos porcentuales (véase gráfico 26). El aumento generalizado de la deuda bruta de las sociedades no financieras obedece al mayor recurso a la financiación mediante deuda, así como al acusado descenso del valor añadido bruto. Las empresas han colocado en

depósitos una parte sustancial de los fondos obtenidos a través de nuevos préstamos bancarios y de la emisión de valores representativos de deuda para prefinanciar necesidades de capital circulante y las inversiones necesarias, así como para prepararse para afrontar posibles problemas de liquidez en los próximos meses. Como consecuencia, la ratio de deuda neta y el apalancamiento a su valor contable han crecido mucho menos que la deuda bruta. De ahí que la vulnerabilidad financiera del sector solo haya aumentado de forma moderada pese al pronunciado incremento del endeudamiento de las empresas. Esta conjunción de factores favorables depende de la continuidad del apoyo de las políticas, en primer lugar, mediante una política monetaria acomodaticia que mantenga bajo control el coste del servicio de la mayor carga de la deuda y, en segundo lugar, mediante una amplia intervención de la política fiscal, que incluya avales estatales y moratorias para proteger la capacidad de préstamo de las entidades de crédito y compensar así la merma de los flujos de efectivo de las empresas. En conjunto, la evolución descrita apunta a que existe el riesgo de que las sociedades no financieras se sientan menos inclinadas a invertir en su negocio durante la recuperación en curso, sobre todo si las medidas de apoyo se acaban de forma repentina.

### Gráfico 26

#### Deuda bruta de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(porcentajes del valor añadido bruto de las sociedades no financieras)



Fuentes: BCE, Eurostat y estimaciones del BCE.

Notas: La deuda se define como la suma de los préstamos totales concedidos a sociedades no financieras, netos de préstamos intrasectoriales, valores representativos de deuda emitidos y pasivos de pensiones. El rombo de color azul representa la previsión actual para el segundo trimestre de 2020.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

*La pandemia de coronavirus (Covid-19) sigue teniendo un impacto extraordinariamente pronunciado en las finanzas públicas de la zona del euro. En las primeras fases de la crisis, gran parte de este impacto estuvo relacionado con las medidas adoptadas para aliviar la carga de las empresas, los trabajadores y los hogares, y para preservar la capacidad productiva de la economía. La respuesta de política económica ha cambiado gradualmente hacia medidas dirigidas a reactivar la economía con celeridad y prepararla para el futuro después la pandemia. El coste fiscal de estas medidas ha sido muy elevado para todos los países de la zona del euro, aunque la carga soportada y la capacidad de respuesta varían de un país a otro. Por lo tanto, la reacción de Europa, consistente en una actuación fiscal coordinada y, más recientemente, el fondo «Next Generation EU» (NGEU), que complementa las medidas fiscales nacionales, se ha acogido de muy buen grado. Es importante que la decisión del Consejo Europeo se plasme en acciones concretas, y que las medidas fiscales que se apliquen para afrontar la situación de emergencia causada por la pandemia tengan, en lo posible, objetivos específicos y sean de naturaleza temporal. Como resultado de la contracción económica y del sustancial respaldo fiscal, se prevé un aumento significativo del déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro, hasta el 8,8 % del PIB en 2020, frente al 0,6 % de 2019. Las proyecciones apuntan a un descenso de la ratio de déficit, hasta el 4,9 % y el 3,6 % del PIB en 2021 y 2022, respectivamente. El amplio conjunto de medidas fiscales implementadas en 2020 se ha traducido en el deterioro consiguiente del saldo primario ajustado de ciclo, así como en una contribución negativa del componente cíclico, reflejo del empeoramiento de la situación macroeconómica. Se espera que la mejora posterior esté impulsada por la retirada progresiva de las medidas de emergencia y por la mejora de la situación cíclica. La incertidumbre sobre los desembolsos del fondo NGEU y la introducción de medidas adicionales contra la crisis en algunos países plantean riesgos a la baja para las perspectivas de las finanzas públicas. Los países de la zona del euro también han proporcionado apoyo mediante la concesión de avales públicos para préstamos por un importe equivalente a casi el 20 % del PIB para reducir los riesgos existentes en el sector empresarial. Estos avales son un pasivo contingente considerable que tendrá un impacto adverso sobre los déficits si se ejecutan. Como consecuencia de las medidas fiscales aplicadas y del deterioro de la situación económica, se prevé que la ratio agregada de deuda de la zona del euro se incremente de forma acusada en 2020 y que se mantenga en un nivel elevado durante el horizonte de proyección.*

**Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá de forma sustancial en 2020 y se recuperará ligeramente en 2021 y 2022<sup>12</sup>.** Sobre la base de estas proyecciones, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentaría desde el

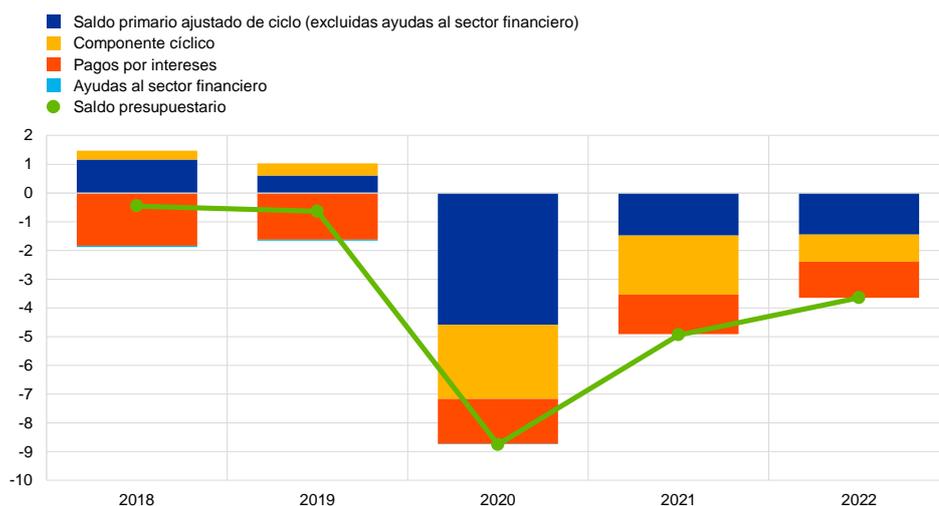
<sup>12</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2020», publicadas en el sitio web del BCE el 10 de septiembre de 2020.

0,6 % del PIB en 2019 hasta el 8,8 % del PIB en 2020, y después descendería hasta situarse en el 4,9 % en 2021 y en el 3,6 % en 2022 (véase gráfico 27). La reducción del saldo presupuestario en 2020 sería atribuible, en buena medida, al deterioro del saldo primario ajustado de ciclo resultante de las medidas de apoyo económico por un importe equivalente a alrededor del 4,5 % del PIB, del que la mayor parte sería gasto adicional, en concreto en forma de transferencias y subsidios a empresas y hogares, como los programas de regulación temporal de empleo. Este descenso también obedecería a un considerable efecto adverso del componente cíclico, dado que la economía de la zona del euro se encuentra sumida ahora en una recesión profunda<sup>13</sup>. La mejora posterior estaría impulsada por una recuperación del saldo primario ajustado de ciclo, ya que en la actualidad se espera que la mayor parte de las medidas de apoyo se retiren paulatinamente desde finales de este año y en 2021. La contribución del ciclo económico mejoraría de forma más gradual, y seguiría siendo negativa durante el horizonte de proyección.

### Gráfico 27

#### Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2020.

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

**Además de prestar apoyo fiscal a sus economías, los países de la zona del euro han proporcionado un respaldo sustancial con la concesión de avales públicos para préstamos, con el fin de reforzar la liquidez de las empresas.** En total, estos avales ascienden a alrededor del 20 % del PIB para la zona del euro en su conjunto, pero su importe varía sustancialmente de unos países a otros. Los avales para préstamos constituyen pasivos contingentes para los Gobiernos y, por tanto, el importe por el que se ejecuten supondrá un incremento del gasto público.

**En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, las perspectivas fiscales actualizadas son algo más negativas para 2020 y 2021, pero ligeramente más positivas para 2022.** El saldo

<sup>13</sup> Cabe señalar que el nivel de incertidumbre en torno a la descomposición en ciclo y tendencia es inusualmente elevado en la coyuntura actual.

presupuestario de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado a la baja en 0,2 y 0,1 puntos porcentuales para 2020 y 2021, respectivamente, y al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2022. El aumento del déficit fiscal en 2020 y 2021 obedece, principalmente, a la relajación del saldo ajustado de ciclo cuando los países introdujeron medidas de apoyo adicionales o prolongaron la vigencia de las medidas existentes. Esta relajación fiscal se ve compensada en parte por un componente cíclico menos adverso y por la previsión de unos pagos por intereses algo menores. La leve mejora de las perspectivas para 2022 responde a la combinación de unos pagos por intereses más bajos y un componente cíclico más favorable, que compensan con creces la relajación del saldo primario ajustado de ciclo.

**Se considera que la orientación general de la política fiscal será muy acomodaticia en 2020, pero contractiva en 2021, dado que se prevé que la mayor parte de las medidas de apoyo se retiren progresivamente<sup>14</sup>.** Según las estimaciones, la orientación de la política fiscal fue ligeramente expansiva en 2019, pero se espera que sea muy acomodaticia (5,4 % del PIB) en 2020. En cambio, sería contractiva (3,1 % del PIB) en 2021, ya que actualmente se prevé que la mayoría de las medidas de apoyo adoptadas durante la pandemia se retiren de forma gradual ese año. Pese a ello, el saldo presupuestario total continuará siendo considerablemente negativo, dado que los instrumentos fiscales seguirán apoyando la recuperación económica, en buena parte a través de los estabilizadores automáticos<sup>15</sup>. A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal será neutral en 2022.

**Se prevé que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se incremente de forma acusada y se sitúe en el 100,7 % del PIB en 2020, y que después descienda muy gradualmente.** Este aumento de 16,6 puntos porcentuales con respecto a 2019 refleja, en gran parte, unos déficits primarios elevados, un diferencial tipo de interés-crecimiento muy negativo y un ajuste sustancial entre déficit y deuda, debido a las medidas relacionadas con la pandemia. En 2021 y 2022, la reducción de los déficits primarios, que, no obstante, seguirán siendo significativos, se verá compensada con creces por la contribución favorable de los mayores diferenciales tipo de interés-crecimiento —ya que, a tenor de las proyecciones, la actividad económica se recuperará— y por un ajuste negativo entre déficit y deuda en 2022 (véase gráfico 28). Por consiguiente, la ratio de deuda se situaría en el 98,9 % del PIB a finales de 2022, lo que supone una revisión a la baja de 1,1 puntos porcentuales respecto a las proyecciones de junio de 2020, principalmente como resultado de un diferencial tipo de interés-crecimiento más favorable durante el horizonte de proyección.

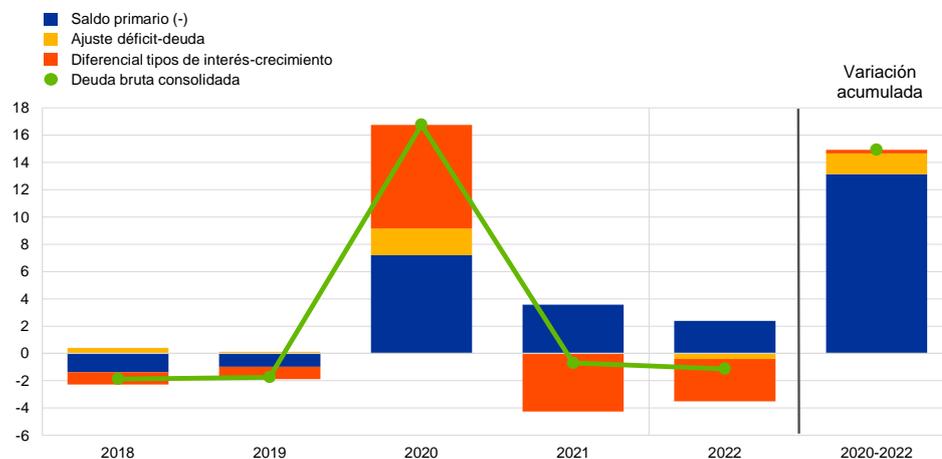
<sup>14</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas 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.

<sup>15</sup> Para más detalles, véase el artículo titulado «Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis» en este *Boletín Económico*.

## Gráfico 28

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

(puntos porcentuales del PIB)



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

**En vista de la enorme carga, aunque desigual, derivada de la pandemia de coronavirus, sigue siendo fundamental una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales.** Por tanto, es muy positivo que el Consejo Europeo haya llegado a un acuerdo sobre el fondo NGEU, que establece, por primera vez, un presupuesto europeo temporal para complementar la actuación de los estabilizadores fiscales en el ámbito nacional. Este fondo puede constituir un apoyo significativo para las regiones y los sectores más afectados por la pandemia, reforzar el mercado único y forjar una recuperación sostenible y próspera. Es importante que la decisión del Consejo Europeo se plasme ahora en actuaciones prácticas, y que las medidas fiscales que se adopten en respuesta a la situación de emergencia causada por la pandemia tengan, en lo posible, objetivos específicos y sean de naturaleza temporal.

# Recuadros

## 1 La leva búlgara y la kuna croata en el mecanismo de tipos de cambio (MTC II)

Ettore Dorrucci, Michael Fidora, Christine Gartner y Tina Zumer

**La leva búlgara y la kuna croata se incorporaron al mecanismo de tipos de cambio (MTC II) el 10 de julio de 2020.** La decisión fue adoptada de común acuerdo por los ministros de Economía y Finanzas de los países de la zona del euro, la presidenta del Banco Central Europeo, y los ministros de Economía y Finanzas y los gobernadores de los bancos centrales de Dinamarca, Bulgaria y Croacia, tras concluir un procedimiento común en el que participaron la Comisión Europea y el Comité Económico y Financiero. La incorporación al MTC II es el último paso de una hoja de ruta pormenorizada en la que se establecía un proceso caracterizado por la colaboración constructiva entre las autoridades búlgaras y croatas y los participantes en el MTC II, basado en evaluaciones económicas exhaustivas y en el principio de igualdad de trato.

**El MTC II se introdujo en 1999 como una de las formas de evaluar la convergencia de un país con la zona del euro.** El mecanismo tiene dos finalidades principales. La primera es actuar como sistema de gestión de los tipos de cambio entre las monedas de los países participantes y el euro, y la segunda es contribuir a la evaluación de la convergencia para la adopción del euro, como establece el artículo 140 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Por lo tanto, la participación en el MTC II no solo es la base jurídica del criterio de convergencia relativo a la estabilidad del tipo de cambio, sino que también es un medio para examinar la sostenibilidad de la convergencia antes y después de adoptar el euro. Dado que haber participado en el MTC II durante al menos dos años sin que se hayan producido tensiones graves es un requisito previo para la eventual adopción de la moneda única, se espera que todos los Estados miembros de la UE se incorporen al mecanismo en algún momento.

**El MTC II es un acuerdo multilateral de tipos de cambio fijos, pero ajustables, que establece una paridad central entre las monedas participantes y el euro, y una banda de fluctuación estándar de  $\pm 15$  % en torno a la paridad central.** Otras características importantes son las intervenciones de los bancos centrales en los márgenes de la banda de fluctuación acordada y la disponibilidad de financiación a muy corto plazo proporcionada por los bancos centrales participantes. Cuando una moneda se incorpora al MTC II, el banco central nacional puede comprometerse unilateralmente a mantener una banda de fluctuación más estrecha que la establecida en el MTC II, sin que ello imponga ninguna obligación adicional al BCE o

a los demás participantes en el mecanismo<sup>16</sup>. Durante el período de participación en el MTC II puede ser necesario reajustar la paridad central (como sucedió en el pasado con la corona eslovaca) o modificar la amplitud de la banda de fluctuación si se producen variaciones significativas del tipo de cambio de equilibrio de la moneda de un país participante, o en caso de que las políticas económicas sean inconsistentes. En principio, las intervenciones en los márgenes de las bandas de fluctuación son automáticas e ilimitadas. No obstante, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes pueden suspender estas intervenciones en cualquier momento si entran en conflicto con el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios.

### **La experiencia demuestra que el MTC II puede dar cabida a regímenes de tipos de cambio distintos, como actualmente ocurre con los de Bulgaria y Croacia.**

El mecanismo ofrece margen suficiente para ajustarse a perturbaciones y a la evolución de los mercados. Al mismo tiempo, puede incorporar, como compromiso unilateral, regímenes cambiarios fijos o de flotación estrechamente controlada, e incluso sistemas de *currency board*<sup>17</sup>. Este último sistema fue el utilizado por el Eesti Pank y el Lietuvos bankas antes de la adopción del euro y en la actualidad lo emplea el Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria). El Hrvatska narodna banka mantiene la estabilidad del tipo de cambio de la kuna frente al euro para conseguir su objetivo primordial de preservar la estabilidad de precios, pero no se ha comprometido a aplicar un tipo de cambio fijo. En cualquier caso, todos los países participantes deben permanecer en el mecanismo durante al menos dos años, antes de que los informes de convergencia del BCE y de la Comisión Europea puedan ofrecer una posible evaluación positiva en relación con la adopción del euro<sup>18</sup>.

**El proceso encaminado a participar en el MTC II ha evolucionado con el tiempo, pero siempre se basa en el principio de igualdad de trato.** En la última ocasión en la que varios países se incorporaron a este mecanismo, hace más de quince años, para participar se exigió contraer y hacer público un compromiso firme, aunque general, de aplicar políticas económicas orientadas a la estabilidad. En los años posteriores se extrajeron importantes lecciones de política económica de la crisis financiera global, crisis que no solo afectó a la zona del euro, sino también a varios países cuyas monedas estaban integradas en el MTC II. La gobernanza de la zona del euro se reformó tras la crisis, lo que dio lugar a una supervisión económica y fiscal más estrecha, y al establecimiento de la unión bancaria. Durante ese período, también se comprendió mejor que la participación en el MTC II puede tener

<sup>16</sup> Las bandas acordadas multilateralmente que sean más estrechas que la banda estándar solo deben considerarse en una fase muy avanzada del proceso de convergencia. Este es el caso de la corona danesa, a la que se aplica una banda de fluctuación frente al euro acordada multilateralmente del  $\pm 2,25$  %.

<sup>17</sup> Véase «[Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to acceding countries](#)», BCE, Frankfurt am Main, 18 de diciembre de 2003.

<sup>18</sup> El Consejo de la Unión Europea decide la adopción del euro por parte de un país en consonancia con las disposiciones pertinentes del Tratado. Tras consultar al Parlamento Europeo y una vez debatida la cuestión en el Consejo Europeo, el Consejo, a propuesta de la Comisión, decide qué Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro propuestos reúnen las condiciones necesarias para adoptar la moneda única. Esta decisión se toma con arreglo a una serie de criterios expuestos en el artículo 140 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Los informes sobre el cumplimiento de dichos criterios, denominados informes de convergencia, son elaborados por el BCE y por la Comisión Europea. El Consejo actúa sobre la base de una recomendación de una mayoría cualificada de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

repercusiones importantes, ya que constituye un cambio de régimen que puede alterar los incentivos económicos de los inversores internacionales y locales. En concreto, después de incorporarse al mecanismo, las entradas brutas de capital distintas de la inversión extranjera directa se aceleraron de forma acusada en varios países, también en comparación con las registradas en otras economías de la región en ese mismo período. En algunos casos, esta dinámica resultó ser insostenible y provocó episodios de importantes flujos de salida de capital en los años siguientes.

**Una importante lección de la crisis financiera global fue que, en el período anterior a la adopción del euro, una elevada calidad institucional y una buena gobernanza contribuyen a reducir el riesgo de acumulación de desequilibrios excesivos.** Una mayor capacidad de resistencia estructural crea las condiciones necesarias para asignar capital a empresas productivas en lugar de a las que buscan ventajas económicas, con lo que se contribuye al proceso de convergencia en vez de a la formación de burbujas. Además, una buena gobernanza hace que los responsables de formular políticas económicas puedan resistir presiones de grupos de interés contrarios a la aplicación de las reformas necesarias y acumular amortiguadores en épocas normales y de bonanza, incluidas medidas macroprudenciales y fiscales anticíclicas. En los últimos años, estas lecciones y desarrollos se han reflejado en la hoja de ruta hacia el MTC II diseñada por las autoridades nacionales de Bulgaria y de Croacia en colaboración con los participantes en el MTC II.

**La inclusión de una moneda en el MTC II sigue el procedimiento establecido en la Resolución del Consejo Europeo de 16 de junio de 1997<sup>19</sup>.** Las decisiones relativas a la participación en el MTC II se adoptan de común acuerdo entre los participantes en el mecanismo, lo que supone alcanzar un consenso sobre la aplicación de políticas sostenibles por parte del Estado miembro que solicite la incorporación de su moneda al MTC II. Asimismo, más recientemente se ha aclarado que este consenso depende de tres factores fundamentales: i) que se reflejen las lecciones aprendidas de crisis anteriores; ii) que se tenga en cuenta la introducción de la unión bancaria, y iii) que se reconozca la necesidad de tomar debidamente en consideración las vulnerabilidades específicas de los países que deban abordarse para asegurar una participación sin problemas en el mecanismo de tipos de cambio.

**Sobre la base de este enfoque, las autoridades búlgaras y croatas identificaron una serie de compromisos previos, que fueron adoptados formalmente en el verano de 2018 por Bulgaria y en el verano de 2019 por Croacia.** Estos compromisos se perfilaron en colaboración con los participantes en el MTC II y debían cumplirse voluntariamente antes de incorporarse al mecanismo. Reflejan la realidad actual de manera razonable, proporcional y motivada. En particular, los compromisos asumidos deben ser concretos, realistas y verificables, y han de ser aplicados, monitorizados y verificados en un plazo relativamente breve. El BCE y la Comisión Europea han realizado un seguimiento y han evaluado su

---

<sup>19</sup> Resolución del Consejo Europeo sobre el establecimiento de un mecanismo de tipos de cambio en la tercera fase de la unión económica y monetaria (DO C 236 de 2.8.1997, p. 5).

cumplimiento en sus respectivos ámbitos de competencia, la supervisión bancaria y la política macroprudencial en el caso del BCE, y las políticas estructurales en el de la Comisión Europea (las políticas fiscales se rigen por las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento).

**Para garantizar una senda de convergencia sostenible hacia la zona del euro, Bulgaria y Croacia asumieron compromisos adicionales cuando se incorporaron al MTC II el 10 de julio de 2020<sup>20</sup>.** En línea con las prácticas seguidas anteriormente, Bulgaria y Croacia asumieron compromisos voluntarios, los denominados compromisos posteriores a la integración, cuando se incorporaron al MTC II. El acuerdo sobre la participación de la leva búlgara y la kuna croata en este mecanismo ha ido acompañado también de un firme compromiso por parte de las autoridades nacionales respectivas de aplicar políticas económicas sólidas, con el objetivo de preservar la estabilidad económica y financiera, así como de alcanzar un elevado grado de convergencia económica sostenible. Las autoridades, junto con los organismos competentes de la Unión Europea, realizarán un estrecho seguimiento de la evolución de las políticas macroeconómicas y de la aplicación de estas medidas en los marcos correspondientes. En general, el proceso previo a la incorporación al MTC II ha servido de catalizador de reformas que mitigarán los riesgos asociados al mecanismo, con miras a la adopción posterior del euro. Aunque estas reformas no eliminan los riesgos, su importancia para preparar una participación sostenible en la unión monetaria no debe subestimarse.

**La leva búlgara y la kuna croata se incluyeron en el MTC II con los niveles de sus tipos de cambio vigentes en ese momento.** La leva se ha incorporado al MTC II con una paridad central de 1,95583 levas por euro, que corresponde al tipo de cambio fijo del sistema de *currency board* vigente para Bulgaria. La kuna se ha incluido en el MTC II con una paridad central de 7,53450 kunas por euro, que corresponde al tipo de cambio de mercado vigente en la fecha de su integración, el 10 de julio de 2020.

**La inclusión de ambas monedas al tipo de cambio vigente en ese momento refleja el hecho de que Bulgaria y Croacia cuentan con una trayectoria de notable estabilidad cambiaria, bajo la cual ambas economías han experimentado un ajuste externo significativo.** Durante más de dos décadas, el Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) ha mantenido un sistema de *currency board* por el que se comprometía a intercambiar levas por euros aplicando un tipo de cambio fijo. El Hrvatska narodna banka ha mantenido un régimen de flotación controlada bajo el cual la kuna fluctúa dentro de una banda relativamente estrecha en torno a su tipo de cambio medio frente al euro. Aunque los dos sistemas presentan diferencias fundamentales en su funcionamiento, ambos han servido adecuadamente a sus economías. En concreto, han demostrado su capacidad de resistencia en épocas de tensiones graves en los mercados financieros, también durante la actual pandemia de coronavirus (Covid-19). Además, los dos países experimentaron un ajuste externo significativo tras el inicio de la crisis financiera global. Ello implicó una corrección de sus abultados déficits por cuenta

<sup>20</sup> En el sitio web del BCE pueden consultarse los comunicados, las cartas de solicitud de los dos países y la lista de compromisos asumidos por [Bulgaria](#) y [Croacia](#) tras la incorporación al MTC II.

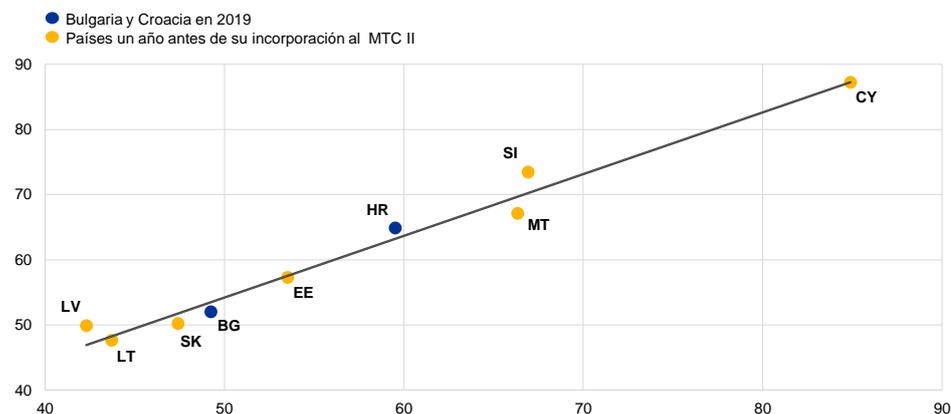
corriente, que desde entonces se han convertido en superávits. En consecuencia, sus pasivos exteriores netos se han reducido de forma considerable, y los dos bancos centrales han acumulado cómodos colchones de reservas de divisas.

**El reajuste externo ha llevado aparejado un ajuste nominal en ambos países, y los niveles de precios reflejan claramente el estado de la convergencia de las dos economías.** Los dos países registraron aumentos sustanciales de los precios y de los costes antes de la crisis financiera global, que, en parte, fueron consecuencia del proceso de convergencia real, es decir, del hecho de que ambas economías estaban convergiendo, en términos de niveles de renta, con el resto de la Unión Europea. Por el contrario, la crisis financiera global provocó una cierta corrección de los niveles de precios y costes, tanto en Bulgaria como en Croacia. En consecuencia, en la actualidad, sus niveles de precios con respecto a los de la zona del euro son acordes con sus niveles de renta en relación con los de la zona del euro. Aunque estos niveles se mantienen considerablemente por debajo de los de la zona, ello no constituye, por sí solo, un obstáculo para participar en el MTC II. La experiencia anterior ha demostrado que los países que se incorporan al MTC II en fases comparables, o incluso menos avanzadas, de la convergencia pueden introducir posteriormente el euro de manera satisfactoria. A este respecto, un requisito previo más importante para participar con éxito en el MTC II es que los niveles de precios sean acordes con los niveles de renta (como se muestra en el gráfico A) y, más en general, con los fundamentos económicos del país.

### Gráfico A

#### PIB per cápita y niveles de precios relativos con respecto a la zona del euro

(porcentajes; eje de abscisas: PIB per cápita en relación con la zona del euro; eje de ordenadas: nivel de precios en relación con la zona del euro)



Fuente: BCE.

Michael Fidora y Martin Schmitz

**El tipo de cambio efectivo (TCE) de una moneda es un índice de la media ponderada de sus tipos de cambio bilaterales frente a las monedas de un grupo de socios comerciales; el TCE real se calcula ajustando este índice nominal por los precios o costes relativos**<sup>21</sup>. El método de ponderación empleado para agregar los tipos de cambio bilaterales refleja la importancia relativa de cada país como socio comercial. El TCE nominal ponderado por el comercio proporciona una medida resumida del valor externo de una moneda, mientras que el TCE real ponderado por el comercio es el indicador más utilizado de la competitividad de una economía en términos de precios y costes internacionales.

**El BCE ha actualizado recientemente el método de cálculo de sus índices del TCE del euro, con el fin de tener en cuenta la evolución de los vínculos comerciales internacionales y, en particular, la creciente relevancia del comercio internacional de servicios**<sup>22</sup>. El BCE actualiza cada tres años las ponderaciones comerciales utilizadas para calcular sus índices del TCE, con el fin de captar oportunamente los cambios a medio plazo en la estructura del comercio de la zona del euro. En el ejercicio más reciente —concluido en julio de 2020—, el BCE revisó el método de ponderación para incluir no solo el comercio de manufacturas, sino también el de servicios<sup>23</sup>. Aunque las manufacturas siguen constituyendo la parte más importante de los intercambios comerciales de la zona, el comercio de servicios ha adquirido relevancia en las últimas décadas como consecuencia de la globalización y de la digitalización, y representaba alrededor del 30 % del comercio de la zona al final de 2019<sup>24</sup>. Además, la mejora de la cobertura de los datos facilitó la incorporación del comercio de servicios sobre la base de la metodología establecida por el BCE. El número de socios comerciales incluidos en los índices de TCE también se incrementó de 38 a 42, lo que representa casi el 90 % del comercio de bienes manufacturados y de servicios de la zona del euro<sup>25</sup>.

<sup>21</sup> Los indicadores armonizados de competitividad (IAC), que se basan en la misma metodología y datos que los índices del TCE del euro, se calculan para cada país de la zona del euro, y se han mejorado de la misma manera que los índices del TCE.

<sup>22</sup> Para una descripción de la metodología utilizada para calcular los índices del TCE, véanse M. Schmitz, M. De Clercq, M. Fidora, B. Lauro y C. Pinheiro, «Revisiting the effective exchange rates of the euro», *Journal of Economic and Social Measurement*, vol. 38, n.º 2, 2013, pp. 127-158, y R. Brisson y M. Schmitz, «The ECB's enhanced effective exchange rates and harmonised competitiveness indicators – an updated weighting scheme including trade in services», *Statistics Paper Series*, BCE (de próxima publicación).

<sup>23</sup> En este ejercicio se añadieron a la serie las ponderaciones comerciales medias del trienio 2016-2018, al tiempo que se revisaron las ponderaciones correspondientes a períodos anteriores (1995-2015).

<sup>24</sup> El comercio de servicios es superior al de manufacturas en Luxemburgo, Chipre, Malta, Irlanda y Grecia (en orden descendente).

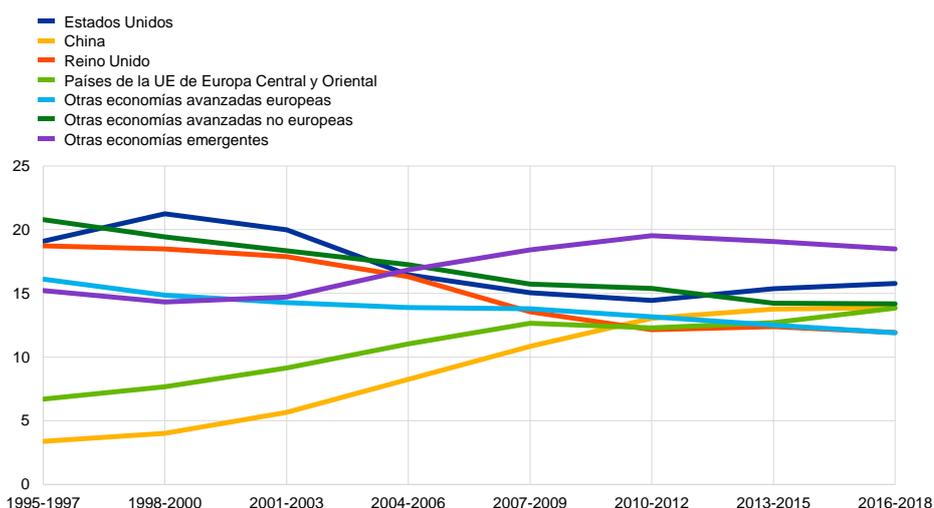
<sup>25</sup> Colombia, Perú, Arabia Saudí, Ucrania y Emiratos Árabes Unidos se han añadido al grupo de socios comerciales, que ahora está integrado por todos los países no pertenecientes a la zona del euro miembros de la UE, del G-20 y de la Organización para el Desarrollo y la Cooperación Económicos (OCDE), así como Argelia, Hong Kong RAE, Malasia, Marruecos, Perú, Filipinas, Taiwán, Tailandia, Emiratos Árabes Unidos y Ucrania. Venezuela ha quedado excluida del grupo de socios comerciales por la dificultad para obtener estadísticas económicas fiables de este país y por su menor importancia como socio comercial de la zona del euro.

Las nuevas ponderaciones basadas en el comercio muestran que la influencia de las economías emergentes, que adquirieron una relevancia creciente para los intercambios comerciales de la zona del euro durante la década de 2000, ya ha dejado de crecer, mientras que los países de la UE de Europa Central y Oriental han cobrado importancia (véase gráfico A). De hecho, estos últimos países, como consecuencia de su mayor integración en las cadenas de valor europeas, aumentaron su participación agregada en el comercio de la zona del euro entre 2016 y 2018, hasta prácticamente igualar la de China. Por otra parte, el peso de las economías emergentes incluso disminuyó, pese a que el de China creció marginalmente. En términos de países, el principal socio comercial de la zona del euro continuó siendo Estados Unidos —es más, su peso se elevó ligeramente, debido, sobre todo, a la creciente importancia del comercio de servicios—, seguido de China y Reino Unido, cuya participación, no obstante, se ha reducido de forma significativa desde mediados de los años noventa.

### Gráfico A

Evolución de las ponderaciones comerciales globales en el TCE-42 del euro

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: «Países de la UE de Europa Central y Oriental» incluye a Bulgaria, República Checa, Croacia, Hungría, Polonia y Rumanía; «otras economías avanzadas europeas» a Dinamarca, Islandia, Noruega, Suecia y Suiza; «otras economías avanzadas no europeas» a Australia, Canadá, Hong Kong RAE, Israel, Japón, Nueva Zelanda, Singapur, Corea del Sur y Taiwán, y «otras economías emergentes» a Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, India, Indonesia, Malasia, México, Marruecos, Filipinas, Perú, Rusia, Arabia Saudí, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Emiratos Árabes Unidos.

### Existen diferencias significativas en la importancia relativa del comercio de manufacturas y de servicios para los principales socios comerciales de la zona del euro (véase gráfico B).

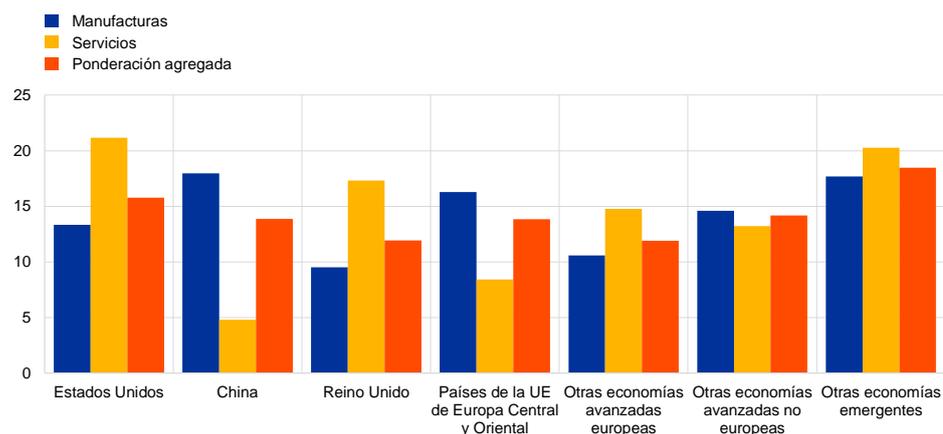
La posición de Estados Unidos como el socio comercial más importante de la zona del euro se debe, principalmente, a su elevado peso en el comercio de servicios con la zona, en particular en los servicios de telecomunicaciones, de informática y de información, así como en otros servicios empresariales. La participación de Estados Unidos en el comercio de manufacturas es muy inferior a la de China, que es el mayor socio comercial de la zona si solo se consideran las manufacturas. El peso de los intercambios comerciales de servicios es también muy superior al de las manufacturas para el Reino Unido y el grupo «otras economías avanzadas europeas», mientras que es mucho menor para los

países de la UE de Europa Central y Oriental, cuyos lazos comerciales con la zona del euro están determinados, en gran medida, por su integración en las cadenas de valor de la industria manufacturera europea.

### Gráfico B

#### Ponderaciones comerciales en el TCE-42 del euro: manufacturas, servicios y ponderación agregada

(porcentajes)



Fuente: BCE.

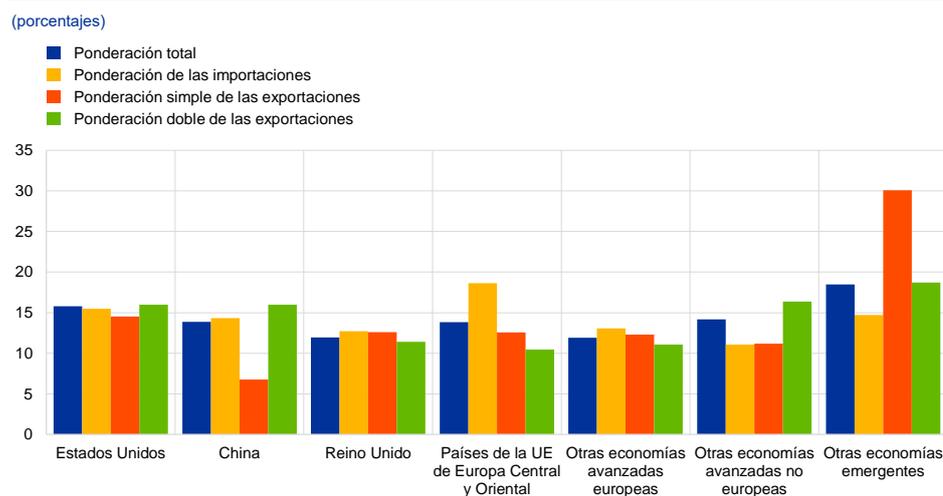
Notas: Las ponderaciones comerciales son medias del período 2016-2018. Los grupos de países están integrados por los que se indican en las notas del gráfico A.

**Las ponderaciones de las importaciones y de las exportaciones son, en general, similares para la mayoría de los países y regiones, incluso después de corregir por la competencia en «terceros mercados» (véase gráfico C).** Las ponderaciones comerciales totales se calculan como medias (ponderadas) de las ponderaciones de las exportaciones y de las importaciones que miden la participación de cada país en las exportaciones o las importaciones de la zona del euro, respectivamente. No obstante, en lo que respecta a las exportaciones, las empresas de la zona del euro compiten con los productores de un país determinado no solo en su mercado nacional, sino también en otros mercados extranjeros, es decir, en «terceros mercados». Para tener en cuenta este efecto, se utilizan ponderaciones «dobles» de las exportaciones para calcular las ponderaciones comerciales totales. Mientras que, para la mayor parte de los países y regiones, las ponderaciones simples y dobles de las exportaciones no muestran desviaciones importantes entre sí, la diferencia es pronunciada en el caso de China, reflejo de su papel como principal exportador mundial de bienes, lo que también implica que es un destacado competidor en terceros mercados. Lo contrario es aplicable a otras economías emergentes, que representan una parte significativa de las exportaciones directas de la zona del euro, pero que solo compiten de forma limitada en terceros países, ya que su peso en las exportaciones mundiales es relativamente reducido. Para la mayoría de los países, las ponderaciones de las importaciones y las ponderaciones (dobles) de las exportaciones también son parecidas. No obstante, los países de la UE de Europa Central y Oriental constituyen una notable excepción a este patrón general. El papel que esta región desempeña en las cadenas de valor muy integradas de Europa implica que su

importancia para la zona del euro sea mayor en términos de importaciones que de exportaciones, tanto si se consideran las exportaciones directas como, incluso más, si se tiene en cuenta la competencia en terceros mercados.

### Gráfico C

Ponderaciones comerciales en el TCE-42 del euro: ponderaciones totales, ponderaciones de las importaciones, ponderaciones simples de las exportaciones y ponderaciones dobles de las exportaciones



Fuente: BCE.

Notas: Las ponderaciones comerciales son medias del período 2016-2018. Los grupos de países están integrados por los que se indican en las notas del gráfico A.

**Con el nuevo método de ponderación se observa que la apreciación del euro en términos nominales desde principios de 2017 ha sido algo menos pronunciada de lo que parecía según el método de ponderación anterior, debido, sobre todo, al mayor peso de las economías avanzadas<sup>26</sup>.** Entre

principios de 2017 y finales de agosto de 2020, el TCE nominal diario actualizado del euro frente al grupo de socios comerciales TCE-42 se apreció un 12,3 %, en lugar del 13,8 % según el indicador basado en el método anterior de ponderación elaborado solo con el comercio de manufacturas (véase gráfico D)<sup>27</sup>. Esta revisión se debe fundamentalmente al mayor peso de las economías avanzadas (que refleja, sobre todo, la inclusión del comercio de servicios en el método de ponderación) cuyas monedas se depreciaron frente al euro en menor medida, en promedio, que las monedas de las economías emergentes. No obstante, en términos reales, la evolución fue muy similar. Tanto el TCE-42 real actualizado (deflactado por el índice de precios de consumo) como la serie publicada anteriormente mostraron una

<sup>26</sup> Las ponderaciones que combinan el comercio de manufacturas y el de servicios se utilizan para calcular los índices de los TCE nominales y los de los TCE reales deflactados por los precios de consumo, el deflactor del PIB y los costes laborales unitarios del total de la economía, mientras que los índices de los TCE reales deflactados por los precios de producción de las manufacturas y los costes laborales unitarios de este sector siguen basándose en las ponderaciones de comercio de manufacturas.

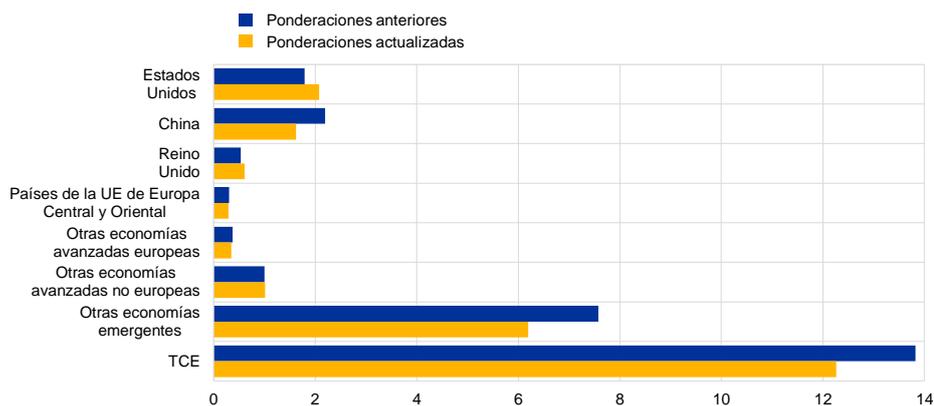
<sup>27</sup> Las diferencias entre los TCE actualizados y los anteriores también se derivan del hecho de que todas las ponderaciones comerciales —incluidas las del comercio de manufacturas— se actualizaron para reflejar revisiones de los datos y mejoras metodológicas.

apreciación de algo menos de un 7 % entre enero de 2017 y agosto de 2020 (véase gráfico E).

### Gráfico D

#### Evolución del TCE nominal del euro basado en ponderaciones anteriores y actualizadas

(tasas de variación, 31 de agosto de 2020 en comparación con 2 de enero de 2017)



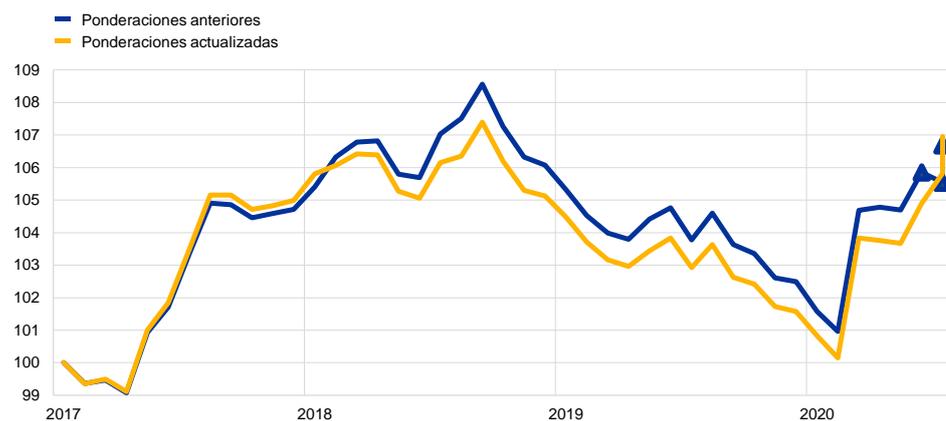
Fuente: BCE.

Notas: Los grupos de países están integrados por los que se indican en las notas del gráfico A. La serie «ponderaciones actualizadas» se refiere al TCE-42, integrado por 42 países y elaborado con ponderaciones comerciales que combinan comercio de manufacturas y de servicios, mientras que la serie «ponderaciones anteriores» se refiere al TCE-38 basado en el anterior método de ponderación, que solo considera el comercio de manufacturas (es decir, excluye el comercio de servicios e incluye solo 38 socios comerciales) y que dejó de elaborarse en junio de 2020.

### Gráfico E

#### Evolución del TCE real del euro deflactado por el índice de precios de consumo basado en ponderaciones anteriores y actualizadas

(índice 100 = enero de 2017)



Fuente: BCE.

Notas: La serie «ponderaciones actualizadas» se refiere al TCE-42, integrado por 42 países y elaborado con ponderaciones comerciales que combinan el comercio de manufacturas y de servicios, mientras que la serie «ponderaciones anteriores» se refiere al TCE-38 basado en el antiguo método de ponderación, que solo considera el comercio de manufacturas (es decir, excluye el comercio de servicios e incluye solo 38 socios comerciales) y que dejó de elaborarse en junio de 2020. Las observaciones del período comprendido entre junio y agosto de 2020 (indicadas por los triángulos) son actualizaciones mecánicas de la serie.

### 3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 6 de mayo y el 21 de julio de 2020

Simon Forsyth y Christian Lizarazo

**En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE y la evolución de la liquidez durante el tercer y el cuarto períodos de mantenimiento de reservas de 2020, comprendidos entre el 6 de mayo y el 21 de julio de 2020.** Durante este período, la volatilidad de los mercados asociada a la crisis del coronavirus (Covid-19) disminuyó. A ello contribuyó la aplicación de las medidas anunciadas por los bancos centrales, incluido el Banco Central Europeo (BCE), así como las medidas de apoyo fiscal introducidas por los Gobiernos y las autoridades de la UE.

**Los niveles de liquidez del banco central en el sistema bancario siguieron aumentando durante el tercer y el cuarto períodos de mantenimiento de reservas de 2020.** Esta evolución se debió principalmente a la liquidación de las operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) y a las adquisiciones de activos en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). El 4 de junio, el Consejo de Gobierno del BCE decidió incrementar la dotación del PEPP en 600 mm de euros, hasta 1.350 mm de euros, y ampliar el horizonte de las compras al menos hasta el final de junio de 2021. Además, decidió reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2022.

**En respuesta a la crisis del Covid-19, el Consejo de Gobierno también decidió establecer una nueva facilidad *repo* del Eurosistema para bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro (EUREP).** Esta facilidad proporcionará líneas *repo* en euros de carácter preventivo a bancos centrales de fuera de la zona del euro para hacer frente a posibles necesidades de liquidez en euros en caso de producirse disfunciones en los mercados derivadas de la perturbación del Covid-19, que podrían afectar negativamente a la transmisión fluida de la política monetaria del BCE. Con arreglo a la EUREP, el Eurosistema suministrará liquidez en euros a un amplio conjunto de bancos centrales de países no pertenecientes a la zona del euro a cambio de activos de garantía adecuados, que serán instrumentos de renta fija negociables denominados en euros emitidos por Gobiernos centrales e instituciones supranacionales de la zona. La EUREP complementa las líneas *swap* y *repo* bilaterales que proporcionan liquidez en euros a bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro. Durante el período de referencia, se anunció el establecimiento de nuevas líneas *repo* bilaterales con Rumanía, Serbia y Albania.

## 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 1.934,7 mm de euros en el período analizado.** Esta cifra fue 321,3 mm de euros superior a la registrada en el período de referencia anterior, que incluye los dos primeros períodos de mantenimiento de 2020 (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»). Los factores autónomos netos aumentaron en 316,6 mm de euros, hasta situarse en 1.794,3 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron en 4,7 mm de euros, hasta un importe de 140,4 mm de euros.

**Los depósitos de las Administraciones Públicas fueron, con diferencia, el principal factor autónomo de absorción de liquidez durante el período considerado.** La absorción de liquidez por los depósitos de las Administraciones Públicas aumentó en 261,5 mm de euros, en promedio, hasta situarse en 583 mm de euros. Los depósitos de las Administraciones Públicas de la zona del euro alcanzaron máximos históricos, y representaron, en promedio, más del 9 % del balance del Eurosistema durante el período analizado, frente a menos de un 6 % en el período de referencia anterior. Es probable que el crecimiento de estos depósitos, muy por encima de la tendencia, reflejara el impacto —o la preparación— de las medidas fiscales desplegadas por los Gobiernos de la zona del euro para hacer frente a la crisis del Covid-19. Además de los depósitos de las Administraciones Públicas, los billetes y otros factores autónomos contribuyeron con 58,1 mm de euros y con 19,5 mm de euros, respectivamente, a una absorción de liquidez agregada adicional de 77,6 mm de euros en comparación con el período de referencia precedente. La liquidez proporcionada por los factores autónomos de liquidez se incrementó en 22,6 mm de euros con respecto al período de referencia anterior, compensando, solo en parte, el efecto de absorción de liquidez antes mencionado. En particular, los activos netos denominados en euros disminuyeron en 37,9 mm de euros, mientras que los activos exteriores netos registraron un aumento de 60,5 mm de euros en relación con el período de referencia precedente (véase la sección del cuadro A titulada «Activos»).

En general, durante el período considerado, la liquidez total suministrada a través de las operaciones de política monetaria superó con creces la absorción de liquidez por los factores autónomos netos.

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

#### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 6 de mayo de 2020 a 21 de julio de 2020			Período de referencia anterior: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020
	Tercer y cuarto período de mantenimiento	Tercer período de mantenimiento: 6 de mayo a 9 de junio	Cuarto período de mantenimiento: 10 de junio a 21 de julio	Primer y segundo período de mantenimiento
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>2.849,3 (+339,1)</b>	<b>2.741,3 (+142,5)</b>	<b>2.939,4 (+198,1)</b>	<b>2.510,3 (+130,0)</b>
Billetes en circulación	1.357,6 (+58,1)	1.347,9 (+26,1)	1.365,7 (+17,7)	1.299,5 (+27,7)
Depósitos de las AAPP	583,0 (+261,5)	477,1 (+102,7)	671,2 (+194,2)	321,5 (+101,7)
Otros factores autónomos <sup>1</sup>	908,8 (+19,5)	916,3 (+13,8)	902,5 (-13,8)	889,3 (+0,6)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	<b>2.033,1 (+437,5)</b>	<b>1.827,1 (+142,6)</b>	<b>2.204,7 (+377,6)</b>	<b>1.595,6 (+85,5)</b>
Exigencias de reservas mínimas <sup>2</sup>	140,4 (+4,7)	139,4 (+3,7)	141,2 (+1,8)	135,7 (+1,4)
Facilidad de depósito	330,5 (+72,3)	299,9 (+28,2)	356,0 (+56,0)	258,2 (+1,8)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)

Fuente: BCE.

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

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

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

## Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 6 de mayo de 2020 a 21 de julio de 2020						Período de referencia anterior: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 6 de mayo a 9 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 10 de junio a 21 de julio		Primer y segundo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.055,4</b>	<b>(+22,6)</b>	<b>1.036,7</b>	<b>(-3,8)</b>	<b>1.071,0</b>	<b>(+34,3)</b>	<b>1.032,8</b>	<b>(+23,7)</b>
Activos exteriores netos	907,3	(+60,5)	950,4	(+24,1)	871,3	(-79,1)	846,7	(+75,6)
Activos netos denominados en euros	148,2	(-37,9)	86,3	(-27,9)	199,7	(+113,5)	186,1	(-52,0)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>4.291,9</b>	<b>(+824,7)</b>	<b>3.971,0</b>	<b>(+320,5)</b>	<b>4.559,3</b>	<b>(+588,3)</b>	<b>3.467,2</b>	<b>(+195,0)</b>
Operaciones de mercado abierto	4.291,9	(+824,7)	3.971,0	(+320,5)	4.559,3	(+588,3)	3.467,2	(+195,0)
Operaciones de subasta	1.206,1	(+464,3)	984,1	(+117,8)	1.391,1	(+407,0)	741,8	(+97,7)
OPF	0,6	(-0,4)	0,3	(-0,2)	0,8	(+0,5)	1,0	(-1,3)
OFFPML a tres meses	2,2	(-0,9)	2,0	(-0,2)	2,3	(+0,3)	3,1	(-0,3)
Operaciones TLTRO II	282,8	(-188,3)	418,1	(-13,2)	170,0	(-248,2)	471,1	(-118,8)
Operaciones TLTRO III	691,9	(+541,5)	216,1	(+16,4)	1.088,4	(+872,3)	150,4	(+101,9)
OFFPML puente ( <i>bridge LTRO</i> )	228,6	(+112,4)	347,5	(+115,1)	129,6	(-217,9)	116,2	(+116,2)
Carteras en firme	3.085,8	(+360,4)	2.986,9	(+202,7)	3.168,2	(+181,3)	2.725,4	(+97,3)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,6	(-0,5)	0,7	(-0,1)	0,5	(-0,2)	1,1	(-0,9)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	282,3	(+9,3)	280,7	(+4,5)	283,7	(+3,1)	273,0	(+9,2)
Programa para los mercados de valores	36,7	(-5,5)	38,5	(-2,0)	35,1	(-3,4)	42,2	(-5,6)
Programa de compras de bonos de titulación de activos	30,8	(+0,9)	30,9	(-0,3)	30,7	(-0,2)	29,9	(+1,7)
Programa de compras de valores públicos	2.230,2	(+79,4)	2.212,9	(+38,0)	2.244,5	(+31,6)	2.150,7	(+50,8)
Programa de compras de bonos corporativos	217,0	(+18,0)	212,4	(+8,0)	220,9	(+8,5)	199,0	(+15,6)
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	285,3	(+258,7)	207,9	(+154,7)	349,8	(+141,9)	26,6	(+26,6)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Fuente: BCE.

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

## Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 6 de mayo de 2020 a 21 de julio de 2020					Período de referencia anterior: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 6 de mayo a 9 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 10 de junio a 21 de julio		Primer y segundo período de mantenimiento
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1</sup>	1.934,7	(+321,3)	1.844,4	(+150,2)	2.009,9	(+165,5)	1.613,4 (+107,7)
Factores autónomos netos <sup>2</sup>	1.794,3	(+316,6)	1.705,0	(+146,5)	1.868,8	(+163,7)	1.477,8 (+106,3)
Exceso de liquidez <sup>3</sup>	2.363,6	(+509,8)	2.127,1	(+170,8)	2.560,7	(+433,6)	1.853,8 (+87,3)

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 referencia o de mantenimiento 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: 6 de mayo de 2020 a 21 de julio de 2020					Período de referencia anterior: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 6 de mayo a 9 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 10 de junio a 21 de julio		Primer y segundo período de mantenimiento
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00 (+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25 (+0,00)
Facilidad de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50 (+0,00)
Eonia <sup>1</sup>	-0,460	(-0,01)	-0,457	(-0,01)	-0,463	(-0,01)	-0,451 (+0,00)
€STR	-0,546	(-0,01)	-0,542	(+0,00)	-0,548	(-0,01)	-0,536 (+0,00)

Fuente: BCE.

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

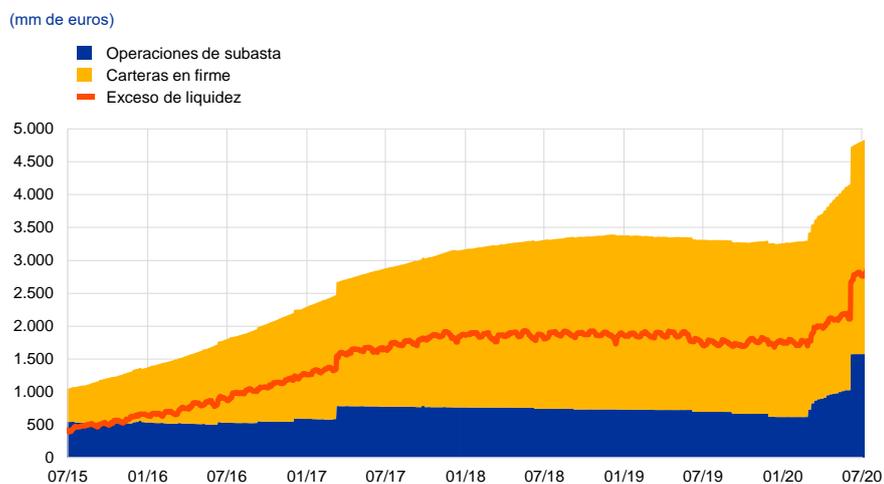
## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto aumentó en 824,7 mm de euros, hasta un importe de 4.291,9 mm de euros (véase gráfico A).** Más de la mitad (56 %) del aumento de la

liquidez proporcionada mediante instrumentos de política monetaria se inyectó a través de operaciones de crédito; el 44 % restante se introdujo por medio de compras simples de activos. En particular, las TLTRO III y el PEPP, con 574 mm de euros y 258,7 mm de euros, respectivamente, fueron los instrumentos de política monetaria que más liquidez aportaron.

## 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 21 de julio de 2020.

#### **La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta aumentó en 464,3 mm de euros durante el período de referencia, debido principalmente a la liquidación de la cuarta operación de la serie TLTRO III (TLTRO III.4) en junio de 2020.**

El incremento medio —541,5 mm de euros— de la liquidez proporcionada a través de la TLTRO III.4 se vio parcialmente compensado por los vencimientos y los reembolsos voluntarios del programa TLTRO II, lo que representó un cambio por parte de las entidades de contrapartida a favor de la TLTRO III.4, más atractiva económicamente. Los vencimientos y los reembolsos de las TLTRO II ascendieron, en promedio, a -188,3 mm de euros. Además de los programas TLTRO II y III, las nuevas OFPML introducidas fueron un importante instrumento adicional que aportó una media de 112,4 mm de euros de liquidez adicional con respecto al período de referencia anterior. Estas OFPML se introdujeron el 12 de marzo de 2020 como instrumento de transición para proporcionar un acceso inmediato a la financiación en condiciones especialmente favorables, permitiendo al mismo tiempo una transferencia más fluida de fondos hacia las TLTRO III. El vencimiento de las nuevas OFPML tuvo lugar el 24 de junio de 2020, antes del final del período de referencia. Durante el período analizado, el BCE también llevó a cabo las dos primeras de las siete operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés), anunciadas en abril de 2020. El objetivo de estas operaciones es contribuir al buen funcionamiento de los mercados monetarios ofreciendo un mecanismo de respaldo eficaz a los tipos de interés de estos mercados. El volumen medio de liquidez aportado por las operaciones PELTRO ascendió a 8,2 mm de euros. La operación principal de financiación (OPF) y las OFPML a tres meses solo desempeñaron un papel marginal y registraron, en promedio, un descenso de 1,3 mm de euros en términos agregados con respecto al período de referencia anterior.

#### **Al mismo tiempo, las carteras en firme aumentaron en 360,4 mm de euros, hasta un importe de 3.085,8 mm de euros, debido a la continuación de las**

**adquisiciones netas en el contexto del APP y del PEPP.** Las tenencias de valores en el marco del PEPP se cifraron, en promedio, en 285,3 mm de euros, lo que representa un incremento de 258,7 mm de euros con respecto al período de referencia anterior. Las adquisiciones realizadas en el contexto de este programa registraron el mayor aumento, con diferencia, de todos los programas de compra de activos, seguidas de las del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y de las del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés), que se incrementaron, en promedio, en 79,4 mm de euros (hasta 2.230,2 mm de euros) y en 18 mm de euros (hasta 217 mm de euros), respectivamente.

## Exceso de liquidez

**El exceso medio de liquidez aumentó en 509,8 mm de euros, hasta un importe de 2.363,6 mm de euros (véase gráfico A).** Los depósitos que las entidades de crédito mantienen en el Eurosistema se incrementaron en 437,5 mm de euros, hasta situarse en 2.033,1 mm de euros, en las cuentas corrientes por encima de las reservas mínimas, y en 72,3 mm de euros, hasta un importe de 330,5 mm de euros, en la facilidad de depósito. La exención parcial de la aplicación de la remuneración negativa del tipo de la facilidad de depósito al exceso de liquidez solo es aplicable a los saldos mantenidos en las cuentas corrientes. Así pues, las entidades de crédito tienen un incentivo económico para mantener reservas en la cuenta corriente en lugar de hacerlo en la facilidad de depósito.

## Evolución de los tipos de interés

**Durante el período considerado, el €STR descendió 0,9 puntos básicos (pb) con respecto al período de referencia anterior, debido al aumento del exceso de liquidez.** El €STR se situó, en promedio, en -54,5 durante el período analizado, frente a la media de -53,6 del período de referencia anterior. El eonia, que desde octubre de 2019 se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 al €STR, evolucionó de forma paralela al €STR. Los tipos oficiales del BCE, incluidos los tipos de interés de la facilidad de depósito, de la operación principal de financiación y de la facilidad marginal de crédito, se mantuvieron sin variación durante el período de referencia.

## El impacto del reciente repunte de la incertidumbre en la actividad económica de la zona del euro

Arne Gieseck y Svetlana Rujin

**La pandemia de coronavirus (Covid-19) ha provocado un aumento sin precedentes de la incertidumbre.** Existe una incertidumbre considerable en torno a todos los aspectos de la pandemia: el grado de contagio y la letalidad del virus; la capacidad de los sistemas sanitarios para adaptarse a un incremento de la demanda y para desarrollar una solución médica; la duración y la eficacia de las medidas de contención (como el confinamiento y el distanciamiento social), así como su impacto en la actividad económica y el empleo; la velocidad de la recuperación tras la relajación de las medidas de contención, y el punto hasta el que la pandemia afectará de manera permanente al consumo, a la inversión y al potencial de crecimiento.

**En este recuadro se muestra cómo ha evolucionado la incertidumbre en la zona del euro y su probable impacto en la actividad económica real.** Aunque la incertidumbre no es directamente observable, en la literatura se han propuesto y aplicado varios indicadores (*proxies*) para medir este fenómeno<sup>28</sup>. En este recuadro se muestra la evolución de una selección de indicadores de incertidumbre durante los últimos meses y se utiliza la información contenida en un indicador de incertidumbre macroeconómica para analizar su impacto en la actividad económica. Para ello se emplea un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés), que permite estimar el efecto dinámico de una perturbación de incertidumbre en la variable de interés.

**Los indicadores seleccionados confirman un aumento acusado de la incertidumbre que coincide con la propagación del Covid-19 en la zona del euro.** El gráfico A muestra cómo han evolucionado cuatro indicadores seleccionados de incertidumbre en la zona del euro durante los trece últimos años. En este análisis se incluyen dos indicadores de incertidumbre macroeconómica y financiera basados en la dificultad de predecir la evolución económica futura, que es una función del incremento de los errores de proyección de un amplio conjunto de variables cíclicas y financieras<sup>29</sup>. Además, el análisis incluye un indicador de la incertidumbre acerca de las previsiones muy utilizado, que se calcula a partir del grado de desacuerdo entre los expertos<sup>30</sup>, y una medida de la incertidumbre acerca de las políticas económicas basada en artículos de prensa<sup>31</sup>. El gráfico muestra que la

<sup>28</sup> Para un análisis, véase el artículo titulado «[The impact of uncertainty on activity in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2016.

<sup>29</sup> Véase K. Jurado, S. C. Ludvigson y S. Ng, «Measuring Uncertainty», *American Economic Review*, vol. 105, n.º 3, 2015, pp. 1177-1216.

<sup>30</sup> Véase, por ejemplo, V. Zarnowitz y L. A. Lambros, «Consensus and Uncertainty in Economic Prediction», *Journal of Political Economy*, vol. 95, n.º 3, 1987, pp. 591-621.

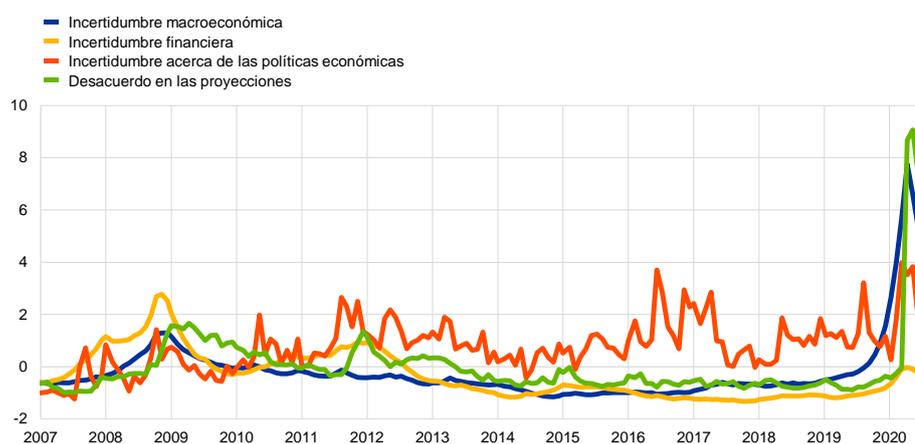
<sup>31</sup> Véanse S. R. Baker, N. Bloom y S. J. Davis, «Measuring Economic Policy Uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, 2016, pp. 1593-1636, y el recuadro titulado «[Fuentes de incertidumbre sobre las políticas económicas en la zona del euro: un enfoque basado en el aprendizaje automático](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2019.

incertidumbre macroeconómica, el desacuerdo en las proyecciones y la incertidumbre acerca de las políticas económicas han crecido hasta alcanzar niveles históricamente elevados desde principios de 2020, mientras que la incertidumbre financiera lo ha hecho de forma más moderada. Aunque es probable que esta última haya aumentado debido a un incremento exógeno de la incertidumbre, el avance bastante pronunciado del primer grupo de indicadores de incertidumbre podría reflejar, en cierta medida, una respuesta endógena de estos indicadores a las fluctuaciones del ciclo económico<sup>32</sup>. En el contexto actual, la imposición de medidas de confinamiento provocó variaciones difíciles de predecir en las variables macroeconómicas y, por lo tanto, explica al menos una parte del aumento de estos indicadores de incertidumbre. Todo ello sugiere que el grueso del incremento observado en la incertidumbre posiblemente pueda atribuirse al brote de Covid-19, que empezó a afectar a la zona del euro en febrero de 2020.

### Gráfico A

#### Indicadores de incertidumbre en la zona del euro

(desviación típica con respecto a la media)



Fuentes: Eurostat, Haver y cálculos del BCE.

Notas: Todos los indicadores de incertidumbre se han estandarizado de manera que tengan media igual a cero y desviación típica igual a uno durante todo el horizonte a partir de junio de 1991. Un valor de 2 debe interpretarse como que el indicador de incertidumbre supera su nivel medio histórico en dos desviaciones típicas. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2020.

**Es probable que el aumento de la incertidumbre frene la actividad a través de varios canales<sup>33</sup>.** Primero, como revertir las decisiones de inversión y de empleo puede ser costoso, o incluso imposible, las empresas podrían preferir aplazar una decisión hasta que se disponga de más información o haya disminuido la incertidumbre sobre las perspectivas económicas futuras. Segundo, un grado elevado de incertidumbre puede frenar la actividad como consecuencia del incremento de las primas de riesgo y de los costes de la financiación de la deuda, ya que la menor predictibilidad suele ir asociada a un incremento de la aversión al riesgo. Tercero, una incertidumbre considerable podría hacer que los hogares ahorren más por motivos de precaución, lo que reduciría el consumo privado actual

<sup>32</sup> Véase S. C. Ludvigson, S. Ma y S. Ng, «Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?», *American Economic Journal: Macroeconomics*, de próxima publicación.

<sup>33</sup> Para un análisis, véase N. Bloom, «Fluctuations in Uncertainty», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n.º 2, 2014, pp. 153-176.

y moderaría aún más el crecimiento del PIB. Cuarto, cabe la posibilidad de que episodios de incertidumbre muy acusada modifiquen de forma permanente el comportamiento de los hogares y de las empresas, sobre todo si ocurren con frecuencia. Por último, y teniendo en cuenta los canales anteriormente mencionados, un nivel elevado de incertidumbre podría reducir la sensibilidad de una economía a las medidas de política monetaria y fiscal; al mismo tiempo, si la incertidumbre es alta, la política económica puede ser particularmente efectiva en mitigarla a través de varios de los canales mencionados.

**Un análisis basado en un modelo BVAR sugiere que el impacto de las perturbaciones de incertidumbre sobre la actividad económica real de la zona del euro es sustancial.** El modelo incluye un conjunto de variables monetarias, reales y nominales, así como el precio del petróleo y un indicador de confianza<sup>34</sup>. El indicador de incertidumbre macroeconómica descrito anteriormente se utiliza como indicador de la incertidumbre en la zona del euro, y se incluye en el modelo como primera variable —y la más exógena—, lo que implica que el impacto estimado puede considerarse el extremo superior del intervalo de posibles impactos<sup>35</sup>. El modelo se estima para el período comprendido entre el segundo trimestre de 1991 y el segundo trimestre de 2020 empleando datos trimestrales, con cuatro retardos<sup>36</sup>. A continuación, el modelo se usa para realizar una simulación de los efectos dinámicos de una perturbación de incertidumbre en la economía de la zona del euro<sup>37</sup>.

**Una perturbación adversa de incertidumbre macroeconómica tiene un efecto negativo significativo en el PIB real de la zona del euro a corto plazo (véase gráfico B).** Tras un aumento de una desviación típica de la incertidumbre macroeconómica, el crecimiento del PIB real se ve afectado adversamente durante un período de hasta cuatro trimestres. El impacto más acusado se observa en el primer y segundo trimestres siguientes a la ocurrencia de la perturbación, cuando el crecimiento del PIB real se reduce 0,1 puntos porcentuales en cada trimestre. Se estima que el impacto acumulado sobre el nivel de esta variable un año después de la perturbación es de alrededor del 0,4 %. Posteriormente, la magnitud del impacto disminuye. Como cabe esperar, la formación real de capital fijo reacciona con mucha más intensidad que el PIB real a un incremento de la incertidumbre (con un

<sup>34</sup> El modelo BVAR incluye once variables en el siguiente orden: 1) el indicador de incertidumbre macroeconómica; 2) el índice EUROSTOXX 50; 3) el indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea; 4) el tipo de cambio USD/EUR; 5) el tipo de interés a largo plazo; 6) el precio del petróleo en euros por barril; 7) el deflactor del PIB; 8) el empleo total; 9) el consumo privado real; 10) la inversión real total en capital fijo, y 11) el PIB real. Este orden se basa en los supuestos de que los mercados financieros y las variables monetarias evolucionan con rapidez, mientras que los agregados macroeconómicos reales cambian con más lentitud en términos comparativos.

<sup>35</sup> Un análisis de robustez en el que la incertidumbre figura ordenada como última variable —y, por lo tanto, es la variable más endógena— confirma, en líneas generales, los resultados que se presentan más adelante.

<sup>36</sup> La metodología BVAR utilizada en este análisis sigue el enfoque de M. Lenza y G. E. Primiceri, «[How to estimate a VAR after March 2020](#)», *Working Paper Series*, n.º 2461, BCE, agosto de 2020. Se aplica una descomposición de Cholesky a la matriz de varianzas-covarianzas de los residuos para obtener perturbaciones ortogonales.

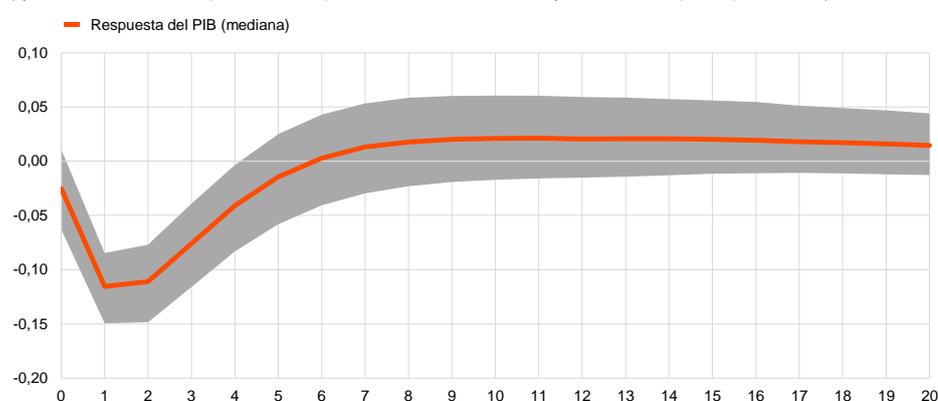
<sup>37</sup> Una perturbación adversa de incertidumbre macroeconómica corresponde a un aumento de una desviación típica en la serie de perturbaciones correspondiente.

descenso de en torno al 0,7 % seis trimestres después de la perturbación), mientras que su efecto sobre el consumo privado real es menor que sobre el PIB (con una reducción del 0,2 % transcurrido un año desde la perturbación). En el contexto del modelo, una perturbación en la incertidumbre provoca un deterioro inmediato y sustancial del clima económico y un impacto prolongado sobre el empleo, que caería aproximadamente un 0,2 % al cabo de dos años<sup>38</sup>.

### Gráfico B

#### Respuesta del crecimiento del PIB real a una perturbación de incertidumbre macroeconómica de una desviación típica

(eje de abscisas: trimestres posteriores a la perturbación de incertidumbre; eje de ordenadas: puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Impulso-respuesta del crecimiento del PIB real a una perturbación de incertidumbre macroeconómica de una desviación típica resultante de la estimación de un modelo BVAR con once variables en el que se utilizan datos trimestrales del período comprendido entre el segundo trimestre de 1991 y el segundo trimestre de 2020. La línea continua es la respuesta mediana y el intervalo muestra los intervalos de confianza del 68 %.

**Es probable que el repunte de la incertidumbre macroeconómica contribuyera sustancialmente a la caída del PIB real de la zona del euro en la primera mitad de 2020.** La mayoría de los indicadores de incertidumbre aumentaron de forma muy acusada durante ese período, y las funciones de impulso-respuesta estimadas sugieren que el impacto más pronunciado de una perturbación de incertidumbre se produce poco después de la ocurrencia de la perturbación y en el trimestre siguiente. En este contexto, las estimaciones señalan que la mayor incertidumbre explica alrededor de una quinta parte de la caída de la actividad en la primera mitad de 2020, sobre todo en el segundo trimestre, con un impacto especialmente intenso en la formación de capital fijo.

**De cara al futuro, es probable que la mayor incertidumbre perdure durante un tiempo, por lo que podría seguir frenando el crecimiento del PIB real de la zona del euro en los próximos trimestres.** Los indicadores de incertidumbre observados se mantuvieron en niveles muy altos en julio y agosto de 2020, y posiblemente continuarán siendo elevados en el corto plazo, al menos hasta que se encuentre una solución médica efectiva para la pandemia de Covid-19. Además, las

<sup>38</sup> Las funciones de impulso-respuesta sugieren que un aumento de la incertidumbre financiera (que ocupa la primera posición en el modelo BVAR) tiene un impacto comparable, en general, sobre la actividad.

funciones de impulso-respuesta que se muestran en el gráfico B sugieren que las perturbaciones de incertidumbre pueden moderar el crecimiento del PIB real durante un período de hasta cuatro trimestres. Todo ello implica que, si bien se espera que la actividad económica se recupere en los próximos trimestres, la incertidumbre podría seguir frenando la velocidad y el dinamismo del repunte a corto plazo. El modelo BVAR utilizado en este ejercicio indica que la perturbación de incertidumbre actual desaparecerá solo gradualmente, y que podría moderar la recuperación prevista de la actividad un 5 %, en tasa acumulada, hasta mediados de 2021<sup>39</sup>. En caso de que la mayor incertidumbre persista durante más tiempo, también podría tener un impacto adverso en el potencial de crecimiento a largo plazo.

---

<sup>39</sup> Esto es comparable, en general, con estimaciones recientes para Estados Unidos. Véase S. R. Baker, N. Bloom, S. J. Davis y S. J. Terry, «COVID-Induced Economic Uncertainty», *NBER Working Paper Series*, n.º 26983, National Bureau of Economic Research, 2020.

## 5 El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?

Maarten Dossche y Stylianos Zlatanov

**La propensión al ahorro de los hogares en respuesta al Covid-19 ha alcanzado niveles sin precedentes.** La tasa de ahorro de los hogares obtenida de las cuentas sectoriales (gráfico A) muestra un fuerte incremento en el primer trimestre de 2020. Como las cuentas sectoriales trimestrales se publican con un desfase de unos tres meses, la información en tiempo real sobre esta tasa suele ser escasa. Sin embargo, se puede construir un indicador mensual cualitativo, pero más actualizado, de la propensión al ahorro utilizando la encuesta de opinión de los consumidores que elabora la Comisión Europea. Este indicador se calcula como la diferencia entre las respuestas a la pregunta formulada en la encuesta sobre el ahorro esperado de los hogares y las respuestas correspondientes a la pregunta sobre su situación financiera esperada. El indicador ha registrado niveles nunca antes alcanzados y señala un aumento acusado del ahorro de los hogares en el segundo trimestre de 2020, que también se refleja en el incremento observado desde marzo de 2020 en los depósitos bancarios de este sector, como se analiza más adelante.

**Gráfico A**  
Propensión al ahorro de los hogares

(puntos porcentuales y porcentajes)



Fuentes: DG-ECFIN, Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: Las barras grises representan los períodos de recesión definidos por el Centre for Economic Policy Research (CEPR). La última observación corresponde al primer trimestre de 2020 para la tasa de ahorro de los hogares, y a agosto de 2020 para el indicador basado en la encuesta de opinión. Todos los datos se han desestacionalizado.

**Dos factores destacados podrían explicar el mayor ahorro de los hogares.** En primer lugar, las medidas de confinamiento impuestas para contener el virus impidieron que los hogares consumiesen una gran parte de los productos de su cesta de gasto habitual, lo que se tradujo en un ahorro forzoso o, en otras palabras,

involuntario<sup>40</sup>. En segundo lugar, la irrupción repentina de la pandemia provocó que se disparase la incertidumbre con respecto a la renta futura y, en particular, el riesgo de perder el empleo, lo que dio lugar al ahorro por motivo precaución<sup>41</sup>. Así pues, se plantea la cuestión de cómo cuantificar la contribución de los dos factores al aumento del ahorro de los hogares durante la primera mitad de 2020.

**En este recuadro se utiliza un modelo de panel parsimonioso para estimar los determinantes de la tasa de ahorro.** Según lo indicado en Mody *et al.*, se puede estimar un modelo de panel para la tasa de ahorro utilizando datos trimestrales de los cinco países de mayor tamaño de la zona del euro correspondientes al período comprendido entre 2003 y 2019<sup>42</sup>. Aunque este modelo incluye la mayoría de los factores que suelen determinar el ahorro de los hogares, en este recuadro se utilizan las expectativas de desempleo futuro de los hogares para estimar el impacto del ahorro por motivo precaución<sup>43</sup>. Esto es acorde con la literatura existente en la que el riesgo de desempleo específico de los hogares se aproxima por las expectativas de estos en relación con la tasa de paro agregada (por ejemplo, Carroll *et al.*). Esta elección es particularmente importante en la situación actual, en la que, pese a que las expectativas de desempleo futuro de los hogares han crecido (gráfico B), la tasa de paro observada se ha mantenido por el momento bastante estable<sup>44</sup>.

---

<sup>40</sup> Obsérvese que, dado el riesgo de contagio del Covid-19, este factor puede incluir también el impacto de la decisión voluntaria de los consumidores de restringir determinados tipos de gastos (por ejemplo, visitas a restaurantes y viajes), aunque no estuviesen prohibidos.

<sup>41</sup> Para consultar la evidencia existente sobre el riesgo de desempleo y el ahorro por motivo precaución, véanse R. Campos e I. Reggjo, «Consumption in the shadow of unemployment», *European Economic Review*, vol. 78, 2015, pp. 39-54, y M. Ravn y V. Sterk, «Job uncertainty and deep recessions», *Journal of Monetary Economics*, vol. 90, 2017, pp. 125-141.

<sup>42</sup> Véanse A. Mody, F. Ohnsorge y D. Sandri, «Precautionary savings in the Great Recession», *IMF Economic Review*, vol. 60, 2012, pp. 114-138, y C. Carroll, J. Slacalek y M. Sommer, «Dissecting Saving Dynamics: Measuring Wealth, Precautionary, and Credit Effects», National Bureau of Economic Research Working Paper n.º 26131, agosto de 2019.

<sup>43</sup> En el modelo, la variable dependiente es la tasa de ahorro y las variables explicativas son las expectativas de desempleo de los hogares, el crecimiento de la renta esperada de los hogares, la ratio retardada de riqueza financiera de los hogares y las condiciones de crédito aplicadas a los hogares. La renta esperada de los hogares se aproxima por la renta percibida en el trimestre siguiente.

<sup>44</sup> Comisión Europea, «European Economic Forecast – Summer 2020», *Institutional Paper* 132, julio de 2020.

## Gráfico B

### Tasa de paro y expectativas de desempleo

(porcentaje neto y porcentaje de población activa)



Fuentes: DG-ECFIN y Eurostat.

Nota: La última observación corresponde a agosto de 2020 para las expectativas de desempleo y a julio de 2020 para la tasa de paro.

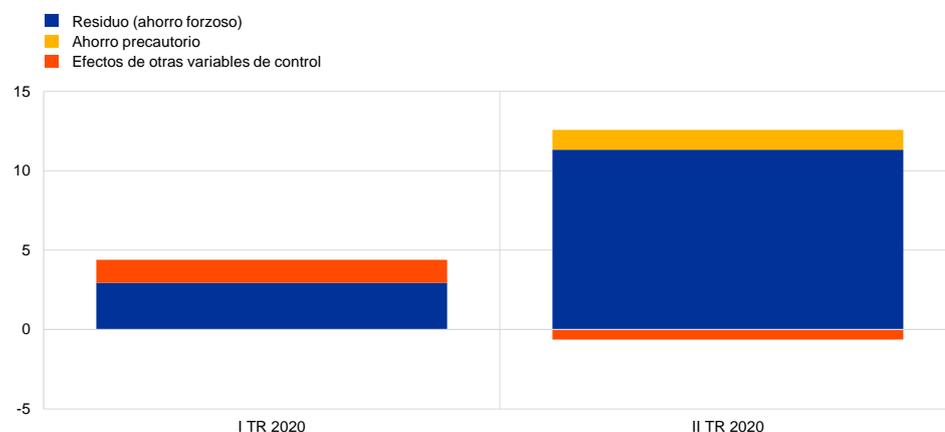
**La contribución del ahorro por motivo precaución puede calcularse utilizando el modelo estimado.** Una gran parte de la variación histórica de la tasa de ahorro obedece a la tasa de paro esperada. Durante las fases contractivas, los motivos de precaución suelen ser un factor importante para explicar el aumento del ahorro de los hogares. Como se dispone de información sobre las expectativas de desempleo futuro de los hogares hasta junio de 2020, se puede utilizar el modelo estimado para calcular la contribución del ahorro precautorio en la primera mitad de 2020.

**El ahorro forzoso parece ser el principal determinante del repunte reciente del ahorro de los hogares.** El gráfico C muestra que el crecimiento que han registrado las expectativas de desempleo últimamente ha llevado a que el ahorro por motivo precaución haya contribuido de forma significativa al incremento de la tasa de ahorro en el segundo trimestre. Aunque el ajuste del modelo en el período cubierto por la estimación es bastante bueno, no puede explicar la mayor parte del aumento reciente de la tasa de ahorro. Parece que el grueso de este residuo o componente no explicado es atribuible a las restricciones al consumo de muchos bienes y servicios durante los períodos de confinamiento y, por lo tanto, constituye una estimación del ahorro forzoso. En el gráfico, la contribución del ahorro precautorio es aparentemente muy reducida en comparación con la estimación del ahorro forzoso en el segundo trimestre. Sin embargo, cabe señalar que esta aportación es considerable desde el punto de vista histórico, aunque parezca escasa en relación con la del ahorro forzoso.

### Gráfico C

#### Determinantes del aumento de la tasa de ahorro de los hogares

(variación con respecto al cuarto trimestre de 2019, puntos porcentuales de la renta disponible)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Nota: La variación de la tasa de ahorro en el primer trimestre de 2020 se basa en estadísticas oficiales, mientras que la del segundo trimestre de 2020 es una estimación interna.

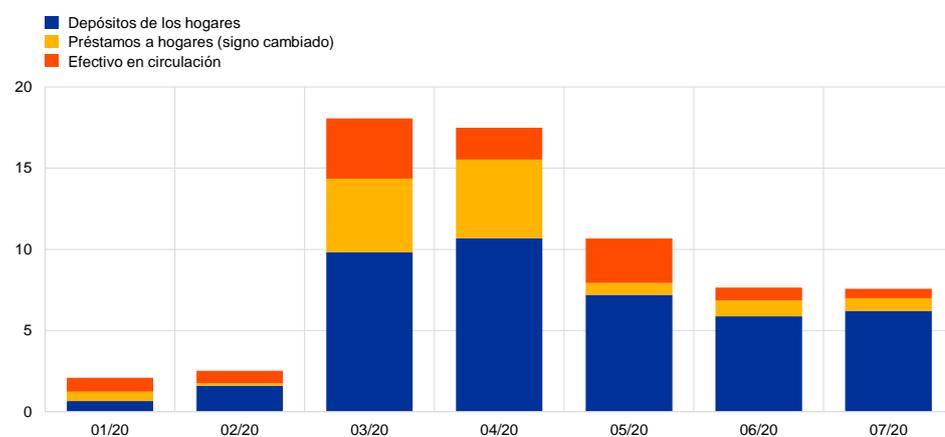
#### Los depósitos bancarios de los hogares crecieron durante los períodos de confinamiento.

En consonancia con la gran contribución del ahorro forzoso, el aumento del ahorro se refleja principalmente en el incremento de los depósitos bancarios, aunque la disminución de los flujos de crédito a los hogares también parece haber influido en marzo y en abril (gráfico D). En este sentido, cabe señalar que la reducción del crédito a los hogares durante esos meses también puede atribuirse al impacto de las medidas de confinamiento. El crédito al consumo suele estar determinado por el propio consumo, mientras que la reducción de los flujos de crédito hipotecario puede haber reflejado dificultades en materializar la adquisición de bienes inmuebles.

### Gráfico D

#### Depósitos de los hogares, préstamos y efectivo en circulación

(variación con respecto a diciembre de 2019, puntos porcentuales de la renta disponible)



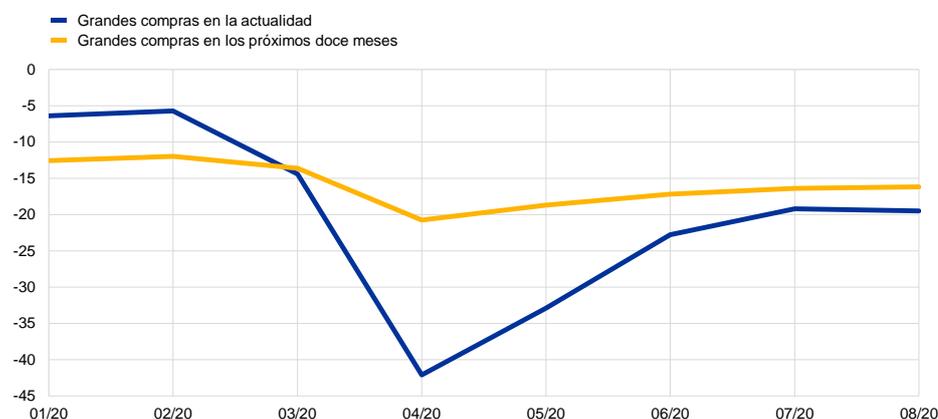
Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los préstamos a hogares se presentan con el signo cambiado. La contribución de los flujos de efectivo debe considerarse un límite superior, dado que no se dispone de un desglose por sector tenedor. La última observación corresponde a julio de 2020.

**Pese al ahorro acumulado, existe un grado considerable de incertidumbre con respecto a la demanda embalsada a corto plazo.** La demanda embalsada recoge un incremento rápido de la demanda de bienes, que supera temporalmente los niveles anteriores a la contracción. Habida cuenta de que los consumidores tienden a posponer sus compras durante una recesión, acumulan demanda que se materializa cuando se observan señales de recuperación económica. Ahora bien, la recesión provocada por el Covid-19 es diferente, debido a que el gasto de los hogares se ha contraído, en parte, por obligación. Prácticamente la mitad de la contracción del consumo privado es atribuible a componentes de gasto que podían aplazarse (por ejemplo, productos electrónicos y vehículos). De hecho, los datos recientes de comercio al por menor muestran un fuerte repunte en varias categorías de productos, que podría reflejar, en cierta medida, la absorción de la demanda embalsada acumulada. No obstante, en estos momentos es difícil distinguir este efecto de un cambio aparente en las cestas de consumo en respuesta al Covid-19 (por ejemplo, bicicletas o equipamiento para la oficina en casa). La encuesta de opinión de la Comisión Europea que abarca el período comprendido hasta agosto (gráfico E) sugiere que, en los próximos doce meses, los hogares esperan gastar menos en grandes compras que al principio de 2020, a pesar del ahorro que han acumulado. Por lo tanto, en el próximo año los motivos de precaución seguirán manteniendo la propensión al ahorro de los hogares en niveles más elevados que antes de la crisis del Covid-19.

### Gráfico E Grandes compras

(porcentaje neto)



Fuente: DG-ECFIN.

Nota: La última observación corresponde a agosto de 2020.

## El papel de los impuestos indirectos en la inflación de la zona del euro y sus perspectivas

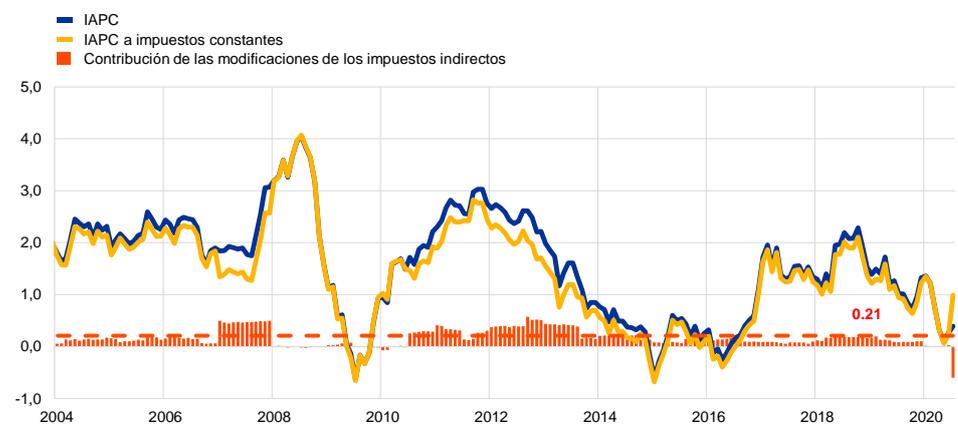
Gerrit Koester, Ferdinand Dreher y Aurelian Vlad

**Las modificaciones de los impuestos directos pueden tener un impacto visible en los precios de consumo.** La magnitud exacta de ese impacto es incierta, ya que depende de la proporción de la subida impositiva que las empresas decidan que pueden —o desean— trasladar a los consumidores. Desde 2004, Eurostat elabora una medida del IAPC a impuestos constantes. Para ello se parte del supuesto de que la traslación de los cambios en los impuestos indirectos a los precios de consumo es completa e inmediata y, por tanto, en general, tiende a sobrevalorar los efectos de dichos cambios<sup>45</sup>. Según esta medida, la contribución de las modificaciones de los impuestos indirectos a la inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha sido, en promedio, de 0,2 puntos porcentuales, pero fue mucho mayor durante los períodos en los que los tipos impositivos aumentaron, como en 2007 y entre 2011 y 2014 (véase gráfico A).

### Gráfico A

#### IAPC e IAPC a impuestos constantes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde a julio de 2020. La línea discontinua representa la media de largo plazo calculada a partir de 2004.

**En las últimas dos décadas, la mayor parte de los impuestos indirectos se han incrementado. Sin embargo, en respuesta a la pandemia de coronavirus (Covid-19), varios países de la zona del euro han aplicado una reducción sin precedentes en la zona de estos impuestos.** Además de las rebajas temporales del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en Alemania y en Irlanda, muchos otros países de la zona del euro han introducido recientemente recortes específicos de los

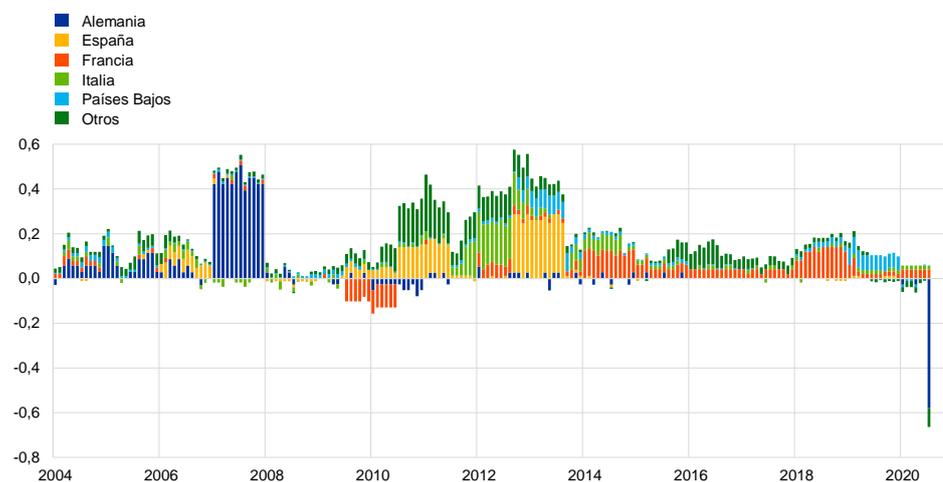
<sup>45</sup> Véase el recuadro titulado «Nuevas series estadísticas para medir el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC», *Boletín Mensual*, BCE, Frankfurt am Main, noviembre de 2009.

impuestos indirectos (véase gráfico B)<sup>46</sup>. Partiendo del supuesto de que la traslación es completa e inmediata, el IAPC a impuestos constantes elaborado por Eurostat implica que la rebaja del IVA en Alemania tendría un impacto a la baja —de unos 0,6 puntos porcentuales— sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en julio de 2020. Como la reducción temporal de los tipos impositivos se aplicará entre julio y diciembre de 2020, el efecto resultante podría ser de aproximadamente la mitad para el año completo. El impacto a la baja sobre la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), calculado automáticamente sería de una magnitud similar, y se incrementaría en 0,1 puntos porcentuales adicionales si se tiene en cuenta también el efecto neto de todas las demás modificaciones de los impuestos indirectos en los países de la zona del euro<sup>47</sup>.

### Gráfico B

#### Impacto de las modificaciones de los impuestos indirectos en la inflación medida por el IAPC

(contribuciones en puntos porcentuales basadas en la diferencia entre el IAPC y el IAPC a impuestos constantes)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde a julio de 2020. El impacto de las modificaciones de los impuestos indirectos se calcula como la diferencia entre la inflación medida por el IAPC y la medida por el IAPC a impuestos constantes, asumiendo que la traslación de estos tributos es completa e inmediata.

**El impacto real de las rebajas recientes de los impuestos indirectos en la inflación está sujeto a una incertidumbre considerable.** En primer lugar, en la historia se encuentran pocos ejemplos de recortes de los tipos de los impuestos indirectos en países de la zona del euro que puedan arrojar luz sobre el grado probable de traslación<sup>48</sup>. En segundo lugar, el brusco e intenso deterioro del entorno

<sup>46</sup> Estos recortes abarcan algunos sectores que se han visto especialmente perjudicados por la pandemia, como los servicios relacionados con turismo y viajes (por ejemplo, en Bélgica, Grecia, Chipre y Austria) y las inscripciones en gimnasios/clases deportivas (Países Bajos y Portugal), pero también la rama de alimentación y bebidas (Alemania, Italia, Austria y Eslovaquia) y los suministros médicos (Bélgica, Grecia, Francia, Malta, Países Bajos, Austria, Portugal y Eslovaquia).

<sup>47</sup> Por lo que respecta a los países grandes de la zona del euro, las subidas de los impuestos indirectos que gravan los alimentos y la energía introducidas en Francia e Italia a principios de 2020 están contrarrestando ligeramente los recortes recientes de estos impuestos como consecuencia de la pandemia. Otros incrementos de los impuestos indirectos afectan al tabaco (Estonia, Francia, Lituania, Luxemburgo, Países Bajos y Austria) y a la energía (Letonia, Lituania, Luxemburgo y Finlandia).

<sup>48</sup> Las reducciones del tipo general del IVA, normalmente de escasa magnitud, se aplicaron en Países Bajos en 1989 y 1992, en Portugal en 1992 y 2008, en Letonia en 2012, en Italia en 1980, en Francia en 2000 y en Irlanda en 1990, 1991, 2001 y 2010.

económico global como resultado de la pandemia de Covid-19 puede afectar a la formación de precios y a las consideraciones sobre márgenes de las empresas de forma distinta de las de un ciclo económico normal, lo que influiría en el grado de traslación (véase el recuadro titulado «El impacto del reciente repunte de la incertidumbre en la actividad económica de la zona del euro» en este Boletín Económico). Por último, la mayor parte de la rebaja actual de los impuestos indirectos tiene su origen en la reducción del IVA en Alemania, que es solo temporal (y muy poco habitual en los países de la zona del euro), y, por tanto, podría generar efectos de anticipación inusuales. Todo esto sugiere que el elevado grado de traslación que se halla en la literatura empírica para las subidas permanentes de los impuestos indirectos no permite inferir con facilidad que los efectos de traslación de los actuales recortes temporales de los tipos impositivos serán de magnitud similar<sup>49</sup>. El Reino Unido aplicó una rebaja temporal del IVA durante un período de 13 meses en 2008-2009. Inicialmente se estimó que la traslación había sido completa, pero, como consecuencia de algunas reversiones, al final solo fue parcial<sup>50,51</sup>.

**La traslación de las rebajas recientes de los impuestos indirectos posiblemente variará en función del sector y, en general, será incompleta.** En el caso de Alemania, cabe suponer que la traslación será sustancial en algunos sectores —como el de la energía o la venta al por menor en supermercados—, pero mucho menor en aquellos con pérdidas de ingresos más elevadas por el confinamiento o que deben hacer frente a costes de menú más altos, por ejemplo, los servicios o el comercio minorista de bienes de consumo duradero. Asimismo, una parte sustancial de la cesta del IAPC no está sujeta a IVA —por ejemplo, los alquileres— y, en consecuencia, no se ve afectada por la modificación de este impuesto. Por tanto, es probable que las reducciones recientes de los impuestos indirectos tengan un impacto notable en la tasa de variación de los precios de los alimentos y de la energía, pero menos pronunciado en el IAPC, excluidos estos dos componentes.

**Los recortes de los impuestos indirectos en los países de la zona del euro configuran el perfil de la inflación para 2020 y 2021 en las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2020.** Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumente de forma ininterrumpida y pase del 0,8 % en 2020 al 0,9 % en 2021 y al 1,1 % en 2022. Sin embargo, si se excluye el impacto real estimado de las modificaciones de los impuestos indirectos, a tenor de las proyecciones, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y

<sup>49</sup> El trabajo de Y. Benzarti, D. Carloni, J. Harju y T. Kosonen, «What Goes Up May Not Come Down: Asymmetric Incidence of Value-Added Taxes», *Journal of Political Economy*, de próxima publicación, 2020, presenta evidencia de que la traslación de las modificaciones del IVA es mayor cuando este impuesto sube que cuando baja.

<sup>50</sup> Los resultados empíricos sugieren que, en un principio, las empresas trasladaron el tipo más bajo del IVA (traslación completa), pero transcurridos unos dos meses revirtieron al menos una parte del recorte (véase T. F. Crossley, H. W. Low y C. Sleeman, «Using a Temporary Indirect Tax Cut as a Fiscal Stimulus: Evidence from the UK», *IFS Working Paper*, n.º W14/16, 2014).

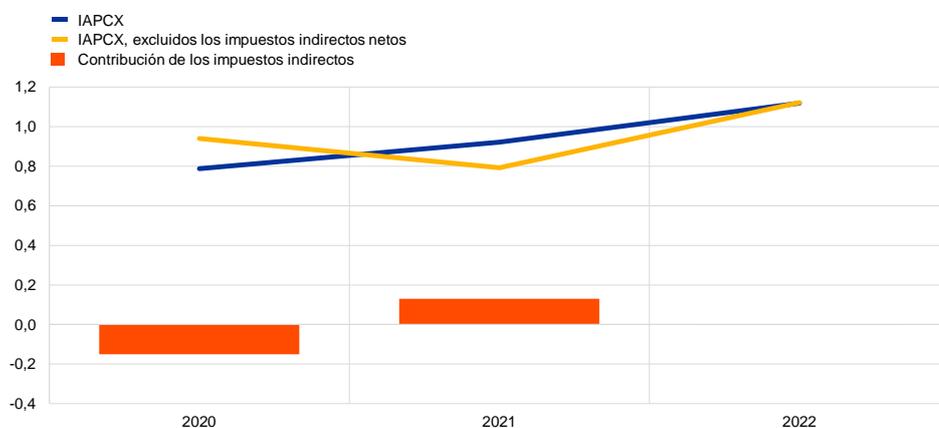
<sup>51</sup> El que las empresas apliquen la modificación del tipo de los impuestos indirectos ajustando los precios de cada producto individual en los estantes o al cobrar en caja no debería afectar a las cifras de inflación si en la recopilación de datos de precios también se tienen en cuenta los cambios impositivos aplicados en caja, como ocurre, por ejemplo, en Alemania.

los alimentos, se reducirá del 0,9 % en 2020 al 0,8 % en 2021<sup>52</sup>, y se incrementará posteriormente hasta situarse en el 1,1 % en 2022 (véase gráfico C). Si bien estas proyecciones únicamente contemplan una traslación bastante limitada (solo en torno al 50 %) de las reducciones de los impuestos indirectos a la inflación, los efectos son lo suficientemente pronunciados como para transformar un incremento continuado de la inflación en 2020-2022 en un perfil ligeramente en forma de «V» de la inflación subyacente. Para la comunicación de la política monetaria es importante comprender el impacto de los impuestos indirectos en la evolución de la inflación y las perspectivas.

### Gráfico C

#### Impacto de las modificaciones de los impuestos indirectos en las proyecciones de la inflación medida por el IAPCX

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE, ejercicio de proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2020.

Nota: El cálculo de la contribución de las modificaciones de los impuestos indirectos se basa en las estimaciones de la traslación real.

<sup>52</sup> El carácter transitorio de la bajada del IVA en Alemania, que se revertirá en 2021, implica un efecto al alza en el IAPCX en la segunda mitad de 2021, que explica la diferencia positiva entre la inflación medida por el IAPCX y el IAPCX, excluidos los impuestos indirectos netos.

## Los avales públicos para préstamos y el crédito bancario durante la pandemia de Covid-19

Matteo Falagiarda, Algirdas Prapiestis y Elena Rancoita

**La mayoría de los Gobiernos de la zona del euro han puesto en marcha importantes programas de avales públicos para que las empresas sigan teniendo acceso a los préstamos bancarios.**

La demanda de préstamos bancarios del sector empresarial se ha disparado hasta alcanzar niveles récord desde marzo de 2020, ante la necesidad de las empresas de cubrir los déficits de liquidez derivados de la perturbación causada por el coronavirus (Covid-19). Este aumento de la demanda estuvo determinado por la menor capacidad de las empresas para financiar sus costes corrientes con flujos de caja de explotación, debido a la fuerte caída de los ingresos durante el período de confinamiento. Esta situación generó acuciantes necesidades de liquidez para financiar el capital circulante y las inversiones precisas. Además, en un contexto de incertidumbre elevada, las empresas solicitaron préstamos para acumular colchones de liquidez por motivo de precaución o para adaptar su negocio al nuevo entorno. Con el fin de ayudar a las entidades de crédito a dar respuesta a este fuerte ascenso de la demanda en condiciones favorables, la mayor parte de los Gobiernos de la zona del euro han puesto en marcha programas de concesión de avales públicos para préstamos bancarios. Estos programas transfieren parte del riesgo de crédito y de las posibles pérdidas crediticias de los bancos a los Gobiernos, lo que reduce los costes para las entidades de crédito. En este recuadro se analizan en primer lugar las características de los citados programas de avales públicos para préstamos y su nivel de utilización en los países de mayor tamaño de la zona del euro. A continuación se examina cómo se reflejan los préstamos garantizados obtenidos por las empresas en las cifras de crédito agregadas.

**Las características de los programas de avales para préstamos varían de unos países a otros, pero todos deben cumplir las directrices adoptadas por la Comisión Europea**<sup>53</sup>. El objetivo de estos programas es ayudar a las empresas y a los trabajadores autónomos que se han visto afectados por la crisis del Covid-19, pero que no tenían dificultades financieras a finales de 2019. Normalmente, los programas se aplican a los nuevos créditos y, por lo general, a los préstamos a medio y largo plazo (con un vencimiento medio de cinco años)<sup>54</sup>. El plazo para solicitar préstamos cubiertos por los programas de avales concluye al final de 2020 en la mayoría de los casos. El importe máximo por prestatario se ha fijado, en general, en el 25 % del volumen de negocios del beneficiario en 2019 o en el doble de sus costes salariales correspondientes a 2019. El porcentaje avalado oscila entre

<sup>53</sup> Véase el apartado 3.2 de la Comunicación de la Comisión Europea sobre el «[Marco temporal relativo a las medidas de ayuda estatal destinadas a respaldar la economía en el contexto del actual brote de Covid-19](#)». En algunos países, los Gobiernos se han limitado a mejorar programas de avales ya existentes. Aunque este recuadro se centra en los programas de garantías estatales, también se han implantado programas similares a escala regional y en el ámbito supranacional; un ejemplo de estos últimos es el [fondo de garantía paneuropeo](#) gestionado por el Banco Europeo de Inversiones.

<sup>54</sup> En determinados países, también se garantizan operaciones de refinanciación y préstamos concedidos en los meses inmediatamente precedentes al brote de Covid-19.

el 70 % y el 90 % del principal del préstamo, aunque en un número reducido de países, entre los que se incluyen Italia y Alemania, se avala el 100 % del principal, especialmente en el caso de préstamos de cuantía reducida a pequeñas y medianas empresas (pymes) y a autónomos. En otros países de la zona del euro, la cobertura es inferior. En algunos países, las empresas que se han beneficiado de este tipo de programas están sujetas a determinadas condiciones, como la prohibición de distribuir dividendos, límites a la remuneración de los directivos o un compromiso de no despedir a ningún trabajador<sup>55</sup>. El diseño aparentemente complejo de estos programas refleja la necesidad de encontrar un equilibrio entre dar una respuesta rápida a la crisis y mantener un nivel de prudencia suficiente para mitigar cualquier comportamiento no deseable por parte de los bancos, como una asunción excesiva de riesgos, o por parte de las empresas, como el despido de trabajadores mientras se recibe apoyo al crédito del Gobierno<sup>56</sup>.

**El uso de los avales públicos para préstamos ha sido heterogéneo entre países: en España y Francia se han comunicado niveles más elevados de utilización, mientras que, en Italia y Alemania, el recurso a este apoyo ha sido menor.** Desde que los programas se pusieron en marcha en abril, las empresas han obtenido préstamos garantizados por importe de unos 120 mm de euros en Francia y de cerca de 100 mm de euros en España (véase el panel a del gráfico A). En comparación con el endeudamiento bruto de las sociedades no financieras, la mayor utilización se ha registrado en España (aproximadamente el 11 % de la deuda bruta), seguida de Francia (en torno al 5 %). En cambio, su uso ha sido más moderado en Italia (unos 55 mm de euros, que representan en torno al 4 % del endeudamiento bruto) y en Alemania (aproximadamente 45 mm de euros, o alrededor del 2 % de la deuda bruta). En España, el mayor recurso a los préstamos garantizados puede atribuirse, en parte, a la menor disponibilidad de otras medidas de alivio fiscal para las empresas (como moratorias de deuda y ayudas estatales directas). En Francia, estos préstamos se han utilizado más por la aplicación de unas condiciones de precio muy favorables, sobre todo durante su primer año de vigencia. En Alemania, el uso relativamente limitado de estos préstamos obedece, fundamentalmente, a las siguientes razones: i) menores necesidades de financiación de las empresas en relación con otros países, debido a un confinamiento menos estricto y a que se ha recurrido más a una combinación de otras medidas de política, incluidas ayudas directas y aplazamientos en el pago de impuestos, así como programas de regulación temporal de empleo; ii) unas condiciones menos favorables de los programas (precios de los préstamos más elevados, prohibición de distribuir dividendos e imposición de límites a la remuneración de los directivos), y iii) algunos cuellos de botella por el lado de la oferta relacionados con las evaluaciones del riesgo preceptivas en el caso de préstamos de cuantía elevada. En el caso de Italia, la escasa utilización observada hasta la fecha refleja, sobre todo, los cuellos de botella operativos existentes

<sup>55</sup> En general, las condiciones de los préstamos garantizados concedidos a grandes empresas son más estrictas y pueden incluir condiciones relativas a los planes de inversión, la gobernanza, la competencia y la transparencia. El motivo es que, a menudo, los avales forman parte de importantes planes de ayudas estatales que también pueden contemplar la recapitalización por parte del Estado.

<sup>56</sup> Para más detalles sobre los principales parámetros de los programas y los canales a través de los que operan, véase el recuadro titulado «[Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses](#)», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2020.

inicialmente en la oferta. Estos cuellos de botella se han ido reduciendo, y en julio y agosto la concesión mensual de este tipo de préstamos en Italia superaba a la de otros países (véase el panel b del gráfico A).

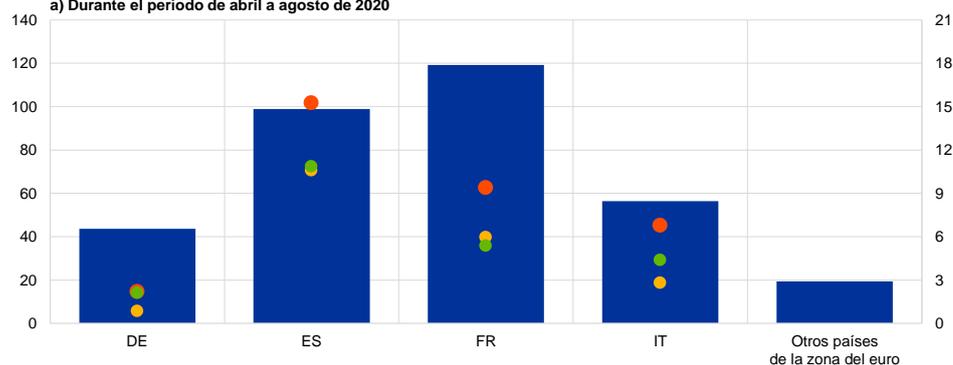
### Gráfico A

#### Utilización de préstamos en el marco de los programas de avales públicos

(escala izquierda: mm de euros, porcentajes; escala derecha: porcentajes)

- Utilización, importes absolutos
- Utilización como porcentaje del volumen del programa
- Utilización como porcentaje del valor añadido bruto en 2019 (escala derecha)
- Utilización como porcentaje de la deuda bruta en 2019 (escala derecha)

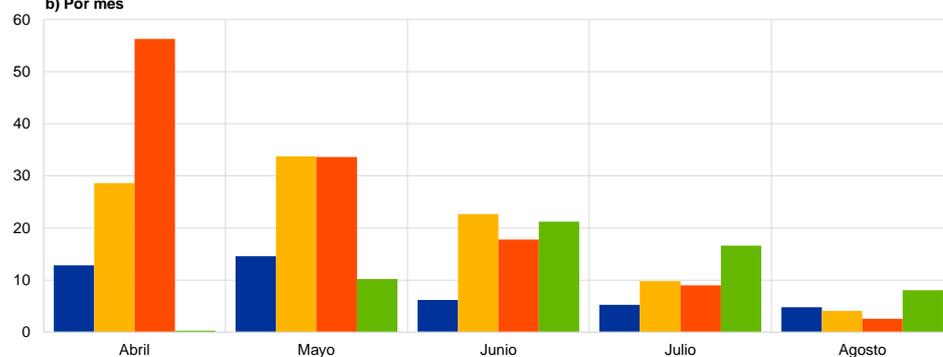
##### a) Durante el período de abril a agosto de 2020



(mm de euros)

- Alemania
- España
- Francia
- Italia

##### b) Por mes



Fuentes: Kreditanstalt für Wiederaufbau (Alemania); Instituto de Crédito Oficial (España); Ministère de l'Économie et des Finances (Francia); Ministero dell'Economia e delle Finanze y Banca d'Italia (Italia); diversas autoridades nacionales (otros países de la zona del euro); noticias; Eurostat y cálculos del BCE.

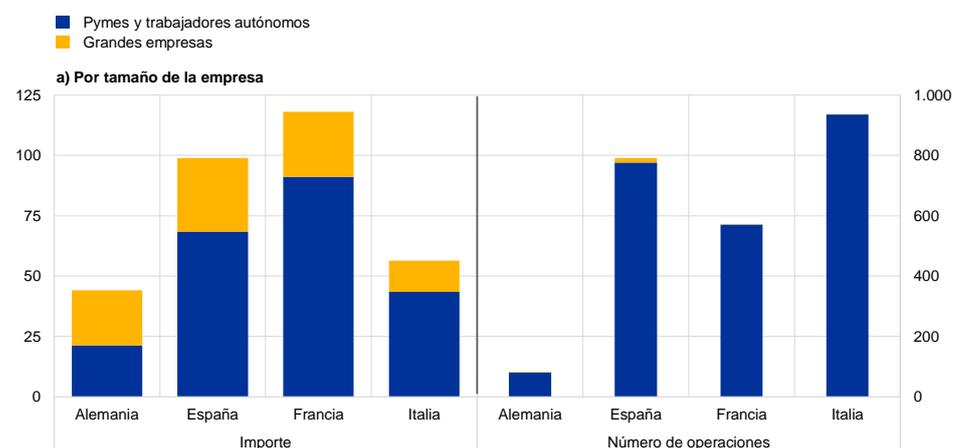
Notas: Los datos de utilización se refieren a importes aprobados de préstamos garantizados. Dado que también es posible conceder préstamos garantizados en forma de líneas de crédito renovables, el importe aprobado es superior al importe realmente desembolsado. La cuantía total de los programas es la siguiente: 757 mm de euros en Alemania, 140 mm de euros en España, 300 mm de euros en Francia y 300 mm de euros en Italia.

**Parece que las pymes de los sectores más afectados por la crisis (como el comercio, el turismo y el transporte) han sido las principales beneficiarias de los programas de avales públicos para préstamos.** Las pymes y los autónomos han recurrido mucho más a los préstamos garantizados que las grandes empresas, salvo en Alemania (véase el panel a del gráfico B). El mayor uso de los avales por parte de las pymes refleja unas necesidades de liquidez de emergencia relativamente más acuciantes, su mayor dependencia de las entidades de crédito

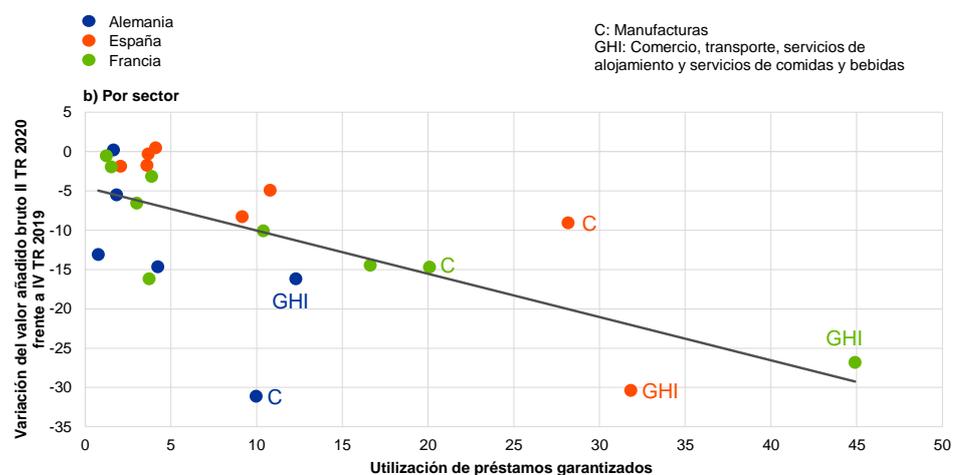
para financiarse y el hecho de que en el sector bancario existen menos cuellos de botella que afecten a la concesión de préstamos garantizados de pequeña cuantía. En particular, aunque el importe de los préstamos concedidos es comparativamente bajo en Italia, este país ha sido el que más préstamos garantizados ha otorgado, lo que es indicativo del predominio de los créditos de cuantía muy reducida. Desde el punto de vista sectorial, el mayor recurso a los préstamos garantizados ha correspondido a los sectores más afectados por la preocupación existente en torno al contacto físico derivada del Covid-19, así como por las consiguientes políticas de confinamiento, que provocaron un fuerte descenso de su valor añadido bruto en el primer semestre de 2020. El comercio, el transporte y los servicios de comidas han presentado la mayor tasa de utilización, seguidos de las manufacturas (véase el panel b del gráfico B).

**Gráfico B**  
Utilización de préstamos en el marco de los programas de avales públicos

(escala izquierda: mm de euros; escala derecha: miles)



(mm de euros)



Fuentes: Kreditanstalt für Wiederaufbau (Alemania); Instituto de Crédito Oficial (España); Ministère de l'Économie et des Finances (Francia); Ministero dell'Economia e delle Finanze y Banca d'Italia (Italia); Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos sobre utilización de préstamos garantizados corresponden al período de abril a agosto de 2020. Ante la inexistencia de un desglose por tamaño de empresas en Italia, se supone que los préstamos garantizados a pymes son aquellos concedidos a través del Fondo de Garantía, mientras que los préstamos garantizados a grandes empresas son los que se otorgan a través de SACE (la agencia italiana de crédito a la exportación). En el panel b, se utilizan las clasificaciones sectoriales de NACE Rev. 2.

**Los programas de avales públicos para préstamos han sido fundamentales para respaldar la dinámica del crédito a empresas desde abril, especialmente en España y en Francia.** Los flujos de crédito bancario a empresas de la zona del euro se han incrementado desde la irrupción de la pandemia de Covid-19 en Europa, como consecuencia de las acuciantes necesidades de liquidez de emergencia durante el período de confinamiento. En marzo de 2020, este incremento se vio facilitado por la disposición de fondos en líneas de crédito ya concedidas, pero los sustanciales flujos de meses posteriores reflejaron la concesión de préstamos cubiertos por avales públicos. Entre abril y julio, los flujos brutos de préstamos garantizados superaron a los flujos totales de crédito neto en todos los países de mayor tamaño de la zona del euro, lo que implica que los préstamos no garantizados se están sustituyendo por préstamos garantizados (véase el panel a del gráfico C). Además, la evolución del crédito fue proporcionalmente más intensa en países que han recurrido más a los préstamos garantizados<sup>57</sup>. En el caso específico del volumen bruto de nuevo crédito, en España y Francia, donde el respaldo fiscal a las empresas se proporcionó fundamentalmente a través de programas de avales, en torno al 65 % y al 70 %, respectivamente, de los volúmenes de nuevo crédito del período de abril a julio fueron préstamos garantizados (véase el panel b del gráfico C). En Alemania e Italia, los préstamos garantizados representaron aproximadamente el 20 % de los flujos de nuevo crédito en ese mismo período, mientras que en otros países de la zona del euro el porcentaje fue insignificante.

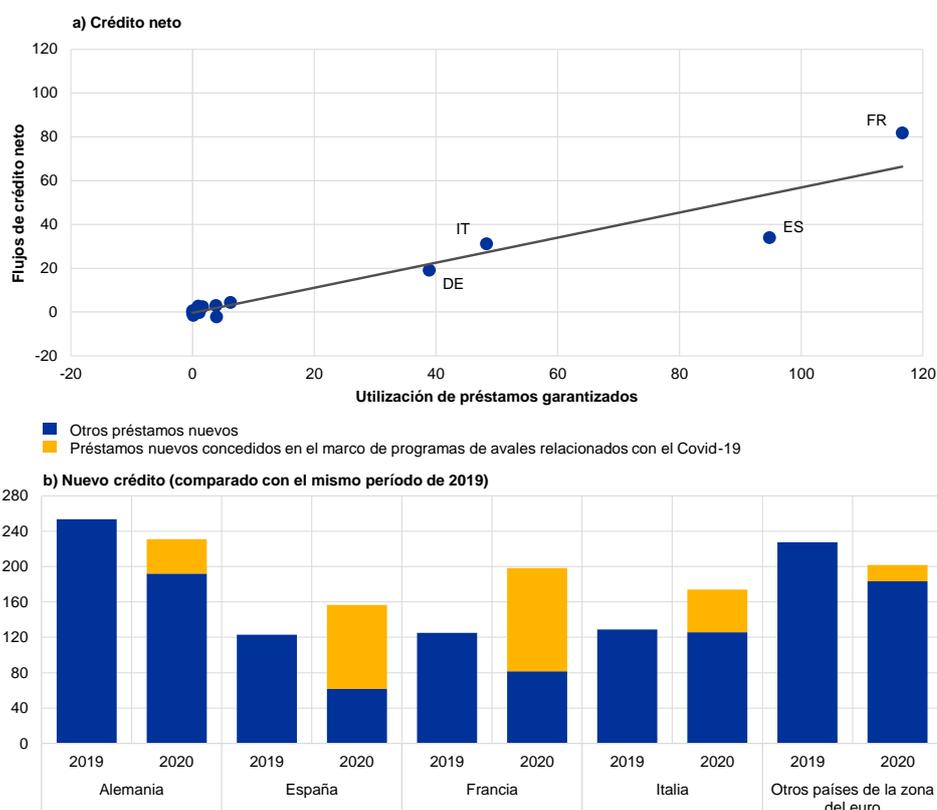
---

<sup>57</sup> Para conocer la evolución reciente del crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras, véase el gráfico 22 de este Boletín Económico.

## Gráfico C

### Utilización de préstamos garantizados y préstamos a sociedades no financieras y a autónomos durante el período abril-julio de 2020

(mm de euros)



Fuentes: Kreditanstalt für Wiederaufbau (Alemania); Instituto de Crédito Oficial (España); Ministère de l'Économie et des Finances (Francia); Ministero dell'Economia e delle Finanze y Banca d'Italia (Italia); diversas autoridades nacionales (otros países de la zona del euro); noticias; BCE y cálculos del BCE.

Notas: «Crédito neto» se refiere a los préstamos, netos de amortizaciones, según figuran en las estadísticas del balance de las IFM. «Nuevo crédito» se refiere a las operaciones de préstamos nuevos puros, según se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM. Los flujos de crédito neto y de nuevo crédito no se han desestacionalizado. Los flujos de crédito neto están ajustados de titulizaciones, transferencias de préstamos y otras transferencias.

**Los efectos de los programas de avales para préstamos también pueden detectarse en el plazo de vencimiento y en el importe de los flujos de crédito bancario recientes, en los flujos positivos de líneas de crédito no dispuestas y en el mantenimiento de unas condiciones crediticias favorables.** En primer lugar, mientras que los flujos de préstamos a corto plazo han sido, en general, negativos durante el período de la crisis del Covid-19, los préstamos a medio y largo plazo —con plazos de vencimiento que suelen estar respaldados por avales— han aumentado de forma notable (véase gráfico D). Esto contrasta con las regularidades históricas, ya que las necesidades acuciantes de liquidez para financiar capital circulante suelen estar asociadas a una mayor demanda de préstamos a corto plazo, mientras que los préstamos a largo plazo se destinan a la financiación de proyectos de inversión en capital fijo<sup>58</sup>. En segundo lugar, se han registrado flujos

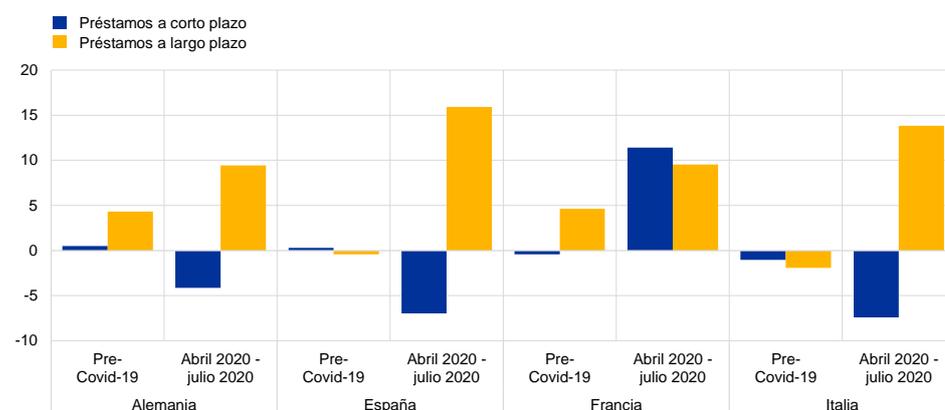
<sup>58</sup> Para más detalles sobre los factores determinantes de la demanda de préstamos durante la pandemia de Covid-19, véase el recuadro titulado «Cambios en los factores determinantes de la demanda de préstamos por parte de las empresas en la zona del euro durante la pandemia de Covid-19», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

elevados de nuevos préstamos de pequeña cuantía (menos de un millón de euros), sobre todo en España, Francia e Italia, en consonancia con el mayor recurso a los préstamos garantizados por parte de las pymes de estos países. En tercer lugar, la evidencia de incremento de los volúmenes del crédito no dispuesto en el segundo trimestre del año sugiere que solo una parte de los préstamos garantizados aprobados se han desembolsado en realidad, lo que probablemente refleje la acumulación preventiva de colchones de liquidez por parte de las empresas, y apunta a que quedan abundantes fondos disponibles para que las sociedades hagan frente a sus necesidades de financiación en el corto plazo. En cuarto lugar, los avales públicos para préstamos también han contribuido a mantener unas condiciones de financiación favorables, como muestra el hecho de que los tipos de interés de los préstamos continúen en mínimos históricos (especialmente para las modalidades de préstamo que suelen estar respaldadas por avales)<sup>59</sup>, y de que los criterios de concesión de crédito prácticamente no hayan variado, de acuerdo con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2020.

### Gráfico D

#### Préstamos a sociedades no financieras y a autónomos, por plazo de vencimiento

(medias mensuales en mm de euros)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Flujos sin desestacionalizar (y sin ajustar de titulaciones y otras transferencias). Los préstamos a corto plazo son aquellos con un vencimiento igual o inferior a un año, y los préstamos a largo plazo, un vencimiento superior a un año. El período pre-Covid-19 se refiere al período comprendido entre marzo de 2019 y febrero de 2020.

**La retirada progresiva de los programas de avales públicos para préstamos ha de evaluarse teniendo en cuenta las necesidades de financiación de las empresas en los próximos meses, y sus posibles efectos secundarios deben vigilarse de cerca.** Estos programas fueron cruciales para responder a las necesidades de financiación de las empresas en las fases iniciales de la pandemia de Covid-19, y contribuyeron, junto con otras medidas audaces, a evitar que empresas viables se quedaran sin liquidez. La finalización prematura y excesivamente repentina de estos programas podría provocar importantes restricciones de liquidez para las empresas y desencadenar quiebras, lo que, a su

<sup>59</sup> Véase el gráfico 24 en este Boletín Económico. Por ejemplo, los tipos de interés del crédito bancario en Francia han registrado una caída considerable desde abril. Este descenso estuvo impulsado por los préstamos de pequeña cuantía y refleja la ingente demanda de las pymes de préstamos con avales públicos, que las entidades de crédito conceden a tipos de interés muy próximos a cero en ese país.

vez, reduciría el capital de las entidades de crédito. Posiblemente, esto causaría una disminución súbita de los flujos de crédito y un endurecimiento de las condiciones crediticias, lo que provocaría más quiebras y dificultaría la financiación del ajuste que las empresas supervivientes tendrían que realizar para adaptarse a la «nueva normalidad» de su actividad. Por otra parte, si el respaldo proporcionado por las políticas en la crisis actual diera lugar a una ampliación permanente y a gran escala de la influencia de los Gobiernos en los resultados económicos, a largo plazo, la eficiencia de la asignación de recursos se vería dificultada y la capacidad productiva de la economía de la zona del euro se reduciría, al mantener a flote de forma artificial a empresas no viables o insuficientemente rentables. Además, el diseño y la calibración específicos de los programas de avales pueden tener efectos secundarios, por ejemplo, incentivando un endeudamiento excesivo y una asignación imprudente de los riesgos. Estos efectos secundarios deberán vigilarse estrechamente durante los próximos meses y, una vez que remitan las consecuencias económicas y financieras de la crisis del Covid-19, será necesaria una estrategia de retirada progresiva prudente y bien programada.

## 8 Las implicaciones fiscales del paquete de recuperación de la UE

Alessandro Giovannini, Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger y Vilém Valenta

**El paquete de recuperación de la UE representa un hito importante en la integración de la política económica europea.** El 21 de julio de 2020, el Consejo Europeo acordó un instrumento temporal de recuperación, de carácter extraordinario, denominado «Next Generation EU» (NGEU). Junto con el marco financiero plurianual tradicional (MFP), el NGEU asegurará una respuesta fiscal europea coordinada para hacer frente a las consecuencias económicas de la pandemia de coronavirus (Covid-19). Mientras que el único propósito del Plan Europeo de Recuperación Económica de 2008<sup>60</sup> era coordinar los paquetes de estímulo presupuestario nacionales que debía financiar cada Estado miembro, el NGEU establece un modelo de financiación conjunta para respaldar el gasto público y las reformas en la UE.

**En relación con el NGEU, la Comisión Europea está autorizada a captar hasta 750 mm de euros en los mercados de capitales en nombre de la Unión Europea.** Los fondos pueden destinarse a conceder préstamos por un importe máximo de 360 mm de euros y subvenciones por un importe de hasta 390 mm de euros, siendo el plazo de desembolso hasta finales de 2026 y el de reembolso hasta el 31 de diciembre de 2058, a más tardar. Las emisiones realizadas en el marco del NGEU multiplicarán por 15, aproximadamente, la deuda viva de la Unión, y serán las mayores emisiones denominadas en euros a escala supranacional de la historia. Mientras que los préstamos serán reembolsados por los Estados miembros beneficiarios, el Consejo Europeo acordó reformar el sistema de recursos propios y garantizar que el reembolso de las subvenciones se cubra mediante las aportaciones basadas en la renta nacional bruta y nuevos recursos propios de la UE.

**El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) es el elemento central del instrumento NGEU.** La totalidad de la dotación para préstamos y el 80 % de las subvenciones se asignarán al MRR, cuyo objetivo es impulsar las inversiones y las reformas en los Estados miembros para sentar las bases de una recuperación resiliente y sostenible, promoviendo al mismo tiempo las prioridades de la Unión en materia ecológica y digital. El resto del NGEU se destinará principalmente a reforzar los programas de gasto a escala de la UE en el marco del MFP.

**Para recibir apoyo financiero del MRR, los Estados miembros de la UE tienen que elaborar planes nacionales de recuperación y resiliencia en los que se establezcan sus agendas de reformas e inversiones para los años 2021 a 2023.** Estos planes deben incluir paquetes coherentes de reformas y proyectos de inversión pública y hacer frente a los retos señalados en el contexto del Semestre

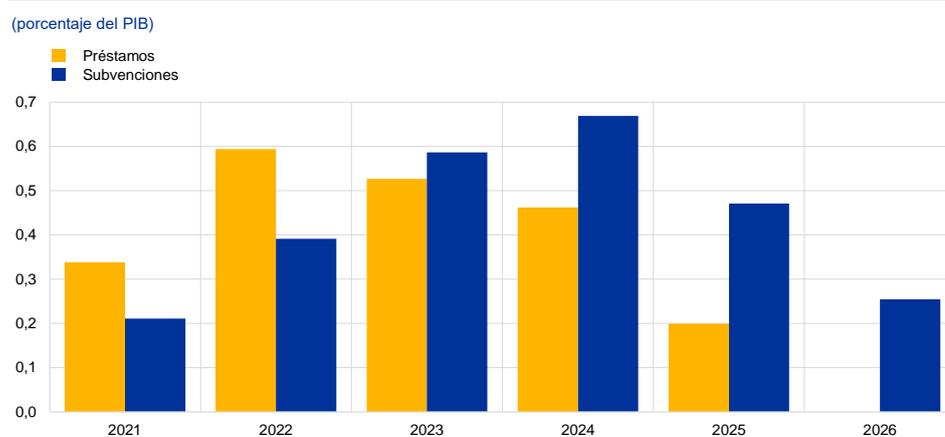
<sup>60</sup> Véase [Un Plan Europeo de Recuperación Económica COM \(2008\) 800 final](#), 26 de noviembre de 2008.

Europeo. También deben reforzar el potencial de crecimiento, la creación de empleo y la resiliencia económica y social del Estado miembro de que se trate. El apoyo financiero se desembolsará en tramos una vez se alcancen los objetivos intermedios y las metas identificados en estos planes.

**Se prevé que el volumen total del apoyo financiero que se preste en el marco deL NGEU sea significativo en términos macroeconómicos y ascienda a casi el 5 % del PIB de la zona del euro.** La idea es que el apoyo financiero a través del NGEU esté comprometido enteramente antes de finales de 2023 y se desembolse en gran parte entre 2021 y 2024 (véase gráfico A)<sup>61</sup>. Sobre la base de la información disponible actualmente, las subvenciones tendrán un perfil temporal más diferido que los préstamos. Aunque se mantiene la incertidumbre en relación con las implicaciones para los presupuestos nacionales, el NGEU supondría una expansión fiscal basada en la deuda de alrededor del 1 % del PIB, en promedio, en la zona del euro en el período 2021-2024, asumiendo que el apoyo se utiliza a escala nacional para financiar gastos adicionales. Siempre que se destine a gasto productivo y vaya acompañado de reformas que fomenten el crecimiento, el NGEU ayudaría no solo a respaldar la recuperación, sino también a incrementar la resiliencia y el potencial de crecimiento de las economías de los Estados miembros en el futuro.

### Gráfico A

#### NGEU: desembolso previsto de fondos a los países de la zona del euro



Fuentes: Conclusiones del Consejo Europeo del 21 de julio de 2020, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Se presupone que las subvenciones a los países de la zona del euro seguirán las claves de reparto acordadas. Se prevé que solo los países con un coste de financiación superior al tipo de interés esperado de los préstamos del NGEU reciban préstamos por el máximo del 6,8 % de la renta nacional bruta. El perfil temporal se basa en las estimaciones presentadas en la propuesta de la Comisión Europea para el establecimiento del NGEU.

**La clave de reparto del MRR garantiza un apoyo macroeconómico más fuerte para los países más vulnerables.** En 2021-2022, los fondos se distribuirán sobre la base de la renta per cápita y de la evolución del desempleo en el pasado; para

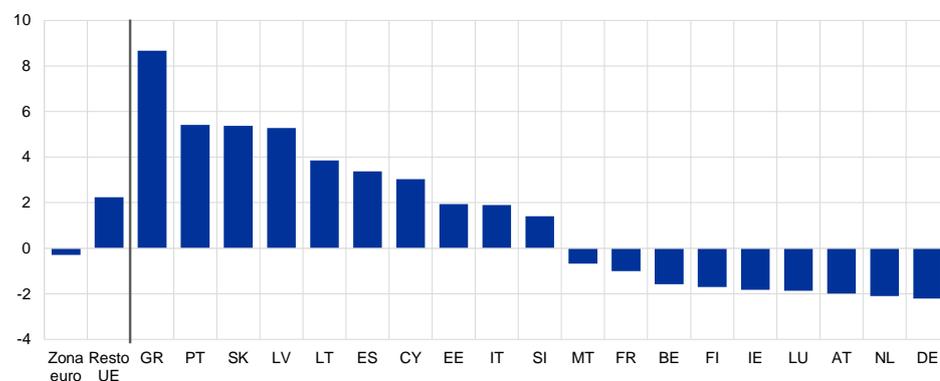
<sup>61</sup> El Consejo Europeo acordó que el 70 % de las subvenciones concedidas por el MRR se comprometerá en 2021 y 2022. El 30 % restante se comprometerá enteramente a finales de 2023. Cabe señalar que una de las características básicas del presupuesto de la UE es que las decisiones sobre los compromisos son independientes de las relativas a los pagos, por lo que se producen en distintos momentos. El calendario de los pagos se basa en las estimaciones de la [Propuesta de la Comisión Europea de reglamento por el que se establece un Mecanismo de Recuperación y Resiliencia](#), ajustadas para reflejar las conclusiones del Consejo Europeo del 21 de julio de 2020.

2023, la evolución del desempleo pasada se sustituirá por las caídas observadas en el PIB real en 2020-2021. El acuerdo de distribución de los fondos implicará un cuantioso apoyo financiero neto a los países de la zona del euro que se enfrentan a los mayores retos económicos y fiscales tras la pandemia (véase gráfico B)<sup>62</sup>. Grecia será el mayor receptor neto de apoyo del MRR en relación con el PIB, pero España e Italia, que previsiblemente se encontrarán entre los países más afectados en términos tanto de fallecimientos como de daños económicos, también recibirán un apoyo fiscal considerable.

### Gráfico B

#### MRR: reparto de subvenciones, neto de pagos esperados

(porcentaje del PIB de 2019)



Fuentes: Conclusiones del Consejo Europeo del 21 de julio de 2020, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Está previsto que el 70 % de las subvenciones se distribuyan en 2021-2022 sobre la base de la clave de reparto propuesta por la Comisión Europea (teniendo en cuenta la población, la inversa del PIB per cápita y la tasa media de desempleo durante el período 2015-2019). Para el 30 % de las subvenciones que se reparten en 2023, el criterio del desempleo medio se sustituye por la pérdida del PIB en 2020 (15 %) y la pérdida acumulada del PIB durante 2020-2021 (15 %) con arreglo a las proyecciones actuales de la Comisión Europea. Se supone que los reembolsos se corresponden con el peso de los países en la renta nacional bruta de la UE.

### Es fundamental ofrecer una respuesta europea coordinada al Covid-19 para evitar una recuperación desigual y la fragmentación económica, promoviendo al mismo tiempo la resiliencia económica en los Estados miembros.

El NGEU se suma al MFP tradicional por valor de alrededor de 1 billón de euros en los siete próximos años y a las tres «redes de seguridad» europeas, por valor de 540 mm de euros, acordadas en abril de 2020<sup>63</sup>. La respuesta europea a la crisis es ambiciosa y proporcional a los desafíos que afronta el continente. Además, es importante que las políticas monetaria y fiscal, aunque actúan de forma independiente en la zona del euro, se estén reforzando mutuamente en estos momentos.

### Será esencial asegurar que el apoyo fiscal proporcionado a través del NGEU no se vea contrarrestado por la retirada prematura del apoyo fiscal financiado a nivel nacional. Ante la profundidad de la perturbación de la pandemia y la incertidumbre asociada, en marzo de 2020 se activó la cláusula general de

<sup>62</sup> El cuadro 1 del [Documento de trabajo de los servicios de la Comisión «Identifying Europe's recovery needs»](#) sugiere que los países con un PIB per cápita inferior a la media y con una deuda elevada (en particular, Chipre, Grecia, España, Italia y Portugal) recibirían el 50 % del apoyo (con arreglo a la clave de reparto de la Comisión que se utilizará en 2021 y 2022), mientras que su peso en el PIB de la UE (empleado como aproximación de las aportaciones al presupuesto de la UE) se cuantifica en torno al 25 %).

<sup>63</sup> Véase el recuadro titulado «La crisis del Covid-19 y sus implicaciones para las políticas fiscales», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

salvaguardia establecida en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y se considera probable que se prorrogue hasta 2021. Ello permite a los Gobiernos adoptar las medidas necesarias para combatir la pandemia, desviándose de las exigencias de ajuste que serían aplicables en condiciones normales con arreglo al pacto, sin comprometer la sostenibilidad de las finanzas públicas.

**Aunque la estabilización macroeconómica sigue siendo una prioridad, será importante mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas durante la recuperación.** La actual crisis ha puesto de relieve que los niveles muy elevados de deuda pública pueden implicar vulnerabilidades y restricciones fiscales cuando un país se ve afectado por una fuerte perturbación económica. Por tanto, es fundamental que el apoyo fiscal se utilice con eficacia para reforzar el potencial de crecimiento y la resiliencia, lo que, a su vez, mejora la sostenibilidad de las finanzas públicas. La financiación de la UE debería emplearse con arreglo a las necesidades específicas de cada país y a las prioridades de reforma acordadas a escala europea.

**La forma en que la UE ha respondido a la crisis también tiene implicaciones para el diseño y la implementación futuros del marco de gobernanza europeo.** En primer lugar, aunque es necesaria una política fiscal expansiva para sostener la recuperación, en adelante será importante que las reglas fiscales respalden con eficacia la reducción de los niveles de deuda pública elevados en épocas de bonanza económica. En segundo lugar, el NGEU es un elemento nuevo e innovador del marco fiscal europeo. Supondrá la emisión de un volumen cuantioso de deuda supranacional en los próximos años, y su creación ha mostrado la disposición política a diseñar un instrumento fiscal común cuando es necesario. Esta innovación, aunque es de carácter extraordinario, también podría servir de enseñanza a la Unión Económica y Monetaria, que sigue sin tener una capacidad fiscal permanente a nivel supranacional para la estabilización macroeconómica en épocas de crisis profunda. La revisión del marco de gobernanza económica<sup>64</sup>, que la Comisión puso en marcha en febrero de 2020 y pospuso a causa de la pandemia, ofrece una buena oportunidad para incorporar estas importantes consideraciones.

---

<sup>64</sup> Para más información, véase [Economic Governance Review](#).

# Artículos

## 1 El camino de China hacia la normalización tras la pandemia de Covid-19

**Alexander Al-Haschimi, Apostolos Apostolou y Martino Ricci**

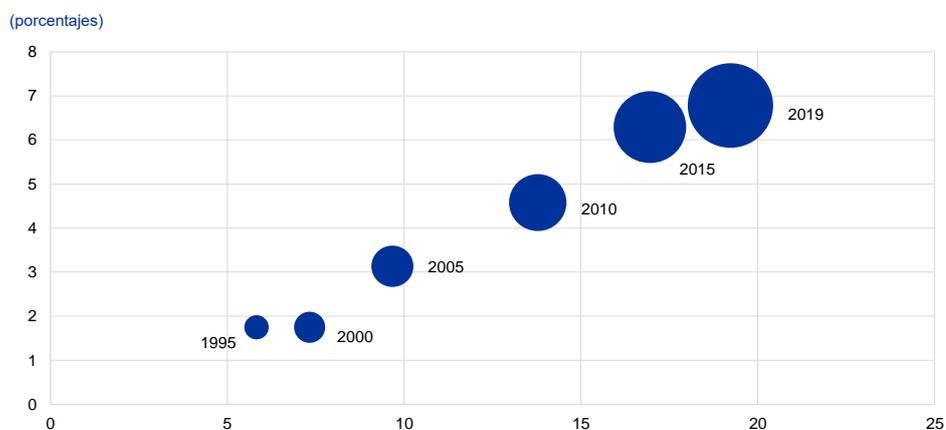
En este artículo se describe el retroceso y la posterior recuperación de la economía china después del brote de coronavirus (Covid-19). Se utilizan datos de alta frecuencia para evaluar la velocidad a la que se está normalizando la actividad en diversos sectores económicos, una vez permitida la reanudación de la actividad empresarial. Un aspecto de particular relevancia es la distinción entre el sector industrial y el de servicios, sujetos a medidas sanitarias y de seguridad diferentes. Se llega a la conclusión de que la actividad económica de China aumentó desde el mínimo próximo al 20 % de los niveles normales registrado en febrero de 2020 hasta el 90 % en solo tres meses. Aunque la capacidad productiva se recobró con rapidez, el ritmo de normalización de la actividad fue más gradual en los servicios, que habrían permanecido muy afectados por las medidas de contención del Covid-19. La recuperación estuvo impulsada, sobre todo, por la demanda interna privada y por la respuesta de las autoridades, ya que la normalización del país coincidió con la aplicación de medidas de confinamiento por parte de muchos de sus socios comerciales y, por lo tanto, también con la contracción de la demanda externa. De cara al futuro, la incertidumbre y los riesgos en torno a la senda de recuperación siguen siendo extraordinariamente elevados, debido, en gran parte, a la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia de Covid-19 y sobre si se encontrará —y cuándo— una solución médica contra el virus.

### Introducción

**Desde mediados de la década de 1990, la economía de China ha experimentado un rápido crecimiento que ha dado lugar a una mayor interrelación con la economía global.** Este fenómeno, acompañado de un proceso gradual de reformas y de apertura, ha convertido a este país en una de las economías más importantes del mundo y en una potencia comercial. Durante los cinco últimos años, su economía ha crecido a una tasa media del 6,7 %, lo que supone alrededor de una tercera parte del crecimiento mundial. Al mismo tiempo, la demanda china de bienes y servicios importados de muchas economías, incluida la zona del euro, ha aumentado de forma considerable. Entre 1995 y 2019, su participación en la demanda externa de la zona se incrementó desde el 2 % hasta aproximadamente el 7 % (véase gráfico 1). Esta tendencia pone de manifiesto que la magnitud de la recuperación de China tras la pandemia tiene gran relevancia tanto dentro como fuera de sus fronteras.

## Gráfico 1

### Participación de China en el PIB mundial y demanda externa de la zona del euro



Fuentes: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, abril de 2020 (cifras sobre el PIB), y BCE (participación de China en la demanda externa de la zona del euro).

Notas: El eje de abscisas muestra el PIB de China en porcentaje del PIB mundial total, y el eje de ordenadas la participación de China en la demanda externa de la zona del euro. El tamaño de los círculos representa el PIB de China basado en la paridad del poder adquisitivo expresada en dólares internacionales a tipos de cambio nominales.

**La pandemia de Covid-19 afectó a China antes que a otras economías.** De acuerdo con las estadísticas oficiales, el número de casos confirmados de Covid-19 pasó de menos de 1.000 al final de enero de 2020 a más de 80.000 a principios de marzo. Se introdujeron medidas de confinamiento estricto para controlar la epidemia con rapidez. Estas medidas de contención hicieron necesaria la paralización de la economía durante un período prolongado, lo que provocó un retroceso significativo de la actividad económica en el corto plazo. Aunque China controló el brote con relativo éxito, el Covid-19 se propagó a gran velocidad por todo el mundo y, a mediados de marzo, el número de casos confirmados en otros países era superior al de China. A principios de agosto se habían superado los 19 millones de casos a escala global.

**La naturaleza de la contracción registrada durante la pandemia de Covid-19 es muy distinta de la de otras desaceleraciones cíclicas.** En el episodio actual, tanto la oferta como la demanda se han desplomado como consecuencia de los cierres de empresas y de las restricciones a la movilidad. Por lo tanto, el grado de incertidumbre agregada sobre la senda de recuperación económica es mayor de lo habitual, debido, entre otros factores, a los temores de que un repunte de nuevos casos comprometa la recuperación. Además, el tiempo que se tardará en desarrollar y aplicar una solución médica sigue siendo incierto, al igual que el impacto a medio plazo sobre el mercado de trabajo derivado del mantenimiento de las medidas de contención. A este respecto, la recuperación de China, que comenzó antes que en el resto del mundo, puede servir de ejemplo para otras economías que se encuentren en fase de flexibilización de sus medidas de contención.

## Conclusiones

**En este artículo se han considerado datos tradicionales e indicadores de alta frecuencia no convencionales, con el fin de determinar el ritmo de la**

**recuperación económica de China.** Después de experimentar una desaceleración que se materializó a una velocidad sin precedentes a principios de 2020, en cuestión de tres meses la economía repuntó hasta alcanzar niveles de actividad próximos a los observados antes del brote de Covid-19. La relativa rapidez de la recuperación se debe a que la naturaleza de la perturbación fue, fundamentalmente, de oferta, lo que propició que la capacidad productiva pudiera restablecerse en un plazo relativamente breve. No obstante, la contracción de la demanda tardará más en normalizarse por completo, ya que la necesidad de mantener la distancia social afecta a actividades que implican una mayor densidad de concentración de personas.

**Las perspectivas económicas de China dependen de varios factores inciertos.**

El primer factor, el más importante, es el tiempo que se necesitará para desarrollar y aplicar una solución médica para la pandemia. El segundo es la posibilidad de reactivación de la pandemia de Covid-19 y de que se produzcan segundas oleadas antes de que se disponga de una solución. El tercero es el ritmo de recuperación de los socios comerciales de China. Por último, diversos factores estructurales y geopolíticos también influyen en la senda de crecimiento que seguirá este país en el futuro, entre ellos el alcance de un posible desacoplamiento de las cadenas globales de valor, así como las relaciones comerciales futuras con los principales socios, en particular con Estados Unidos. Aunque parece que el escenario más probable es que la actividad económica se normalice a lo largo de 2021, los factores mencionados podrían provocar desviaciones considerables con respecto a este escenario base. En vista de la creciente influencia de China en el crecimiento mundial, los factores inciertos que rodean a la recuperación de este país son sumamente relevantes para las perspectivas económicas mundiales.

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

## 2 Los efectos virales del comercio exterior y de las redes de suministro en la zona del euro

Virginia Di Nino y Bruno Veltri

Las perturbaciones adversas provocadas por las medidas de contención que se introdujeron en respuesta al coronavirus (Covid-19) no se limitan al país de origen, y, aunque el comercio exterior no es el único mecanismo de propagación de estas perturbaciones, contribuye a transmitir las entre distintas economías. En la zona del euro, la profunda integración de las empresas en cadenas regionales de suministro —así como los fuertes vínculos de demanda— actúa como mecanismo amplificador. En este artículo se cuantifican la propagación y el impacto de perturbaciones adversas originadas en la zona del euro sobre el PIB, el comercio exterior y la balanza comercial de la zona. Se llega a la conclusión de que el grado de transmisión de una perturbación que se genera en uno de los cinco Estados miembros más importantes desde un punto de vista económico al resto de la zona del euro oscila entre el 15 % y 28 % del tamaño de la perturbación original. En las economías abiertas y las que están más interconectadas en redes regionales de producción, los efectos de contagio (*spillover*) son más acusados.

### Introducción

**En sus intentos por limitar la propagación de la pandemia de Covid-19, todos los Gobiernos de la zona del euro impusieron confinamientos y medidas de contención que desencadenaron una combinación de perturbaciones de oferta y de demanda que afectaron negativamente a sus economías y se sumaron a las consecuencias económicas de la propia enfermedad.** A medida que la pandemia se expandía por todo el mundo, muchos otros países adoptaron medidas similares, lo que sometió a la zona del euro a más tensiones, dado que la actividad comercial y empresarial se paralizó, la movilidad solo se permitía para satisfacer las necesidades básicas y los desplazamientos se limitaron a actividades esenciales o a casos de fuerza mayor. Las graves repercusiones a escala nacional sobre la capacidad de gasto y sobre las preferencias de consumo y de inversión de los agentes económicos se han extendido por todo el mundo con una intensidad que depende del grado de interconexión económica e industrial.

**En este artículo se utilizan las tablas *input-output* multirregionales (MRIO, por sus siglas en inglés) para evaluar la transmisión —a través del comercio exterior— de las perturbaciones adversas generadas por los confinamientos y**

**las medidas de contención en toda la zona del euro**<sup>65</sup>. Esta metodología presenta una serie de ventajas. Al optar por una representación completa de los vínculos de producción y de demanda entre países y sectores se pueden evaluar los efectos de contagio (*spillover*) y de retorno (*spillback*) de una perturbación idiosincrásica en la producción, el valor añadido y el comercio interior y exterior de cualquier otro país y sector en un solo marco general. La metodología permite descomponer la transmisión de la perturbación en los efectos directos sobre los socios comerciales y en los efectos de contagio sobre terceros países —a través de los socios comerciales— y sobre los distintos sectores. Los últimos solo se ven afectados indirectamente como resultado de los impactos sobre los insumos del sector directamente perjudicado por las medidas de contención. La metodología empleada permite analizar diversas perturbaciones, en particular las que afectan a un único país, a varios países o a sectores concretos, y las específicas del comercio exterior. Las características mencionadas antes son especialmente relevantes por la fuerte interdependencia de las economías de la zona del euro y el hecho de que este artículo se centre en las perturbaciones que se originan en la zona. En este contexto, es probable que los análisis basados en metodologías que no tienen en cuenta las interconexiones de la zona del euro infravaloren el impacto real de la perturbación ocasionada por el Covid-19.

**El resto del artículo se estructura como sigue.** El marco metodológico, los escenarios y los supuestos relacionados se describen en la sección 2. En la sección 3 se presentan los canales de transmisión y en la sección 4 se analizan los efectos en la economía de la zona del euro de los confinamientos y de las medidas de contención implantados en los cinco países más importantes de la zona. También se profundiza en los efectos de mitigación esperados de las políticas diseñadas por los Gobiernos para apoyar las rentas de los ciudadanos y la actividad empresarial en épocas de pandemia. En la sección 5 se revisan las principales conclusiones extraídas del análisis y se comentan los posibles cambios económicos estructurales desencadenados por el Covid-19.

## Conclusiones

**En este artículo se analiza la transmisión y la amplificación en la zona del euro de las perturbaciones adversas internas generadas por las medidas de contención.** Las interconexiones internacionales entre países y sectores y el grado de apertura determinan la intensidad de la propagación de las perturbaciones a

---

<sup>65</sup> La literatura sobre los efectos macroeconómicos del Covid-19 ha aumentado con rapidez y también hace referencia a los efectos de los confinamientos y de las medidas de contención en el PIB y en el comercio de socios comerciales. Véanse J.-N. Barrot, B. Grassi y J. Sauvagnat, «[Sectoral Effects of Social Distancing](#)», *HEC Paris Research Paper* n.º FIN-2020-1371, 2 de abril de 2020; G. B. Navaretti, G. Calzolari, A. Dossena, A. Lanza y A. F. Pozzolo, «In and out of lockdowns: Identifying the centrality of economic activities», *Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers*, n.º 17, Centre for Economic Policy Research, 13 de mayo de 2020; B. Bonadio, Z. Huo, A. A. Levchenko y N. Pandalai-Nayar, «[Global Supply Chains in the Pandemic](#)», *Working Paper*, n.º 27224, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, mayo de 2020; M. Bodenstein, G. Corsetti y L. Guerrieri, «[Social Distancing and Supply Disruptions in a Pandemic](#)», *Finance and Economics Discussion Series 2020-031*, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Washington, 16 de abril de 2020, y D. Baqaee y E. Farhi, «[Nonlinear Production Networks with an Application to the Covid-19 Crisis](#)», *Working Paper*, n.º 27281, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, mayo de 2020.

través del comercio exterior, pero el análisis realizado en este artículo ha demostrado que los efectos de amplificación y los canales de transmisión varían en función del tipo de perturbación.

**Las perturbaciones se propagan con intensidad en la zona del euro porque es un ejemplo típico de red de producción regional en la que los vínculos de demanda final son también muy importantes.**

Una perturbación con origen en uno de los cinco Estados miembros más importantes de la zona del euro se transmite al resto de la zona en un grado que oscila entre el 15 % y el 28 % cuando se tienen en cuenta los canales de oferta y de demanda. Una respuesta común o coordinada con medidas fiscales específicas puede contribuir a evitar esos efectos amplificadores. Asimismo, estos efectos han de tenerse presentes al valorar el impacto sobre el PIB real y sobre la inflación, y al decidir la respuesta de política monetaria adecuada.

**La compleja estructura en cadena del modelo de producción puede mejorarse.**

La cooperación internacional podría reforzarse con vistas a evitar la escasez de productos esenciales, tales como medicamentos o equipos médicos, reduciendo la concentración excesiva de la producción de componentes clave en pocas fábricas y permitiendo una mayor diversificación geográfica. Aunque las economías de escala seguirán favoreciendo la concentración de la producción, el equilibrio de costes y beneficios trasciende las perspectivas meramente coyunturales y la conveniencia económica. Como ha puesto de manifiesto la crisis del Covid-19, las consideraciones de carácter no económico relativas a situaciones críticas son también factores que han de tenerse en cuenta.

**Al mismo tiempo, las redes de producción pueden representar una red de seguridad para las empresas que las integran en épocas de crisis.**

Durante una crisis, los eslabones más débiles de la cadena pueden ser rescatados, fusionados o adquiridos, y los *holdings* financieros de los grandes grupos pueden proporcionar liquidez para evitar restricciones de crédito. Las dificultades de financiación también pueden mitigarse recurriendo temporalmente a condiciones de pago más favorables por parte de los proveedores participantes en la red. Por último, si la producción se recorta, las empresas de la red recibirán un trato preferente frente a las no pertenecientes, y serán las últimas que experimentarán escasez de suministros intermedios. Sin embargo, la red de seguridad contribuye sobre todo a superar contratiempos transitorios, pero no protegerá a las empresas sometidas a tensiones a medio plazo; por consiguiente, los Gobiernos siguen siendo responsables de evitar efectos permanentes a largo plazo derivados de la pandemia.

**En el análisis presentado no se han considerado las nuevas tendencias sobre la forma de interactuar de las personas y las economías en el futuro.**

El Covid-19 ha acelerado transformaciones que ya estaban en marcha. Es probable que el trabajo a distancia, las teleconferencias, la disminución del número de reuniones públicas o en el centro de trabajo, el menor uso del transporte público, un turismo más controlado y una reducción de la circulación y de los desplazamientos sigan teniendo una importancia notable durante un tiempo considerable. Además, se están produciendo cambios significativos en nuestro estilo de vida y en la forma de invertir

el tiempo de trabajo y de ocio. Posiblemente, todo ello tendrá repercusiones duraderas sobre cómo se estructuran las economías y sus sistemas de producción.

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

### 3 Los estabilizadores fiscales automáticos en la zona del euro y la crisis del Covid-19

Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier, Carolin Nerlich y Kamila Sławińska

#### Introducción

**Las autoridades de la zona del euro han adoptado medidas excepcionales para limitar las repercusiones económicas de la pandemia de coronavirus (Covid-19).** El BCE se comprometió a utilizar todo el potencial de los instrumentos de política monetaria disponibles dentro de su mandato. Asimismo, los Gobiernos de la zona del euro implementaron importantes paquetes fiscales, que incluían, en particular, medidas discrecionales de estímulo fiscal. A finales de mayo de 2020, estas medidas representaban, por sí solas, alrededor del 3,25 % del PIB a escala agregada de la zona del euro<sup>66</sup>. Además, los líderes europeos han acordado un importante plan de recuperación integrado en el presupuesto de la UE. Cuando se ejecute, dicho presupuesto casi se duplicará temporalmente y se situará en torno al 2 % del PIB<sup>67</sup>.

**Además de estas medidas discrecionales, los estabilizadores fiscales automáticos de los países de la zona del euro desempeñan un papel destacado para amortiguar la perturbación económica provocada por la pandemia.** Los estabilizadores fiscales automáticos son elementos —integrados en los ingresos y gastos públicos— que reducen las fluctuaciones de la actividad económica sin que sean necesarias actuaciones discrecionales de los Gobiernos. Junto con las medidas fiscales discrecionales, estos estabilizadores son especialmente importantes en una unión monetaria como la Unión Económica y Monetaria (UEM), en la que —además de la política monetaria común— se necesitan instrumentos para hacer frente a perturbaciones idiosincrásicas, específicas de cada país. En principio, los estabilizadores automáticos presentan la ventaja de suavizar el ciclo económico en el momento adecuado y de manera específica y temporal, y no adolecen de algunos de los inconvenientes de las medidas fiscales discrecionales, como los derivados de la necesidad de medir el ciclo económico o los retrasos en su aplicación.

**En este artículo se analizan los estabilizadores fiscales automáticos en la zona del euro y su capacidad de estabilización macroeconómica durante la crisis del Covid-19<sup>68</sup>.** Aunque el concepto está muy consolidado en macroeconomía, el

<sup>66</sup> Véase el recuadro titulado «La crisis del Covid-19 y sus implicaciones para las políticas fiscales», *Boletín Económico*, número 4, BCE 2020.

<sup>67</sup> Véanse las conclusiones de la reunión extraordinaria del Consejo Europeo, Bruselas, 17-21 de julio de 2020.

<sup>68</sup> Este artículo también se basa en el trabajo desarrollado por los bancos centrales nacionales y el Banco Central Europeo (BCE) en el Grupo de Trabajo de Finanzas Públicas, un subcomité del Comité de Política Monetaria.

término «estabilizadores fiscales automáticos» no se utiliza de forma plenamente coherente en la literatura y puede hacer referencia a conceptos ligeramente diferentes, que se describen en la sección 2. Las estimaciones de los expertos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que se presentan en la sección 3, sugieren que la magnitud de los estabilizadores fiscales automáticos es, en general, considerable, pero que varía sustancialmente en los distintos países de la zona del euro. En el recuadro 1 se muestra que esta valoración queda confirmada, en términos generales, por otras estimaciones comparables. Aunque el tamaño y la eficacia de los estabilizadores fiscales automáticos están relacionados, deberían diferenciarse en términos de su impacto, para reducir las fluctuaciones de la actividad económica. Durante la crisis del Covid-19, diversos factores pueden haber limitado la eficacia de su contribución a la estabilización macroeconómica (sección 4). A este respecto, en el recuadro 2 se recoge una cuantificación basada en modelos de la eficacia de los estabilizadores automáticos a escala de la zona del euro, tanto en condiciones normales como en condiciones similares a las de la fase de confinamiento de la crisis del Covid-19. En general, la profundidad y la naturaleza de esta crisis son razones de peso para adoptar medidas fiscales adicionales, como las acordadas y aplicadas a escala nacional y europea. En este contexto, en el artículo se examinan propuestas de política económica para crear instrumentos fiscales cuasiautomáticos que podrían contribuir adicionalmente a la estabilización macroeconómica de forma oportuna, específica y temporal. También se reflexiona sobre consideraciones de eficiencia importantes a lo largo del ciclo y sobre la necesidad de constituir colchones fiscales en épocas de bonanza económica (sección 5). En la sección 6 se presentan las conclusiones generales.

## Conclusiones

### **En períodos normales, los estabilizadores fiscales automáticos desempeñan un papel importante en la estabilización macroeconómica de la zona del euro.**

Según las estimaciones de expertos del SEBC, la magnitud de los estabilizadores fiscales automáticos es, en general, considerable en la zona del euro, pero varía de forma sustancial en los distintos Estados miembros. Estos estabilizadores son particularmente significativos en algunos países de Europa Occidental, que cuentan con sistemas de transferencias más generosos y un sector público más grande. En épocas de normalidad, parecen suficientes para amortiguar entre el 10 % y el 30 % de una perturbación económica.

**La eficacia de los estabilizadores fiscales automáticos para amortiguar el impacto de la perturbación sobre la economía está siendo menos evidente en la crisis del Covid-19, en especial durante la fase de confinamiento.** Como consecuencia de la intensa desaceleración económica que ha experimentado la zona del euro y de que los tipos de interés de la política monetaria se encuentran cerca de su límite inferior efectivo, existen motivos para revisar el papel de la política fiscal. Los denominados «estabilizadores fiscales automáticos de segunda generación» podrían contribuir a responder con medidas más oportunas, más específicas y de mayor calado para preservar el crecimiento potencial y evitar efectos de histéresis. Durante la crisis del Covid-19, la mayoría de los países de la

zona del euro adoptaron medidas dirigidas a proteger el producto potencial manteniendo las estructuras económicas que se esperaba que siguieran siendo viables tras la crisis. Más concretamente, las autoridades de algunos países introdujeron programas de regulación temporal de empleo para que los trabajadores conservaran sus puestos de trabajo y proporcionaron apoyo en forma de liquidez a las empresas para evitar su cierre.

**De cara al futuro, existen razones de peso para que los estabilizadores fiscales automáticos de segunda generación eficientes adquieran un mayor protagonismo.** La institucionalización de los estabilizadores fiscales automáticos asimétricos —como los programas de regulación temporal de empleo reglamentados— podría proporcionar más estabilidad macroeconómica sin sobrecargar el sector público. No obstante, estos instrumentos tendrían que estar bien diseñados, con el fin de garantizar que existan estructuras de incentivos. Además, para mitigar el riesgo para la sostenibilidad, es importante que todos los países de la zona del euro constituyan colchones fiscales en épocas de bonanza.

[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	3,8	2,3	1,9	2,2	6,8	2,6	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5	
2018	3,6	3,0	1,3	0,3	6,6	1,8	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8	
2019	2,8	2,2	1,5	0,7	6,1	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2	
2019 III TR	0,7	0,6	0,5	0,0	1,4	0,3	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0	
IV TR	0,6	0,6	0,0	-1,8	1,3	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0	
2020 I TR	-3,4	-1,3	-2,2	-0,6	-10,0	-3,7	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1	
II TR	.	-9,1	-20,4	-7,9	11,5	-11,8	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2	
2020 Mar	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	1,5	1,5	0,4	4,3	0,7	
Abr	-	-	-	-	-	-	0,8	1,6	0,3	0,8	0,1	3,3	0,3	
May	-	-	-	-	-	-	0,7	1,5	0,1	0,5	0,1	2,4	0,1	
Jun	-	-	-	-	-	-	1,1	1,6	0,6	0,6	0,1	2,5	0,3	
Jul	-	-	-	-	-	-	.	.	1,0	1,0	0,3	2,7	0,4	
Ago <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	-0,2	

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	5,9	3,1	7,7
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,0	5,2
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	0,3	-1,1
2019 III TR	51,3	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,6	48,5	1,2	1,6	0,9
IV TR	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,8	-2,9	0,6
2020 I TR	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,7	-3,1	-2,4
II TR	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-10,6	-11,1	-10,2
2020 Mar	41,0	40,9	36,0	36,2	46,7	29,7	46,2	39,2	44,0	-2,7	-3,1	-2,4
Abr	28,7	27,0	13,8	25,8	47,6	13,6	35,1	26,5	28,6	-5,4	-6,2	-4,9
May	37,2	37,0	30,0	27,8	54,5	31,9	39,8	36,2	32,9	-8,8	-9,3	-8,5
Jun	47,7	47,9	47,7	40,8	55,7	48,5	47,0	48,0	43,6	-10,6	-11,1	-10,2
Jul	50,2	50,3	57,0	44,9	54,5	54,9	51,4	49,7	46,3	.	.	.
Ago	52,6	54,6	59,1	45,2	55,1	51,9	53,2	52,3	49,5	.	.	.

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
2020 Feb	-0,54	-0,45	-0,47	-0,41	-0,36	-0,29	1,68	-0,07
Mar	-0,53	-0,45	-0,48	-0,42	-0,36	-0,27	1,10	-0,09
Abr	-0,54	-0,45	-0,43	-0,25	-0,19	-0,11	1,09	-0,01
May	-0,54	-0,46	-0,46	-0,27	-0,14	-0,08	0,40	-0,03
Jun	-0,55	-0,46	-0,49	-0,38	-0,22	-0,15	0,31	-0,05
Jul	-0,55	-0,46	-0,51	-0,44	-0,35	-0,28	0,27	-0,05
Ago	-0,55	-0,47	-0,52	-0,48	-0,43	-0,36	0,25	-0,05

Fuente: Refinitiv y cálculos del 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
2020 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
Mar	-0,70	-0,69	-0,71	-0,67	-0,41	0,28	0,49	0,22	-0,70	-0,73	-0,48	0,09
Abr	-0,54	-0,61	-0,71	-0,72	-0,46	0,16	0,47	0,16	-0,72	-0,85	-0,51	0,01
May	-0,57	-0,60	-0,63	-0,61	-0,36	0,24	0,48	0,14	-0,64	-0,69	-0,42	0,12
Jun	-0,57	-0,64	-0,69	-0,69	-0,45	0,19	0,50	0,14	-0,71	-0,77	-0,52	0,03
Jul	-0,58	-0,65	-0,71	-0,72	-0,49	0,16	0,42	0,07	-0,73	-0,80	-0,57	-0,04
Ago	-0,58	-0,62	-0,66	-0,63	-0,37	0,25	0,58	0,30	-0,68	-0,71	-0,43	0,15

Fuente: Cálculos del 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	2.915,5	21.697,2
2020 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	3.282,5	23.180,4
Mar	308,5	2.824,2	622,6	233,6	578,8	210,5	116,1	519,9	500,5	315,7	242,6	731,2	2.652,4	18.974,0
Abr	310,3	2.839,6	657,9	245,7	588,3	216,7	107,2	508,9	539,3	296,4	242,8	786,8	2.763,2	19.208,4
May	322,1	2.909,3	678,1	251,2	601,3	219,9	109,3	539,7	576,8	307,1	249,9	829,2	2.919,6	20.543,3
Jun	353,9	3.237,4	733,8	270,5	656,5	236,6	124,7	604,7	637,2	341,5	264,2	866,9	3.104,7	22.486,9
Jul	362,0	3.316,3	773,2	271,5	666,9	226,7	125,9	617,5	681,3	358,0	262,7	877,5	3.207,6	22.529,5
Ago	361,8	3.297,7	785,5	278,3	666,1	225,5	123,8	641,3	677,3	355,8	253,6	841,5	3.391,7	22.874,2

Fuente: Refinitiv.

## 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 Ago	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,45	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	16,46	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,44	1,77	1,48
Oct	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,50	5,88	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	16,49	5,36	5,53	6,26	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47
Dic	0,03	0,42	0,22	0,79	5,58	16,55	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41
2020 Ene	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,55	5,62	5,69	6,25	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,73	1,43
Feb	0,02	0,36	0,32	0,70	5,63	16,60	5,56	5,58	6,15	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
Mar	0,02	0,36	0,30	0,65	5,61	16,18	5,58	5,45	5,91	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,64	1,39
Abr	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,71	5,50	5,58	1,99	1,30	1,54	1,36	1,44	1,67	1,44
May	0,02	0,36	0,23	0,70	5,27	16,06	4,22	5,30	5,67	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42
Jun	0,02	0,35	0,23	0,72	5,29	16,01	4,52	5,14	5,59	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42
Jul <sup>6)</sup>	0,02	0,35	0,22	0,71	5,17	15,92	4,86	5,26	5,72	2,00	1,43	1,58	1,34	1,38	1,67	1,40

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 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	1,45	1,10	1,26	1,29	1,54
Oct	0,02	-0,03	0,43	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	1,56
2020 Ene	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,31	2,10	1,63	1,57	1,44	1,11	1,25	1,28	1,55
Feb	0,00	-0,12	0,33	2,07	1,99	2,29	2,11	1,57	1,54	1,41	1,11	1,22	1,25	1,52
Mar	0,00	-0,08	0,25	2,00	1,90	2,17	1,97	1,57	1,52	1,47	1,14	1,10	1,18	1,46
Abr	0,00	-0,06	0,31	1,99	2,00	1,17	1,70	1,61	0,93	1,48	1,22	1,12	1,26	1,47
May	0,00	-0,10	0,39	1,91	1,87	1,22	1,62	1,54	0,87	1,56	1,23	1,07	1,31	1,46
Jun	0,00	-0,12	0,33	1,96	1,87	1,51	1,79	1,55	1,15	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49
Jul <sup>6)</sup>	0,00	-0,18	0,27	1,87	1,96	1,84	1,87	1,60	1,31	1,51	1,23	1,17	1,38	1,51

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 finan- cieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas
Corto plazo														
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	1.283	550	181	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020 Ene	1.368	598	177	.	99	422	73	507	208	84	.	56	100	57
Feb	1.371	601	178	.	103	415	74	416	173	89	.	47	69	37
Mar	1.368	546	182	.	103	450	86	407	111	86	.	46	103	61
Abr	1.477	527	185	.	117	537	111	552	150	88	.	65	171	78
May	1.593	521	183	.	129	617	144	544	162	81	.	60	159	81
Jun	1.668	535	187	.	119	673	153	505	191	78	.	46	139	50
Largo plazo														
2017	15.353	3.560	3.059	.	1.223	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.745	3.688	3.161	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.312	3.818	3.397	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020 Ene	16.400	3.855	3.408	.	1.325	7.188	625	322	118	68	.	16	110	10
Feb	16.487	3.866	3.408	.	1.338	7.244	630	265	72	60	.	22	101	10
Mar	16.514	3.845	3.422	.	1.335	7.276	636	250	58	67	.	16	91	19
Abr	16.706	3.942	3.417	.	1.373	7.326	648	459	135	69	.	54	180	20
May	16.875	3.944	3.413	.	1.406	7.449	663	341	58	50	.	50	164	19
Jun	17.096	3.967	3.445	.	1.435	7.575	675	414	96	86	.	38	176	19

Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Socie- dades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas				
Saldo vivo											
2017	16.593,1	4.079,8	3.214,5	.	1.293,2	7.304,7	700,9	7.963,3	612,5	1.258,3	6.092,6
2018	16.962,1	4.192,8	3.331,2	.	1.318,8	7.445,8	673,5	7.033,1	465,0	1.108,9	5.459,2
2019	17.595,1	4.368,1	3.578,0	.	1.405,3	7.557,2	686,5	8.595,6	546,0	1.410,7	6.638,8
2020 Ene	17.768,8	4.452,4	3.585,3	.	1.424,0	7.609,8	697,4	8.478,3	525,3	1.391,5	6.561,6
Feb	17.857,9	4.466,9	3.586,4	.	1.441,8	7.659,1	703,7	7.754,9	488,4	1.238,7	6.027,8
Mar	17.881,8	4.391,5	3.603,8	.	1.438,7	7.725,9	721,9	6.448,6	333,9	975,0	5.139,7
Abr	18.182,4	4.469,0	3.601,2	.	1.489,9	7.863,6	758,7	6.971,3	343,3	1.081,6	5.546,4
May	18.468,8	4.465,1	3.595,3	.	1.534,9	8.066,2	807,3	7.278,3	362,9	1.115,6	5.799,7
Jun	18.763,5	4.501,3	3.632,2	.	1.553,5	8.248,1	828,4	7.515,4	392,0	1.170,8	5.952,6
Tasa de crecimiento											
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	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020 Ene	3,1	4,1	4,7	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	0,0	0,0
Feb	3,0	3,6	4,6	.	6,0	1,5	2,4	0,0	0,5	-0,1	0,0
Mar	2,7	1,7	4,2	.	4,2	2,1	3,6	0,0	0,1	0,0	0,0
Abr	4,4	3,4	4,5	.	6,9	4,2	7,7	0,0	0,1	0,0	0,0
May	5,8	3,1	4,0	.	10,2	6,5	16,3	0,0	0,0	0,1	0,0
Jun	7,2	4,3	4,3	.	11,8	8,3	20,1	0,1	-0,2	0,1	0,1

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	97,5	93,5	92,4	89,0	80,3	94,2	112,4	91,9
2018	100,0	95,7	93,9	90,4	80,6	95,5	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,2	88,6	78,8	92,9	115,5	92,4
2019 III TR	98,5	93,5	92,3	88,8	79,1	93,2	115,6	92,5
IV TR	97,7	92,4	91,8	88,2	78,0	92,0	114,9	91,4
2020 I TR	97,5	91,8	91,6	88,0	77,9	92,9	115,2	91,2
II TR	98,8	93,2	92,7	.	.	.	118,1	93,4
2020 Mar	99,0	93,1	92,8	-	-	-	117,8	93,1
Abr	98,2	92,7	92,4	-	-	-	117,5	93,1
May	98,4	92,8	92,1	-	-	-	117,6	93,0
Jun	99,8	94,0	93,6	-	-	-	119,1	94,1
Jul	100,5	94,6	94,1	-	-	-	120,3	94,9
Ago	101,6	95,0	95,0	-	-	-	122,4	96,0
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2020 Ago	1,1	0,5	1,0	-	-	-	1,7	1,1
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2020 Ago	2,7	1,2	2,6	-	-	-	5,3	3,2

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 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
2020 I TR	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
II TR	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	4,8378	10,651	1,061	1,101
2020 Mar	7,768	7,571	26,575	7,470	345,682	118,897	4,441	0,895	4,8282	10,875	1,059	1,106
Abr	7,686	7,593	27,262	7,462	356,688	116,970	4,544	0,875	4,8371	10,884	1,054	1,086
May	7,748	7,575	27,269	7,458	350,762	116,867	4,525	0,887	4,8371	10,597	1,057	1,090
Jun	7,973	7,568	26,681	7,455	347,686	121,120	4,445	0,899	4,8392	10,487	1,071	1,125
Jul	8,035	7,530	26,514	7,447	351,163	122,380	4,449	0,905	4,8383	10,354	1,071	1,146
Ago	8,195	7,508	26,167	7,446	348,928	125,404	4,400	0,901	4,8376	10,309	1,077	1,183
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2020 Ago	2,0	-0,3	-1,3	0,0	-0,6	2,5	-1,1	-0,4	0,0	-0,4	0,5	3,2
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2020 Ago	4,3	1,6	1,4	-0,2	6,7	6,1	1,2	-1,6	2,3	-4,0	-1,1	6,3

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>												
2019 II TR	26.677,5	27.027,6	-350,1	10.948,6	9.055,7	9.193,8	11.378,6	-75,5	5.839,8	6.593,3	770,8	14.786,3
III TR	27.833,8	27.966,7	-132,9	11.345,4	9.372,2	9.646,7	11.849,4	-91,0	6.105,8	6.745,1	827,0	15.131,5
IV TR	27.565,7	27.645,3	-79,5	11.214,8	9.334,5	9.908,2	11.943,4	-48,4	5.677,6	6.367,4	813,6	14.541,2
2020 I TR	27.220,8	27.363,4	-142,6	11.065,8	9.307,4	8.900,1	11.058,9	-71,2	6.459,7	6.997,0	866,3	15.316,9
<i>Saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2020 I TR	228,7	229,9	-1,2	93,0	78,2	74,8	92,9	-0,6	54,3	58,8	7,3	128,7
<i>Transacciones</i>												
2019 III TR	492,1	382,6	109,5	180,8	150,9	149,2	191,5	4,2	157,8	40,2	0,1	-
IV TR	-295,7	-375,7	80,0	-82,4	-49,4	145,0	0,9	-5,5	-350,3	-327,2	-2,5	-
2020 I TR	587,7	563,6	24,1	-41,7	-62,3	-144,9	50,6	42,2	728,6	575,3	3,4	-
II TR	199,3	149,5	49,8	115,5	158,5	364,6	195,9	28,9	-312,9	-204,9	3,3	-
2020 Ene	415,9	425,4	-9,6	7,2	-8,0	61,7	114,9	16,4	329,5	318,5	1,0	-
Feb	188,4	162,3	26,2	15,2	-4,2	9,4	40,6	16,9	148,1	125,8	-1,1	-
Mar	-16,5	-24,1	7,6	-64,1	-50,1	-216,0	-104,9	8,9	251,1	131,0	3,6	-
Abr	111,8	118,3	-6,5	-6,1	6,6	161,4	10,2	4,0	-49,1	101,5	1,7	-
May	152,1	144,0	8,1	131,8	151,4	99,1	70,8	3,5	-83,9	-78,2	1,7	-
Jun	-64,6	-112,8	48,2	-10,3	0,5	104,1	114,9	21,5	-179,9	-228,3	-0,1	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2020 Jun	983,5	720,0	263,4	172,2	197,8	513,9	438,8	69,8	223,2	83,4	4,3	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2020 Jun	8,5	6,2	2,3	1,5	1,7	4,5	3,8	0,6	1,9	0,7	0,0	-

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	11.221,4	10.733,1	6.043,2	2.301,2	2.313,8	1.100,8	716,5	490,0	75,0	488,2	5.300,8	4.812,6
2018	11.583,7	11.110,1	6.221,8	2.368,4	2.430,7	1.176,4	748,9	498,7	89,2	473,6	5.569,2	5.095,7
2019	11.934,2	11.488,8	6.378,4	2.452,8	2.626,2	1.258,1	775,8	585,0	31,3	445,4	5.751,7	5.306,3
2019 III TR	2.994,8	2.861,2	1.600,6	616,5	641,1	316,5	194,8	128,0	3,1	133,6	1.446,9	1.313,3
IV TR	3.014,2	2.905,2	1.607,2	620,8	678,9	317,4	193,9	165,8	-1,7	109,0	1.449,6	1.340,6
2020 I TR	2.918,0	2.819,2	1.539,5	624,4	649,4	312,0	175,1	160,4	5,9	98,8	1.387,1	1.288,3
II TR	2.598,7	2.515,9	1.348,9	621,8	542,4	273,7	141,0	125,8	2,9	82,8	1.108,5	1.025,7
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2019	100,0	96,3	53,4	20,6	22,0	10,5	6,5	4,9	0,3	3,7	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2019 III TR	0,3	-1,0	0,4	0,6	-5,1	0,7	-0,6	-21,3	-	-	0,6	-2,3
IV TR	0,1	1,1	0,1	0,3	5,7	-0,3	-0,5	29,6	-	-	0,0	2,2
2020 I TR	-3,7	-3,4	-4,5	-0,7	-5,2	-2,3	-10,0	-4,9	-	-	-3,9	-3,2
II TR	-11,8	-11,2	-12,4	-2,6	-17,0	-12,5	-19,6	-23,1	-	-	-18,8	-18,0
<i>tasas de variación interanual</i>												
2017	2,6	2,3	1,8	1,1	3,8	3,4	5,2	2,6	-	-	5,5	5,1
2018	1,8	1,8	1,5	1,1	3,1	3,5	3,8	1,0	-	-	3,6	3,6
2019	1,3	1,9	1,3	1,8	5,7	3,4	2,2	16,3	-	-	2,5	4,0
2019 III TR	1,4	1,4	1,5	2,1	3,3	3,4	1,7	5,4	-	-	2,8	2,9
IV TR	1,0	1,4	1,2	1,9	5,0	2,0	0,6	17,1	-	-	1,8	2,7
2020 I TR	-3,2	-1,7	-3,8	0,6	1,2	-2,3	-10,4	27,7	-	-	-3,1	0,2
II TR	-14,7	-14,1	-15,9	-2,5	-21,1	-14,2	-28,5	-25,5	-	-	-21,5	-20,7
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2019 III TR	0,3	-1,0	0,2	0,1	-1,1	0,1	0,0	-1,2	-0,2	1,3	-	-
IV TR	0,1	1,0	0,1	0,1	1,2	0,0	0,0	1,3	-0,3	-1,0	-	-
2020 I TR	-3,7	-3,3	-2,4	-0,1	-1,2	-0,2	-0,6	-0,3	0,5	-0,5	-	-
II TR	-11,8	-10,8	-6,6	-0,6	-3,8	-1,3	-1,2	-1,3	0,1	-0,9	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2017	2,6	2,2	1,0	0,2	0,8	0,3	0,3	0,1	0,3	0,4	-	-
2018	1,8	1,7	0,8	0,2	0,6	0,3	0,2	0,0	0,0	0,2	-	-
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,3	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2019 III TR	1,4	1,3	0,8	0,4	0,7	0,3	0,1	0,2	-0,6	0,1	-	-
IV TR	1,0	1,4	0,7	0,4	1,1	0,2	0,0	0,8	-0,8	-0,4	-	-
2020 I TR	-3,2	-1,6	-2,0	0,1	0,3	-0,2	-0,7	1,2	0,0	-1,6	-	-
II TR	-14,7	-13,7	-8,5	-0,5	-4,8	-1,5	-1,9	-1,4	0,1	-1,0	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

## 3 Actividad económica

### 3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2017	10.060,3	176,1	2.003,9	501,7	1.909,5	470,0	464,6	1.135,8	1.147,9	1.899,8	350,9	1.161,1
2018	10.380,0	175,2	2.050,4	532,0	1.967,9	498,1	471,5	1.170,1	1.201,5	1.957,4	355,8	1.203,7
2019	10.692,5	178,4	2.061,7	574,7	2.030,4	526,7	479,7	1.208,1	1.246,9	2.020,1	365,8	1.241,7
2019 III TR	2.683,1	44,7	516,1	144,9	509,6	132,7	120,5	302,7	313,1	506,8	91,9	311,7
IV TR	2.701,1	45,1	518,3	146,4	511,8	134,0	120,9	306,1	314,9	511,3	92,4	313,1
2020 I TR	2.624,9	45,0	497,7	143,1	480,2	132,1	121,4	304,3	304,0	510,6	86,5	293,1
II TR	2.343,2	44,7	429,0	126,5	382,0	126,5	117,3	299,6	256,5	493,3	67,6	255,5
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2019	100,0	1,7	19,3	5,4	19,0	4,9	4,5	11,3	11,7	18,9	3,4	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2019 III TR	0,3	0,2	0,1	0,5	0,3	0,3	0,5	0,3	0,2	0,2	0,5	0,7
IV TR	0,0	0,8	-0,7	0,0	0,0	0,4	0,2	0,5	0,2	0,3	-0,3	0,2
2020 I TR	-3,4	-1,4	-4,1	-3,1	-6,4	-1,3	-0,7	-0,8	-3,6	-2,1	-6,8	-6,4
II TR	-11,9	-2,4	-14,3	-12,8	-20,8	-4,4	-1,8	-2,2	-16,3	-7,2	-22,0	-11,0
<i>tasas de variación interanual</i>												
2017	2,6	0,4	3,4	2,6	2,8	6,4	1,3	0,9	5,1	1,1	1,7	2,4
2018	1,9	-0,5	1,6	2,8	2,1	6,0	0,8	1,3	3,2	1,0	0,7	1,4
2019	1,2	0,2	-1,0	3,1	1,8	4,3	2,1	1,4	1,6	1,1	1,8	1,6
2019 III TR	1,3	0,6	-0,8	3,2	1,9	4,5	2,3	1,4	1,8	1,2	2,3	2,0
IV TR	0,9	0,5	-1,4	1,6	1,5	4,0	2,3	1,6	0,8	1,1	1,5	1,8
2020 I TR	-3,0	-0,8	-5,1	-2,8	-6,1	1,6	0,9	0,3	-3,0	-1,4	-6,2	-5,4
II TR	-14,6	-2,7	-18,3	-15,1	-25,6	-5,0	-1,8	-2,2	-19,1	-8,6	-27,1	-16,0
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2019 III TR	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
IV TR	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2020 I TR	-3,4	0,0	-0,8	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	-
II TR	-11,9	0,0	-2,7	-0,7	-3,8	-0,2	-0,1	-0,3	-1,9	-1,4	-0,7	-
<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	0,3	0,1	0,1	0,6	0,2	0,1	-
2018	1,9	0,0	0,3	0,1	0,4	0,3	0,0	0,1	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	0,1	-
2019 III TR	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
IV TR	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-
2020 I TR	-3,0	0,0	-1,0	-0,2	-1,2	0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,3	-0,2	-
II TR	-14,6	0,0	-3,5	-0,8	-4,9	-0,2	-0,1	-0,2	-2,2	-1,6	-0,9	-

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 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	-0,6	-0,5	1,1	1,5	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,1
2018	1,5	1,8	-0,1	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,6	-1,0	1,8	2,8	1,2	0,4
2019	1,2	1,5	-0,1	-1,8	0,8	2,4	1,3	3,7	-0,4	1,1	1,4	1,5	0,7
2019 III TR	1,2	1,4	-0,4	-1,9	0,7	2,1	1,1	3,5	-0,3	0,7	1,3	1,5	0,9
IV TR	1,1	1,3	-0,6	-1,7	0,3	1,6	1,3	2,8	0,2	0,0	1,2	1,4	0,9
2020 I TR	0,4	0,7	-1,3	-3,6	-0,3	1,5	0,3	2,4	0,0	-0,4	0,3	1,3	-0,2
II TR	-2,9	-3,0	-2,3	-4,7	-2,2	-0,8	-5,9	-0,1	-1,8	-2,1	-4,0	0,3	-5,5
<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	6,2
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	1,1	1,6	-1,0	-1,0	0,7	1,3	1,2	3,2	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,5
2018	1,4	1,8	-0,2	0,4	1,2	2,8	1,1	3,3	-1,1	2,5	2,8	1,3	0,4
2019	1,1	1,4	-0,4	-1,4	0,4	2,0	1,0	2,8	-0,1	1,0	1,3	1,8	0,7
2019 III TR	1,0	1,4	-0,8	-1,8	0,4	1,5	0,8	2,7	0,2	1,2	1,1	2,0	0,8
IV TR	0,8	1,2	-0,6	-0,9	-0,4	0,6	1,0	2,0	0,3	0,9	1,1	1,6	1,1
2020 I TR	-3,7	-2,8	-7,5	-4,0	-4,2	-4,3	-5,8	0,5	-2,5	-5,1	-2,4	-0,9	-8,0
II TR	-16,2	-15,1	-21,0	-7,3	-15,8	-17,7	-27,1	-5,2	-4,9	-11,1	-16,5	-5,4	-24,4
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2017	-0,5	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2	-0,6	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,7	-0,6
2018	-0,1	0,0	-0,1	0,8	-0,3	0,4	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
2019	-0,1	0,0	-0,2	0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,9	0,3	-0,2	-0,1	0,3	0,0
2019 III TR	-0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,3	-0,6	-0,3	-0,8	0,4	0,5	-0,2	0,4	0,0
IV TR	-0,2	-0,2	0,0	0,8	-0,7	-1,0	-0,3	-0,8	0,1	1,0	-0,1	0,2	0,2
2020 I TR	-4,1	-3,5	-6,3	-0,4	-3,9	-5,7	-6,1	-1,9	-2,4	-4,7	-2,7	-2,1	-7,8
II TR	-13,7	-12,5	-19,1	-2,7	-14,0	-17,0	-22,5	-5,1	-3,1	-9,2	-13,0	-5,7	-20,0

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 2019			100,0		81,8	18,3			51,3		48,7			
2017	161,860	4,1	14,585	9,0	4,4	11,946	8,1	2,640	18,6	7,556	8,7	7,029	9,4	1,9
2018	162,485	3,7	13,211	8,1	3,8	10,823	7,3	2,388	16,8	6,809	7,8	6,402	8,5	2,1
2019	163,297	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,291	7,2	5,977	7,9	2,3
2019 III TR	163,039	3,5	12,171	7,5	3,2	9,942	6,7	2,229	15,5	6,282	7,2	5,890	7,8	2,2
IV TR	163,675	3,4	12,010	7,3	3,2	9,787	6,6	2,222	15,5	6,130	7,0	5,880	7,7	2,2
2020 I TR	162,865	3,4	11,846	7,3	.	9,609	6,5	2,237	15,6	6,021	6,9	5,826	7,7	1,9
II TR	.	.	12,167	7,5	.	9,902	6,7	2,265	16,8	6,327	7,3	5,840	7,8	.
2020 Feb	-	-	11,955	7,3	-	9,753	6,5	2,202	15,3	6,059	6,9	5,896	7,7	-
Mar	-	-	11,835	7,2	-	9,669	6,5	2,166	15,4	6,050	6,9	5,784	7,6	-
Abr	-	-	11,942	7,4	-	9,693	6,5	2,249	16,4	6,230	7,2	5,712	7,6	-
May	-	-	12,110	7,5	-	9,874	6,7	2,236	16,7	6,286	7,3	5,824	7,8	-
Jun	-	-	12,449	7,7	-	10,140	6,9	2,309	17,2	6,465	7,5	5,984	8,0	-
Jul	-	-	12,793	7,9	-	10,455	7,1	2,338	17,3	6,601	7,6	6,192	8,3	-

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	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,1	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,6
2018	0,7	0,9	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,7	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,5	-1,9	2,0	-4,3	2,3	0,9	3,6	0,8	1,8
2019 III TR	-1,6	-1,5	-3,2	-1,1	0,4	-1,9	1,2	-4,7	2,7	0,9	4,2	1,3	0,6
IV TR	-2,0	-2,1	-3,8	-2,8	2,0	-2,5	0,0	-5,8	2,0	0,6	3,5	-0,7	12,5
2020 I TR	-6,1	-6,1	-5,4	-10,2	-0,7	-5,6	-3,6	-6,5	-1,3	4,8	-4,7	-10,1	-27,3
II TR	-20,3	-21,5	-19,7	-28,2	-13,6	-10,5	-13,6	-26,6	-6,8	3,0	-11,3	-29,4	-50,8
2020 Feb	-2,1	-1,9	-0,8	-4,3	1,0	-3,0	-0,1	-1,4	2,6	4,0	2,2	-2,0	-6,3
Mar	-13,5	-14,3	-12,6	-22,6	-3,8	-6,3	-16,4	-16,6	-8,1	9,1	-18,7	-27,2	-60,3
Abr	-28,6	-30,2	-26,7	-41,1	-18,6	-13,3	-31,0	-37,2	-19,3	2,1	-32,2	-47,8	-79,6
May	-20,4	-21,6	-19,6	-28,0	-14,7	-10,3	-10,5	-28,4	-2,6	5,9	-5,9	-27,0	-48,6
Jun	-12,3	-12,9	-13,1	-15,9	-7,7	-7,6	-5,9	-13,9	1,3	1,1	3,7	-14,2	-27,9
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	0,4	1,5	0,5	-10,8	.
tasas de variación intermensual (d.)													
2020 Feb.	-0,1	0,0	0,8	-2,2	0,4	0,2	-0,8	-1,3	0,7	2,5	-0,3	-1,4	1,3
Mar	-11,8	-12,8	-11,7	-18,0	-5,7	-3,3	-15,0	-14,7	-10,4	5,3	-20,0	-26,3	-57,4
Abr	-18,0	-19,5	-16,8	-26,3	-13,1	-5,9	-18,2	-24,2	-12,0	-5,8	-16,6	-28,6	-45,7
May	12,3	13,4	9,7	26,0	6,1	3,0	29,4	11,9	20,6	2,8	38,6	38,2	139,9
Jun	9,1	10,0	6,7	14,2	5,6	2,6	4,0	20,1	5,3	-3,2	11,8	19,3	41,0
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,3	0,0	-2,9	4,3	.

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 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	80,9	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,2	46,4	46,7	52,3	50,7
2020 I TR	100,0	-8,1	74,6	-8,8	3,4	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
II TR	69,4	-27,2	70,2	-18,5	-14,9	-26,4	-39,2	85,6	40,1	34,2	30,3	31,3
2020 Mar	94,1	-11,2	-	-11,6	-1,0	-8,6	-2,3	-	44,5	38,5	26,4	29,7
Abr	64,9	-32,5	68,3	-22,0	-16,1	-30,1	-38,6	85,7	33,4	18,1	12,0	13,6
May	67,5	-27,5	-	-18,8	-17,5	-29,8	-43,6	-	39,4	35,6	30,5	31,9
Jun	75,8	-21,6	-	-14,7	-11,3	-19,4	-35,5	-	47,4	48,9	48,3	48,5
Jul	82,4	-16,2	72,1	-15,0	-11,4	-15,1	-26,2	85,6	51,8	55,3	54,7	54,9
Ago	87,7	-12,7	-	-14,7	-11,8	-10,5	-17,2	-	51,7	55,6	50,5	51,9

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	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	
2017	12,1	93,9	1,5	2,3	5,1	4,7	4,7	34,1	7,3	77,5	4,6	8,7	3,1
2018	12,5	93,5	1,8	2,0	6,8	2,5	4,5	34,3	6,0	77,5	2,2	6,9	1,5
2019	13,2	93,8	1,9	2,6	4,8	5,4	3,6	33,6	6,3	77,5	2,2	4,0	1,7
2019 II TR	13,1	93,3	2,4	2,4	4,7	4,0	3,9	33,9	6,1	78,2	1,5	18,6	1,2
III TR	13,3	93,4	2,4	2,5	4,1	4,5	3,6	33,7	6,2	79,0	1,7	-0,8	1,3
IV TR	13,2	93,8	0,8	2,6	3,1	5,4	3,6	33,6	6,3	77,5	2,2	-6,9	1,7
2020 I TR	14,1	93,6	0,6	2,7	-1,7	2,8	4,0	32,6	5,2	79,0	2,1	1,7	1,8

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 III TR	1.089,0	996,1	92,9	604,3	519,6	251,2	222,3	205,2	184,8	28,3	69,4	9,8	7,8
IV TR	1.089,2	1.010,5	78,7	609,2	519,7	252,9	247,8	198,0	180,1	29,2	62,9	16,5	18,7
2020 I TR	1.050,0	1.000,7	49,3	585,8	498,2	241,8	257,8	193,2	180,8	29,3	63,8	10,8	10,8
II TR	860,7	814,9	45,9	473,3	414,0	194,0	181,4	166,2	151,9	27,3	67,6	10,7	8,7
2020 Ene	364,0	350,5	13,4	201,6	174,4	84,9	88,9	67,3	61,3	10,2	25,9	2,9	3,3
Feb	362,6	339,9	22,7	200,8	171,2	84,2	90,0	67,5	60,2	10,1	18,5	3,8	3,3
Mar	323,5	310,3	13,2	183,4	152,6	72,7	78,9	58,5	59,3	8,9	19,5	4,1	4,3
Abr	275,8	261,8	13,9	144,9	131,4	63,1	58,9	58,2	50,3	9,5	21,3	4,0	3,6
May	283,8	272,5	11,3	157,0	136,4	64,6	60,5	53,8	49,0	8,4	26,6	3,4	2,3
Jun	301,2	280,5	20,7	171,4	146,2	66,3	62,0	54,1	52,6	9,4	19,7	3,3	2,8
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2020 Jun	4.089,0	3.822,2	266,8	2.272,5	1.951,5	939,8	909,2	762,5	697,7	114,1	263,7	47,7	46,0
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2020 Jun	35,5	33,2	2,3	19,7	16,9	8,2	7,9	6,6	6,1	1,0	2,3	0,4	0,4

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 III TR	3,3	0,5	586,5	279,3	117,9	177,9	489,1	531,7	298,3	88,0	137,3	388,2	60,2
IV TR	2,2	-2,1	591,9	276,5	125,1	179,0	496,6	525,7	291,3	86,4	138,5	385,2	60,7
2020 I TR	-1,7	-4,2	577,3	275,1	115,3	175,5	480,4	506,8	283,4	82,3	133,5	369,7	56,7
II TR	-23,5	-21,7	447,9	.	.	.	369,4	421,3	.	.	.	317,8	.
2020 Ene	0,2	-0,6	196,8	93,5	39,0	60,1	164,7	177,7	100,1	28,7	46,1	129,0	22,3
Feb	1,2	-1,7	198,2	93,1	41,0	61,0	166,3	172,8	97,1	27,0	46,1	126,8	20,0
Mar	-6,0	-10,2	182,3	88,5	35,3	54,4	149,4	156,3	86,3	26,5	41,3	113,9	14,4
Abr	-30,0	-25,4	136,1	69,4	26,3	37,4	109,6	135,1	72,1	24,6	36,0	99,5	7,8
May	-29,9	-26,8	147,7	71,7	28,6	44,3	123,3	139,1	71,6	25,2	39,7	106,8	7,8
Jun	-10,0	-12,3	164,2	.	.	.	136,5	147,0	.	.	.	111,5	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2019 III TR	1,0	1,5	106,9	109,4	103,4	106,3	106,2	109,9	108,5	111,4	113,2	112,0	96,7
IV TR	0,0	-1,8	107,2	108,4	108,3	105,8	107,1	107,4	105,5	105,6	112,9	109,9	96,4
2020 I TR	-4,1	-5,0	103,6	106,7	100,0	102,3	102,3	103,7	103,4	99,7	108,4	104,7	98,9
II TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 Dic	2,1	-0,9	106,3	107,7	106,6	104,1	105,6	105,7	104,2	101,1	111,2	107,7	99,2
2020 Ene	-2,8	-3,6	105,5	107,7	101,3	105,2	105,0	107,1	106,2	105,4	111,4	109,3	102,0
Feb	-1,3	-2,1	106,9	108,1	107,3	106,9	106,6	106,8	106,3	100,2	113,4	109,2	101,1
Mar	-7,8	-9,1	98,5	104,2	91,3	94,8	95,3	97,3	97,7	93,5	100,4	95,7	93,6
Abr	-30,0	-20,3	74,5	82,4	67,6	67,0	70,4	88,2	88,4	87,9	88,4	84,6	82,9
May	-29,5	-21,3	81,1	85,4	75,5	78,9	79,4	91,6	88,7	92,5	97,2	91,6	79,6

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 III TR	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,7	0,2	-1,5	0,4	0,9	1,6
IV TR	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,0	0,1	0,2	0,4	1,0	1,2
2020 I TR	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,6	1,2	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8
II TR	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,8	3,6	-0,1	-7,9	0,3	0,2	0,5
2020 Mar	105,1	0,7	1,0	0,3	1,3	-0,3	0,3	-0,1	0,0	-3,3	0,0	0,8	0,7
Abr	105,4	0,3	0,9	-0,4	1,2	-0,2	0,3	3,7	-0,1	-4,8	0,2	0,3	0,6
May	105,3	0,1	0,9	-0,9	1,3	-0,1	0,2	-0,3	0,0	-1,7	0,1	0,0	0,6
Jun	105,7	0,3	0,8	-0,5	1,2	0,2	0,1	-0,2	0,0	1,7	0,1	0,2	0,4
Jul	105,3	0,4	1,2	-0,1	0,9	0,2	-0,4	-1,9	1,5	0,5	-0,2	0,4	0,4
Ago <sup>3)</sup>	104,9	-0,2	0,4	.	0,7	-0,4	0,1	0,2	-1,6	0,0	0,0	.	.

	Bienes						Servicios						
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios		
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía						Alquileres	
							14	15	16	17	18		19
% 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 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	
2020 I TR	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5	
II TR	3,4	2,3	6,7	-2,7	0,2	-10,3	1,4	1,3	1,1	0,1	1,2	1,5	
2020 Mar	2,4	2,1	3,6	-0,9	0,5	-4,5	1,5	1,4	1,2	0,1	1,4	1,5	
Abr	3,6	2,3	7,6	-2,4	0,3	-9,7	1,4	1,3	0,7	-0,4	1,3	1,5	
May	3,4	2,4	6,7	-3,2	0,2	-11,9	1,4	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6	
Jun	3,2	2,3	6,0	-2,4	0,2	-9,3	1,4	1,3	1,1	0,3	1,2	1,5	
Jul	2,0	1,6	3,1	-1,2	1,6	-8,4	1,3	1,2	0,2	-0,6	0,9	1,5	
Ago <sup>3)</sup>	1,7	1,6	2,3	.	-0,1	-7,8	.	.	.	.	.	.	

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	4,4	4,7
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	4,1
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	1,9	4,2	4,6
2019 III TR	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,1	4,0	4,3
IV TR	104,4	-1,2	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-5,9	1,7	4,3	4,3
2020 I TR	103,8	-1,5	0,0	0,4	-1,4	1,2	2,3	3,4	0,6	-7,3	1,4	4,9	.
II TR	100,2	-4,4	-3,0	-0,4	-2,6	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	.	.	.
2020 Feb	104,1	-1,3	0,3	0,5	-1,1	1,2	2,3	3,4	0,7	-6,6	-	-	-
Mar	102,5	-2,8	-1,4	0,2	-1,9	1,1	2,3	3,5	0,6	-11,1	-	-	-
Abr	100,4	-4,5	-3,1	-0,3	-2,6	1,1	1,7	2,5	0,6	-16,5	-	-	-
May	99,8	-5,0	-3,5	-0,6	-2,9	0,9	1,0	1,3	0,5	-17,2	-	-	-
Jun	100,5	-3,7	-2,3	-0,5	-2,5	1,1	0,7	0,8	0,6	-12,8	-	-	-
Jul	101,1	-3,3	-2,1	-0,4	-2,0	0,9	0,6	0,5	0,7	-11,6	-	-	-

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	102,0	1,1	1,5	1,3	1,6	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,8	1,9	1,4	2,2	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	105,2	1,7	1,5	1,2	1,7	2,2	0,7	0,2	57,2	1,6	3,7	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 III TR	105,3	1,8	1,3	1,0	1,7	2,2	0,2	-1,0	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
IV TR	106,0	1,8	1,2	1,1	1,6	1,7	0,4	-0,8	56,5	3,7	8,6	-0,6	5,1	13,7	-3,6
2020 I TR	106,6	1,9	1,4	1,2	2,6	2,1	0,0	-1,3	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9
II TR	107,6	2,4	1,4	0,7	4,5	1,7	-1,8	-4,4	28,5	-2,6	3,7	-8,1	-4,8	-0,9	-9,2
2020 Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-3,2	3,9	-9,4	-4,3	1,4	-10,4
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	21,5	-4,5	4,2	-12,1	-7,3	-2,0	-13,0
May	-	-	-	-	-	-	-	-	28,4	-1,4	5,5	-7,5	-3,5	1,3	-8,7
Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	35,5	-1,8	1,3	-4,6	-3,7	-2,0	-5,7
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	37,3	-2,3	-1,4	-3,2	-5,0	-5,7	-4,2
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	37,4	.	.	.	.	.	.

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 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
2020 I TR	2,0	6,6	7,4	3,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7
II TR	-6,8	-3,7	-7,5	-11,7	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3
2020 Mar	-0,3	3,9	2,8	-1,1	10,6	44,2	49,7	47,2	45,3
Abr	-7,5	-8,0	-9,9	-12,9	5,9	44,6	44,5	45,8	40,2
May	-8,6	-3,1	-8,8	-11,3	12,6	43,0	47,7	45,8	43,3
Jun	-4,4	0,1	-3,9	-10,8	14,5	45,1	52,2	46,6	46,3
Jul	-1,1	-0,6	-0,1	-9,9	12,7	47,5	52,5	49,0	47,8
Ago	-2,1	0,7	-1,2	-7,7	13,9	50,1	53,4	49,4	48,2

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	1,8	1,8	1,7	1,5
2018	104,2	2,4	2,3	2,6	2,5	2,1	2,1
2019	106,8	2,5	2,6	2,2	2,4	2,6	2,2
2019 III TR	103,4	2,5	2,7	2,3	2,6	2,4	2,6
IV TR	113,2	2,4	2,3	2,2	2,2	2,6	2,0
2020 I TR	103,2	3,4	3,4	3,6	3,1	4,2	1,9
II TR	.	.	.	.	.	.	1,7

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	106,3	0,7	0,1	-0,7	0,6	0,6	-0,9	-1,7	4,2	1,3	1,9	1,1
2018	108,3	1,9	1,5	1,8	1,5	1,4	0,3	0,4	4,7	2,4	2,3	2,6
2019	110,3	1,9	-0,8	3,4	1,0	1,6	1,1	-0,5	2,5	1,1	2,5	1,7
2019 III TR	110,6	1,7	-1,8	3,6	0,7	1,5	0,9	-0,9	2,3	0,9	2,4	0,9
IV TR	110,9	1,6	-0,2	2,5	1,3	1,4	0,2	-0,6	-0,2	1,5	2,7	1,9
2020 I TR	114,1	4,4	-2,1	4,5	2,5	5,7	2,7	-1,3	1,9	4,7	5,2	6,9
II TR	119,6	8,6	-0,6	10,2	7,0	13,3	2,8	-1,0	-3,9	11,2	10,8	21,0
<b>Remuneración por asalariado</b>												
2017	111,4	1,7	1,1	1,6	1,6	1,5	2,0	1,1	3,3	2,6	1,9	1,7
2018	113,8	2,2	1,4	1,9	1,8	2,1	2,6	2,2	4,2	2,8	2,0	3,0
2019	116,0	1,9	1,3	1,5	1,8	2,1	1,7	2,0	2,8	1,3	2,2	2,7
2019 III TR	116,6	2,0	0,7	2,0	1,7	2,3	1,8	1,7	3,0	1,3	2,1	2,3
IV TR	116,7	1,6	2,0	0,8	1,2	1,6	1,3	1,5	1,4	1,1	2,3	2,5
2020 I TR	115,9	0,6	0,8	-0,5	-1,9	-1,0	1,9	-0,4	2,5	1,2	2,4	0,4
II TR	110,4	-4,6	1,5	-8,0	-8,4	-10,4	-2,2	-0,9	-4,0	-6,3	1,0	-6,7
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada</b>												
2017	104,8	1,0	0,9	2,3	1,0	0,9	2,9	2,8	-0,9	1,4	0,0	0,6
2018	105,1	0,3	-0,1	0,1	0,3	0,7	2,4	1,8	-0,5	0,4	-0,2	0,3
2019	105,1	0,0	2,0	-1,8	0,7	0,5	0,6	2,4	0,3	0,2	-0,4	1,1
2019 III TR	105,4	0,3	2,6	-1,5	1,0	0,8	0,9	2,6	0,7	0,5	-0,3	1,4
IV TR	105,2	-0,1	2,2	-1,7	-0,1	0,2	1,1	2,1	1,6	-0,4	-0,4	0,6
2020 I TR	101,6	-3,6	2,9	-4,8	-4,2	-6,3	-0,8	1,0	0,7	-3,3	-2,6	-6,1
II TR	92,3	-12,2	2,1	-16,5	-14,4	-20,9	-4,9	0,1	-0,1	-15,7	-8,9	-22,9
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
2017	113,4	2,1	1,3	1,9	1,7	1,9	2,1	1,8	3,3	2,6	2,5	2,3
2018	115,9	2,2	0,9	2,0	1,2	2,2	2,8	2,4	3,4	2,8	2,0	2,7
2019	118,1	1,9	0,8	2,0	2,2	2,2	2,5	1,5	2,8	1,3	1,7	2,8
2019 III TR	118,2	2,0	0,9	2,4	2,3	2,3	2,5	0,9	2,4	1,3	1,5	2,4
IV TR	118,6	1,8	1,3	1,6	2,3	1,8	2,4	1,2	0,7	1,1	2,1	2,5
2020 I TR	121,7	4,2	3,0	3,2	2,9	4,3	3,7	1,8	5,7	3,4	4,5	8,1
II TR	128,1	9,0	5,4	6,2	7,4	12,7	4,5	4,4	6,3	6,1	6,5	15,0
<b>Productividad del trabajo por hora</b>												
2017	107,2	1,5	1,5	2,7	1,2	1,5	3,1	3,4	-0,6	1,6	0,6	1,2
2018	107,6	0,4	-0,9	0,3	0,0	1,0	2,7	2,0	-1,2	0,4	-0,3	0,3
2019	107,7	0,2	1,6	-1,4	1,1	0,8	1,5	2,2	0,5	0,3	-0,7	1,0
2019 III TR	107,6	0,4	2,4	-1,2	1,6	1,1	1,8	2,1	0,2	0,7	-0,8	1,5
IV TR	107,6	0,2	1,4	-1,0	0,9	0,5	2,0	2,0	0,6	-0,3	-0,5	0,4
2020 I TR	108,0	0,5	3,3	-0,9	1,6	-0,3	1,1	3,5	5,6	-0,7	-0,5	1,9
II TR	109,3	1,7	5,0	-2,9	3,1	2,0	0,2	3,3	10,0	-3,1	-3,4	-3,6

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			Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años				
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	7.114,7	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	1.220,0	7.724,2	8.944,2	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,5	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,6
2019 III TR	1.204,1	7.605,6	8.809,6	1.110,0	2.354,8	3.464,7	12.274,4	74,5	546,3	19,1	640,0	12.914,4
IV TR	1.220,0	7.724,2	8.944,2	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,5	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,6
2020 I TR	1.261,8	8.075,3	9.337,1	1.077,5	2.361,4	3.439,0	12.776,1	109,9	533,5	56,5	700,0	13.476,0
II TR	1.304,5	8.401,0	9.705,5	1.076,0	2.403,1	3.479,1	13.184,5	96,4	584,6	16,7	697,7	13.882,3
2020 Feb	1.236,2	7.826,7	9.062,8	1.065,0	2.359,7	3.424,8	12.487,6	84,9	551,3	26,0	662,2	13.149,8
Mar	1.261,8	8.075,3	9.337,1	1.077,5	2.361,4	3.439,0	12.776,1	109,9	533,5	56,5	700,0	13.476,0
Abr	1.276,8	8.229,6	9.506,5	1.071,0	2.376,7	3.447,7	12.954,2	94,9	546,6	37,7	679,3	13.633,4
May	1.296,5	8.334,7	9.631,3	1.095,1	2.389,1	3.484,2	13.115,4	96,6	556,9	26,8	680,2	13.795,6
Jun	1.304,5	8.401,0	9.705,5	1.076,0	2.403,1	3.479,1	13.184,5	96,4	584,6	16,7	697,7	13.882,3
Jul <sup>(p)</sup>	1.311,1	8.473,0	9.784,1	1.082,7	2.409,4	3.492,0	13.276,1	109,5	607,5	10,3	727,3	14.003,4
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	465,1	515,4	-74,0	45,2	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7
2019	56,7	603,1	659,8	-60,0	62,8	2,7	662,5	4,1	-1,8	-57,6	-55,3	607,2
2019 III TR	15,1	181,2	196,3	-4,6	14,8	10,2	206,5	-0,6	21,1	-18,1	2,5	209,0
IV TR	15,9	122,8	138,8	-38,0	8,1	-29,9	108,8	4,5	-16,0	-9,5	-21,1	87,8
2020 I TR	41,8	346,6	388,3	6,1	-2,5	3,7	392,0	31,1	2,0	46,7	79,8	471,7
II TR	42,7	322,7	365,4	0,4	42,1	42,5	407,8	-12,9	51,1	-40,7	-2,4	405,4
2020 Feb	7,9	81,9	89,8	1,2	-2,6	-1,4	88,4	9,0	3,0	1,3	13,3	101,7
Mar	25,6	249,3	274,9	12,8	1,7	14,5	289,5	25,0	-17,6	28,7	36,1	325,6
Abr	15,1	151,4	166,5	-7,8	15,2	7,4	173,9	-15,4	13,2	-18,5	-20,7	153,2
May	19,7	103,3	123,0	26,7	12,8	39,5	162,5	2,4	10,3	-11,7	1,0	163,5
Jun	7,9	67,9	75,9	-18,5	14,0	-4,4	71,4	0,1	27,7	-10,4	17,4	88,8
Jul <sup>(p)</sup>	6,6	151,5	158,1	11,7	6,5	18,1	176,2	14,1	22,9	-4,3	32,8	209,0
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	-4,7	1,2	4,2
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2019 III TR	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,4	1,1	5,7
IV TR	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2020 I TR	7,0	10,9	10,4	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	51,5	9,8	7,5
II TR	9,7	13,1	12,6	-3,3	2,7	0,8	9,2	29,4	11,1	-54,1	9,2	9,2
2020 Feb	5,4	8,6	8,1	-5,6	2,0	-0,4	5,6	17,6	6,0	-47,4	2,5	5,5
Mar	7,0	10,9	10,4	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	51,5	9,8	7,5
Abr	8,0	12,5	11,9	-5,2	2,1	-0,3	8,3	28,2	3,8	2,0	6,2	8,2
May	9,3	13,0	12,5	-2,5	2,3	0,7	9,1	35,9	5,8	-34,2	6,3	9,0
Jun	9,7	13,1	12,6	-3,3	2,7	0,8	9,2	29,4	11,1	-54,1	9,2	9,2
Jul <sup>(p)</sup>	9,8	14,1	13,5	-1,5	2,7	1,4	10,1	46,2	13,4	-64,3	12,8	10,2

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	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2019 III TR	2.450,9	2.031,3	262,2	151,4	5,9	6.964,9	4.318,1	504,5	2.141,3	1,0	1.042,3	221,3	465,5
IV TR	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2020 I TR	2.609,4	2.190,9	263,2	147,5	7,7	7.161,4	4.530,5	472,0	2.158,3	0,6	1.151,7	226,4	475,3
II TR	2.867,6	2.392,7	320,1	148,6	6,2	7.349,8	4.681,9	462,7	2.204,3	0,9	1.067,8	225,3	466,0
2020 Feb	2.507,0	2.097,6	253,7	150,3	5,4	7.086,6	4.452,7	482,5	2.150,6	0,8	1.051,7	215,3	475,7
Mar	2.609,4	2.190,9	263,2	147,5	7,7	7.161,4	4.530,5	472,0	2.158,3	0,6	1.151,7	226,4	475,3
Abr	2.715,5	2.277,9	284,8	146,5	6,3	7.242,1	4.596,8	467,1	2.177,4	0,8	1.120,1	229,8	464,8
May	2.824,5	2.355,8	316,8	147,2	4,7	7.299,7	4.642,9	464,8	2.191,1	1,0	1.100,8	231,1	459,4
Jun	2.867,6	2.392,7	320,1	148,6	6,2	7.349,8	4.681,9	462,7	2.204,3	0,9	1.067,8	225,3	466,0
Jul <sup>(p)</sup>	2.919,1	2.433,7	333,1	147,1	5,2	7.400,2	4.729,7	456,1	2.213,3	1,1	1.037,8	243,5	473,8
<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	105,3	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,1	163,7	-18,8	1,7	-0,5	394,5	358,4	-25,7	62,4	-0,5	29,1	10,2	30,1
2019 III TR	40,7	43,9	-2,9	1,0	-1,3	116,9	109,6	-6,0	13,9	-0,6	25,1	3,8	4,4
IV TR	28,8	34,6	-4,3	-2,2	0,7	76,8	76,9	-11,5	11,5	-0,2	-3,0	-6,9	1,8
2020 I TR	130,6	126,4	5,6	-2,5	1,2	119,5	134,2	-20,9	6,4	-0,3	112,1	11,7	7,4
II TR	260,4	203,1	57,7	1,1	-1,5	190,4	152,7	-9,0	46,5	0,3	-88,7	-0,6	-9,2
2020 Feb	31,3	33,6	-3,3	-0,2	1,3	25,2	30,9	-4,9	-0,8	0,0	27,0	-2,5	8,5
Mar	102,7	93,5	9,6	-2,7	2,3	74,9	77,8	-10,4	7,7	-0,2	100,6	11,1	-0,4
Abr	104,6	86,0	21,0	-1,0	-1,4	80,2	66,0	-5,1	19,1	0,2	-34,4	3,5	-10,5
May	112,3	80,2	33,0	0,7	-1,5	59,1	46,7	-1,9	14,2	0,1	-22,4	1,6	-5,4
Jun	43,5	36,9	3,7	1,4	1,5	51,1	40,0	-2,0	13,2	-0,1	-32,0	-5,7	6,7
Jul <sup>(p)</sup>	59,2	46,3	15,2	-1,5	-0,8	53,1	49,6	-5,8	9,1	0,2	44,5	19,0	7,9
<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	5,0	6,9
2019 III TR	6,4	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,1	-10,1	3,6	4,3	6,6
IV TR	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 I TR	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,8	5,9	2,9
II TR	19,1	20,5	21,2	-1,7	-13,5	7,4	11,2	-9,3	3,7	-48,3	4,5	3,7	0,9
2020 Feb	6,5	9,0	-7,6	1,1	-13,8	5,4	8,6	-6,8	2,3	-46,9	7,1	3,1	4,6
Mar	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,8	5,9	2,9
Abr	13,7	16,1	5,5	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,2	8,0	1,0
May	17,7	19,2	18,3	-2,0	-31,8	7,0	10,9	-9,2	3,2	-37,5	9,6	7,1	-0,2
Jun	19,1	20,5	21,2	-1,7	-13,5	7,4	11,2	-9,3	3,7	-48,3	4,5	3,7	0,9
Jul <sup>(p)</sup>	20,4	21,4	27,2	-2,8	-15,8	7,4	11,3	-10,2	3,8	-40,1	9,2	10,4	3,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Dinero y crédito

### 5.3 Crédito a residentes en la zona del 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	11.165,8	4.323,4	5.600,3	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	11.482,8	4.402,3	5.742,1	851,2	126,8	1.517,9	775,6
2019	4.652,5	984,4	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9
2019 III TR	4.696,5	999,8	3.685,1	13.776,5	11.394,4	11.764,2	4.488,5	5.876,3	883,5	146,2	1.570,6	811,5
IV TR	4.652,5	984,4	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9
2020 I TR	4.775,0	1.006,9	3.756,3	14.046,9	11.688,3	12.063,7	4.601,8	5.966,5	958,5	161,5	1.558,2	800,3
II TR	5.300,8	1.005,8	4.283,3	14.245,5	11.783,1	12.165,5	4.717,7	5.993,9	917,8	153,7	1.644,2	818,2
2020 Feb	4.672,1	993,0	3.667,3	13.942,3	11.531,5	11.897,5	4.488,9	5.983,3	909,1	150,1	1.565,3	845,5
Mar	4.775,0	1.006,9	3.756,3	14.046,9	11.688,3	12.063,7	4.601,8	5.966,5	958,5	161,5	1.558,2	800,3
Abr	4.962,3	1.015,5	3.935,0	14.122,9	11.728,0	12.103,9	4.670,7	5.960,9	939,7	156,8	1.609,0	785,9
May	5.131,2	1.017,5	4.101,9	14.225,1	11.805,1	12.179,2	4.719,2	5.981,8	949,7	154,4	1.627,1	793,0
Jun	5.300,8	1.005,8	4.283,3	14.245,5	11.783,1	12.165,5	4.717,7	5.993,9	917,8	153,7	1.644,2	818,2
Jul <sup>(p)</sup>	5.589,1	1.003,6	4.573,7	14.126,8	11.813,4	12.183,2	4.729,6	6.015,7	914,0	154,1	1.496,8	816,6
Operaciones												
2017	287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,4	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4
2018	90,3	-28,4	118,7	374,8	307,3	382,1	123,6	166,3	-0,4	17,8	88,1	-20,6
2019	-88,3	-23,5	-65,2	453,0	378,7	426,0	115,0	199,9	42,5	21,2	30,6	43,8
2019 III TR	-2,6	-0,9	-1,7	129,7	102,3	104,5	27,2	52,0	9,2	13,9	20,7	6,6
IV TR	-5,2	-15,6	10,2	90,2	78,5	104,6	2,8	60,2	9,1	6,5	-7,8	19,5
2020 I TR	134,0	21,9	112,2	228,6	246,0	238,3	135,7	41,8	59,6	8,8	15,0	-32,3
II TR	506,4	-1,7	508,0	194,8	102,5	110,3	123,1	33,0	-45,9	-7,7	80,8	11,5
2020 Feb	6,7	-1,5	8,2	40,7	20,9	26,1	6,5	22,9	-5,0	-3,4	20,6	-0,9
Mar	136,3	13,8	122,5	143,5	167,1	176,9	118,6	-11,6	48,7	11,4	8,9	-32,6
Abr	194,0	8,3	185,6	68,4	38,2	38,0	71,6	-5,3	-23,5	-4,7	46,7	-16,4
May	159,0	1,6	157,5	103,8	79,1	76,9	51,4	22,1	7,9	-2,4	19,2	5,6
Jun	153,4	-11,5	164,9	22,6	-14,8	-4,6	0,0	16,2	-30,4	-0,6	14,9	22,4
Jul <sup>(p)</sup>	96,6	-2,1	98,7	75,0	47,7	37,7	21,6	24,4	1,1	0,6	26,7	0,7
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	5,0	16,2	2,0	5,6
2019 III TR	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,3	2,6
IV TR	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6
2020 I TR	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,4	20,7	3,0	-0,6
II TR	13,6	0,4	17,3	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	4,1	16,3	7,1	0,7
2020 Feb	-2,0	-1,0	-2,2	3,4	3,5	3,7	2,4	3,9	5,0	14,8	2,0	4,1
Mar	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,4	20,7	3,0	-0,6
Abr	6,2	1,5	7,5	4,4	4,7	4,9	6,0	3,0	7,7	21,2	6,3	-3,4
May	9,8	1,1	12,2	4,9	5,2	5,3	6,7	3,3	8,5	20,9	6,8	-2,4
Jun	13,6	0,4	17,3	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	4,1	16,3	7,1	0,7
Jul <sup>(p)</sup>	15,5	0,2	19,8	5,0	4,7	4,7	6,5	3,3	4,0	14,8	9,3	0,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Dinero y crédito

### 5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del 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	4.323,4	4.358,7	986,2	821,2	2.516,1	5.600,3	5.867,4	654,8	4.216,4	729,0
2018	4.402,3	4.487,6	993,0	843,7	2.565,6	5.742,1	6.025,2	682,6	4.356,8	702,7
2019	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2019 III TR	4.488,5	4.581,9	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.165,7	711,2	4.473,5	691,6
IV TR	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2020 I TR	4.601,8	4.703,7	1.002,0	915,8	2.683,9	5.966,5	6.254,2	715,5	4.566,5	684,5
II TR	4.717,7	4.827,0	957,9	991,5	2.768,3	5.993,9	6.277,6	700,6	4.602,9	690,3
2020 Feb	4.488,9	4.586,3	957,4	880,0	2.651,5	5.983,3	6.264,7	728,4	4.567,3	687,6
Mar	4.601,8	4.703,7	1.002,0	915,8	2.683,9	5.966,5	6.254,2	715,5	4.566,5	684,5
Abr	4.670,7	4.775,2	988,4	961,2	2.721,1	5.960,9	6.247,1	701,0	4.574,6	685,3
May	4.719,2	4.822,8	958,1	997,9	2.763,2	5.981,8	6.265,1	698,6	4.593,9	689,3
Jun	4.717,7	4.827,0	957,9	991,5	2.768,3	5.993,9	6.277,6	700,6	4.602,9	690,3
Jul <sup>(p)</sup>	4.729,6	4.831,4	950,7	997,9	2.781,1	6.015,7	6.292,4	703,2	4.620,5	692,0
<b>Operaciones</b>										
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,6	45,0	134,0	-5,9
2018	123,6	175,7	18,6	32,7	72,3	166,3	188,6	41,3	134,3	-9,3
2019	115,0	144,7	-11,7	43,1	83,6	199,9	217,2	40,7	168,7	-9,4
2019 III TR	27,2	34,0	3,6	6,3	17,3	52,0	54,9	8,4	46,5	-2,9
IV TR	2,8	21,7	-5,3	7,5	0,5	60,2	63,7	9,4	53,7	-2,9
2020 I TR	135,7	135,2	28,9	43,4	63,3	41,8	37,6	-2,9	45,9	-1,1
II TR	123,1	130,4	-38,0	80,8	80,3	33,0	30,0	-13,2	36,8	9,4
2020 Feb	6,5	7,5	-8,0	4,2	10,3	22,9	22,3	4,5	17,5	0,9
Mar	118,6	121,4	48,0	36,1	34,6	-11,6	-4,3	-11,9	3,5	-3,1
Abr	71,6	72,8	-13,4	47,0	38,0	-5,3	-6,1	-14,2	7,0	1,9
May	51,4	50,5	-28,4	39,1	40,8	22,1	18,8	-2,1	19,7	4,6
Jun	0,0	7,2	3,9	-5,3	1,5	16,2	17,3	3,2	10,1	3,0
Jul <sup>(p)</sup>	21,6	15,9	-6,0	10,2	17,4	24,4	18,4	3,0	18,8	2,6
<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	4,0	2,9	3,0	3,2	6,4	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 III TR	2,9	3,6	-0,8	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,6
IV TR	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 I TR	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
II TR	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,2	4,1	0,4
2020 Feb	2,4	3,0	-2,1	5,0	3,2	3,9	3,7	6,2	4,3	-1,0
Mar	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
Abr	6,0	6,6	1,1	13,7	5,3	3,0	3,0	1,3	3,9	-0,8
May	6,7	7,3	-1,5	17,5	6,3	3,3	3,0	0,3	4,2	0,1
Ju	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,2	4,1	0,4
Jul <sup>(p)</sup>	6,5	7,0	-2,2	16,5	6,4	3,3	3,0	0,2	4,2	0,9

Fuente: BCE.

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

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

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

4) 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	933,7	316,3	143,5	92,5
2018	379,3	6.818,7	1.940,7	56,1	2.099,1	2.722,8	1.033,7	443,4	187,0	194,9
2019	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.459,9	429,9	178,9	187,2
2019 III TR	388,0	7.101,1	1.948,1	57,2	2.162,2	2.933,6	1.484,9	445,6	184,2	198,1
IV TR	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.459,9	429,9	178,9	187,2
2020 I TR	413,2	7.036,8	1.935,5	47,2	2.121,7	2.932,4	1.573,5	530,7	183,7	196,5
II TR	676,1	7.039,4	1.931,4	43,9	2.080,5	2.983,7	1.555,9	495,6	158,3	173,7
2020 Feb	417,1	7.130,4	1.942,5	48,2	2.162,2	2.977,4	1.613,8	469,2	177,9	191,2
Mar	413,2	7.036,8	1.935,5	47,2	2.121,7	2.932,4	1.573,5	530,7	183,7	196,5
Abr	521,0	7.059,6	1.930,3	46,1	2.125,7	2.957,4	1.568,2	560,6	187,6	203,3
May	598,8	7.046,5	1.934,1	45,1	2.101,8	2.965,4	1.543,7	540,8	196,5	211,4
Jun	676,1	7.039,4	1.931,4	43,9	2.080,5	2.983,7	1.555,9	495,6	158,3	173,7
Jul <sup>(p)</sup>	756,4	7.041,6	1.931,5	43,7	2.046,7	3.019,8	1.529,3	556,1	159,8	172,6
<b>Operaciones</b>										
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-96,1	-58,2	-61,2	-28,5
2018	40,5	51,2	-37,8	-4,9	16,0	77,9	89,0	32,3	16,2	23,6
2019	-28,2	106,9	-5,3	-3,3	27,5	88,1	310,1	11,1	-2,7	-2,5
2019 III TR	14,6	12,7	-14,6	-1,0	4,8	23,6	93,5	15,8	6,9	7,4
IV TR	-37,5	4,3	-1,4	-3,7	-14,3	23,7	-1,0	-29,4	-5,3	-10,9
2020 I TR	63,2	-47,7	-8,9	-2,9	-45,2	9,3	74,3	50,2	4,7	9,3
II TR	263,0	-4,7	-2,3	-3,3	-16,0	16,9	-47,6	10,2	-25,4	-22,8
2020 Feb	45,0	0,5	-6,8	-0,6	-5,0	12,8	58,2	41,6	6,8	9,0
Mar	-3,9	-40,8	0,5	-1,0	-42,7	2,4	-27,2	28,2	5,8	5,3
Abr	107,9	-19,3	-6,0	-1,0	-1,1	-11,1	-62,5	41,9	4,0	6,8
May	77,8	16,4	5,7	-1,0	-8,1	19,6	1,8	-7,0	8,9	8,1
Jun	77,4	-1,8	-2,0	-1,2	-6,8	8,3	13,2	-24,7	-38,2	-37,6
Jul <sup>(p)</sup>	17,3	-9,4	-2,1	-0,2	-9,0	1,9	-33,4	78,6	1,5	-1,1
<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	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-7,4	1,6	-0,3	-6,0	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 III TR	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,2	3,1	-	-	6,9	11,0
IV TR	-7,4	1,6	-0,3	-6,0	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 I TR	11,9	0,2	-0,1	-11,1	-2,5	2,8	-	-	-0,3	0,6
II TR	81,3	-0,5	-1,4	-19,6	-3,3	2,5	-	-	-10,9	-9,2
2020 Feb	4,2	0,9	-0,3	-9,1	-0,7	3,0	-	-	-7,6	-6,9
Mar	11,9	0,2	-0,1	-11,1	-2,5	2,8	-	-	-0,3	0,6
Abr	42,3	0,0	-0,4	-13,4	-2,2	2,1	-	-	-6,6	-4,9
May	63,1	0,1	0,0	-15,9	-2,6	2,5	-	-	-0,3	0,2
Jun	81,3	-0,5	-1,4	-19,6	-3,3	2,5	-	-	-10,9	-9,2
Jul <sup>(p)</sup>	85,6	-0,6	-0,1	-20,2	-4,1	2,2	-	-	-16,6	-16,3

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
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2019 II TR	-0,7	.	.	.	.	1,1
III TR	-0,8	.	.	.	.	0,9
IV TR	-0,6	.	.	.	.	1,0
2020 I TR	-1,0	.	.	.	.	0,6

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	
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
2019	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,5	3,7
2019 II TR	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
III TR	46,4	45,9	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,4	9,9	5,3	1,7	22,5	3,8
IV TR	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,5	3,7
2020 I TR	46,6	46,1	13,1	13,0	15,1	0,5	47,6	43,9	10,0	5,4	1,6	22,9	3,8

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

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

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor			Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda	
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	IFM	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,9	42,5	9,4	80,7	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,6	70,0	48,3	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,8	3,1	13,8	68,9	48,1	32,5	37,8	8,0	77,8	16,0	28,4	41,3	84,4	1,5
2019	84,1	3,0	13,1	68,0	45,5	30,7	38,6	7,7	76,4	15,7	28,0	40,4	82,8	1,3
2019 II TR	86,2	3,1	13,4	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	85,9	3,2	13,3	69,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	84,1	3,0	13,1	68,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 I TR	86,3	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores 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
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,2	0,9
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,1	-0,8	0,9
2019 II TR	-1,0	-1,1	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,8	1,4
III TR	-1,2	-0,9	0,6	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,4
IV TR	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,1	-0,9	0,9
2020 I TR	-0,1	-0,6	0,5	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,1	1,8

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	Total	Hasta 3 meses		Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12
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	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2019 II TR	12,5	11,0	3,6	1,4	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
III TR	12,7	11,3	3,8	1,4	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,3	1,0
IV TR	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 I TR	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	1,9	0,1	1,0
2020 Feb	12,0	10,7	4,1	1,3	0,3	7,6	2,1	1,2	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1
Mar	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	1,9	0,1	1,0
Abr	13,1	11,8	4,5	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,3	2,1	0,1	1,1
May	14,1	12,7	4,2	1,4	0,4	7,4	2,0	1,2	-0,2	2,4	2,1	0,1	1,1
Jun	14,7	13,3	4,7	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9
Jul	14,5	13,2	4,6	1,4	0,4	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	1,0

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP									
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,9	-2,4	2,0
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,7
2019	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7
2019 II TR	-1,6	1,7	-0,9	0,4	0,6	-2,8	-2,9	-2,2	-4,9
III TR	-1,8	1,4	-1,0	0,5	0,6	-2,7	-3,2	-2,0	2,2
IV TR	-1,9	1,5	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7
2020 I TR	-2,7	1,3	-1,3	0,0	1,0	-3,3	-3,5	-2,4	2,2
Deuda pública									
2016	104,9	69,2	10,2	73,8	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4
2017	101,7	65,3	9,3	67,7	176,2	98,6	98,3	134,1	93,9
2018	99,8	61,9	8,4	63,5	181,2	97,6	98,1	134,8	100,6
2019	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5
2019 II TR	102,4	61,1	9,1	63,0	179,5	98,6	99,2	137,7	107,0
III TR	102,2	61,1	9,0	61,3	178,1	97,5	100,1	137,0	97,9
IV TR	98,7	59,8	8,4	57,3	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5
2020 I TR	104,4	61,3	8,9	59,1	176,7	98,8	101,2	137,6	97,7
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP									
2016	0,2	0,2	1,8	1,0	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,3	1,3	-0,8	-3,0	0,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	1,9	1,4	0,2	-0,4	0,7	-0,9
2019	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,1
2019 II TR	-1,4	0,0	4,0	1,0	1,5	0,3	0,1	0,5	-1,3
III TR	-1,1	-0,3	3,2	0,5	1,3	0,3	-0,1	0,6	-1,9
IV TR	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,0
2020 I TR	-0,6	-0,4	1,2	-1,7	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,1
Deuda pública									
2016	40,9	39,7	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	63,2
2017	39,3	39,1	22,3	50,3	56,9	78,3	126,1	74,1	61,3
2018	37,2	33,8	21,0	45,6	52,4	74,0	122,0	70,4	59,6
2019	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	59,4
2019 II TR	37,5	35,9	20,3	45,5	51,0	71,7	120,7	67,7	61,5
III TR	37,1	35,7	20,0	43,2	49,3	71,0	120,2	68,1	60,1
IV TR	36,9	36,2	22,1	42,9	48,7	70,3	117,7	66,1	59,2
2020 I TR	37,1	33,2	22,3	44,4	49,5	72,8	120,0	69,6	64,2

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2020

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, 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 9 de septiembre 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-20-006-ES-N (edición electrónica)