



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 8 / 2020



Índice

Evolución económica y monetaria	3
Rasgos básicos	3
1 Entorno exterior	10
2 Evolución financiera	20
3 Actividad económica	27
4 Precios y costes	33
5 Dinero y crédito	39
6 Evolución de las finanzas públicas	48
Recuadros	52
1 Los efectos perdurables de crisis anteriores sobre la economía mundial	52
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 22 de julio y el 3 de noviembre de 2020	59
3 Evaluación de la evolución económica a corto plazo en tiempos de Covid-19	65
4 Análisis del impacto de la pandemia de Covid-19 mediante una desagregación, ajustada por importaciones, de la demanda agregada de la zona del euro	71
5 Evolución del sector turístico durante la pandemia de Covid-19	76
6 Los efectos a largo plazo de la pandemia: resultados de una encuesta a empresas líderes	81
7 ¿Pueden los datos sobre salarios negociados contribuir al análisis de la dinámica salarial durante la pandemia de Covid-19?	85
8 Evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2021 en tiempos de la crisis del Covid-19	89
Artículos	93
1 El mecanismo europeo de tipos de cambio (MTC II) como una fase preparatoria en el proceso de adopción del euro: los casos de Bulgaria y Croacia	93
2 El impacto de la pandemia de Covid-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro	97

3	La economía digital y la zona del euro	100
	Estadísticas	S1

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria celebrada el 10 de diciembre de 2020, el Consejo de Gobierno decidió recalibrar sus instrumentos de política monetaria. Aunque en el tercer trimestre el repunte de la actividad económica fue más fuerte de lo esperado y las perspectivas para la distribución de las vacunas son alentadoras, la pandemia de coronavirus (Covid-19) sigue suponiendo serios riesgos para la salud pública y para la economía de la zona del euro y de todo el mundo. El aumento de los casos de Covid-19 y las medidas de contención asociadas están restringiendo significativamente la actividad económica de la zona del euro, que se espera que se haya contraído en el cuarto trimestre de 2020. Si bien la actividad del sector manufacturero sigue manteniéndose, los servicios se están viendo gravemente afectados por el incremento de las tasas de contagio y por las nuevas restricciones a las interacciones sociales y a la movilidad. La inflación permanece en niveles muy bajos en el contexto de debilidad de la demanda y de una significativa holgura en los mercados de trabajo y de productos. En conjunto, los datos más recientes y las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020 sugieren un impacto de la pandemia en la economía más pronunciado a corto plazo y una debilidad de la inflación más prolongada de lo previsto anteriormente. En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió recalibrar sus instrumentos de política monetaria en su reunión del 10 de diciembre de 2020.

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

La economía mundial repuntó con fuerza en el tercer trimestre de 2020 y el crecimiento continuó a comienzos del cuarto trimestre, si bien algunos factores adversos ensombrecen las perspectivas económicas a corto plazo.

Aunque las noticias recientes sobre el desarrollo de vacunas eficaces contra el coronavirus han generado optimismo en los mercados financieros, las perspectivas económicas mundiales a corto plazo siguen ensombrecidas por la pandemia. El significativo aumento de los nuevos contagios por Covid-19, en particular en las economías avanzadas, ha dado lugar a la reintroducción de medidas de contención, aunque se considera que son menos disruptivas para la actividad económica que las aplicadas durante la primera ola de la pandemia. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) disminuirá un 3 % este año y crecerá un 5,8 % en 2021, un 3,9 % en 2022 y un 3,6 % en 2023. El comercio mundial (excluida la zona del euro) experimentó una contracción más acusada que el PIB real en 2020, pero se espera que el repunte sea más intenso en 2021. Esta previsión refleja, principalmente, la mayor prociclicidad del comercio, en especial

durante las desaceleraciones económicas. Se espera que estos efectos adversos sean menos severos en el contexto del reciente repunte de los contagios. El balance de riesgos en torno a las perspectivas globales se considera menos negativo de lo esperado anteriormente, ya que las noticias acerca de la viabilidad de varias vacunas reducen la probabilidad de materialización del escenario severo.

En conjunto, las condiciones financieras de la zona del euro se han relajado algo más desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre de 2020, en un entorno de mejora de la percepción de riesgos debido a los anuncios positivos sobre las vacunas. Durante el período de referencia (del 10 de septiembre al 9 de diciembre de 2020), la curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) fluctuó algo, pero, en el conjunto del período, apenas varió. Esta evolución refleja la preocupación por la propagación acelerada del Covid-19 en Europa, por un lado, y las noticias positivas sobre las vacunas, por otro. La curva continúa estando solo ligeramente invertida en los plazos cortos. Los rendimientos y los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo registraron una caída considerable en la zona del euro en este período, en un entorno de expectativas de mantenimiento de las medidas de apoyo monetario y fiscal, y de mejora global de la percepción de riesgos, como resultado, en particular, de las noticias sobre el éxito de los ensayos de las vacunas. Los precios de los activos de riesgo subieron en consecuencia. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció levemente.

Después de registrar una contracción acusada en el primer semestre de 2020, el PIB real de la zona del euro experimentó un fuerte repunte y aumentó un 12,5 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, si bien siguió estando bastante por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. Se espera que la segunda ola de la pandemia y la consiguiente intensificación de las medidas de contención aplicadas desde mediados de octubre se traduzcan en un nuevo descenso significativo de la actividad en el cuarto trimestre, aunque muy inferior al observado en el segundo trimestre de este año. La evolución de la economía continúa siendo desigual en los distintos sectores, y la actividad se está viendo más afectada por las nuevas restricciones a las interacciones sociales y a la movilidad en los servicios que en el sector industrial. Pese a que las medidas de política fiscal están respaldando a los hogares y a las empresas, los consumidores siguen siendo cautos en vista de la pandemia y de sus consecuencias para el empleo y las ganancias. Por otra parte, la mayor debilidad de los balances de las empresas y la incertidumbre sobre las perspectivas económicas se están dejando sentir en la inversión empresarial. De cara al futuro, los avances recientes en el desarrollo de las vacunas contra el Covid-19 permiten tener mayor confianza en el supuesto de una resolución gradual de la crisis sanitaria. Sin embargo, pasará tiempo hasta lograr la inmunidad colectiva, y no pueden descartarse nuevos repuntes de los contagios, que entrañarán retos para la salud pública y las perspectivas económicas. A medio plazo, la recuperación de la economía de la zona del euro debería verse respaldada por unas condiciones de financiación favorables, una orientación expansiva de las políticas fiscales y una recuperación de la demanda según se levanten las medidas de contención y disminuya la incertidumbre.

Esta valoración se refleja, en términos generales, en el escenario central de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020. Estas proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB real del $-7,3\%$ en 2020, el $3,9\%$ en 2021, el $4,2\%$ en 2022 y el $2,1\%$ en 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2020, las perspectivas relativas a la actividad económica se han revisado a la baja a corto plazo, si bien se espera que, en términos generales, recuperen el nivel proyectado en el escenario central de septiembre a medio plazo. En conjunto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja, pero ahora son menos pronunciados. Aunque las noticias sobre la distribución de las vacunas son alentadoras, los riesgos a la baja continúan estando relacionados con los efectos de la pandemia sobre las condiciones económicas y financieras.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro se mantuvo sin variación en el $-0,3\%$ en noviembre. Sobre la base de la evolución de los precios del petróleo, y teniendo en cuenta la bajada temporal del IVA en Alemania, es probable que la inflación general siga siendo negativa hasta principios de 2021. Posteriormente, se espera que aumente debido a la finalización de dicha bajada del IVA en Alemania y a efectos base alcistas en la tasa de variación de los precios de la energía. Al mismo tiempo, se espera que las presiones inflacionistas subyacentes continúen siendo moderadas como consecuencia de la debilidad de la demanda, especialmente en el turismo y los viajes, así como de las reducidas presiones salariales y del nivel históricamente elevado del tipo de cambio efectivo del euro. Una vez que el impacto de la pandemia desaparezca, la recuperación de la demanda, respaldada por la orientación acomodaticia de las políticas monetaria y fiscal, ejercerá presiones alcistas sobre la inflación a medio plazo. Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen en niveles bajos.

Esta valoración se refleja, en líneas generales, en el escenario central de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020, que sitúan la inflación anual en el $0,2\%$ en 2020, el 1% en 2021, el $1,1\%$ en 2022 y el $1,4\%$ en 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, las perspectivas de inflación se han revisado a la baja para 2020 y 2022. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el $0,7\%$ en 2020, el $0,8\%$ en 2021 y el 1% en 2022, y que aumente hasta el $1,2\%$ en 2023.

La pandemia de coronavirus ha seguido influyendo en la dinámica monetaria de la zona del euro. El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se mantuvo prácticamente sin variación, en el $10,5\%$, en octubre de 2020. La fuerte expansión del dinero ha estado respaldada por las compras de activos del Eurosistema, que se han convertido en la principal fuente de creación de dinero. En el contexto de persistencia de una mayor preferencia por la liquidez y de bajo coste de oportunidad de mantener sus formas más líquidas, el agregado monetario estrecho M1 continúa siendo el componente que más contribuye al avance de M3.

El crecimiento de los préstamos al sector privado se ha estabilizado, aunque sigue registrando tasas más elevadas que antes de la pandemia de Covid-19. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras cayó hasta el 6,8 % en octubre, desde el 7,1 % de septiembre. Esta desaceleración se produjo en un contexto de menores necesidades de liquidez de emergencia, escasa inversión y endurecimiento de las condiciones de los préstamos a empresas. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se situó en el 3,1 % en octubre, sin variación con respecto a septiembre. Las medidas del Consejo de Gobierno, junto con las adoptadas por los Gobiernos nacionales y las instituciones europeas, siguen siendo esenciales para apoyar las condiciones del crédito bancario y el acceso a la financiación, en especial para los más afectados por las ramificaciones de la pandemia.

El importante apoyo fiscal ha mitigado el significativo impacto adverso de la pandemia de coronavirus en la economía real. El coste fiscal de este apoyo ha sido muy alto para todos los países de la zona del euro, aunque con diferencias notables de un país a otro. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, como resultado de la desaceleración económica y del respaldo fiscal, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentará de forma sustancial, hasta el 8 % del PIB en 2020, frente al 0,6 % de 2019. Posteriormente, se proyecta un descenso de la ratio de déficit hasta el 6,1 % del PIB en 2021, el 3,9 % en 2022 y el 3 % en 2023. Se espera que esta mejora esté impulsada por la retirada gradual de las medidas de contención de emergencia, mientras que el componente cíclico solo mejorará de manera significativa a partir de 2022. 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 fiscales deberían tener objetivos específicos y ser temporales. Al mismo tiempo, la debilidad de la demanda de las empresas y los hogares, así como el aumento del riesgo de un retraso en la recuperación a la luz de los nuevos confinamientos ocasionados por la segunda ola de la pandemia, justifican un respaldo continuado de las políticas fiscales nacionales. El fondo *Next Generation EU* (NGEU), que complementa las medidas fiscales adoptadas a escala nacional, contribuirá a que la recuperación sea más rápida, fuerte y uniforme, y aumentará la capacidad de resistencia y el potencial de crecimiento de la economía de los Estados miembros de la UE, especialmente si los fondos se emplean para un gasto público productivo y se acompañan de políticas estructurales dirigidas a mejorar la productividad.

El paquete de medidas de política monetaria

En vista de las consecuencias económicas de la reactivación de la pandemia y de la consiguiente debilidad más prolongada de la inflación, el 10 de diciembre de 2020 el Consejo de Gobierno recalibró sus instrumentos de política monetaria a fin de mantener unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia, dando respaldo, en última instancia, a la actividad económica y a la convergencia sólida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

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 incrementar la dotación del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) en 500 mm de euros hasta un total de 1.850 mm de euros. También amplió el horizonte de las compras netas en el marco del PEPP al menos hasta el final de marzo de 2022. En todo caso, el Eurosistema efectuará compras netas hasta que el Consejo de Gobierno considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado. El Eurosistema efectuará compras en el marco del PEPP a fin de mantener unas condiciones de financiación favorables durante este período ampliado. Realizará las compras con flexibilidad de acuerdo con las condiciones de mercado y con vistas a evitar un endurecimiento de las condiciones de financiación que impida contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia en la senda de inflación proyectada. Por otra parte, la flexibilidad de las compras a lo largo del tiempo, entre distintas clases de activos y entre jurisdicciones, seguirá respaldando la transmisión fluida de la política monetaria. Si las condiciones de financiación favorables pueden mantenerse con unos flujos de compras de activos que no agoten la dotación del programa durante el horizonte de las compras netas del PEPP, no será necesario utilizarla íntegramente. Asimismo, si es necesario, esta dotación puede recalibrarse para mantener unas condiciones de financiación favorables, a fin de contribuir a contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la senda de la inflación. La ampliación de las compras en el marco del PEPP durante un horizonte temporal más largo refleja los efectos prolongados de la pandemia sobre la economía y la inflación, y permite una presencia continuada en el mercado y un respaldo más duradero del estímulo monetario del Consejo de Gobierno. El mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia contribuirá a reducir la incertidumbre y a fomentar la confianza, y con ello estimulará el gasto en consumo y la inversión empresarial, y, en última instancia, respaldará la recuperación económica y ayudará a contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia en la senda de inflación proyectada. Por último, el Consejo de Gobierno decidió asimismo seguir reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2023. En todo caso, la futura extinción de la cartera PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.
3. El Consejo de Gobierno decidió reajustar las condiciones de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés). En concreto, decidió ampliar en 12 meses, hasta junio de 2022, el período durante el que se aplicarán condiciones considerablemente más favorables. Asimismo, el Consejo de Gobierno efectuará tres operaciones adicionales entre junio y diciembre de 2021.

Además, decidió aumentar el importe total que las entidades de contrapartida podrán obtener mediante operaciones TLTRO III, desde el 50 % hasta el 55 % de sus préstamos computables. A fin de ofrecer un incentivo a las entidades para mantener el nivel actual de crédito bancario, las condiciones de financiación reajustadas de las TLTRO III se aplicarán únicamente a las entidades que alcancen un nuevo objetivo de concesión de préstamos. La ampliación del período de aplicación de tipos de interés bajos en las TLTRO III como consecuencia de la pandemia, la ejecución de operaciones adicionales y el incremento del importe que se puede tomar en préstamo mantendrán unas condiciones de financiación muy favorables para las entidades, lo que contribuirá a asegurar que puedan seguir ofreciendo crédito en condiciones favorables y que tengan abundante liquidez para conceder préstamos a hogares y empresas.

4. El Consejo de Gobierno decidió ampliar hasta junio de 2022 la duración de las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de activos de garantía adoptadas el 7 y el 22 de abril de 2020. La ampliación de estas medidas seguirá asegurando que las entidades puedan continuar participando plenamente en las operaciones de liquidez del Eurosistema, especialmente en las TLTRO III recalibradas. El Consejo de Gobierno reevaluará las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de activos de garantía antes de junio de 2022 para asegurar que la participación de las entidades de contrapartida del Eurosistema en las operaciones TLTRO III no se vea afectada negativamente.
5. El Consejo de Gobierno también decidió ofrecer otras cuatro operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés) en 2021, que seguirán proporcionando un apoyo de liquidez efectivo.
6. En el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), las compras netas continuarán a un ritmo mensual de 20 mm de euros. 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.
7. La facilidad *repo* del Eurosistema para bancos centrales (EUREP) y todas las líneas *swap* y *repo* de carácter temporal con bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro se ampliarán hasta marzo de 2022.

8. Por último, el Consejo de Gobierno ha decidido seguir ejecutando sus operaciones de financiación periódicas mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las condiciones vigentes mientras sea necesario.

Las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno contribuirán a mantener unas condiciones de financiación favorables durante la pandemia, lo que apoyará el flujo de crédito a todos los sectores de la economía, respaldará la actividad económica y salvaguardará la estabilidad de precios a medio plazo. Al mismo tiempo, la incertidumbre sigue siendo elevada, también en lo referido a la evolución de la pandemia y a las fechas de distribución de las vacunas. El Consejo de Gobierno continuará haciendo un seguimiento de la evolución del tipo de cambio en relación con sus posibles efectos para las perspectivas de inflación a medio plazo. Por tanto, sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos según proceda, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, en línea con su compromiso de simetría.

1 Entorno exterior

Aunque los avances recientes sobre el desarrollo de vacunas eficaces contra el coronavirus (Covid-19) han generado optimismo en los mercados financieros, las perspectivas económicas mundiales a corto plazo siguen ensombrecidas por la pandemia. El significativo aumento de los nuevos contagios por Covid-19, en particular en las economías avanzadas, ha dado lugar a la reintroducción de medidas de contención, aunque se considera que son menos disruptivas para la actividad económica que las aplicadas durante la primera ola de la pandemia. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) disminuirá un 3 % este año y crecerá un 5,8 % en 2021, un 3,9 % en 2022 y un 3,6 % en 2023. El comercio mundial (excluida la zona del euro) ha experimentado una contracción más acusada que el PIB real en 2020, pero también se espera que el repunte sea más intenso en 2021. Esta previsión refleja, principalmente, la mayor prociclicidad del comercio, en especial durante las desaceleraciones económicas. Además, se prevé que las medidas de contención introducidas en respuesta al rebrote de los contagios sean menos disruptivas para el comercio que en la primera ola. El balance de riesgos en torno a las perspectivas globales se considera menos negativo, ya que las noticias acerca de la viabilidad de varias vacunas reducen la probabilidad de materialización del escenario severo contemplado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020. Como el resultado de las negociaciones sobre el Brexit seguía siendo incierto cuando se finalizaron las proyecciones macroeconómicas, estas se basan en el supuesto técnico de que, a partir del 1 de enero de 2021, las relaciones comerciales entre la Unión Europea (UE) y el Reino Unido se regirán por el principio de nación más favorecida de la Organización Mundial del Comercio. Otros riesgos están relacionados con la posibilidad de que, al tratar de reducir su dependencia de proveedores externos, los países empiecen a diversificar sus proveedores globales (lo que podría incrementar su capacidad de resistencia) o a relocalizar la producción (lo que afectaría negativamente a las complejas cadenas globales de valor).

Actividad económica y comercio mundiales

La economía mundial registró un fuerte repunte en el tercer trimestre de 2020, más acusado de lo previsto anteriormente. A medida que el número de contagios fue reduciéndose y se levantaron las medidas de contención, la economía mundial comenzó a repuntar con intensidad. La recuperación económica se vio respaldada, en especial en las economías avanzadas, fundamentalmente por el consumo privado, que también se vio apuntalado por el generoso apoyo de las políticas desplegado en el peor momento de la crisis. En las economías emergentes, la contribución de la demanda exterior neta también fue positiva, gracias a la mejora de la demanda externa. En China, aunque la inversión privada siguió siendo el principal motor de la recuperación, el consumo privado contribuyó positivamente al crecimiento del PIB por primera vez este año. En general, el PIB real mundial

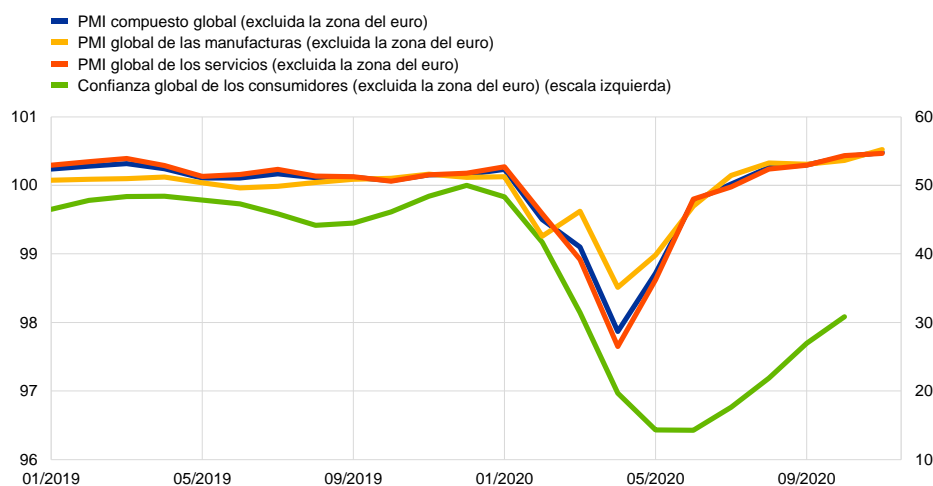
(excluida la zona del euro) creció a un ritmo más rápido de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020.

Los datos más recientes procedentes de encuestas apuntan a la continuación del crecimiento al principio del cuarto trimestre, aunque la confianza de los consumidores sigue siendo débil. En noviembre, el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de actividad (excluida la zona del euro) aumentó de nuevo y se situó en 54,8 (desde un nivel de 54,1 en octubre), favorecido por la mejora observada tanto en los servicios como en las manufacturas, lo que sugiere una recuperación económica más amplia (véase gráfico 1). La evolución de este índice fue heterogénea en los distintos países, ya que el PMI compuesto de actividad siguió incrementándose en Estados Unidos, pero cayó a terreno contractivo en el Reino Unido, mientras que en Japón prácticamente no varió y permaneció en terreno contractivo. Entre las economías emergentes, el PMI compuesto volvió a subir en China, lo que indica un sólido crecimiento de la actividad, mientras que en India y Brasil descendió, aunque desde valores muy elevados, lo que señala que la actividad ha continuado creciendo. Al mismo tiempo, pese a que la confianza global de los consumidores se ha recuperado desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2020, se mantiene por debajo de los niveles anteriores a la crisis, y ello sugiere una recuperación bastante moderada del consumo.

Gráfico 1

PMI compuesto global de actividad y confianza de los consumidores

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2020 (PMI) y a septiembre de 2020 (confianza de los consumidores).

Diversos factores adversos, en particular las nuevas medidas de contención aplicadas ante el aumento de los contagios por Covid-19, ensombrecen las perspectivas económicas a corto plazo. El repunte de los contagios por Covid-19 está lastrando la recuperación económica mundial. Las medidas de contención adoptadas por los distintos Gobiernos en respuesta al Covid-19 durante la segunda ola son heterogéneas entre países, aunque, si se comparan con las aplicadas en la primavera, han tendido a ser más focalizadas y menos disruptivas para la actividad

económica. Con todo, se espera que el rebrote del virus afecte al comportamiento de los agentes, en particular en los sectores más intensivos en contacto. Además, la retirada del apoyo temporal proporcionado por los Gobiernos durante el año puede dar lugar a un «precipicio fiscal» en 2021, sobre todo en las economías avanzadas, salvo que sus planes presupuestarios para 2021 incluyan estímulos fiscales adicionales. Por último, se asume que la elevada incertidumbre sobre la naturaleza de las relaciones comerciales entre la UE y el Reino Unido —también en el ámbito de los servicios— con posterioridad al período de transición es un lastre para las perspectivas de crecimiento.

Las condiciones financieras globales han seguido mejorando en los últimos meses, en un contexto de cierta volatilidad. La recuperación de los activos de riesgo iniciada a finales de marzo se interrumpió temporalmente en septiembre, como consecuencia del aumento de los casos de Covid-19 a escala global, de la mayor incertidumbre relacionada con las elecciones presidenciales de Estados Unidos del 3 de noviembre, y del deterioro de las posibilidades de que se llegara a un acuerdo fiscal antes de las elecciones. Posteriormente, las noticias sobre la disponibilidad inminente de vacunas provocaron una subida de los precios de las acciones en todo el mundo, mientras que los diferenciales de los bonos corporativos y de la deuda soberana descendieron y los inversores perdieron algo de apetito por activos refugio como el oro y los activos denominados en dólares estadounidenses, lo que también dio lugar a una depreciación generalizada de esta moneda. El resultado de las elecciones de Estados Unidos también contribuyó a reducir la incertidumbre y a apuntalar el apetito por el riesgo de los inversores. Este optimismo se moderó cuando los casos de Covid-19 continuaron aumentando y se volvieron a imponer medidas de confinamiento. Actualmente, las condiciones financieras globales son muy favorables, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, aunque siguen estando muy condicionadas por el apoyo de las políticas monetarias y son sensibles al riesgo global.

Después de registrar una contracción del 3 % en 2020, se prevé que el PIB real mundial (excluida la zona del euro) se recupere en 2021 y se modere en 2022 y 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) para 2020 se ha revisado al alza (+0,7 puntos porcentuales), debido al repunte, mayor de lo previsto, observado en el tercer trimestre. Las proyecciones para 2021 se basan en el supuesto de relajación gradual de las medidas de contención según se vaya disponiendo de soluciones médicas, como vacunas eficaces, y estas se distribuyan entre la población. No obstante, el ritmo de recuperación será diferente de unas regiones a otras, y las economías emergentes serán las que más contribuyan al repunte del crecimiento del PIB mundial durante el horizonte de proyección. Aproximadamente la mitad de la recuperación posterior a la pandemia corresponde a China, que logró contener la propagación del virus en una fase temprana y proporcionó un estímulo significativo, de modo que, a mediados de 2020, el crecimiento ya había retornado a los niveles registrados antes de la pandemia. Se espera que China sea la única economía importante con un crecimiento positivo en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, el PIB real

mundial (excluida la zona del euro) aumentará a tasas del 5,8 % y el 3,9 % en 2021 y 2022, respectivamente (cifras revisadas en -0,4 puntos porcentuales y +0,1 puntos porcentuales, respectivamente). Dada la compleja naturaleza de la perturbación del Covid-19, sus efectos a largo plazo en la economía mundial siguen planteando interrogantes. En concreto, habida cuenta de que la pandemia incidió de manera más acusada en sectores intensivos en mano de obra, las secuelas a largo plazo podrían materializarse inicialmente a través de una menor oferta de trabajo, pero también del *stock* de capital, como ocurrió en crisis financieras pasadas (véase recuadro 1).

En Estados Unidos, el repunte de los contagios por Covid-19 y la progresiva desaparición del estímulo fiscal ensombrecen las perspectivas a corto plazo.

El PIB real aumentó un 33,1 % en tasa anualizada (7,4 % en términos intertrimestrales) en el tercer trimestre. Este aumento estuvo impulsado por la fuerte reactivación del consumo y de la inversión, lo que, a su vez, quedó reflejado en una intensa recuperación de las importaciones reales. Pese al repunte excepcionalmente pronunciado, en Estados Unidos el nivel de actividad continúa por debajo del registrado antes de la pandemia. Como las cifras de nuevos contagios por Covid-19 y de hospitalizaciones han superado los máximos anteriores, los estados federales han aplicado nuevas restricciones a la movilidad. La progresiva desaparición de los efectos del estímulo fiscal en la renta de los hogares, sin que se haya alcanzado un acuerdo sobre un nuevo paquete de estímulo, solo se vio compensada parcialmente por la reversión del ahorro acumulado en trimestres anteriores. En consecuencia, se espera que el consumo se ralentice este trimestre, como también sugieren los indicadores de alta frecuencia sobre el crédito y los datos sobre pagos con tarjeta de débito. Las condiciones del mercado de trabajo han mejorado, pero la recuperación sigue siendo incompleta. La tasa de paro ha descendido en un contexto de disminución de los despidos temporales, pero el número de nuevas ofertas de empleo sigue siendo bajo, lo que apunta a que las mejoras del empleo serán moderadas a corto plazo. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) cayó hasta situarse en el 1,2 % en octubre, desde el 1,4 % de septiembre, reflejo de la bajada de los precios de la energía, mientras que los precios de los alimentos no experimentaron variaciones. La inflación subyacente disminuyó marginalmente, hasta el 1,6 %, desde el 1,7 % de septiembre, ya que el nuevo aumento de los precios de algunos bienes que la componen, en particular automóviles y camiones de segunda mano, se vio contrarrestado con creces por la caída de la tasa de variación de los precios de servicios básicos, sobre todo servicios médicos.

En China, la recuperación económica ha sido rápida y se ha extendido al sector servicios. Tras el intenso repunte del segundo trimestre (+11,7 % en tasa intertrimestral), el PIB de este país continuó su expansión en el tercer trimestre, aunque a un ritmo más moderado (+2,7 % en tasa intertrimestral). La contribución del consumo final al crecimiento fue positiva, al tiempo que la inversión ha mostrado mayor capacidad de resistencia, también debido al apoyo del Gobierno al gasto en infraestructuras, que ha ayudado a impulsar la recuperación después de la contracción registrada inicialmente. Asimismo, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento fue positiva, reflejo, en parte, del papel desempeñado por China

en el suministro de productos médicos y tecnológicos por todo el mundo. Los datos mensuales apuntan al mantenimiento del vigoroso crecimiento en el cuarto trimestre. Los PMI de actividad de las manufacturas y los servicios señalan un nuevo avance en noviembre. La producción industrial se ha recuperado con fuerza, y las ventas del comercio minorista siguieron incrementándose en octubre. La inflación general interanual descendió hasta situarse en el 0,5 % en octubre, desde el 1,7 % del mes precedente, como resultado, principalmente, de la bajada de los precios de los alimentos.

En Japón, tanto la demanda interna como la externa contribuyeron a la recuperación económica, pero el ritmo de expansión disminuirá en un entorno de aumento de los contagios por Covid-19. En el tercer trimestre, el PIB real creció un 5,3 % (en tasa intertrimestral). En concreto, la relajación de las medidas de contención aplicadas en el país, la enérgica respuesta de las autoridades y la recuperación de la demanda externa respaldaron el consumo privado y las exportaciones, mientras que la actividad inversora se mantuvo débil, en un contexto de incertidumbre todavía elevada. Se espera que la recuperación continúe, aunque a un ritmo moderado. Esto refleja, hasta cierto punto, la creciente preocupación asociada al reciente incremento de los contagios. El Banco de Japón anunció una facilidad de depósito especial para aumentar la capacidad de resistencia del sistema financiero regional, al tiempo que el Gobierno anunció hace poco un tercer presupuesto complementario para el ejercicio fiscal de 2020, y ambos instrumentos deberían proporcionar cierto apoyo a la actividad en los próximos trimestres. La inflación general interanual medida por el IPC volvió a descender en octubre, hasta el -0,4 %, desde el 0 % de septiembre, aunque la mayor parte de este descenso obedeció a factores idiosincrásicos, como la desaparición progresiva del impacto de la subida del IVA introducida en octubre de 2019.

En el Reino Unido, la recuperación económica está perdiendo impulso, en un contexto de nuevas medidas de confinamiento. La economía repuntó en el tercer trimestre (+15,5 % en tasa intertrimestral), respaldada por el fuerte rebote del consumo, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa. Con todo, el crecimiento se revertirá. Datos recientes procedentes de encuestas sugieren una desaceleración significativa del ritmo de crecimiento desde agosto, incluso antes de que, en noviembre, se impusieran medidas de restricción a la actividad del comercio minorista no esencial y de los sectores de alimentación, alojamiento y ocio (que representan aproximadamente el 12 % del valor añadido de la economía) de un mes de duración a escala nacional. Aunque estas medidas comportan menos restricciones a la actividad que las del confinamiento estricto de primavera, el PMI compuesto volvió a situarse en terreno contractivo en noviembre. Mientras, las débiles perspectivas del mercado de trabajo limitan el consumo, y la incertidumbre asociada a las relaciones comerciales —incluidos los servicios— tras el período de transición sigue frenando la inversión privada. Habida cuenta de que las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020 se finalizaron antes del acuerdo sobre el Brexit alcanzado recientemente, el escenario central para el Reino Unido se basaba en el supuesto técnico de que, a partir del 1 de enero de 2021, sus relaciones comerciales con la UE pasarían a regirse por el principio de nación más favorecida de la OMC. En particular, se parte

del supuesto de que en el cuarto trimestre de 2020 se producirá una acumulación de importaciones en el país que desaparecerá a principios de 2021. La inflación repuntó en octubre, algo antes de lo esperado, y la inflación general interanual medida por los precios de consumo se incrementó hasta el 0,7 %, desde el 0,5 % del mes precedente. Este incremento estuvo impulsado por el repunte de los precios de los productos, que se encontraban en niveles negativos, mientras que la inflación interanual de los precios de los servicios se mantuvo estable, en el 1,4 %. La inflación subyacente medida por el IPC también aumentó levemente, hasta el 1,5 %.

En los países de Europa Central y Oriental se espera que la recuperación económica se interrumpa de forma transitoria ante el deterioro de la situación de la pandemia.

El PIB real de la región experimentó un repunte acusado en el tercer trimestre, como consecuencia de la normalización de la producción en un entorno de relajación de las medidas de contención. Sin embargo, la pandemia se ha ido reintensificando en la región, y los nuevos contagios diarios han superado los registrados en la primera ola. Como los indicadores de severidad han ido aumentando en la mayoría de los países de Europa Central y Oriental, se prevé que la recuperación se frene hasta principios de 2021. Posteriormente, la relajación de las restricciones y la menor preocupación sobre la situación sanitaria deberían reactivar el crecimiento, que también se vería respaldado por medidas monetarias y fiscales contundentes. De cara al futuro, se espera que la actividad se mantenga por debajo de los niveles de finales de 2019 hasta comienzos de 2022.

En los grandes países exportadores de materias primas, el ritmo de recuperación se ralentizará, en un contexto de cifras de contagios todavía elevadas y de reducido margen para proporcionar apoyo fiscal adicional.

En Rusia se espera que la economía se recupere en el tercer trimestre, gracias a las medidas adoptadas por las autoridades y a la mejora del control de los contagios. Además, la relajación temporal de los recortes de producción de la OPEP+¹ ha sostenido la producción de petróleo recientemente, y la recuperación del crecimiento de importantes socios comerciales ha seguido favoreciendo las exportaciones de productos energéticos. Con todo, como las cifras de contagios han vuelto a incrementarse, el crecimiento se desacelerará de nuevo en el cuarto trimestre. En Brasil, la economía ha repuntado, a lo que han contribuido las contundentes medidas de apoyo monetario y fiscal adoptadas, situadas entre las de mayor envergadura de América Latina. No obstante, el número de casos de Covid-19 sigue siendo elevado. Aunque la adopción de medidas de contención limitadas ha reducido las repercusiones económicas de la perturbación inicial, ha intensificado la gravedad de la pandemia. Las altas tasas de contagio, junto con el escaso margen de maniobra fiscal futuro, también lastrarán la inversión y el consumo, y, en última instancia, la senda de recuperación económica, ya que se prevén tasas de crecimiento moderadas a corto y a medio plazo.

En Turquía, el impacto económico del Covid-19 fue intenso, pero breve, y el repunte de la actividad de las manufacturas está impulsando la recuperación económica.

La acusada mejora observada en el tercer trimestre (+15,6 % en tasa

¹ La OPEP+ es una coalición de países productores de petróleo liderada por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y Rusia.

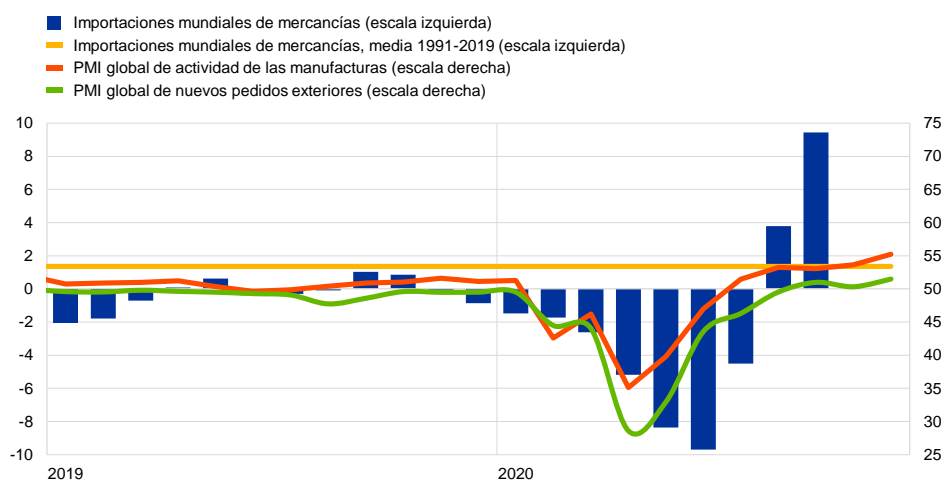
intertrimestral) refleja la fortaleza del consumo privado y de la inversión ante unas condiciones de financiación muy favorables. El sector manufacturero está impulsando la recuperación, aunque la actividad de los servicios también ha repuntado notablemente con respecto al fuerte desplome que se produjo en el peor momento de la crisis. En conjunto, la actividad económica de este país se ha recuperado y se ha situado en los niveles anteriores a la pandemia. Con todo, a medida que el estímulo de las políticas se vaya reduciendo, se espera una moderación del crecimiento, en particular del consumo personal basado en el crédito.

El comercio mundial (excluida la zona del euro) también repuntó con fuerza en el tercer trimestre, y se espera que se modere en el cuarto. Las importaciones mundiales de mercancías (excluida la zona del euro) continuaron aumentando en septiembre (3,4 % en tasa intermensual), después de registrar un incremento del 1,9 % en agosto. En conjunto, estos datos confirman una sólida recuperación del comercio mundial en el tercer trimestre (+9,4 % en términos intertrimestrales), tras la acusada contracción registrada en el segundo (-9,7 % en tasa intertrimestral) (véase gráfico 2). El pronunciado repunte del tercer trimestre refleja la composición de la recuperación económica y el funcionamiento más ordenado de las cadenas globales de valor, aunque se considera que el comercio de servicios sigue afectando al comercio mundial, ya que algunos sectores (por ejemplo, el turismo) se colapsaron como consecuencia de la perturbación del Covid-19. Los datos procedentes de encuestas señalan la continuación del crecimiento en el cuarto trimestre, aunque a un ritmo cada vez más moderado. El PMI global (excluida la zona del euro) de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas, que muestra una correlación elevada con el comercio mundial, avanzó hasta situarse en 51,5 en noviembre, desde un nivel de 50,3 en octubre.

Gráfico 2

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

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



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

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

Después de registrar una contracción del 9,2 % en 2020, se prevé que el comercio mundial (excluida la zona del euro) repunte en 2021 y crezca a un ritmo más moderado en 2022-2023. El acusado descenso de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) de 2020, en comparación con la actividad económica, refleja su marcado carácter procíclico, especialmente durante las desaceleraciones económicas. Las disrupciones temporales en las cadenas globales de suministro y el aumento de los costes comerciales como consecuencia de las medidas de contención del Covid-19 también pesaron sobre el comercio mundial en la primera mitad de 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, la tasa de crecimiento del comercio mundial (excluida la zona del euro) se ha revisado al alza (+4,5 puntos porcentuales) en 2020, debido, principalmente, al intenso repunte del tercer trimestre. Esta revisión eleva el nivel de las importaciones mundiales en relación con la trayectoria prevista en las proyecciones del BCE de septiembre de 2020 y supone una reducción de la brecha con respecto al escenario central anterior al Covid, aunque sigue apuntando a una recuperación incompleta. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, el comercio mundial crecerá un 7,1 % en 2021, un 3,9 % en 2022 y un 3,4 % en 2023. Asimismo, se prevé una disminución de la demanda externa de la zona del euro del 10,7 % en 2020, así como un avance del 6,6 % en 2021, el 4,1 % en 2022 y el 3,4 % en 2023.

Las perspectivas económicas mundiales siguen sujetas a varios riesgos, aunque se considera que el balance de riesgos para las perspectivas es más positivo. Como la economía mundial sigue rodeada de incertidumbre sobre el momento en el que la crisis sanitaria estará resuelta por completo, el escenario central de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020 se ha complementado con dos escenarios alternativos², uno suave y otro severo. Se puede considerar que estos escenarios proporcionan un intervalo ilustrativo en torno a las proyecciones de referencia. Las noticias sobre el desarrollo de vacunas eficaces han impulsado la confianza en que la pandemia podrá contenerse con éxito y han reducido las probabilidades de materialización del escenario severo. Además, como la pandemia de Covid-19 ha puesto en evidencia la dependencia de proveedores externos que tienen algunos países, ello puede dar lugar a que intenten diversificar sus proveedores globales (lo que podría incrementar la capacidad de resistencia) o relocalizar la producción (lo que afectaría negativamente a las complejas cadenas globales de valor).

Evolución mundial de los precios

Los precios del petróleo han aumentado casi un 25 % desde mediados de septiembre. Después del acusado repunte que experimentaron en verano, los precios del crudo se estancaron en septiembre y octubre. Desde principios de noviembre, estos precios han subido, siguiendo las tendencias positivas observadas

² Para más detalles, véase el recuadro titulado «Escenarios alternativos de las perspectivas económicas de la zona del euro» en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2020.

en los mercados financieros globales, ya que las crecientes perspectivas de distribución de varias vacunas elevan las posibilidades de un retorno a la normalidad en 2021. Con todo, ni la Agencia Internacional de la Energía (AIE) ni la OPEP prevén un incremento significativo de la demanda de petróleo hasta finales de 2021. De hecho, la AIE espera que la recuperación de la demanda se frene en el cuarto trimestre de 2020, debido al aumento de los nuevos casos de Covid-19 en todo el mundo. Después de permanecer en *contango* (es decir, los precios de los futuros del petróleo son más elevados) desde marzo, la curva de futuros volvió a situarse en *backwardation* (esto es, los precios de los futuros son más bajos) a principios de diciembre.

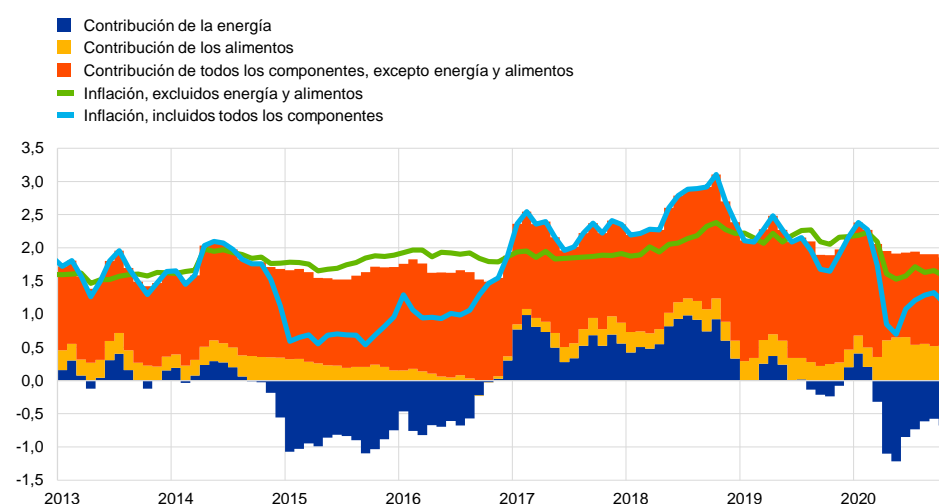
La inflación mundial sigue siendo moderada, en un entorno de debilidad de la demanda global.

En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo (IPC) se redujo ligeramente y se situó en el 1,2 % en octubre. La tasa de variación de los precios de los alimentos se mantuvo estable, en el 3,6 %, mientras que la contribución negativa de los precios de la energía a la inflación general aumentó de nuevo. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, retrocedió 0,1 puntos porcentuales en octubre, hasta el 1,6 %. En las economías avanzadas, el IPC general se redujo en Estados Unidos, en términos interanuales, y pasó a ser negativo en Japón (-0,4 %) en octubre, pero aumentó en el Reino Unido y en Canadá. En las principales economías emergentes no pertenecientes a la OCDE, la inflación general interanual se incrementó en octubre en Rusia, en India y, de manera más acusada, en Brasil, mientras que en China descendió.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2020.

Se espera que las perspectivas de inflación mundial continúen siendo débiles, aunque la recuperación de la demanda podría sostener los precios en el

futuro. La composición de la recuperación será un factor clave en las perspectivas de inflación mundial. Aunque la demanda embalsada puede contribuir a la recuperación e impulsar al alza la inflación, las restricciones de oferta podrían desaparecer con rapidez, lo que generaría presiones desinflacionistas. Se espera que los precios de exportación (en moneda nacional) de los competidores de la zona del euro repunten a principios de 2021. Se prevé que este repunte se vea estimulado por la mejora del entorno global y por la recuperación de los precios de las materias primas desde los mínimos registrados en abril de 2020, aunque la contribución de la inflación de los precios de producción será negativa, reflejo de la persistente holgura de la economía mundial. Se proyecta que la inflación de los precios de exportación de los competidores de la zona retorne a su media de largo plazo hacia principios de 2022.

2 Evolución financiera

Durante el período de referencia (del 10 de septiembre al 9 de diciembre de 2020), la curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) fluctuó algo, pero, en el conjunto del período, apenas varió. Esta evolución refleja la preocupación por la propagación acelerada del coronavirus (Covid-19) en Europa, por un lado, y las noticias positivas sobre las vacunas, por otro. Dado que la curva continúa estando solo ligeramente invertida en los plazos cortos, no señala expectativas claras de un recorte de los tipos de interés a muy corto plazo. Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo registraron una caída considerable en la zona del euro, en un entorno de expectativas de mantenimiento de las medidas de apoyo monetario y fiscal, y de mejora global de la percepción de riesgos, como consecuencia, en particular, de las noticias sobre el éxito de los ensayos de las vacunas. Los precios de los activos de riesgo subieron en consecuencia. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció levemente.

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (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 considerado³. El exceso de liquidez aumentó en 475 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 3.456 mm de euros. Este cambio refleja, principalmente, las compras de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como la liquidación de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) en septiembre.

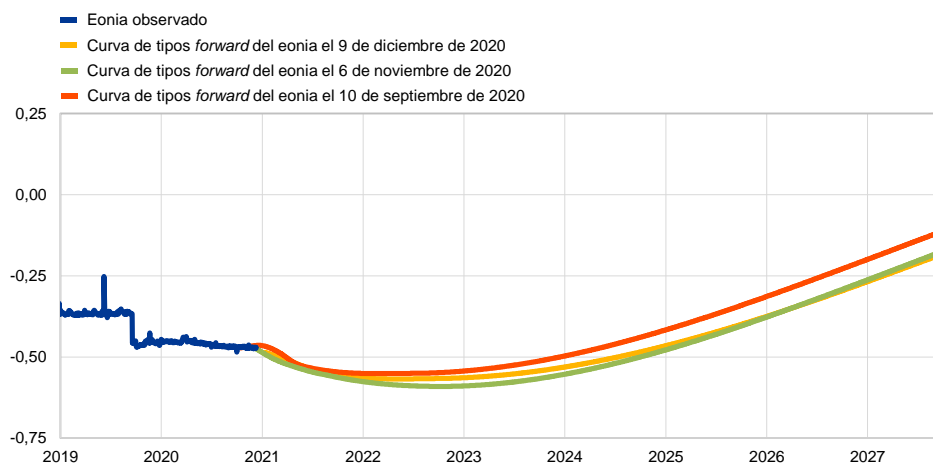
La curva de tipos forward del eonia apenas varió en comparación con el comienzo del período considerado (véase gráfico 4). Sin embargo, esta curva registró fluctuaciones apreciables dentro del período. La curva se invirtió en la primera parte del período analizado, debido a la preocupación sobre la propagación acelerada del Covid-19 en Europa, pero se aplanó el 9 de noviembre, cuando se publicaron los primeros anuncios positivos sobre las vacunas. Desde entonces, se ha mantenido prácticamente sin cambios. El mínimo de la curva, que se sitúa 10 puntos básicos por debajo del nivel actual del eonia (–47 puntos básicos), corresponde a abril de 2022. Por tanto, la curva indica que los mercados financieros no están descontando un recorte inminente de los tipos de interés. Asimismo, las encuestas y la evidencia basada en modelos sugieren que se espera que los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo permanezcan estables en los próximos meses.

³ 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.

Gráfico 4

Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

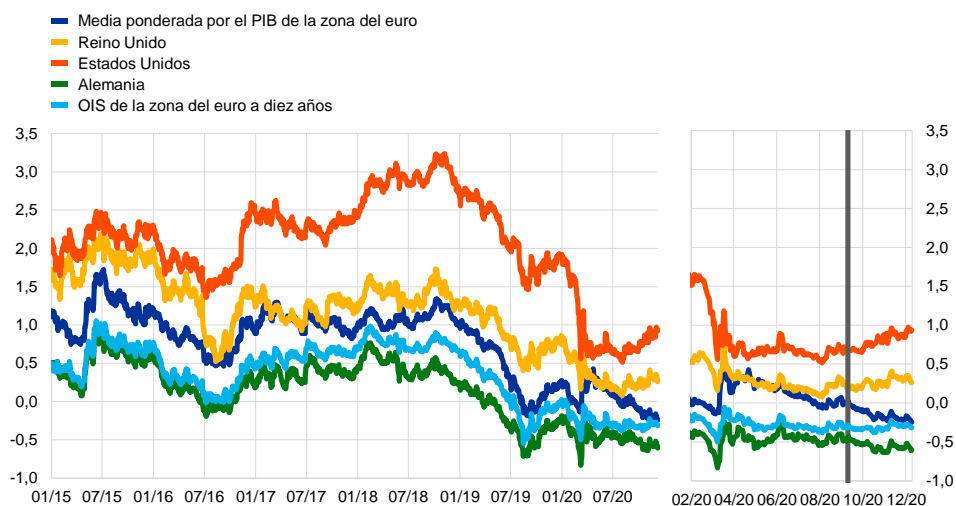
Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se redujeron significativamente en la zona del euro, mientras que registraron un aumento notable en Estados Unidos (véase gráfico 5). En concreto, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB pasó a ser negativo, dado que descendió 27 puntos básicos, hasta situarse en el $-0,25\%$. En cambio, en Estados Unidos el rendimiento de la deuda equivalente se incrementó en 26 puntos básicos, hasta el $0,94\%$. La evolución divergente en las distintas jurisdicciones refleja las mayores expectativas de que el BCE aumentaría las compras de activos en el marco del PEPP. Además, es probable que el programa *Next Generation EU* (NGEU) y el Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE, por sus siglas en inglés) hayan contribuido a la disminución de los rendimientos soberanos de la zona del euro estrechando los diferenciales, debido a la mejora de las perspectivas fiscales y de crecimiento de los Estados miembros, así como de la percepción de riesgos⁴.

⁴ En el período de referencia se produjeron las cinco primeras emisiones de la Comisión Europea en el marco del SURE, con vencimientos de entre cinco y 30 años, y un importe que ascendió a 39,5 mm de euros. Las emisiones atendieron una demanda históricamente elevada, pues la demanda de suscripción superó en más de diez veces a la oferta.

Gráfico 5

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

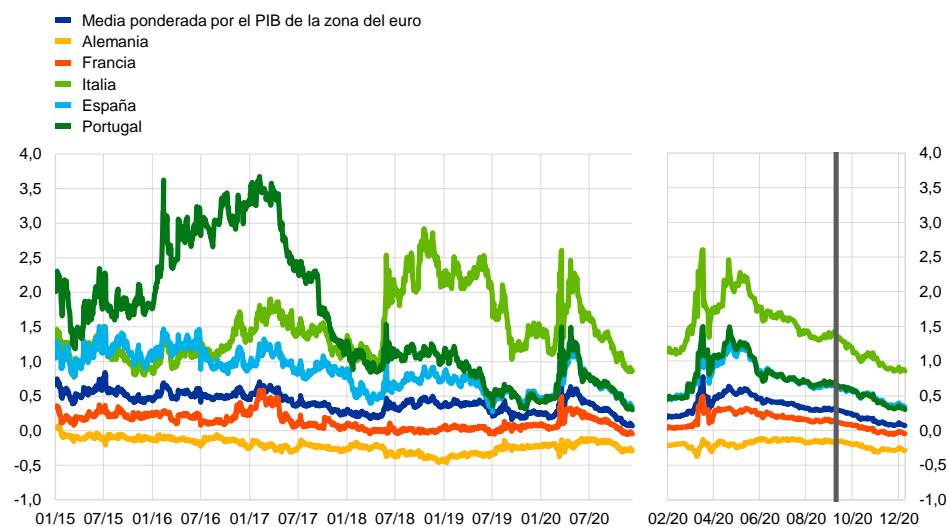
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de septiembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de diciembre de 2020.

Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) volvieron a estrecharse, en un entorno de expectativas de mantenimiento de las medidas de apoyo monetario y fiscal, así como de mejora global de la percepción de riesgos (véase gráfico 6). El diferencial de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo en 24 puntos básicos, hasta situarse en el 0,07 %, un nivel inferior al observado antes de la pandemia. El descenso fue especialmente pronunciado en Italia, Portugal y España, donde los diferenciales a diez años disminuyeron 50, 36 y 30 puntos básicos, respectivamente, y se situaron en el 0,86 %, el 0,30 % y el 0,34 %. Los diferenciales al mismo plazo correspondientes a Francia y Alemania descendieron en menor medida —19 y 15 puntos básicos, respectivamente—, hasta el -0,05 % y el -0,29 %.

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.

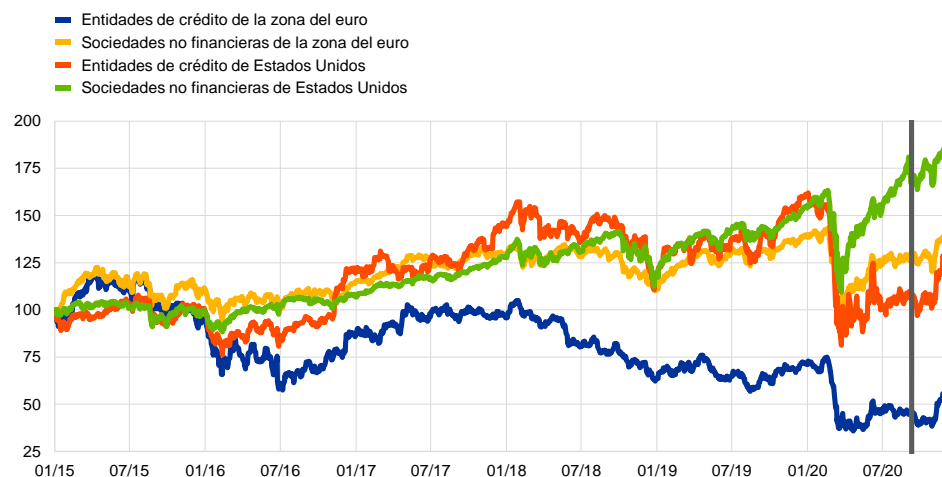
Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de septiembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de diciembre de 2020.

Las cotizaciones de la zona del euro y de Estados Unidos fluctuaron en una banda estable durante gran parte del período considerado, pese a la intensificación de la pandemia, y aumentaron significativamente como consecuencia de las noticias sobre las vacunas (véase gráfico 7). Los precios de las acciones se sustentaron en la mejora continua de las expectativas de crecimiento de los beneficios a corto plazo, mientras que las relativas a los beneficios a más largo plazo se revisaron a la baja, lo que indica riesgos macroeconómicos a la baja y la posibilidad de que la pandemia deje secuelas económicas a más largo plazo. Al mismo tiempo, la percepción de riesgos mejoró con las noticias sobre las vacunas que empezaron a publicarse a principios de noviembre, lo que redujo la prima de riesgo de las acciones y respaldó las cotizaciones. En conjunto, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos registraron alzas del 9,2 % y del 10 %, respectivamente. Las cotizaciones del sector bancario de estas dos áreas económicas se beneficiaron en mayor medida de las noticias sobre el éxito de los ensayos de las vacunas, y los índices subieron un 23,1 % y un 21,9 %, respectivamente, recuperando, en parte, las mayores pérdidas (en comparación con las sociedades no financieras) anotadas desde el comienzo de la pandemia.

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.

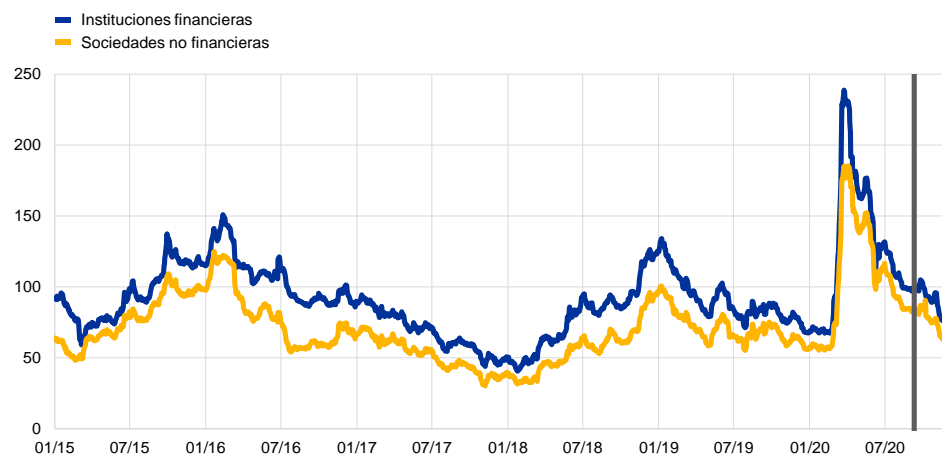
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de septiembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de diciembre de 2020.

Los diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión disminuyeron en el período considerado, que incluyó una caída significativa cuando se publicaron las noticias sobre el éxito de los primeros ensayos de las vacunas (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 25 y 30 puntos básicos, respectivamente, y, en particular, disminuyeron unos 5 puntos básicos el 9 de noviembre, cuando el mercado conoció el éxito de los ensayos de las vacunas. El descenso total refleja, principalmente, 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, en general, estables. Pese a la significativa reducción adicional, los diferenciales de los bonos corporativos permanecen ligeramente por encima de los niveles anteriores a la pandemia. Los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad también se estrecharon de forma considerable en el período analizado.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

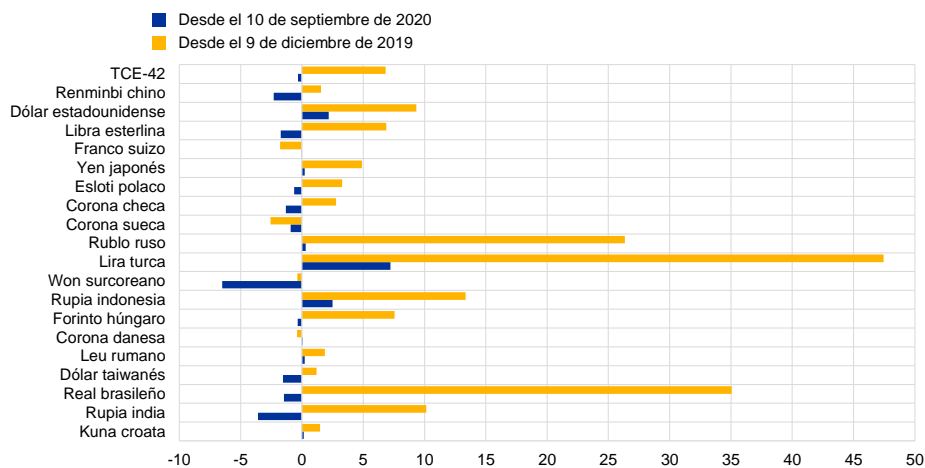
Notas: Los diferenciales se calculan como los de los *asset swaps* con respecto al tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de septiembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de diciembre de 2020.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció ligeramente (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 depreció un 0,3 % durante el período analizado, pese a que se mantuvo solo un 1,9 % por debajo de su máximo histórico alcanzado en diciembre de 2008. Con respecto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el euro continuó fortaleciéndose de forma notable frente al dólar estadounidense (2,2 %), como consecuencia del debilitamiento adicional del dólar, en un entorno de mejora de la percepción de riesgos. En este contexto, el euro también se apreció ligeramente frente al yen japonés (0,2 %), pero apenas varió frente al franco suizo. Al mismo tiempo, la moneda única se debilitó frente a la libra esterlina (1,7 %), así como frente a las monedas de la mayoría de las principales economías emergentes, en especial el renminbi chino (2,3 %) y el won surcoreano (6,5 %).

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 diciembre de 2020.

3 Actividad económica

El PIB real de la zona del euro creció con intensidad, un 12,5 % en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2020. La actividad económica de la zona se vio respaldada por el fuerte repunte de todos los componentes de la demanda cuando, a partir de mayo de 2020, comenzaron a levantarse las medidas de contención de la pandemia de coronavirus (Covid-19). Esta evolución se plasmó en una contribución positiva del consumo privado, de la inversión y de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB. Con todo, en el tercer trimestre de 2020 el PIB se mantuvo un 4,4 % por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2019, antes de la pandemia. La información más reciente sobre la evolución económica, como la procedente de encuestas y de indicadores de alta frecuencia, es acorde con un retroceso significativo de la actividad en el último trimestre de 2020 —aunque de una magnitud muy inferior al registrado en el segundo trimestre de este año—, debido al pronunciado repunte de la pandemia y a la necesidad de reintroducir medidas de contención desde mediados de octubre, que han afectado, sobre todo, a los servicios. Aunque, según las estimaciones, el PIB real habría experimentado una contracción en el cuarto trimestre de 2020, las perspectivas para 2021 y años posteriores siguen estrechamente vinculadas a la evolución de la pandemia y a la distribución de las vacunas contra el Covid-19. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020 contemplan un descenso anual del PIB real del 7,3 % en 2020 y un aumento del 3,9 % en 2021, el 4,2 % en 2022 y el 2,1 % en 2023. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2020, el crecimiento del PIB real se ha revisado al alza en 0,7 puntos porcentuales para 2020 y a la baja en 1,1 puntos porcentuales para 2021, y se ha corregido al alza —en un punto porcentual— para 2022, con lo que, en términos generales, se recuperaría hasta el nivel previsto en el escenario central de septiembre a medio plazo. Pese a que los riesgos a la baja para las perspectivas son ahora menos pronunciados, debido a las noticias sobre las expectativas de distribución de las vacunas en el futuro próximo, siguen apuntando a la baja como consecuencia de las implicaciones de la pandemia para las condiciones económicas y financieras.

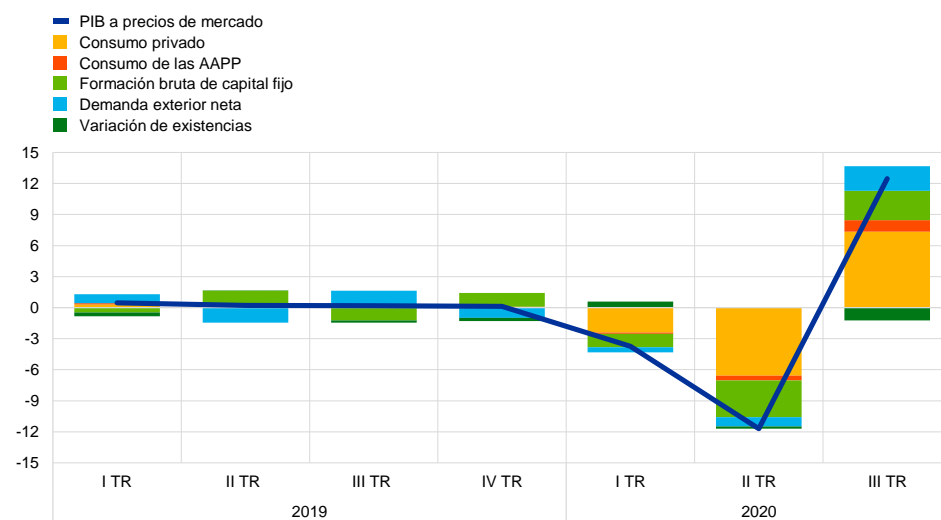
El crecimiento de la zona del euro se recuperó con fuerza en el tercer trimestre de 2020, pero se estima que ha vuelto a retroceder en el último trimestre del año.

El PIB real experimentó un repunte del 12,5 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2020 y se recuperó, en parte, de la acusada y profunda caída —el 15 % en términos acumulados— registrada en la primera mitad del año (véase gráfico 10). En general, en el tercer trimestre de 2020 el PIB se mantuvo un 4,4 % por debajo del nivel observado en el último trimestre de 2019. La contribución de la demanda interna al crecimiento en el tercer trimestre del año fue positiva, mientras que la de la variación de existencias fue ligeramente negativa. La evolución del sector exterior también respaldó el crecimiento de la zona del euro, como refleja la aportación positiva de la demanda exterior neta. Si se tiene en cuenta la intensidad importadora de los distintos componentes de la demanda, los factores externos contribuyeron de forma especialmente notable a la dinámica de crecimiento en 2020

(véase recuadro 4). En cuanto a la producción, la recuperación del tercer trimestre estuvo impulsada tanto por las manufacturas como por los servicios. Con todo, se observó una evolución muy diferente en los distintos sectores, en particular en el caso de los servicios, donde la producción se mantuvo muy por debajo del nivel previo a la pandemia.

Gráfico 10
PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuente: Eurostat.

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

La situación del mercado de trabajo mejoró ligeramente en el tercer trimestre, debido al fuerte repunte de la actividad. En el tercer trimestre de 2020, el empleo creció un 1 %, tras experimentar un retroceso del 3 % en el segundo (véase gráfico 11). Pese a esta mejora, en el tercer trimestre de 2020, el nivel de empleo fue un 2,2 % inferior al del cuarto trimestre de 2019. Las horas trabajadas continúan desempeñando un papel importante en el ajuste del mercado de trabajo de la zona del euro. El total de horas trabajadas se incrementó un 14,8 % en el tercer trimestre, después de descender un 13,6 % en el segundo, pero permaneció un 4,6 % por debajo del nivel observado en el cuarto trimestre de 2019. La tasa de paro fue del 8,4 % en octubre, después de situarse en el 8,7 % en julio, y se mantuvo en torno a 1,2 puntos porcentuales por encima de la registrada en febrero, antes de la pandemia. El mercado laboral sigue estando respaldado por los programas de mantenimiento del empleo. Según las estimaciones, el porcentaje de trabajadores acogidos a estos programas era de alrededor del 5 % de la población activa en octubre, lo que supone un descenso con respecto al 18 % de abril, pero las cifras están empezando a aumentar de nuevo en algunos países, como consecuencia de las medidas de confinamiento más recientes⁵.

⁵ Véase el artículo titulado «El impacto de la pandemia de Covid-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro» en este Boletín Económico.

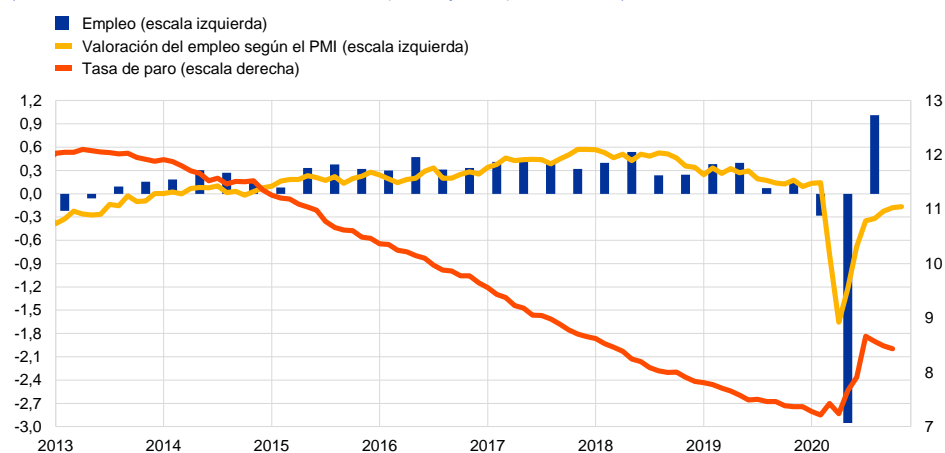
Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo se han recuperado parcialmente, pero continúan señalando una evolución contractiva.

El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) relativo al empleo aumentó de forma marginal y se situó en 48,3 en noviembre, desde un valor de 48,2 en octubre, y se ha recuperado sustancialmente desde abril, cuando registró su nivel más bajo hasta la fecha. Sin embargo, el nivel actual del PMI sigue apuntando a un retroceso del empleo y podría interpretarse como una indicación temprana de unas débiles perspectivas de empleo en los próximos meses.

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 PMI está expresado como una desviación de 50 dividido por 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2020 para el empleo, a noviembre de 2020 para el PMI y a octubre de 2020 para la tasa de paro.

Después de registrar un repunte significativo en el tercer trimestre, el 14 % en tasa intertrimestral, el gasto en consumo comenzó a disminuir de nuevo en el cuarto.

Mientras que las matriculaciones de automóviles fluctuaron en niveles próximos a los observados antes de la pandemia (con un descenso interanual del 4,1 %) en octubre, ese mes el comercio minorista creció un 1,5 % en tasa intermensual. Es probable que estos porcentajes no reflejen aún el impacto de la reintroducción de las medidas de contención a partir de mediados de octubre. En cambio, la confianza de los consumidores siguió disminuyendo en noviembre y se situó en -17,6, frente a un promedio de -14,5 en el tercer trimestre. En algunos países de la zona del euro, el consumo de bienes duraderos superaba ya los niveles anteriores a la irrupción de la pandemia por un pequeño margen en el tercer trimestre. Sin embargo, esta evolución se vio eclipsada por el impacto negativo del consumo de servicios, que se mantiene muy por debajo de las tendencias históricas. La preocupación de los hogares acerca del deterioro de su situación financiera ha ido en aumento, por lo que la intención de realizar grandes compras ha permanecido en la cota más baja observada desde la crisis de deuda soberana. Se espera que la tasa de ahorro vuelva a incrementarse en el cuarto trimestre, debido a la cautela de los consumidores y al endurecimiento de las medidas de confinamiento.

La inversión empresarial (aproximada por la inversión, excluida la construcción) aumentó con fuerza en el tercer trimestre de 2020, un 13,6 % en tasa intertrimestral, pero la recuperación perdió impulso en el cuarto. Pese al intenso repunte, la inversión, excluida la construcción, se mantiene un 15,7 % por debajo del nivel anterior a la crisis. Aunque el PMI de bienes de equipo arrojó un dato positivo en octubre y en noviembre (55,6 en noviembre, frente a 54,7 en septiembre), se espera que la inversión disminuya en el cuarto trimestre, ya que se prevé que la segunda ola de la pandemia también haya afectado a los beneficios de las empresas. Además, la confianza relativa a la inversión empresarial volvió a descender en noviembre, mientras que la utilización de la capacidad productiva sigue siendo muy inferior al nivel previo a la crisis, lo que implica que existe margen para incrementar la producción con el *stock* de capital existente. Asimismo, la relativa capacidad de resistencia del sector manufacturero ante los nuevos confinamientos puede interpretarse como una señal positiva para las perspectivas de inversión a corto plazo. Con todo, a más largo plazo, el aumento de la carga financiera —como reflejan los ratios de apalancamiento más elevadas de las empresas— plantea riesgos a la baja para la recuperación de la inversión.

La inversión de los hogares (aproximada por la inversión en construcción residencial) también repuntó con fuerza en el tercer trimestre de 2020, un 12,3 % en tasa intertrimestral, pero las perspectivas a corto plazo siguen siendo inciertas. El intenso repunte del tercer trimestre de 2020 no llegó a ser una recuperación completa, ya que la inversión en construcción residencial todavía permanece un 3,8 % por debajo del nivel del final de 2019. La marcada diversidad de la evolución de la vivienda entre países durante los tres primeros trimestres de 2020 debería disminuir a corto plazo, ya que las perspectivas parecen poco halagüeñas para todos los países importantes de la zona del euro, pese a que se observaron algunas señales positivas al principio del cuarto trimestre. Los últimos datos sobre concesión de visados de obra nueva muestran una desaceleración pronunciada en la primera mitad del año, lo que apunta a una reducción de los proyectos de construcción en preparación. En octubre, el PMI de actividad de la construcción y de los servicios inmobiliarios se adentró más en terreno contractivo. Tras registrar una leve mejora en octubre, la confianza de las empresas de la construcción y de las inmobiliarias descendió en noviembre, ya que la nueva ronda de medidas para contener la segunda ola del coronavirus adoptadas desde mediados de octubre hizo mella en la actividad. Durante el mismo período, las empresas de los sectores de la construcción y de actividades inmobiliarias señalaron la existencia de limitaciones crecientes de oferta en su producción, relacionadas, sobre todo, con sus condiciones financieras. Por el lado de la demanda, según la encuesta de opinión de los consumidores que elabora la Comisión Europea, las nuevas restricciones y el aumento de la incertidumbre en torno al rebrote de la pandemia desalentaron a los hogares a realizar grandes compras en noviembre, incluido en el *stock* de vivienda nueva y existente.

El comercio de la zona del euro experimentó un fuerte repunte y contribuyó positivamente al crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2020, pero su recuperación se desacelerará en los próximos meses. Mientras que las exportaciones reales de bienes de la zona del euro recuperaron con creces el

terreno perdido en el trimestre anterior, con un avance intertrimestral del 20,1 %, las exportaciones reales de servicios de la zona solo repuntaron un 9,2 %, tras registrar un retroceso del 21 %. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue muy positiva (2,4 puntos porcentuales). Los datos del comercio de bienes ponen de manifiesto que la expansión de las exportaciones fue generalizada en septiembre. La recuperación intertrimestral de las exportaciones de manufacturas no químicas, sobre todo de maquinaria y de material de transporte, fue más intensa, en términos relativos, en el tercer trimestre de 2020. Este ha sido el caso de las exportaciones de automóviles particularmente. Con todo, es probable que las nuevas medidas de confinamiento alteren el patrón de recuperación del comercio de la zona del euro en los próximos meses. Aunque el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro siguió apuntando a una mejora adicional de los intercambios comerciales de bienes, descendió hasta situarse en 53 en noviembre, al tiempo que la valoración de los niveles de las carteras de pedidos exteriores de la Comisión Europea, en terreno negativo, mejoró solo ligeramente. Por otra parte, las nuevas restricciones asociadas al Covid-19 están lastrando el comercio de servicios, ya de por sí afectado, y el PMI de nuevos pedidos exteriores de los servicios volvió a retroceder y se situó en 39,2.

Los indicadores de alta frecuencia y los resultados de las últimas encuestas están en consonancia con una caída del PIB en el último trimestre de 2020. En los últimos meses se ha producido una clara tendencia a la baja de los indicadores de alta frecuencia de movilidad correspondientes a los países de la zona del euro, que han evolucionado en paralelo a un índice sintético de severidad que se ha mantenido aproximadamente en un nivel intermedio entre su máximo de abril y el mínimo posterior de julio. Los indicadores de opinión apuntan a una nueva contracción de la actividad que afectaría, sobre todo, a los servicios. En el caso del turismo en particular, es probable que la reintroducción de restricciones a los viajes en octubre refuerce la sustitución del turismo extranjero por el nacional observada durante la primera ola de la pandemia, lo que sugiere un deterioro general de los servicios turísticos en el último trimestre del año (véase recuadro 5). El PMI *flash* compuesto de actividad registró un fuerte descenso y se situó en 45,3 en noviembre, desde un valor de 50 en octubre, principalmente como consecuencia del sustancial retroceso del índice de servicios (de 46,9 a 41,7). Mientras tanto, el índice de actividad de las manufacturas también se redujo, aunque en mucha menor medida —de 58,4 a 55,3—, y continuó siendo acorde con un aumento de la actividad. Con todo, las perspectivas a corto plazo siguen sujetas a una elevada incertidumbre, especialmente si se tienen en cuenta los cambios inusuales observados en las relaciones estadísticas y económicas durante la pandemia de Covid-19 (véase en el recuadro 3 una descripción de las innovaciones en el conjunto de herramientas analíticas del BCE para evaluar el impacto a corto plazo de la pandemia).

De cara al futuro, las expectativas de crecimiento a medio plazo siguen estrechamente vinculadas a la evolución gradual de la pandemia y al éxito en la distribución de las vacunas contra el Covid-19. Aunque el comienzo temprano de la distribución de las vacunas es un factor fundamental que respalda las expectativas de una recuperación rápida, pasará tiempo hasta lograr la inmunidad

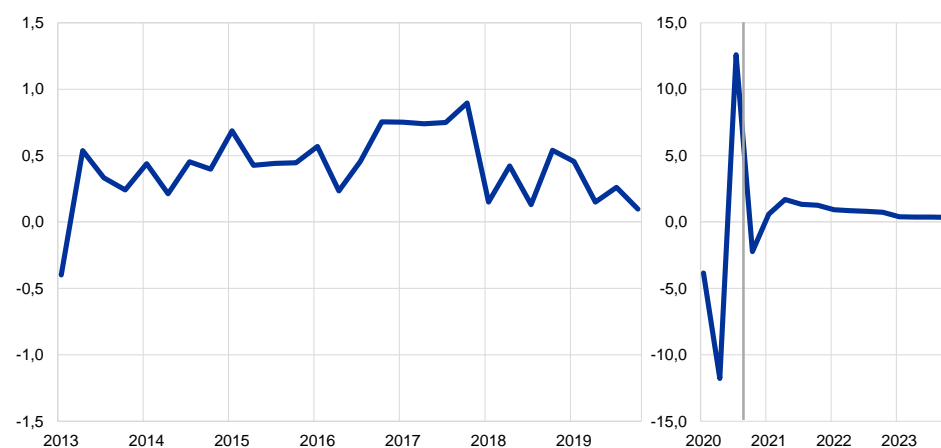
colectiva y hasta que la economía mundial y la de la zona del euro puedan volver a la «normalidad». Según una encuesta realizada a grandes empresas para analizar cómo podría ser la «normalidad» a largo plazo, se espera que la pandemia derive en un mayor grado de digitalización y en el aumento del teletrabajo, con la expectativa de que se produzca un incremento persistente de la productividad, pero, al mismo tiempo, también una disminución duradera de la demanda (véase recuadro 6). En este entorno de incertidumbre, y con el fin de reducir los riesgos de histéresis, la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE continuará respaldando la demanda interna, mientras que las actuales medidas de política fiscal y las relacionadas con el empleo deberían seguir favoreciendo el consumo privado.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020 prevén un descenso anual del PIB real del 7,3 % en 2020 y un aumento del 3,9 % en 2021, el 4,2 % en 2022 y el 2,1 % en 2023 (véase gráfico 12). En comparación con las proyecciones de septiembre de 2020, el crecimiento del PIB real se ha revisado al alza en 0,7 puntos porcentuales para 2020 y a la baja en 1,1 puntos porcentuales para 2021, y se ha corregido al alza —en un punto porcentual— para 2022, con lo que se recuperaría, en términos generales, hasta el nivel previsto en el escenario central de septiembre a medio plazo. Aunque los riesgos a la baja para las perspectivas son ahora menos pronunciados, debido a las noticias sobre las expectativas de distribución de las vacunas en el futuro próximo, siguen apuntando a la baja como consecuencia de los efectos de la pandemia sobre las condiciones económicas y financieras.

Gráfico 12

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

(tasas de variación intertrimestral)



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

Notas: En vista de la volatilidad sin precedentes del PIB real durante 2020, en el gráfico se utiliza una escala diferente desde principios de 2020. La línea vertical indica el comienzo del horizonte de la proyección. El gráfico no muestra intervalos en torno a las proyecciones. Esto refleja el hecho de que, en las circunstancias actuales, el cálculo estándar de los intervalos (basado en errores de proyección históricos) no proporcionaría una indicación fiable de la incertidumbre sin precedentes en torno a las proyecciones actuales.

4 Precios y costes

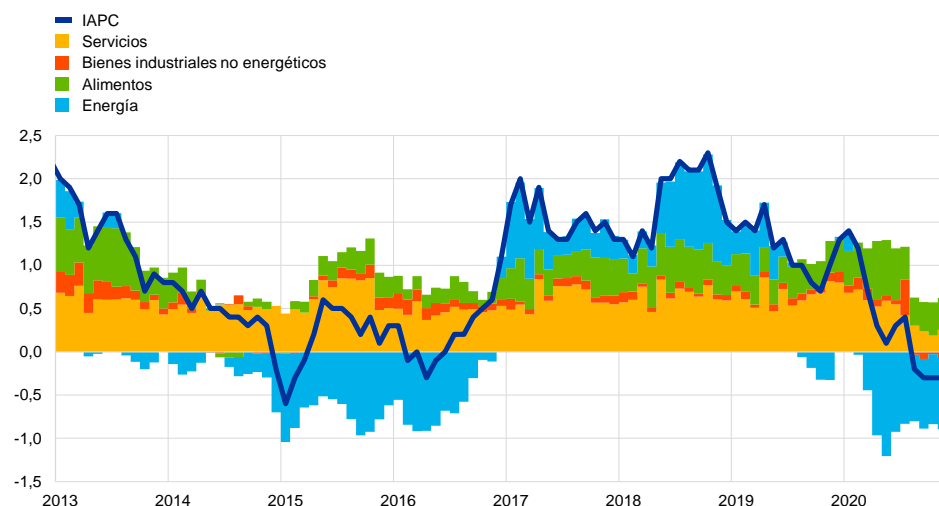
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro se mantuvo estable en el -0,3 % en noviembre. Sobre la base de la evolución de los precios del petróleo, y teniendo en cuenta la bajada temporal del IVA en Alemania, es probable que la inflación general siga siendo negativa hasta principios de 2021. Posteriormente, se espera que aumente, debido a la finalización de dicha bajada del IVA en Alemania y a efectos base alcistas en la tasa de variación de los precios de la energía. Al mismo tiempo, se prevé que las presiones inflacionistas subyacentes continúen siendo moderadas como consecuencia de la debilidad de la demanda, especialmente en el turismo y los viajes, así como de las reducidas presiones salariales y de la apreciación del tipo de cambio del euro. Una vez que el impacto de la pandemia desaparezca, la recuperación de la demanda, respaldada por la orientación acomodaticia de las políticas monetaria y fiscal, ejercerá presiones alcistas sobre la inflación a medio plazo. Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen en niveles bajos. Esta valoración se refleja, en líneas generales, en el escenario central de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020, que sitúan la inflación anual en el 0,2 % en 2020, el 1 % en 2021, el 1,1 % en 2022 y el 1,4 % en 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, las perspectivas de inflación se han revisado a la baja para 2020 y 2022.

La inflación general se mantuvo sin variación en noviembre de 2020. La tasa de inflación estable del -0,3 % ocultó ligeros movimientos en los principales componentes: por un lado, una tasa de variación de los precios de la energía algo más negativa y una inflación de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos ligeramente más baja, y, por otro, un incremento de la inflación de los servicios (véase gráfico 13).

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Los indicadores de la inflación subyacente se estabilizaron en niveles

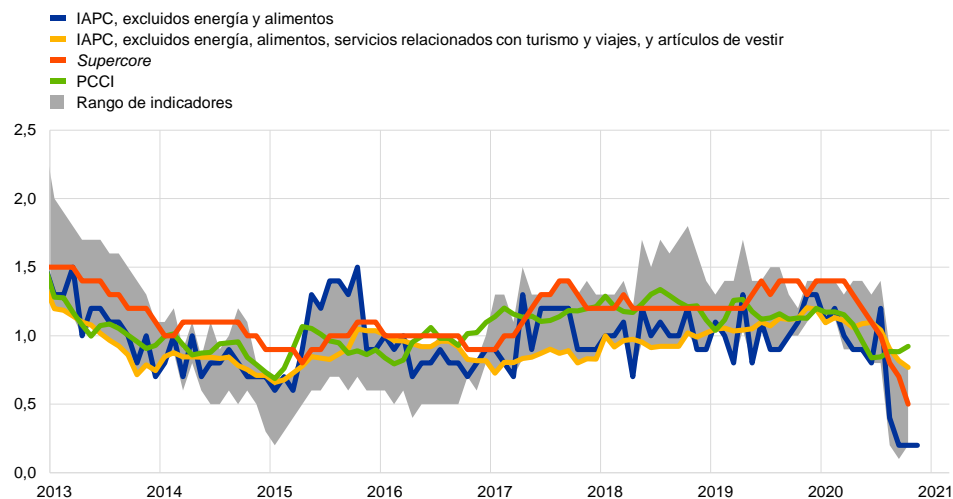
reducidos. En noviembre, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se mantuvo sin variación por tercer mes consecutivo en el mínimo histórico del 0,2 %. Esta inflación estable oculta un aumento de la tasa de variación de los precios de los servicios, que se situó en el 0,6 % en noviembre, frente al 0,4 % de octubre, mientras que la inflación de los bienes industriales no energéticos cayó hasta el -0,3 % en noviembre, desde el -0,1 % de octubre. Otros indicadores de la inflación subyacente, disponibles hasta octubre, se estabilizaron en niveles reducidos. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, y el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) permanecieron sin cambios en octubre, en el 0,8 % y el 0,9 %, respectivamente, mientras que el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») se redujo del 0,7 % en septiembre al 0,5 % en octubre (véase gráfico 14)⁶. Los bajos registros recientes de las medidas de la inflación subyacente también reflejan la rebaja temporal del IVA en Alemania desde julio de 2020.

⁶ Para más información sobre este y otros indicadores de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «Medidas de inflación subyacente en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

Gráfico 14

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2020 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y a octubre 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. «PCCI» son las siglas en inglés del componente persistente y común de la inflación. 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 aumentaron ligeramente.

La inflación de los bienes de consumo no alimenticio importados se incrementó hasta situarse en el -1,2 % en octubre, frente al -1,9 % de septiembre. La tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo sin cambios en el 0,7 % en octubre, igual que en septiembre, y permaneció en un nivel próximo a su media de largo plazo. En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios aumentó levemente —del -1,6 % en septiembre al -1,3 % en octubre—, mientras que la correspondiente a los precios de importación de esos bienes se recuperó desde el -3 % registrado en septiembre hasta el -2,5 % en octubre. La evolución de la tasa de variación de los precios de importación tanto de los bienes de consumo no alimenticio como de los bienes intermedios podría reflejar, al menos en parte, el hecho de que la apreciación del tipo de cambio del euro con respecto a un año antes se interrumpió en octubre.

Las presiones salariales quedan difuminadas por el impacto de las medidas de apoyo público relacionadas con la remuneración.

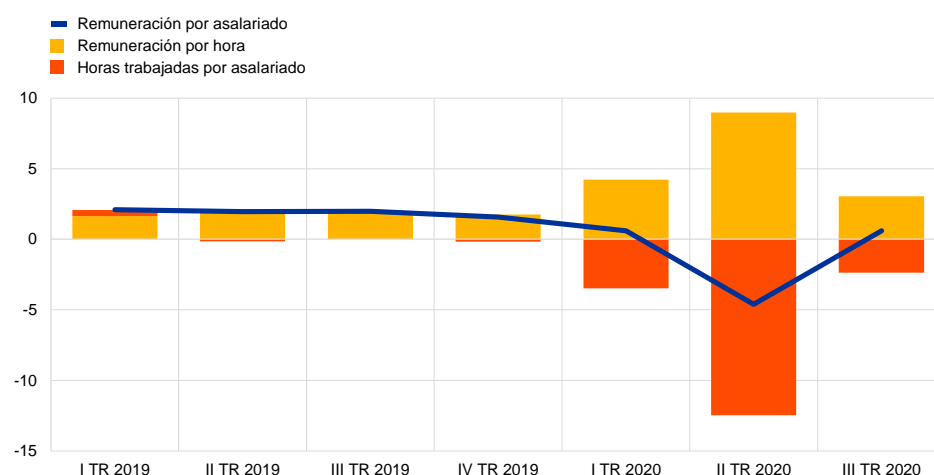
La evolución de la remuneración por asalariado y de la remuneración por hora mostró un grado significativo de volatilidad y de divergencia entre los dos indicadores durante los tres primeros trimestres de 2020. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó hasta el 0,6 % en el tercer trimestre, después de caer hasta el -4,7 % en el segundo, desde el 0,6 % del primero y el 1,7 % del cuarto trimestre de 2019. Por su parte, la tasa de avance interanual de la remuneración por hora se

incrementó desde el 2 % en el cuarto trimestre de 2019 hasta el 4,3 % en el primer trimestre de 2020 y el 9,3 % en el segundo, y descendió hasta el 3 % en el tercer trimestre de 2020 (véase gráfico 15). Esta evolución divergente refleja el impacto de los programas de regulación temporal de empleo, en los que los trabajadores mantuvieron su empleo, pero solo recibieron parte de su remuneración habitual, mientras que las horas reales trabajadas por persona ocupada se redujeron de forma notable. Este efecto se revirtió parcialmente en el tercer trimestre, en consonancia con el repunte de la actividad. Al mismo tiempo, la disminución de la remuneración por asalariado sobredimensiona la pérdida efectiva de rentas del trabajo, ya que varios países registran las ayudas públicas como «transferencias», y no como «remuneración», con fines estadísticos⁷. Los salarios negociados, que no se ven directamente afectados por la evolución de las horas trabajadas ni por el registro de las prestaciones asociadas a los programas de mantenimiento del empleo, se redujeron hasta situarse en el 1,6 % en el tercer trimestre de 2020, frente al 1,7 % del segundo y el 1,9 % del primero. Aunque estos datos suponen solo un lento deterioro, aún incluyen los convenios acordados antes de la irrupción de la pandemia⁸.

Gráfico 15

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 tercer trimestre de 2020.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación registraron un ligero aumento como consecuencia de las noticias positivas sobre el éxito de los ensayos de las vacunas contra el coronavirus (Covid-19), que han mejorado la percepción de riesgos a escala global, pero se mantuvieron en niveles muy reducidos (entre el 10 de septiembre y el 9 de diciembre). Después de comenzar a disminuir a finales de octubre ante los nuevos confinamientos, los

⁷ Para más información, véase el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

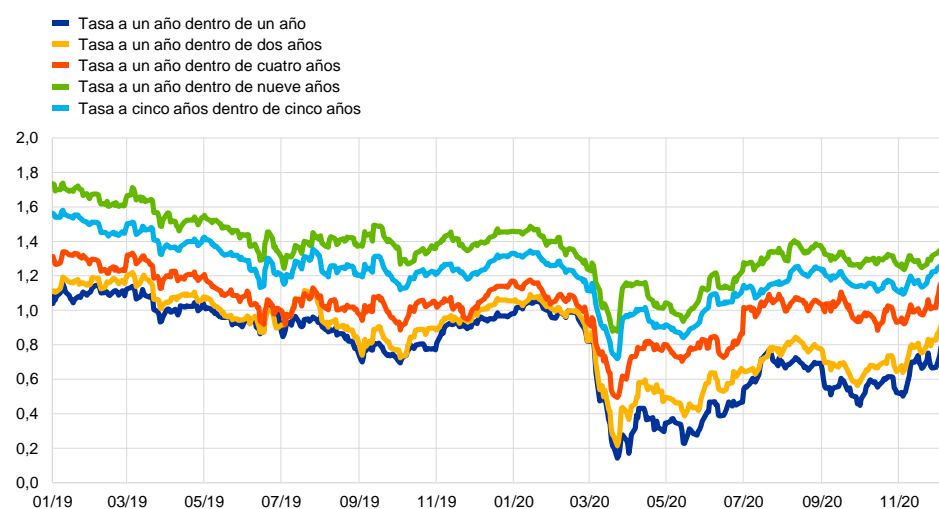
⁸ Para más información, véase el recuadro titulado «¿Pueden los datos sobre salarios negociados contribuir al análisis de la dinámica salarial durante la pandemia de Covid-19?» en este Boletín Económico.

indicadores de mercado de las expectativas de inflación subieron notablemente tras la publicación de los primeros anuncios sobre el éxito de los ensayos de las vacunas contra el Covid-19 a principios de noviembre. Por ejemplo, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años —que se situó en el 1,25 % el 9 de diciembre— cotizó, en términos generales, dentro de la banda observada entre mediados de 2019 y la irrupción de la pandemia. Aunque los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a más corto plazo han demostrado ser, hasta ahora, algo más resistentes que en la primera ola de la pandemia, el perfil futuro completo de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación. Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación permanecieron en niveles históricamente reducidos. De acuerdo con la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2020, que se llevó a cabo en la primera semana de octubre de 2020, y con las últimas encuestas publicadas de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, en octubre, las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron en mínimos históricos o en niveles próximos a ellos.

Gráfico 16

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 9 de diciembre de 2020.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, la inflación general aumentará gradualmente durante el horizonte de proyección.

Las proyecciones de referencia sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 0,2 % en 2020, el 1 % en 2021, el 1,1 % en 2022 y el 1,4 % en 2023 (véase gráfico 17). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, la previsión de inflación medida por el IAPC se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2020 y en 0,2 puntos porcentuales para 2022, y no varía para 2021, debido a unos últimos datos menos favorables del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y a una revaluación a la baja de las presiones inflacionistas desde las proyecciones anteriores, en un contexto de holgura

abundante, pero cada vez menor, en los mercados de bienes y de trabajo. En 2021, la recuperación refleja, en gran medida, efectos base en la tasa de variación del componente energético del IAPC relacionados con la acusada caída de los precios del petróleo al inicio del brote mundial de Covid-19, así como la reversión de la bajada del tipo del IVA en Alemania. A medio plazo, la inflación general aumentará de forma gradual, principalmente como consecuencia de una contribución algo mayor de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que, no obstante, continuará siendo bastante moderada. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 0,7 % en 2020, el 0,8 % en 2021 y el 1 % en 2022, y que aumente hasta el 1,2 % en 2023.

Gráfico 17

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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de la proyección. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2020 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2023 (proyecciones). La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020 fue el 25 de noviembre de 2020.

5 Dinero y crédito

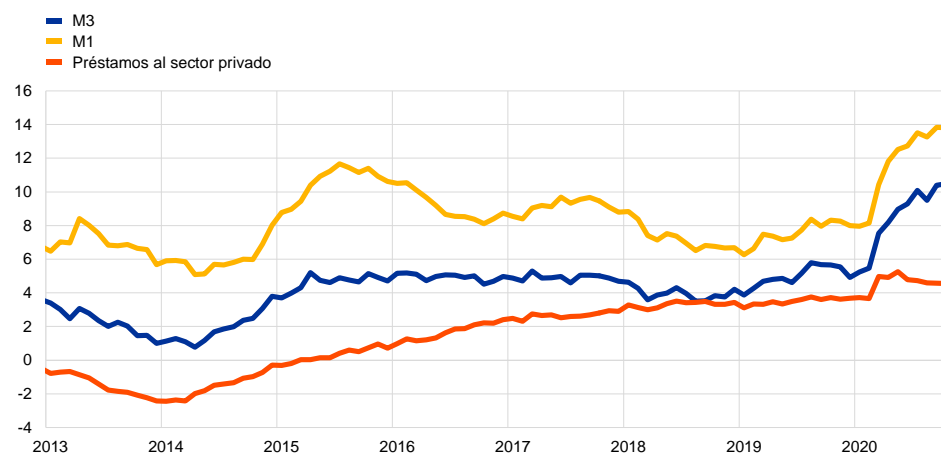
La dinámica monetaria de la zona del euro siguió reflejando el impacto de la pandemia de coronavirus (Covid-19). En octubre, el crecimiento monetario se estabilizó en tasas que duplicaban las observadas antes de la pandemia, debido a la aplicación de medidas de política monetaria y a la preferencia por los activos líquidos. 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 las autoridades monetarias, fiscales y supervisoras han garantizado el flujo de crédito a la economía de la zona del euro en condiciones favorables. La financiación externa total de las empresas se estabilizó en el tercer trimestre de 2020. Las pequeñas y medianas empresas (pymes), que dependen de manera crítica de los bancos para financiarse, señalaron una ligera mejora de su acceso a la financiación externa en el período comprendido entre abril y octubre, pero esperan un deterioro en los próximos meses. El coste total de la financiación de la deuda de las empresas se encuentra actualmente cerca del nivel previo a la pandemia, dado que el coste de los valores de renta fija volvió a moderarse, y los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantuvieron próximos a sus mínimos históricos. Sin embargo, se esperan presiones al alza sobre estos tipos, pues el deterioro del entorno del riesgo de crédito está haciendo mella en los balances y en la rentabilidad de las entidades de crédito.

El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo prácticamente sin variación en octubre. La dinámica monetaria continuó sufriendo los efectos de la pandemia de Covid-19, que ha generado una preferencia extraordinaria por la liquidez. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) aumentó ligeramente en octubre, hasta el 10,5 %, desde el 10,4 % de septiembre, y se estabilizó en un nivel que duplicaba el observado antes del estallido de la pandemia (véase gráfico 18). La tasa de avance interanual del agregado monetario más líquido (M1), que comprende los depósitos a la vista y el efectivo en circulación, se mantuvo estable en una cota elevada —del 13,8 %— en octubre, contribuyendo así de forma notable al crecimiento de M3. Esta evolución refleja la acumulación de liquidez por parte de las empresas y los hogares en un entorno de mayor incertidumbre, pero también, en el caso de estos últimos, un cierto ahorro forzoso debido a las menores oportunidades de consumo. El intenso crecimiento monetario también fue resultado de las importantes medidas de apoyo adoptadas por el BCE y las autoridades supervisoras, así como por los Gobiernos nacionales, con el fin de garantizar que la economía disponga de liquidez suficiente para afrontar las consecuencias económicas de la pandemia.

Gráfico 18

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

El fuerte crecimiento de los depósitos a la vista continúa siendo reflejo de la elevada incertidumbre.

Los depósitos a la vista —el componente que más ha contribuido al avance de M3— siguieron creciendo a una tasa interanual relativamente estable, aunque muy alta (14,3 %), en octubre. La preferencia de los tenedores de dinero por estos depósitos 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 menos líquidos. El crecimiento de los depósitos estuvo impulsado, principalmente, por los depósitos de las empresas y los hogares. En el caso de las empresas, el avance de sus depósitos fue dispar entre jurisdicciones, como consecuencia del diferente grado de materialización de sus necesidades de liquidez y de la distinta forma y tamaño de las medidas de apoyo adoptadas en cada país. Además, en octubre el efectivo en circulación creció a una tasa interanual, en general estable, del 10,7 %. En comparación, la contribución de otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables al crecimiento interanual de M3 siguió siendo reducida, lo que refleja el bajo nivel de los tipos de interés y la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

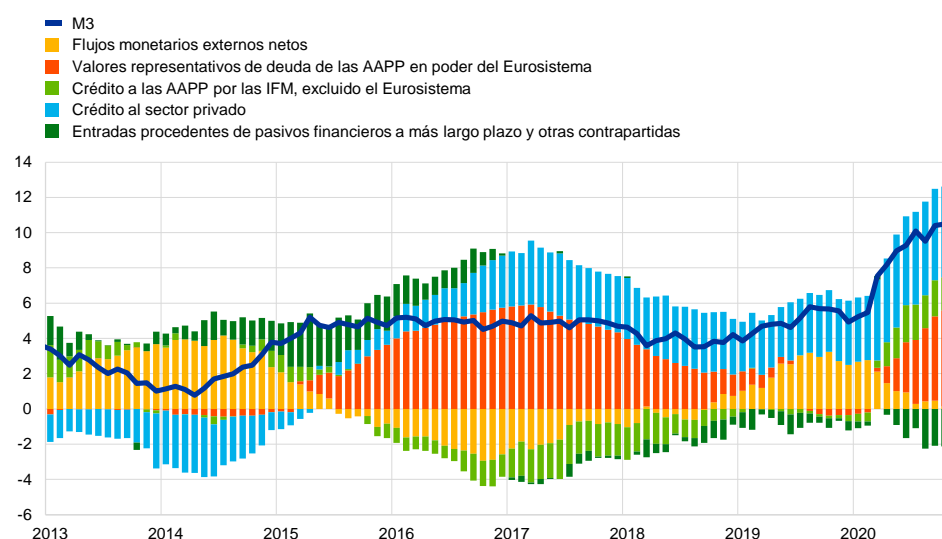
El crédito interno ha continuado siendo la principal fuente de creación de dinero, dado el aumento de la contribución de las compras netas de activos por parte del Eurosistema.

Desde el comienzo de 2018 hasta septiembre de 2020, el crecimiento del crédito al sector privado ha sido el principal factor impulsor del crecimiento de M3 desde la perspectiva de las contrapartidas (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 19). Sin embargo, en octubre de 2020 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 pasaron a ser las que más contribuyeron al avance de M3 (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 19). Al mismo tiempo, el flujo de crédito del sector

bancario (excluido el Eurosistema) al sector público se ha moderado en los últimos meses (véase la parte de color verde claro de las barras del gráfico 19). Los flujos monetarios externos netos fueron equilibrados, en general, en los 12 meses transcurridos hasta octubre (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 19), mientras que los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas tuvieron un impacto negativo en el crecimiento del agregado monetario amplio (véase la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 19). Ello se debió, principalmente, a la evolución de otras contrapartidas (en particular, las cesiones temporales), al tiempo que las condiciones favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) continuaron respaldando la sustitución de la financiación de las entidades de crédito, lo que dio lugar a amortizaciones netas de bonos bancarios a largo plazo.

Gráfico 19 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

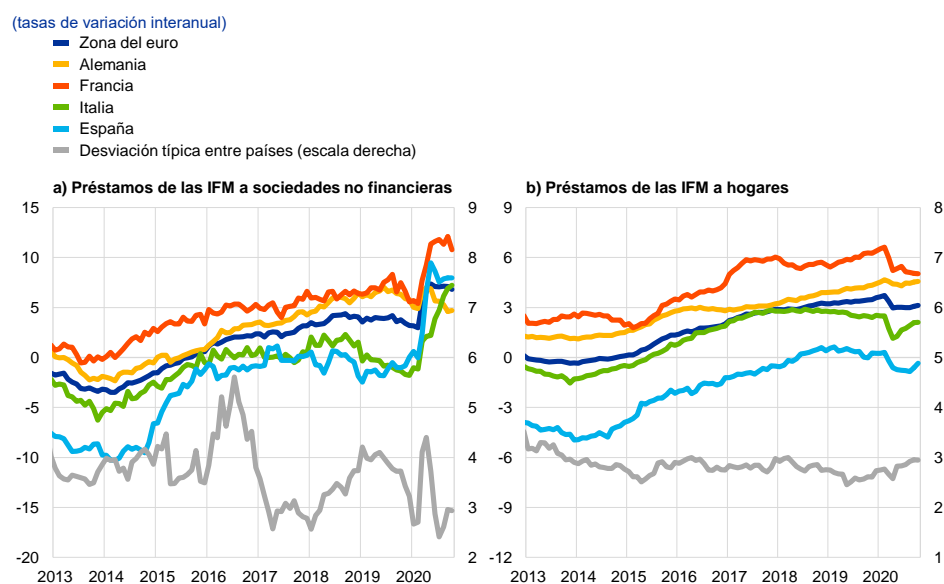
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos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

Los flujos de préstamos al sector privado se han moderado. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado se mantuvo sin variación en el 4,6 % en octubre, un punto porcentual por encima de la tasa registrada antes de la irrupción de la pandemia (véase gráfico 18). Sin embargo, la dinámica a más corto plazo apunta a una ralentización, como muestra el marcado descenso de los flujos de préstamos mensuales desde junio. La expansión del crédito ha seguido estando impulsada fundamentalmente por los préstamos a las empresas, que crecieron a una tasa interanual del 6,8 % en octubre, frente al 7,1 % de septiembre, mientras que el avance de los préstamos a los hogares se mantuvo estable en el 3,1 % (véase gráfico 20). La desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a empresas se produjo en el contexto de menores necesidades de liquidez de

emergencia, escasa inversión y endurecimiento de las condiciones de crédito. El recurso de las empresas a los préstamos a más largo plazo ha continuado aumentando, en detrimento de los préstamos a más corto plazo. La evolución divergente de los préstamos a empresas y a hogares obedece a la naturaleza específica de la crisis del Covid-19, que ha provocado un desplome de los flujos de efectivo de las primeras y las ha obligado a incrementar su dependencia de la financiación externa.

Gráfico 20

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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulaciones 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 12 países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2020.

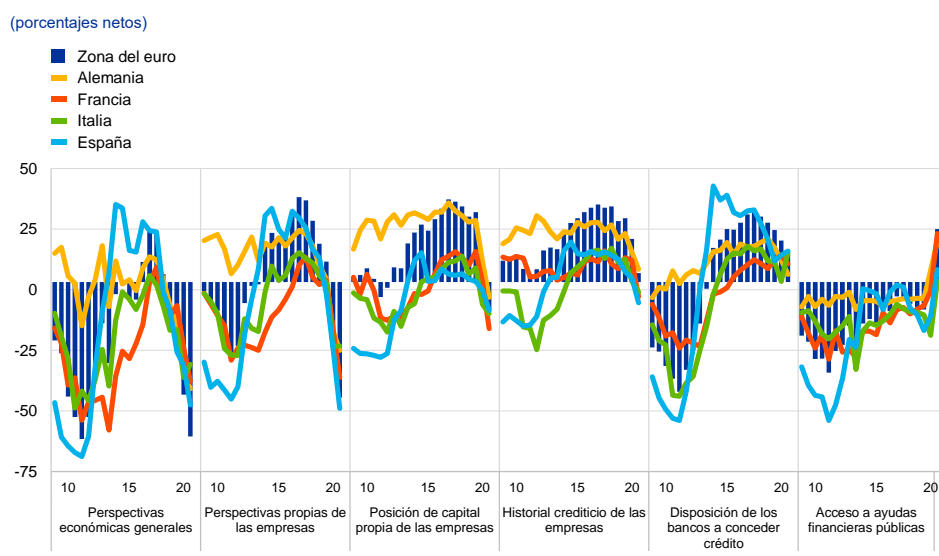
Las pequeñas y medianas empresas (pymes) señalaron una ligera mejora de su acceso a la financiación externa en los últimos seis meses, en comparación con principios de 2020, aunque esperan un deterioro en los próximos meses.

Según la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) de noviembre de 2020, las pymes indicaron, por primera vez desde 2009, una mejora del acceso a las ayudas financieras públicas, lo que sugiere que las iniciativas emprendidas por algunos Gobiernos con el objetivo de proporcionar avales públicos para préstamos bancarios durante la pandemia de Covid-19 se han trasladado a estas empresas (véase gráfico 21). Al mismo tiempo, las empresas percibían que su acceso a la financiación se estaba viendo afectado negativamente por las perspectivas económicas generales, pero también por las suyas propias y por su posición de capital. Las empresas de la zona del euro señalaron asimismo un deterioro marcado de su cifra de negocios y de sus beneficios, que fue generalizado en los distintos países y sectores. Dado que la demanda de fondos externos para cubrir brechas de liquidez aumentó considerablemente, la brecha de financiación (la diferencia entre las necesidades de financiación y la disponibilidad de financiación externa) experimentó un ligero

incremento adicional. Además, los resultados de la encuesta SAFE también mostraron que las pymes, y en menor medida las grandes empresas, esperaban un empeoramiento de la disponibilidad de la mayoría de las fuentes de financiación externa, en particular de las líneas de crédito y los préstamos bancarios.

Gráfico 21

Factores que afectan a la disponibilidad de financiación externa para pymes



Fuente: BCE (SAFE).

Nota: Los datos se refieren a las rondas 3 (marzo-septiembre de 2010) a 23 (abril de 2020-octubre de 2020) de la encuesta SAFE.

Las entidades de crédito se enfrentan a unas condiciones de financiación favorables, pero el riesgo de crédito afecta negativamente a sus balances y a su rentabilidad.

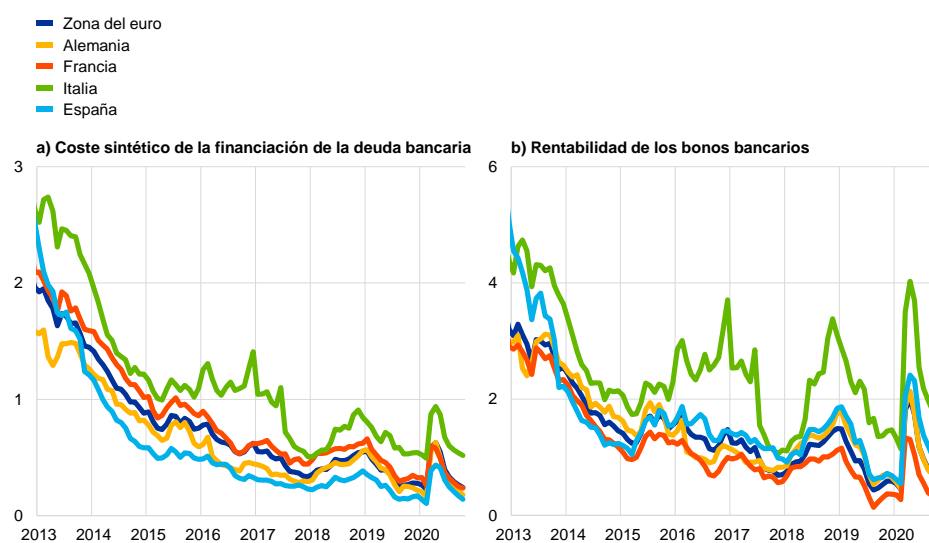
El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro, que había aumentado tras el estallido de la pandemia de Covid-19, retrocedió a niveles cercanos al mínimo histórico registrado antes de la pandemia, en febrero de 2020 (véase gráfico 22). Esta evolución se debió fundamentalmente a una caída de los rendimientos de los bonos propiciada por las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE. El APP y el PEPP del BCE están teniendo efectos positivos en los rendimientos de la deuda, lo que también beneficia al precio de los valores emitidos por las entidades de crédito. Además, las entidades sustituyeron, en parte, la financiación en los mercados por las TLTRO, lo que ejerce presión a la baja sobre los rendimientos de los bonos bancarios. Por último, los precios de los bonos bancarios garantizados cuentan con el respaldo directo del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés) del BCE. 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 octubre de 2020, contribuyendo así a unas condiciones de financiación favorables 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 las 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 cero, lo que comprime los

márgenes de intermediación de las entidades. Aunque los bancos se están beneficiando de unas condiciones de financiación favorables, el deterioro de la solvencia de los deudores a causa de la pandemia está teniendo un impacto negativo en su rentabilidad y en su posición de capital. Como muestra la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) correspondiente a octubre de 2020, las entidades de crédito endurecieron los criterios de concesión de préstamos en el tercer trimestre de 2020, lo que refleja su mayor percepción de riesgos debido a la pandemia.

Gráfico 22

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

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



Fuentes: BCE, Markit iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2020.

Los tipos de interés del crédito bancario continúan siendo muy favorables,

pero se esperan presiones al alza.

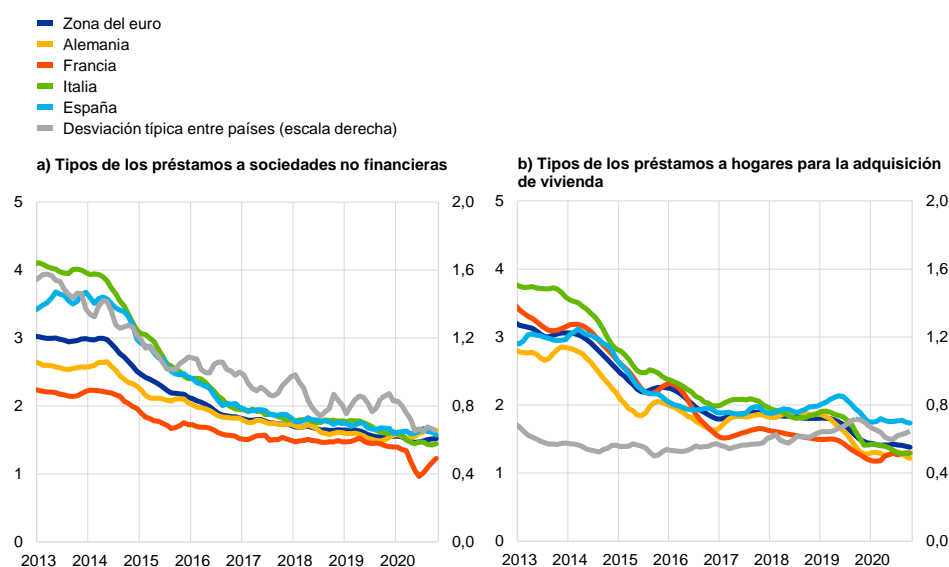
En octubre, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las empresas permanecieron próximos a sus mínimos históricos, en el 1,53 %, mientras que los de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda cayeron hasta un nuevo mínimo histórico del 1,36 % (véase gráfico 23). Esta evolución fue generalizada en los distintos países de la zona del euro. Además, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se estabilizó en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. Al mismo tiempo, los graves efectos económicos de la pandemia en los ingresos de las empresas, las perspectivas de empleo de los hogares y la solvencia general de los prestatarios siguieron presionando al alza los tipos de los préstamos bancarios. Por tanto, parece que la reacción favorable de estos tipos frente a la pandemia observada hasta ahora refleja dos factores. El primero es la eficacia de las medidas adoptadas por el BCE, los supervisores bancarios y los Gobiernos para compensar el efecto procíclico de la perturbación de la pandemia sobre la oferta de crédito. A este respecto, la ampliación de los programas de avales públicos para préstamos en

algunos países, al menos hasta junio de 2021, continuará protegiendo los tipos de interés de los préstamos bancarios de la evolución adversa del riesgo de crédito de los prestatarios. El segundo factor es la relativa rigidez de estos tipos a corto plazo mientras los bancos absorben temporalmente parte de las fluctuaciones de los componentes de sus costes en un intento por mantener las relaciones con los clientes.

Gráfico 23

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de 12 países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2020.

Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se estabilizó en el tercer trimestre de 2020.

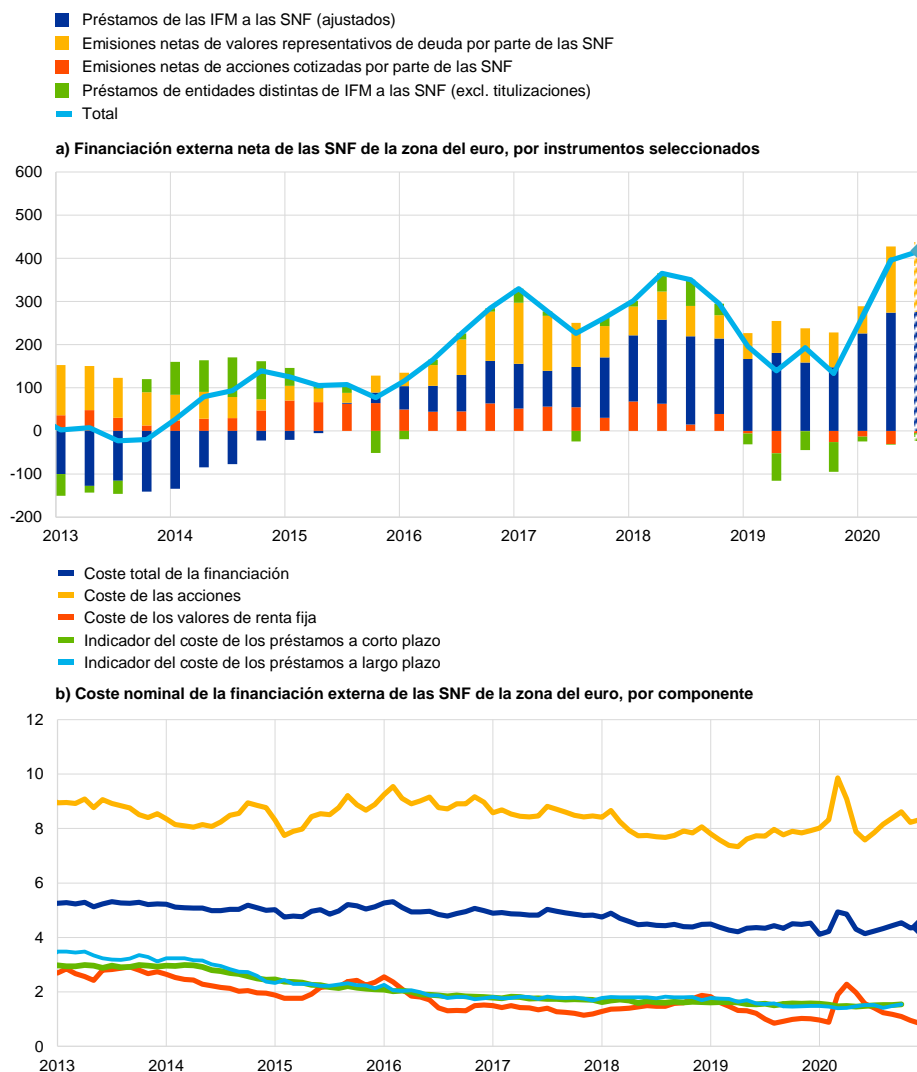
Esta estabilización refleja una ralentización de la financiación recibida de las entidades de crédito y de las emisiones netas de valores representativos de deuda en el mismo trimestre, tras alcanzar máximos históricos en el segundo trimestre (véase el panel a del gráfico 24). El deterioro de los flujos de efectivo de explotación de las empresas y las consiguientes necesidades acuciantes de financiación se vieron mitigados temporalmente como consecuencia de la relajación de las medidas de confinamiento en el tercer trimestre, dada la disminución de las tasas de contagio por Covid-19. La desaceleración de la financiación externa también se debió a la acumulación de reservas de liquidez por parte de las empresas en meses anteriores del año (entre marzo y junio), que se tradujo en una menor demanda de crédito en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, las emisiones netas de acciones cotizadas repuntaron en dicho trimestre, pero el aumento se concentró en algunas empresas, principalmente del sector tecnológico. Los volúmenes de préstamos del sector financiero no bancario (entidades distintas de IFM) se mantuvieron contenidos en el tercer trimestre. En conjunto, en el tercer trimestre de 2020 los flujos totales de financiación externa permanecieron por

encima de la media trimestral observada entre 2016 y 2019, debido a las 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 4,5 % a finales de octubre (véase el panel b del gráfico 24). Este nivel fue aproximadamente 40 puntos básicos más bajo que el máximo local de marzo de 2020 y 40 puntos básicos más alto que el mínimo histórico registrado en junio de este año. El descenso entre marzo y junio fue atribuible a la acusada caída del coste de la financiación mediante acciones y mediante valores de renta fija. Se estima que, entre finales de octubre y el final del período de referencia (9 de diciembre de 2020), el coste total de la financiación se redujo unos 15 puntos básicos, hasta el 4,4 %, como consecuencia del menor coste de la financiación mediante acciones y mediante valores de renta fija.

Gráfico 24

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

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



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

Notas: Panel a: La financiación externa neta es la suma de los préstamos de las IFM, las emisiones netas de valores representativos de deuda, las emisiones netas de acciones cotizadas y los préstamos de entidades distintas de IFM. Los préstamos de IFM están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Los préstamos de entidades distintas de IFM incluyen los préstamos otorgados por otras instituciones financieras y empresas de seguros y fondos de pensiones, netos de titulizaciones. La barra rayada y el rombo de color azul claro representan la previsión actual para el tercer 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 noviembre de 2020, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de octubre de 2020. Las últimas observaciones del panel a corresponden al segundo trimestre de 2020 para los datos de las cuentas de la zona del euro; las estimaciones para el tercer 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 diciembre de 2020 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 4 de diciembre de 2020 para el coste de las acciones (datos semanales) y a octubre de 2020 para el coste del crédito (datos mensuales).

6 Evolución de las finanzas públicas

El importante apoyo fiscal proporcionado a través de los estabilizadores automáticos y de las medidas discrecionales adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro ha mitigado el significativo impacto adverso de la pandemia de coronavirus (Covid-19) en la economía real. El coste fiscal de este apoyo ha sido muy alto para todos los países de la zona, aunque con diferencias notables de unos a otros. Según las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2020, como resultado de la desaceleración económica y del respaldo fiscal, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentará de forma sustancial, hasta el 8 % del PIB en 2020, desde el 0,6 % de 2019. Posteriormente, se proyecta un descenso de la ratio de déficit, hasta el 6,1 % del PIB en 2021 y hasta el 3,9 % y el 3 % del PIB en los dos años siguientes. Se espera que esta mejora esté impulsada por la retirada gradual de las medidas de emergencia, mientras que el componente cíclico solo mejorará de forma significativa a partir de 2022. Como reflejo de las medidas fiscales aplicadas y del deterioro de la situación económica, se estima que la ratio agregada de deuda de la zona del euro se ha incrementado de manera acusada en 2020 y que alcanzará un máximo en 2021, así como que posteriormente descenderá, aunque a un ritmo muy lento. En vista de la pronunciada contracción de la economía de la zona del euro, sigue siendo fundamental una orientación fiscal ambiciosa y coordinada, aunque las medidas fiscales que se adopten en respuesta a la situación de emergencia derivada de la pandemia deben tener, en la medida de lo posible, un objetivo específico y ser de naturaleza temporal. Al mismo tiempo, la debilidad de la demanda de las empresas y los hogares, así como el aumento del riesgo de un retraso en la recuperación a la luz de los nuevos confinamientos ocasionados por la segunda ola de la pandemia, justifican un respaldo continuado de las políticas fiscales nacionales. El fondo Next Generation EU (NGEU), que complementa las medidas fiscales de ámbito nacional, contribuirá a que la recuperación sea más rápida, fuerte y uniforme, y aumentará la capacidad de resistencia y el potencial de crecimiento de la economía de los Estados miembros de la UE, en particular si los fondos se emplean para un gasto público productivo y se acompañan de políticas estructurales dirigidas a mejorar la productividad.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá de forma sustancial en 2020 y se recuperará gradualmente a partir de entonces⁹. Sobre la base de estas proyecciones, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona aumentará desde el 0,6 % del PIB en 2019 hasta el 8 % del PIB en 2020, y después descenderá hasta situarse en el 6,1 % en 2021 y en el 3,9 % y el 3 % en 2022 y 2023, respectivamente (véase gráfico 25). La reducción del saldo presupuestario en 2020 es atribuible, en buena medida, al deterioro del saldo primario ajustado de ciclo como consecuencia de las medidas de apoyo económico por un importe equivalente a alrededor del 4,5 % del PIB, del que la mayor parte es gasto adicional, en particular en forma de

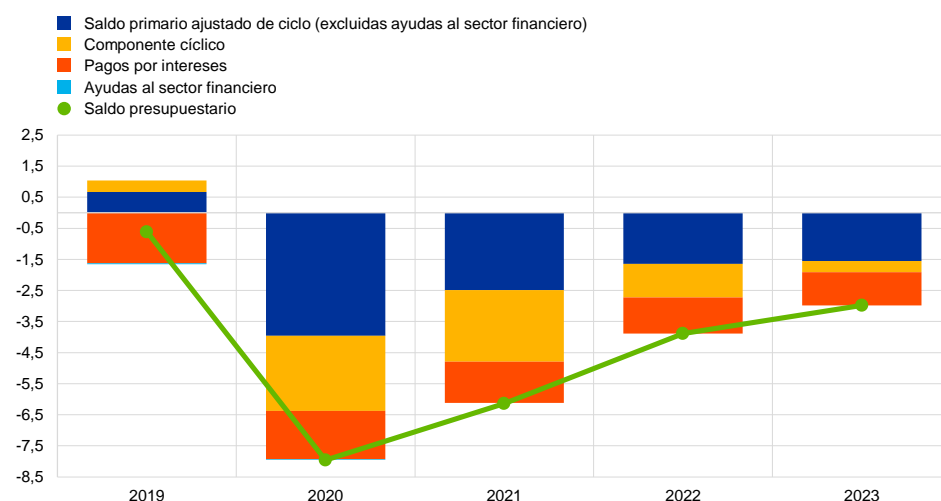
⁹ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2020](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 10 de diciembre de 2020.

transferencias y ayudas a empresas y a hogares, por ejemplo, a través de los programas de regulación temporal o de mantenimiento del empleo. Esta reducción también obedece a un importante componente cíclico negativo, en consonancia con un deterioro acusado del producto de la zona del euro¹⁰. Inicialmente, la mejora posterior del saldo presupuestario estará impulsada por una recuperación del saldo primario ajustado de ciclo a medida que parte de las medidas de emergencia se retiren paulatinamente a partir de 2021. Se prevé que la contribución del ciclo económico solo aumente de forma significativa a partir de 2022 y que siga siendo negativa durante el horizonte de proyección. Con todo, estas proyecciones fiscales están sujetas a una incertidumbre excepcional, sobre todo con respecto al tamaño, el calendario y la composición del gasto del NGEU, pero también, en términos más generales, porque las políticas económicas tienen que reaccionar necesariamente al compás de la evolución de la pandemia.

Gráfico 25

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre 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 mediante 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 17 % 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, todo importe por el que se ejecuten supondrá un incremento del gasto público que elevará la deuda pública.

En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2020, las perspectivas fiscales de la zona del euro serán menos negativas en 2020, pero más adversas tanto en 2021 como en 2022. El saldo

¹⁰ Se debe 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 al alza en 0,8 puntos porcentuales para 2020 y a la baja en 1,2 y 0,3 puntos porcentuales para 2021 y 2022, respectivamente. La disminución del déficit fiscal en 2020 se debe, principalmente, a un saldo ajustado de ciclo menos negativo, pero también a un componente cíclico algo menos desfavorable. Se espera que este panorama se invierta durante los dos próximos años, en los que tanto el saldo ajustado de ciclo como el componente cíclico deberían ser más negativos de lo previsto anteriormente.

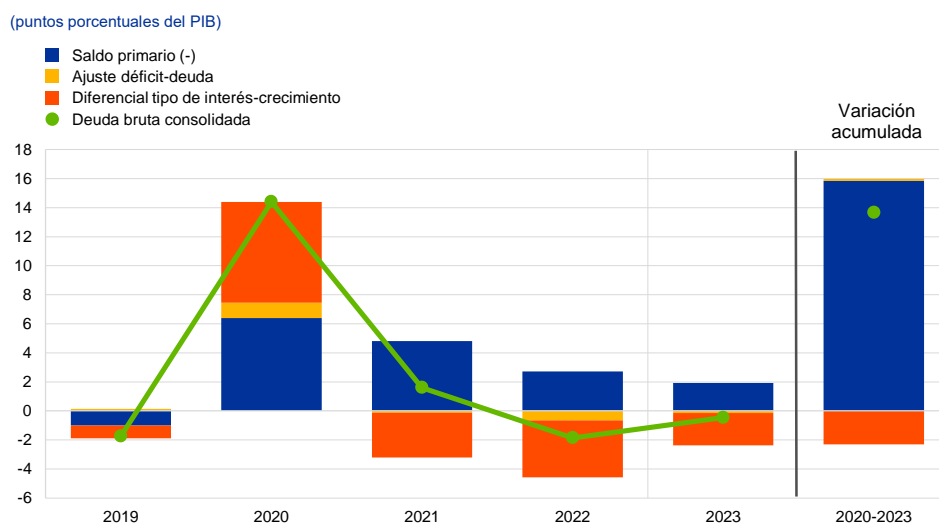
La orientación general de la política fiscal ha sido muy expansiva en 2020, pero se espera una reducción moderada del apoyo en 2021-2022, cuando se vayan retirando las medidas de emergencia¹¹. Según las estimaciones, la orientación de la política fiscal fue ligeramente expansiva en 2019, si bien se espera que sea muy acomodaticia (4,8 % del PIB) en 2020. En cambio, se prevé que en 2021 y 2022 registre un endurecimiento moderado, del 1,5 % y el 0,8 % del PIB, respectivamente, y que en 2023 sea prácticamente neutral. Esta senda refleja una retirada gradual de las medidas excepcionales de emergencia frente a la pandemia a partir de 2021. Pese al paulatino endurecimiento previsto, el saldo presupuestario total continuará siendo considerablemente negativo, ya que los instrumentos fiscales seguirán apoyando la recuperación económica a lo largo de todo el horizonte de proyección.

La ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro aumentó de forma acusada en 2020, y se prevé que alcance un máximo de alrededor del 100 % del PIB en 2021, con un descenso muy gradual posteriormente. Los aumentos de la ratio de deuda de 14,5 y 1,5 puntos porcentuales en 2020 y 2021, respectivamente, reflejan, sobre todo, unos déficits primarios elevados y, en 2020, unos diferenciales tipo de interés-crecimiento muy negativos. El incremento registrado en 2020 también es atribuible a un ajuste sustancial entre déficit y deuda, debido a las medidas relacionadas con la pandemia, como el apoyo de liquidez a las empresas y los hogares. En 2022 y 2023, la reducción de los déficits primarios, que, no obstante, seguirán siendo significativos, se verá contrarrestada con creces por la contribución favorable de la mejora de los diferenciales tipo de interés-crecimiento, ya que se proyecta que la actividad económica se recupere, y también por un ajuste negativo entre déficit y deuda en 2022 (véase gráfico 26). En consecuencia, se espera que la ratio de deuda se sitúe en el 97,8 % del PIB al final del horizonte de proyección, en 2023.

¹¹ 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 «La orientación de la política fiscal en la zona del euro», *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.

Gráfico 26

Factores determinantes de la variación de la deuda pública



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020.

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

Se tardará un tiempo considerable en recomponer los balances hasta que se sitúen en los niveles previos a la crisis. La reducción de los desequilibrios presupuestarios depende, entre otros factores, del ritmo de la recuperación en 2021, especialmente tras las noticias positivas sobre la disponibilidad de varias vacunas contra el Covid-19. Además, la actuación fiscal coordinada emprendida en la Unión Europea debería dar impulso al crecimiento económico. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación favorables siguen conteniendo la carga financiera. De cara al futuro, continúa siendo importante que los Estados miembros de la UE vuelvan a registrar posiciones presupuestarias saneadas, incluidos niveles de deuda pública más bajos, cuando la actividad económica se haya recuperado¹².

¹² Para más detalles sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2021 y los dictámenes de la Comisión Europea, véase el recuadro titulado «Evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2021 en tiempos de la crisis del Covid-19» en este Boletín Económico.

Recuadros

1 Los efectos perdurables de crisis anteriores sobre la economía mundial

Natalia Martín Fuentes e Isabella Moder

La pandemia de coronavirus (Covid-19) es una perturbación sin precedentes para la economía mundial. En primer lugar, es un *shock* de múltiples dimensiones, ya que la emergencia de salud pública se ha visto agravada por una perturbación de oferta inducida (por la adopción de medidas de confinamiento estrictas) y por una perturbación de demanda derivada del aumento del paro y de la mayor incertidumbre. En segundo lugar, ha dado lugar a una respuesta de política de gran envergadura en numerosos frentes que ha atenuado los efectos adversos sobre la actividad económica, si bien podría acrecentar los desequilibrios existentes en la economía mundial y suscitar preocupación por el sobreendeudamiento de los sectores público y privado, y por las necesidades de despalancamiento futuras. Por último, determinados sectores han resultado afectados de manera especialmente intensa por las medidas de confinamiento y por los cambios en el comportamiento de los consumidores, que es probable que perduren al menos hasta que se disponga de una solución médica efectiva.

Dada la compleja naturaleza de la perturbación generada por el Covid-19, es necesario considerar sus implicaciones para el potencial de crecimiento a largo plazo de la economía mundial. En este recuadro se examinan crisis anteriores y los canales a través de los cuales han afectado al producto potencial¹³. El análisis está sujeto a un alto grado de incertidumbre porque el producto potencial es una variable no observable. Además, la crisis del Covid-19 es única en muchos aspectos, por lo que es posible que crisis pasadas no sean indicativas de las repercusiones a medio y a largo plazo que puede tener para la economía mundial, sobre todo porque su duración —uno de los parámetros clave para evaluar sus posibles efectos perdurables— sigue sin conocerse.

La idea tradicional de que las fluctuaciones del ciclo económico no influyen en el crecimiento a largo plazo ha sido cuestionada en la literatura económica. Por ejemplo, la existencia de efectos de histéresis en el mercado de trabajo (es decir, un efecto persistente de las perturbaciones en el desempleo) es un fenómeno que ha sido ampliamente examinado y debatido¹⁴. Asimismo, contribuciones recientes de la literatura, motivadas por la lentitud de la recuperación tras la crisis financiera global, han mostrado que las recesiones causan efectos perdurables en el

¹³ Véase también el artículo titulado «El impacto del Covid-19 en el producto potencial de la zona del euro « », *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020.

¹⁴ Véase, por ejemplo, O. J. Blanchard y L. H. Summers, «*Hysteresis and the European Unemployment Problem*», *NBER Working Papers*, n.º 1950, National Bureau of Economic Research, 1986.

nivel del PIB¹⁵, ya que las fluctuaciones cíclicas influyen en la oferta de la economía a través de diversos canales, configurando así su tendencia de largo plazo.

El análisis de los efectos perdurables de crisis anteriores proporciona algunas indicaciones de cómo puede afectar la perturbación del Covid-19 al producto potencial¹⁶. Un análisis de epidemias pasadas basado en proyecciones locales sugiere que el impacto inicial sobre el nivel del producto potencial es relativamente transitorio y que tiende a desaparecer transcurridos dos años desde el final de la epidemia (véase el panel superior izquierdo del gráfico A)¹⁷. Con todo, se ha de observar que las epidemias anteriores consideradas en el análisis fueron, en su mayor parte, eventos localizados que no pueden compararse con una pandemia global de esta magnitud¹⁸. Por lo tanto, se examina el impacto de dos tipos adicionales de crisis exógenas sobre el producto potencial; en concreto, el embargo de petróleo impuesto en 1973-1974 por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), que puede considerarse una perturbación exógena de oferta negativa para los países afectados¹⁹, y el efecto de conflictos bélicos de entidad²⁰. Los resultados indican que el embargo solo incidió negativamente en el producto potencial en el año posterior a la perturbación (panel superior derecho). En cambio, los resultados correspondientes a conflictos bélicos de entidad (panel inferior izquierdo) señalan que, tras un fuerte impacto inicial, una vez finalizado el conflicto, la recuperación económica tiende a ser acusada y sin efectos perdurables más prolongados (es decir, más de cuatro años). No obstante, la gran amplitud de los intervalos de confianza apunta a que el impacto a largo plazo de los conflictos bélicos es considerablemente heterogéneo.

¹⁵ Véanse, por ejemplo, V. Cerra, A. Fatás y S. C. Saxena, «Hysteresis and Business Cycles», *CEPR Discussion Papers*, n.º DP14531, 2020; O. Jordà, M. Schularick y A. M. Taylor, «Disasters Everywhere: The Costs of Business Cycles Reconsidered», *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, n.º 2020-11, 2020, y J. Bluedorn y D. Leigh, «Is the Cycle the Trend? Evidence from the Views of International Forecasters», *IMF Working Papers*, n.º 18/163, 2018.

¹⁶ Los resultados que se presentan a continuación se basan en proyecciones locales de un modelo con datos de panel que incluye 117 países desde 1970 hasta 2017. Las variables independientes representan el crecimiento acumulado del producto potencial cada año. Los regresores incorporan componentes autorregresivos con cuatro retardos, variables ficticias (*dummies*) de los respectivos eventos y efectos fijos de país. Las fuentes de los datos son las Penn World Tables para el producto potencial y sus subcomponentes respectivos, y L. Laeven y F. Valencia, «Systemic Banking Crises Revisited», *IMF Working Papers*, n.º 18/206, 2018, para las crisis financieras.

¹⁷ Entre las epidemias pasadas se incluyen el síndrome respiratorio agudo severo (SARS) (2003), la gripe A (2009-2010), el síndrome respiratorio de Oriente Medio (MERS) (2013), el virus del Ébola (2014-2015) y el virus del Zika (2016). Los países se consideran afectados si registraron al menos diez casos.

¹⁸ Véase también O. Jordà, S. R. Singh y A. M. Taylor, «Longer-Run Economic Consequences of Pandemics», *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, n.º 2020-09, 2020, que encuentran consecuencias macroeconómicas duraderas significativas de quince pandemias graves desde el siglo XIV.

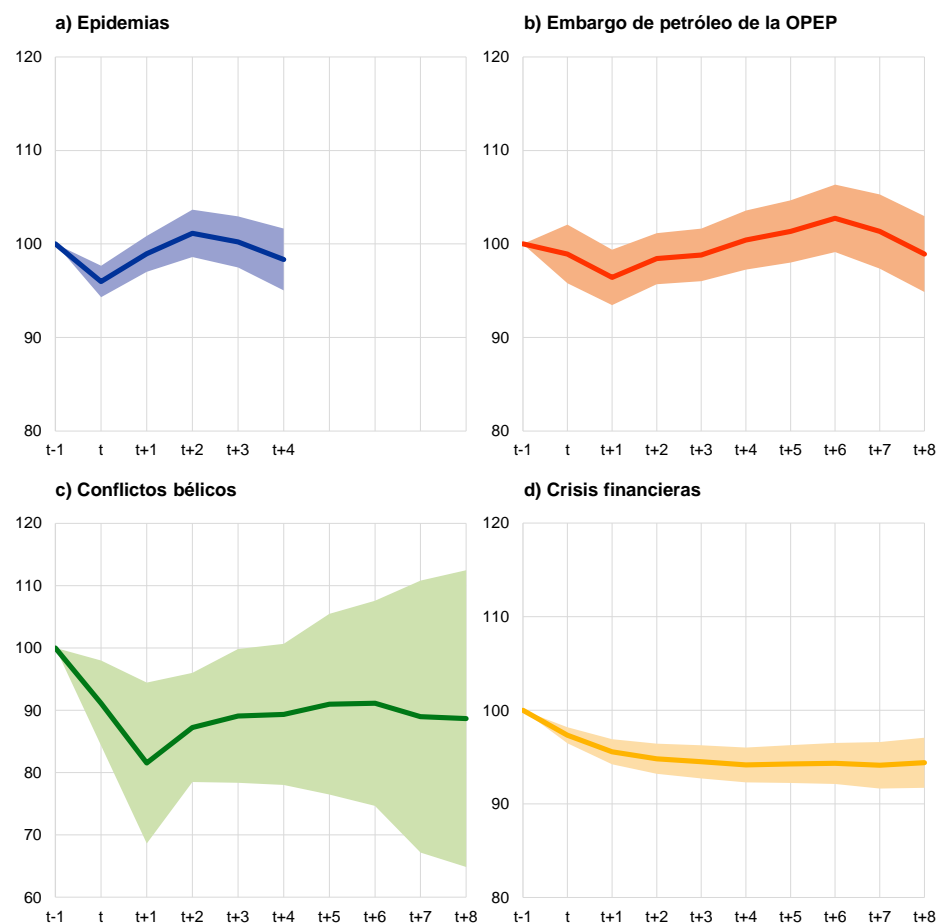
¹⁹ La muestra empleada en la estimación incluye los siguientes países sujetos al embargo de petróleo impuesto por la OPEP: Canadá, Japón, Países Bajos, Portugal, Sudáfrica, Reino Unido y Estados Unidos. Aunque el embargo solo afectó transitoriamente a los países a los que iba dirigido en comparación con los países no afectados, la subida permanente de los precios del crudo resultante de las perturbaciones de los precios del petróleo en la década de los setenta, en particular la segunda perturbación, puede haber causado un efecto más permanente en el producto potencial global. Véase también el artículo titulado «El impacto del Covid-19 en el producto potencial de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020.

²⁰ En la muestra se incluyeron los siguientes conflictos bélicos: la guerra civil en el Líbano (1975-1990), la guerra del Golfo en Irak (1990-1991), las guerras yugoslavas (1991-1999), la guerra civil en Sierra Leona (1991-2002), la segunda guerra del Congo (1999-2003), la guerra de Irak (2003-2011), la guerra civil siria (2011-actualidad) y la guerra civil en Irak (2014-2017).

Gráfico A

Efectos perdurables de epidemias pasadas y de otras crisis en los niveles del producto potencial

(índices)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en las Penn World Tables y en Laeven y Valencia (véase la nota a pie de página 4).

Notas: Las líneas continuas señalan el impacto del acontecimiento respectivo sobre el nivel del producto potencial en el año t hasta el período t+8, es decir, ocho años después de que haya finalizado el acontecimiento, y las zonas sombreadas muestran el intervalo de confianza del 95%. El impacto en el producto potencial se estima aplicando un enfoque de proyecciones locales basado en un panel global que incluye todos los acontecimientos de forma simultánea, cuatro retardos del crecimiento del producto potencial para controlar la endogeneidad y efectos fijos de país. Como la mayoría de las epidemias consideradas en el análisis son relativamente recientes, la muestra solo permite calcular su impacto hasta cuatro años después de su fin. El producto potencial se define como el nivel de producción que es acorde con la capacidad productiva de una economía.

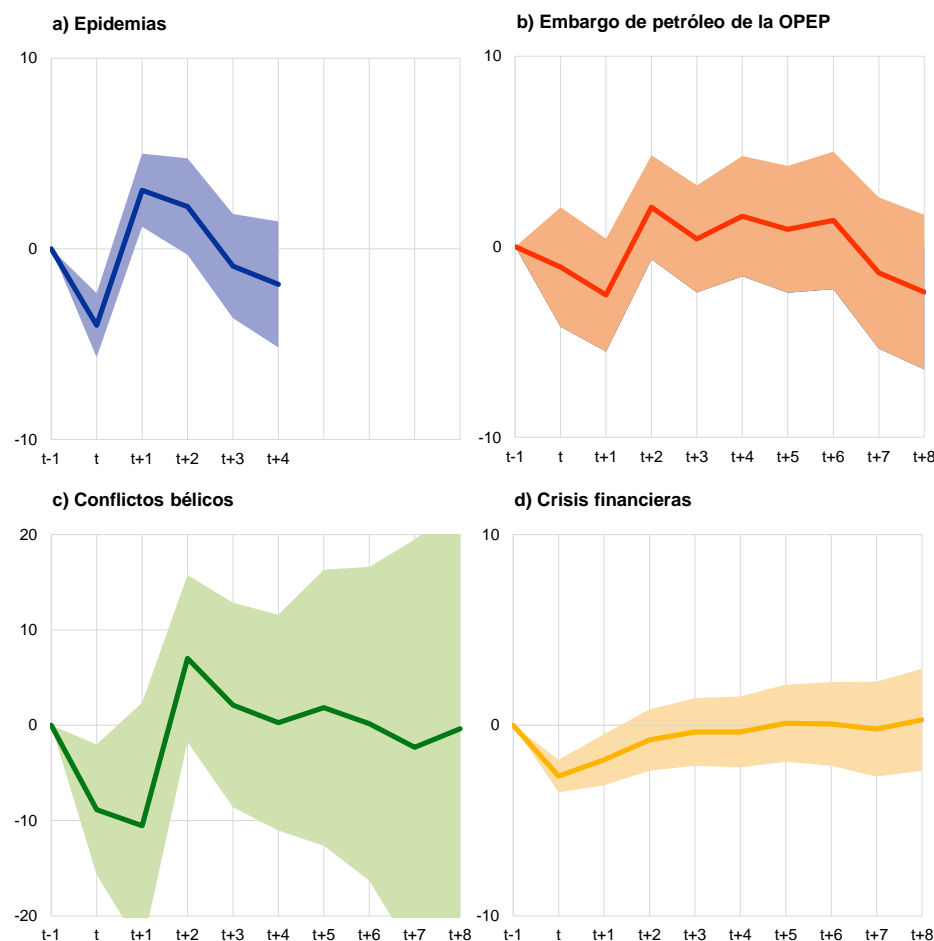
En cambio, las crisis financieras están asociadas a un efecto negativo muy persistente en el producto potencial.

Los resultados correspondientes a crisis financieras pasadas (como ejemplos de crisis endógenas, es decir, provocadas por la acumulación de desequilibrios económicos) sugieren una pérdida de producto de alrededor del 5% incluso al cabo de ocho años, en línea con la literatura reciente mencionada anteriormente. Esta conclusión se ve confirmada por el hecho de que, en las recesiones originadas por crisis financieras no se observa una sobre-reacción de las tasas de crecimiento tras el final de la recesión, lo que apunta a que generan efectos perdurables y prolongados en el nivel del producto potencial (véase gráfico B). Este no es el caso de las crisis exógenas (es decir, epidemias, el embargo de la OPEP y conflictos bélicos), en las que la contracción inicial va seguida de unas tasas de crecimiento superiores a las normales, lo que hace que el producto potencial de la economía retorne a su senda tendencial de largo plazo.

Gráfico B

Impacto de epidemias pasadas y de otras crisis en el crecimiento del producto potencial

(tasas de crecimiento)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en las Penn World Tables y en Laeven y Valencia (véase la nota a pie de página 4).
Notas: Las líneas continuas señalan el impacto del acontecimiento respectivo sobre la tasa de crecimiento del producto potencial en el año t hasta el período t+8, es decir, ocho años después de que haya finalizado el acontecimiento, y las zonas sombreadas muestran el intervalo de confianza del 95 %. El impacto en el producto potencial se estima aplicando un enfoque de proyecciones locales basado en un panel global que incluye todos los acontecimientos de forma simultánea, cuatro retardos del crecimiento del producto potencial para controlar la endogeneidad y efectos fijos de país. Como la mayoría de las epidemias consideradas en el análisis son relativamente recientes, la muestra solo permite calcular su impacto hasta cuatro años después de su fin. El producto potencial se define como el nivel de producción que es acorde con la capacidad productiva de una economía.

La evidencia muestra que en las recesiones registradas a raíz de crisis financieras, el impacto de la crisis fue particularmente persistente para el stock de capital²¹. Es conveniente analizar el efecto de crisis financieras anteriores en los componentes individuales del producto potencial. Los tres componentes de oferta de la función de producción se ven afectados inicialmente por una crisis financiera (véase gráfico C). Aunque el impacto negativo sobre la productividad total

²¹ En línea con el impacto transitorio sobre el crecimiento potencial analizado anteriormente, el efecto de las epidemias, del embargo de la OPEP y de los conflictos bélicos sobre los componentes individuales de la oferta es transitorio o no significativo, por lo que no se examina con más detalle en este recuadro. La única excepción es el impacto adverso de las epidemias en la oferta de trabajo (incluido el capital humano), que se intensifica con el tiempo. Los resultados relativos a epidemias son similares, en líneas generales, con los de un estudio reciente del Banco Mundial. Véase A. Dieppe (ed.), «[Global Productivity: Trends, Drivers, and Policies](#)», Banco Mundial, 2020.

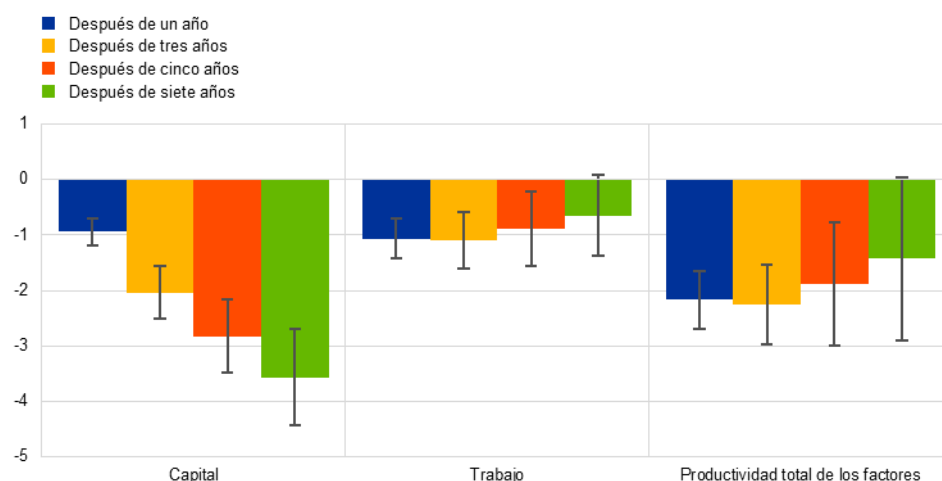
de los factores y sobre el factor trabajo empieza a disiparse al cabo de unos tres años, se observan efectos adversos y persistentes en el *stock* de capital, que es la principal causa de las secuelas perdurables a largo plazo de las crisis financieras.

La crisis del Covid-19 podría incidir negativamente en el *stock* de capital, como se observó en crisis financieras anteriores. Es probable que la depreciación del capital haya aumentado como consecuencia del Covid-19, sobre todo en sectores intensivos en capital afectados por la crisis, como el aéreo, en el que partes del *stock* de capital podrían quedarse obsoletas, así como en otros sectores que están atravesando dificultades como resultado de la perturbación de demanda. Por otra parte, las necesidades de consolidación de las finanzas públicas después de la crisis, unidas a las difíciles perspectivas económicas de las empresas, pueden contribuir a que haya un período prolongado de infrainversión²².

Gráfico C

Impacto de crisis financieras en los componentes del crecimiento del producto potencial

(tasas de crecimiento acumuladas)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en las Penn World Tables y en Laeven y Valencia (véase la nota a pie de página 4).

Notas: Las barras indican el impacto de crisis financieras sobre los respectivos componentes del producto potencial al cabo del número de años señalado desde el final de la crisis. Las barras de error representan el intervalo de confianza del 95 %. El impacto en el producto potencial se estima aplicando un enfoque de proyecciones locales basado en un panel global que incluye todos los acontecimientos de forma simultánea, cuatro retardos del crecimiento del producto potencial para controlar la endogeneidad y efectos fijos de país. El producto potencial se define como el nivel de producción que es acorde con la capacidad productiva de una economía.

Como la perturbación generada por el Covid-19 ha incidido, sobre todo, en sectores intensivos en trabajo, el impacto inicial sobre la oferta de trabajo podría ser más acusado que en crisis financieras anteriores. Con la excepción del transporte, los sectores más golpeados por las medidas de contención del Covid-19 (como el comercio minorista, la hostelería y las actividades recreativas y

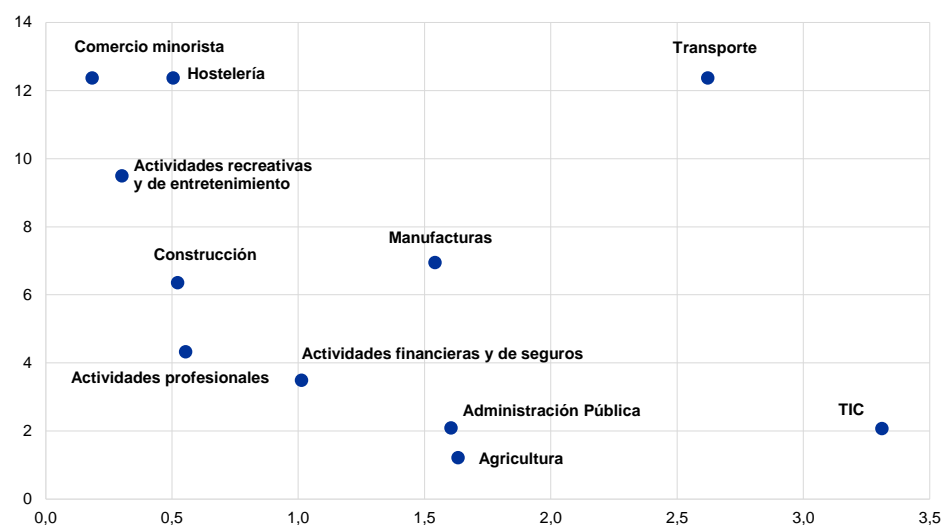
²² En la primera mitad de 2020, la inversión mundial (excluida la zona del euro) se redujo en torno a un 11%, más que tras la crisis financiera global; entre el tercer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009, la inversión mundial descendió un 8% en términos acumulados. Según las proyecciones de la OCDE, en el cuarto trimestre de 2021 todavía se situará un 4% por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2019 (media no ponderada de Australia, Canadá, Japón, Corea, Reino Unido y Estados Unidos). Véase «*OECD Economic Outlook No 107 - Single-hit scenario - Edition 2020/1*», *OECD Economic Outlook: Statistics and Projections* (base de datos), OCDE, 2020.

de entretenimiento) tienden a ser más intensivos en trabajo que en capital (véase gráfico D). Al mismo tiempo, incluso sectores a los que no iban dirigidas las medidas de confinamiento pueden haberse visto afectados indirectamente a través de la disminución de las ventas de bienes intermedios a sectores perjudicados²³. La cuestión de si esas pérdidas de empleo pasarán a tener un carácter más permanente dependerá de la velocidad de reasignación de trabajadores entre sectores y empresas. Las repercusiones de la pandemia en el mercado de trabajo —como una disminución de la población activa a causa de un incremento de trabajadores desanimados o de un descenso de los flujos migratorios hacia las economías avanzadas— podrían dar lugar a una reducción sostenida de la población activa. Esta reducción, unida al impacto sobre la acumulación de capital humano a consecuencia de los cierres generalizados de centros educativos, podría intensificar el efecto negativo sobre la oferta de trabajo²⁴. Al mismo tiempo, se debe reconocer que las pérdidas dependerán de la respuesta de las autoridades y del éxito de las políticas de empleo para mitigar estos efectos²⁵.

Gráfico D

Pérdidas sectoriales derivadas de las medidas de contención del Covid-19 y ratio de intensidad del capital/trabajo

(eje de abscisas: stock de capital fijo por empleado; eje de ordenadas: reducciones estimadas del valor añadido en porcentaje)



Fuentes: Cálculos del BCE y base de datos EU KLEMS.

Notas: Las pérdidas sectoriales derivadas de las medidas de confinamiento contra el Covid-19 se basan en un análisis realizado por expertos del BCE de una muestra de países de importancia sistémica global y se calculan como una media no ponderada. La ratio de intensidad del capital/trabajo se calcula como el stock de capital fijo (en 2017) dividido por el factor trabajo (en número de empleados en 2017) de cada sector, basado en la media no ponderada de una muestra de 19 países.

Por último, aunque la crisis del Covid-19 también podría incidir negativamente en la productividad, el impulso para la adopción de tecnologías digitales

²³ Véase L. Laeven, «[Pandemics, Intermediate Goods, and Corporate Valuation](#)», *CEPR Discussion Papers*, n.º DP15022, 2020.

²⁴ Véase S. Burgess y H. H. Sievertsen, «[Schools, skills, and learning: The impact of COVID-19 on education](#)», *VoxEU*, 2020, donde se argumenta que incluso un período relativamente breve de días lectivos perdidos tendrá consecuencias en el desarrollo de las capacidades.

²⁵ Véase el recuadro titulado «[Valoración preliminar del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

podría ser positivo a largo plazo. La crisis del Covid-19 podría afectar a la productividad total de los factores de diversas maneras. En primer lugar, el impacto del coronavirus podría inmovilizar temporalmente recursos en sectores improductivos, y es probable que la reasignación de recursos productivos hacia sectores en rápido crecimiento tarde un tiempo en materializarse²⁶. Además, la innovación podría verse perjudicada por el menor gasto en investigación y desarrollo —en el sector público, como consecuencia de las necesidades de consolidación, y en el privado, debido a la elevada incertidumbre—. Por otra parte, la relocalización de las cadenas globales de valor tras la crisis del Covid-19 podría dificultar la innovación y la transferencia de conocimiento entre países. Al mismo tiempo, el impulso de la digitalización propiciado por la crisis del Covid-19 podría acelerar la transformación digital de la economía mundial y, con ello, contribuir positivamente a la productividad total de los factores²⁷.

²⁶ No obstante, la productividad agregada podría beneficiarse de esa reasignación de recursos hacia sectores más productivos una vez se haya completado. Además, la perturbación del Covid-19 podría tener un impacto más acusado en empresas con productividad baja, lo que, en principio, podría causar un efecto positivo en la productividad agregada. Véase el recuadro 2 del artículo titulado «El impacto de la pandemia de Covid-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020.

²⁷ De hecho, en una encuesta reciente a empresas líderes de la zona del euro, los efectos de la pandemia en la oferta a largo plazo citados con más frecuencia fueron el aumento del teletrabajo y la aceleración de la digitalización (véase el recuadro titulado «[Los efectos a largo plazo de la pandemia: resultados de una encuesta a empresas líderes](#)» en este Boletín Económico).

2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 22 de julio y el 3 de noviembre de 2020

Simon Forsyth y Ross Murphy

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE y la evolución de la liquidez durante el quinto y el sexto período de mantenimiento de reservas de 2020, comprendidos entre el 22 de julio y el 15 de septiembre, y entre el 16 de septiembre y el 3 de noviembre de 2020, respectivamente. Durante este período, se estabilizó la volatilidad de los mercados asociada a la crisis del coronavirus (Covid-19) de meses anteriores. Las medidas anunciadas por los bancos centrales continuaron respaldando el funcionamiento de los mercados a lo largo del verano.

Los niveles de liquidez del banco central en el sistema bancario siguieron aumentando durante el quinto y el sexto período de mantenimiento de 2020.

Esta evolución se debió principalmente a la liquidación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) y a las adquisiciones de activos realizadas 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).

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 2.044,5 mm de euros en el período analizado. Esta cifra fue 109,8 mm de euros superior a la media del tercer y cuarto período de mantenimiento de 2020 (véase el apartado del cuadro A titulado «Otra información relativa a la liquidez»). Los factores autónomos netos aumentaron en 107,3 mm de euros, hasta situarse en 1.901,6 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron en 2,6 mm de euros, hasta un importe de 142,9 mm de euros.

Durante el período considerado, los depósitos de las Administraciones Públicas continuaron siendo, con diferencia, el principal factor autónomo de absorción de liquidez. Estos depósitos mantuvieron su tendencia al alza, aunque aumentaron a un ritmo menor que en el período anterior. Su incremento fue de 146,7 mm de euros, en promedio, y se situaron en 727,9 mm de euros. Los depósitos de las Administraciones Públicas de la zona del euro alcanzaron máximos históricos y representaron, en promedio, más del 11 % del balance del Eurosistema durante el período analizado, frente a alrededor del 9 % en el período de referencia anterior y el 6 % en los dos primeros períodos de mantenimiento del año. Los factores de inyección de liquidez se incrementaron en 41,6 mm de euros,

contrarrestando, solo en parte, el efecto del crecimiento de los depósitos de las Administraciones Públicas. En particular, los activos netos denominados en euros registraron un aumento de 83,7 mm de euros, que se vio compensado parcialmente por una disminución de los activos exteriores netos por importe de 42,1 mm de euros (véase el apartado del cuadro A titulado «Activos»).

En general, durante el período considerado, la liquidez total suministrada a través de las operaciones de política monetaria siguió superando 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: del 22 de julio al 3 de noviembre de 2020						Período de referencia anterior: del 6 de mayo al 21 de julio de 2020	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: del 22 de julio al 15 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: del 16 de septiembre al 3 de noviembre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	2.998,3	(+149,0)	2.976,9	(+37,5)	3.022,9	(+46,0)	2.849,3	(+339,1)
Billetes en circulación	1.384,9	(+27,3)	1.381,2	(+15,6)	1.389,1	(+7,9)	1.357,6	(+58,1)
Depósitos de las AAPP	729,7	(+146,7)	712,9	(+41,7)	749,0	(+36,0)	583,0	(+261,5)
Otros factores autónomos ¹	883,7	(-25,1)	882,8	(-19,7)	884,8	(+2,0)	908,8	(+19,5)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	2.562,7	(+529,6)	2.483,3	(+278,6)	2.653,5	(+170,2)	2.033,1	(+437,5)
Exigencias de reservas mínimas ²	142,9	(+2,6)	142,4	(+1,2)	143,6	(+1,2)	140,4	(+4,7)
Facilidad de depósito	435,4	(+104,8)	413,2	(+57,2)	460,7	(+47,5)	330,5	(+72,3)
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: del 22 de julio al 3 de noviembre de 2020						Período de referencia anterior: del 6 de mayo al 21 de julio de 2020	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: del 22 de julio al 15 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: del 16 de septiembre al 3 de noviembre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	1.097,0	(+41,6)	1.097,9	(+26,9)	1.096,0	(-1,9)	1.055,4	(+22,6)
Activos exteriores netos	865,2	(-42,1)	865,9	(-5,3)	864,4	(-1,6)	907,3	(+60,5)
Activos netos denominados en euros	231,8	(+83,7)	232,0	(+32,2)	231,6	(-0,4)	148,2	(-37,9)
Instrumentos de política monetaria	5.020,5	(+728,6)	4.897,3	(+338,0)	5.161,4	(+264,1)	4.291,9	(+824,7)
Operaciones de mercado abierto	5.020,5	(+728,6)	4.897,3	(+338,0)	5.161,4	(+264,1)	4.291,9	(+824,7)
Operaciones de subasta	1.625,9	(+419,8)	1.573,7	(+182,6)	1.685,6	(+111,9)	1.206,1	(+464,3)
OPF	1,3	(+0,7)	1,3	(+0,5)	1,3	(-0,0)	0,6	(-0,4)
OFPML a tres meses	1,6	(-0,6)	2,0	(-0,3)	1,1	(-0,8)	2,2	(-0,9)
Operaciones TLTRO II	40,4	(-242,4)	45,9	(-124,1)	34,0	(-11,9)	282,8	(-188,3)
Operaciones TLTRO III	1.582,7	(+890,8)	1.524,5	(+436,1)	1.649,1	(+124,6)	691,9	(+541,5)
OFPML puente (<i>bridge</i> LTRO)	-	(-228,6)	-	(-129,6)	-	(+0,0)	228,6	(+112,4)
Carteras en firme	3.394,6	(+308,8)	3.323,6	(+155,3)	3.475,8	(+152,2)	3.085,8	(+360,4)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,5	(-0,2)	0,5	(-0,1)	0,5	(-0,0)	0,6	(-0,5)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,0)	2,8	(-0,1)	2,9	(-0,0)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	285,8	(+3,5)	285,0	(+1,2)	286,8	(+1,9)	282,3	(+9,3)
Programa para los mercados de valores	33,1	(-3,6)	34,0	(-1,1)	32,0	(-2,0)	36,7	(-5,5)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	29,6	(-1,2)	29,9	(-0,8)	29,3	(-0,6)	30,8	(+0,9)
Programa de compras de valores públicos	2.283,2	(+53,1)	2.268,6	(+24,0)	2.299,9	(+31,4)	2.230,2	(+79,4)
Programa de compras de bonos corporativos	232,3	(+15,3)	227,2	(+6,3)	238,2	(+11,0)	217,0	(+18,0)
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	527,3	(+242,0)	475,6	(+125,8)	586,3	(+110,7)	285,3	(+258,7)
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 mantenimiento o de referencia anterior.

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: del 22 de julio al 3 de noviembre de 2020						Período de referencia anterior: del 6 de mayo al 21 de julio de 2020
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: del 22 de julio al 15 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: del 16 de septiembre al 3 de noviembre		Tercer y cuarto período de mantenimiento
Necesidades de liquidez agregadas ¹	2.044,5	(+109,8)	2.021,6	(+11,6)	2.070,7	(+49,2)	1.934,7 (+321,3)
Factores autónomos netos ²	1.901,6	(+107,3)	1.879,2	(+10,4)	1.927,2	(+48,0)	1.794,3 (+316,6)
Exceso de liquidez ³	2.998,0	(+634,5)	2.896,5	(+335,8)	3.114,1	(+217,6)	2.363,6 (+509,8)

Fuente: BCE.

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

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

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

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

Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Período de referencia actual: del 22 de julio al 3 de noviembre de 2020						Período de referencia anterior: del 6 de mayo al 21 de julio de 2020
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: del 22 de julio al 15 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: del 16 de septiembre al 3 de noviembre		Tercer y cuarto período de mantenimiento
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00 (+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25 (+0,00)
Facilidad de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50 (+0,00)
Eonia ¹	-0,468	(-0,01)	-0,467	(-0,00)	-0,469	(-0,00)	-0,460 (-0,01)
€STR	-0,553	(-0,01)	-0,552	(+0,00)	-0,554	(-0,00)	-0,545 (-0,01)

Fuente: BCE.

Notas: Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de mantenimiento o de referencia anterior.

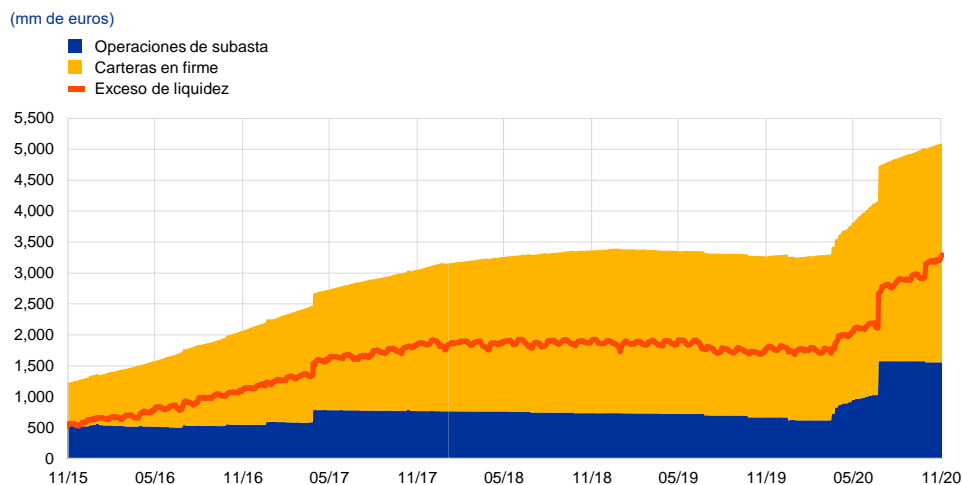
1) Se calcula como el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) más 8,5 puntos básicos desde el 1 de octubre de 2019. Las diferencias en las variaciones del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y del €STR se deben al redondeo.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria aumentó en 728,6 mm de euros, hasta un importe de 5.050,5 mm de euros (véase gráfico A). Más de la mitad (58 %) de este aumento de liquidez fue el resultado de las operaciones de crédito relacionadas con la adjudicación de las TLTRO III; el 42 % restante se debió a las compras simples de activos.

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 3 de noviembre de 2020.

La liquidez media proporcionada mediante las operaciones de crédito del Eurosistema aumentó en 419,8 mm de euros durante el período de referencia, debido principalmente a la liquidación de la cuarta y quinta operación de las TLTRO III. El incremento medio —890,8 mm de euros— de la liquidez proporcionada a través de las TLTRO III se vio parcialmente compensado por los vencimientos y los reembolsos voluntarios del programa TLTRO II, ya que las entidades de contrapartida recurrieron a las TLTRO III, dadas sus condiciones financieras más ventajosas, y por los vencimientos de las operaciones puente de financiación a plazo más largo (*bridge* LTRO). Los reembolsos de las TLTRO II ascendieron, en promedio, a 242,4 mm de euros. Las OFPML puente 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. Estas operaciones puente también vencieron mientras las entidades de contrapartida se cambiaban a las TLTRO III y contribuyeron con un importe total de 228,6 mm de euros. Durante el período analizado, el BCE también llevó a cabo la tercera, la cuarta y la quinta de las siete nuevas 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. Las operaciones PELTRO aportaron 7,5 mm de euros de liquidez. Las operaciones principales de financiación (OPF) y las OFPML a tres meses solo desempeñaron un papel marginal y registraron, en promedio, un incremento de 0,1 mm de euros en términos agregados con respecto al período de referencia anterior.

Al mismo tiempo, las carteras en firme aumentaron en 308,8 mm de euros, hasta un importe de 3.394,6 mm de euros, debido a la continuación de las adquisiciones netas en el contexto del APP y del PEPP. En el marco del PEPP,

las tenencias de valores se cifraron, en promedio, en 527,3 mm de euros, lo que representa un aumento de 242 mm de euros con respecto al período de referencia anterior. Las adquisiciones realizadas en el contexto de este programa registraron el mayor incremento, 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 aumentaron, en promedio, en 53,1 mm de euros (hasta 2.283,2 mm de euros) y en 15,3 mm de euros (hasta 232,3 mm de euros), respectivamente.

Exceso de liquidez

El exceso medio de liquidez aumentó en 634,5 mm de euros, hasta un importe de 2.998 mm de euros (véase gráfico A). Los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas registraron un incremento de 529,6 mm de euros, hasta situarse en 2.562,7 mm de euros, mientras que el recurso a la facilidad de depósito aumentó, en promedio, en 104,8 mm de euros, hasta un importe de 435,4 mm de euros. 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 su cuenta corriente en lugar de hacerlo en la facilidad de depósito.

Evolución de los tipos de interés

El €STR descendió, en promedio, 0,8 puntos básicos con respecto al período de referencia anterior, debido al aumento del exceso de liquidez. El €STR se situó, en promedio, en -55,3 puntos básicos durante el período analizado, frente a la media de -54,5 puntos básicos en el período de referencia anterior²⁸. 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, no variaron durante el período de referencia.

²⁸ El eonia, que desde octubre de 2019 se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR, evolucionó de forma paralela al €STR.

3 Evaluación de la evolución económica a corto plazo en tiempos de Covid-19

Niccolò Battistini, Gabe de Bondt, Roberto A. de Santis y Lorena Saiz

La repentina y profunda recesión provocada por la irrupción del coronavirus (Covid-19) ha hecho necesario el ajuste de las herramientas utilizadas habitualmente para realizar las previsiones de crecimiento del PIB real de la zona del euro en tiempo real. Las graves consecuencias económicas del Covid-19 han alterado significativamente las relaciones estadísticas y económicas tradicionales²⁹. De ahí que los modelos convencionales de predicción a corto plazo no hayan podido captar la magnitud de la contracción observada en los dos primeros trimestres de 2020 —con descensos intertrimestrales del 3,7 % y del 11,7 % en el primer y segundo trimestre, respectivamente— ni el repunte registrado en el tercero —con un incremento del 12,5 %—. Esta dinámica excepcional ha requerido la actualización del conjunto de herramientas que se utilizan normalmente para elaborar las previsiones de crecimiento del PIB real de la zona del euro en tiempo real. En este recuadro se describen cuatro métodos desarrollados por expertos del BCE que tienen en cuenta las características específicas y las implicaciones de la pandemia de Covid-19.

El primer método utiliza el contenido informativo de las diferentes medidas de contención aplicadas en distintos países. Con una metodología sencilla, se analiza el impacto económico de las restricciones impuestas a los ciudadanos en numerosos países para contener la pandemia³⁰. Así, se utiliza una regresión agrupada de datos de panel (*pooled panel regression*), denominada «modelo transfronterizo de pandemia», para medir la relación entre las medidas de contención —calculadas con el índice OSI (*Oxford Stringency Index*), que determina su grado de severidad— y el PIB real³¹. Sobre la base de los datos correspondientes a los tres primeros trimestres de 2020 de todos los países de la zona del euro, un modelo lineal parece que se ajusta razonablemente bien a la heterogeneidad observada entre países en la relación entre el PIB real y el índice OSI (véase gráfico A). Las estimaciones en tiempo real del modelo transfronterizo de pandemia indicaron una contracción trimestral del PIB real de la zona del euro del 7,9 % en el segundo trimestre y un repunte del 6,3 % en el tercer trimestre de 2020 (véase gráfico B).

²⁹ Véase también M. Lenza y G. E. Primiceri, «How to estimate a VAR after March 2020», *Working Paper Series*, n.º 2461, BCE, agosto de 2020.

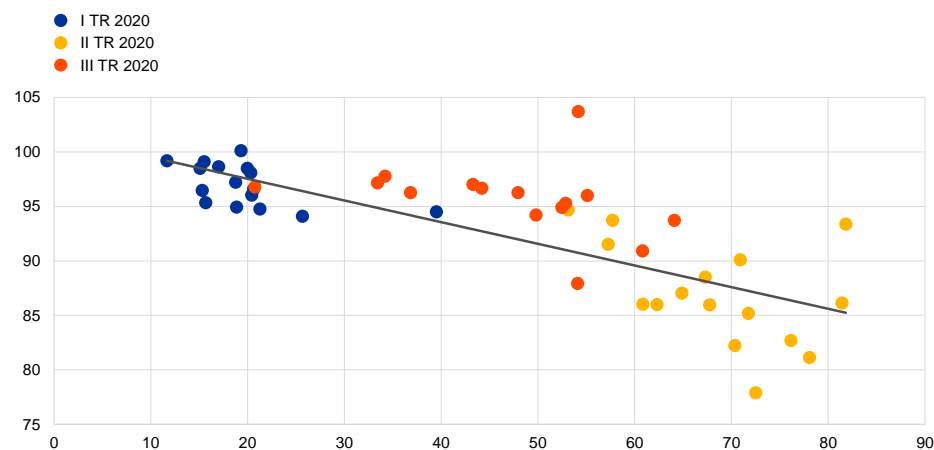
³⁰ Para más información, véase también N. Battistini y G. Stoevsky, «Escenarios alternativos relativos al impacto de la pandemia de Covid-19 en la actividad económica de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2020.

³¹ Véase también T. Hale, N. Angrist, E. Cameron-Blake, L. Hallas, B. Kira, S. Majumdar, A. Petherick, T. Phillips, H. Tatlow y S. Webster, «Oxford COVID-19 Government Response Tracker», Blavatnik School of Government, 2020.

Gráfico A

PIB real e índice OSI (*Oxford Stringency Index*) en los distintos países de la zona del euro en 2020

(eje de abscisas: índice, PIB real IV TR 2019 = 100; eje de ordenadas: índice, máx. = 100)



Fuentes: Eurostat, Hale *et al.* (2020) y cálculos del BCE.

Notas: La línea del gráfico indica la tendencia lineal (es decir, los valores ajustados) de la regresión agrupada de datos de panel basada en datos correspondientes a los 19 países de la zona del euro en los tres primeros trimestres del año. El coeficiente asociado a la pendiente proporciona la elasticidad estimada del índice OSI con respecto al PIB real.

El segundo método se basa en el contenido informativo de indicadores de alta frecuencia, dado que estos indicadores pueden captar rápidamente cambios repentinos en las condiciones económicas. Aunque los indicadores mensuales contienen información muy relevante respecto a la coyuntura económica actual, se publican con cierta demora. Los datos diarios o semanales procedentes de fuentes no convencionales (por ejemplo, pagos con tarjeta de crédito, consumo de electricidad e indicadores de movilidad) han proporcionado una imagen más inmediata del impacto económico de la pandemia. No obstante, como estos datos pueden ser ruidosos, estar disponibles solo para un período de tiempo limitado y estar sujetos a patrones estacionales complejos, es necesario considerarlos con cautela³². Teniendo en cuenta estas dificultades de medición, el conjunto de herramientas utilizadas habitualmente para elaborar las previsiones a corto plazo del PIB real de la zona del euro se ha ampliado para incluir información sobre pagos semanales efectuados con tarjeta de crédito³³. Esta información adicional, que recoge, en parte, la evolución en tiempo real de los dos componentes del PIB más perjudicados por la pandemia (es decir, la producción en el sector servicios por el lado de la oferta y el consumo privado por el lado del gasto), ha mejorado la precisión de las previsiones de los modelos convencionales de predicción a corto plazo. A diferencia de la ligera contracción y recuperación que sugieren los modelos convencionales, los modelos ajustados de predicción a corto plazo señalaron una contracción media del PIB real de la zona del euro del 7 % en el segundo trimestre de 2020 y un rápido repunte del 8,4 % en el tercero (véase gráfico B).

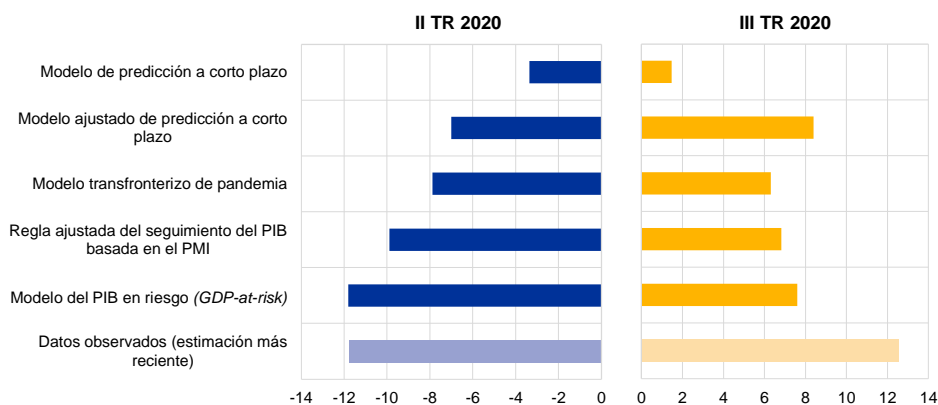
³² Véase D. Hinge, «[COVID-19 policy-making and the need for high-speed data](#)», centralbanking.com, agosto de 2020.

³³ Véase M. Bańbura y L. Saiz, «Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro en el BCE», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2020.

Gráfico B

Previsiones del crecimiento del PIB real de la zona del euro utilizando modelos no convencionales

(porcentajes; tasa de crecimiento intertrimestral)



Fuentes: Eurostat, Hale *et al.* (2020), IHS Markit, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El modelo ajustado de predicción a corto plazo incluye información procedente de pagos semanales realizados con tarjeta de crédito y otros indicadores convencionales que estaban disponibles 15 días antes de la publicación de la estimación preliminar de avance del PIB. La regla ajustada del seguimiento del PIB basada en el PMI se refiere a una regla no lineal del PMI compuesto de actividad, que tiene en cuenta la variación trimestral de este índice y el crecimiento del PIB en el trimestre precedente. En el modelo del PIB en riesgo (*GDP-at-risk*) se utiliza el 5 % de la cola izquierda de la distribución condicional para el segundo trimestre de 2020 y, dado el fuerte repunte esperado, el 1 % de la cola derecha de la distribución condicional para el tercer trimestre de 2020. Todas las previsiones del PIB real presentadas son estimaciones en tiempo real.

El tercer método consiste en ajustar la relación lineal entre el PIB y el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés). El PMI compuesto de actividad basado en encuestas es un índice de difusión mensual que fluctúa entre 0 y 100, y el nivel 50 indica que la producción de las empresas de los sectores manufacturero y de servicios no ha variado con respecto al mes anterior. Antes de la pandemia, una regla lineal del PMI (es decir, lo que se denomina «regla del seguimiento del PIB basada en el PMI») había funcionado razonablemente bien para predecir el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro³⁴. Sin embargo, esta relación se ha vuelto disfuncional desde que comenzó la crisis del Covid-19. Para extraer todo el contenido informativo posible del PMI se aplicaron dos tipos de ajustes. El primero consistió en considerar únicamente la cola izquierda de la distribución del crecimiento del PIB real para los dos primeros trimestres de 2020. La regla ajustada de seguimiento del PIB basada en el PMI resultante preveía, en tiempo real, un descenso del PIB real de la zona del euro del 2,7 % en el primer trimestre y del 9,8 % en el segundo. Asimismo, se esperaba que la regla lineal del PMI fallase en la estimación del rebote elástico previsto en el tercer trimestre. Por tanto, el segundo ajuste realizado consistió en extraer también la información de la variación del PMI y en tomar como punto de partida el crecimiento

³⁴ La regla lineal del PMI significa que el crecimiento del PIB real equivale al 10 % de la (media trimestral de la) diferencia del PMI con respecto a 50. Para una información más detallada sobre esta regla del seguimiento del PIB basada en el PMI, véase G. J. de Bondt, «A PMI-based real GDP tracker for the euro area», *Journal of Business Cycle Research*, Springer, Centre for International Research on Economic Tendency Surveys (CIRET), vol. 15(2), diciembre de 2019, pp. 147-170.

del PIB del trimestre anterior³⁵. Este ajuste dio como resultado un rebote estimado del 6,1 % en el tercer trimestre de 2020 (véase gráfico B).

En el último método se extrae información de los eventos de cola utilizando un modelo no lineal. Las variables económicas reaccionan de forma heterogénea en los períodos de recesión y expansión. Para abordar la no linealidad de la respuesta se empleó un modelo de PIB en riesgo (*GDP-at-risk*), que utiliza regresiones cuantílicas para vincular cada cuantil del crecimiento del PIB real (por ejemplo, el percentil 5) a una selección de variables macroeconómicas (por ejemplo, el PMI compuesto de actividad) y financieras³⁶. En el caso de estas últimas, el indicador sintético de tensión sistémica (CISS, por sus siglas en inglés) y los diferenciales corporativos sirven de medidas que aproximan las tensiones financieras y las primas de riesgo. El valor esperado del crecimiento del PIB real en el 5 % de la cola izquierda de la distribución condicional se utilizó para realizar la previsión de la extraordinaria contracción de la actividad en los dos primeros trimestres de 2020. En cambio, el valor esperado en el 1 % de la cola derecha de la distribución condicional se empleó para proyectar el repunte sin precedentes del crecimiento del PIB real del tercer trimestre. En consonancia con la naturaleza de los eventos de cola, los cuantiles extremos de la distribución del crecimiento del PIB real reflejaron razonablemente bien, en tiempo real, la dinámica de la actividad económica de los tres primeros trimestres de 2020 (véase gráfico C). Los valores esperados de estas densidades, calculadas según las colas mencionadas, caracterizan las previsiones obtenidas con el modelo del PIB en riesgo (*GDP-at-risk*). Estos valores indicaron caídas drásticas del PIB real de la zona del euro —del 2,9 % y del 11,8 % en el primer y segundo trimestre de 2020, respectivamente—, seguidas de un incremento acusado —del 7,6 %— en el tercero (véase gráfico B)³⁷.

³⁵ La regla no lineal del PMI, aplicada a datos mensuales, añade el cuadrado del PMI compuesto de actividad a la regla lineal, con esta última ajustada del 10 % al 15 %, todo ello basado en estimaciones de regresiones cuantílicas anteriores al Covid-19 utilizando las observaciones de las tasas de crecimiento que se encuentran dentro del 10 % más bajo. Una regla no lineal del PMI basada en un método de proporciones significa que el crecimiento del PIB real es equivalente a su crecimiento en el trimestre anterior multiplicado por la ratio de la medida basada en el PMI del trimestre en curso en relación con su valor en el trimestre anterior. Esta medida basada en el PMI es igual al 15 % de la (media trimestral de la) diferencia del PMI con respecto a 50, menos el 5 % de la misma diferencia en el trimestre precedente.

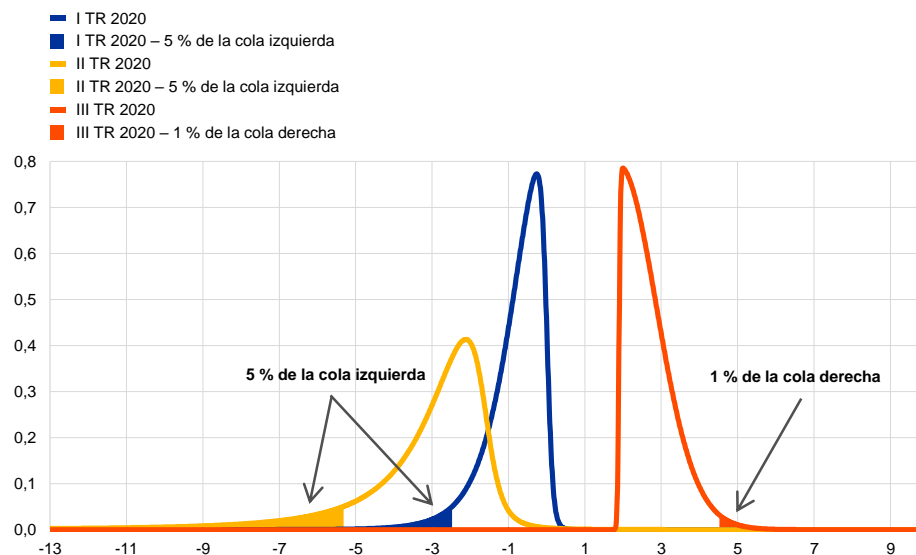
³⁶ Véase T. Adrian, N. Boyarchenko y D. Giannone, «[Vulnerable Growth](#)», *American Economic Review*, 109(4), 2019, pp.1263-89. Para su aplicación a la pandemia en un contexto de datos de panel, véase R. A. de Santis y W. van der Veken, «[Macroeconomic risks across the globe due to the Spanish Flu](#)», *Working Paper Series*, n.º 2466, BCE, noviembre de 2020. Para su aplicación a la zona del euro, véase también J. M. Figueres y M. Jarociński, «[Vulnerable growth in the euro area: Measuring the financial conditions](#)», *Economic Letters*, vol. 191, junio de 2020.

³⁷ El 5 % de la cola derecha de la distribución condicional prevé un crecimiento del PIB real del 5,6 % en el tercer trimestre de 2020.

Gráfico C

Crecimiento en riesgo (*growth-at-risk*) del PIB real de la zona del euro en 2020

(eje de ordenadas: densidad de probabilidad; eje de abscisas: porcentajes, tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En conjunto, dado el grado excepcionalmente elevado de incertidumbre, los cuatro métodos reflejan razonablemente bien algunas de las características específicas de la pandemia. Con los dos primeros métodos se obtuvieron previsiones en tiempo real que siguen estando por debajo del patrón observado en forma de «V» muy pronunciada, pero captaron de manera más eficaz la simetría de la evolución en el segundo y tercer trimestre de 2020. Los otros dos métodos reflejaron bastante bien la magnitud del colapso de la actividad en el segundo trimestre, aunque no explicaron por completo el fuerte repunte del tercer trimestre, probablemente debido a la reacción asimétrica del PMI.

El uso de métodos no convencionales para analizar la evolución económica a corto plazo de la zona del euro en el contexto del Covid-19 exige actuar con cautela. Por un lado, algunas de las herramientas comparten el carácter *ad hoc* del análisis (por ejemplo, la selección de cuantiles extremos) y de los ajustes de las especificaciones de los modelos (como la regla del seguimiento del PIB basada en el PMI) para captar los efectos de la crisis. Por otro, algunos de los datos no convencionales (como los indicadores de alta frecuencia o el índice OSI) se caracterizan por patrones estacionales complejos o por muestras muy cortas, lo que implica que el uso de cada herramienta esté sujeto a un grado considerable de subjetividad, particularmente en lo que respecta al tipo de ajuste necesario. Algunas de estas herramientas están adaptadas específicamente a la perturbación provocada por la pandemia y pueden llegar a ser innecesarias a medida que se normalice la dinámica de la economía. Pese a sus deficiencias, han mejorado de forma significativa el conjunto de herramientas utilizadas habitualmente para la evaluación del PIB real de la zona del euro en tiempo real y seguirán empleándose para orientar el juicio experto aplicado e incluido en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y que resulta necesario para

valorar el impacto de la segunda ola de la pandemia en la economía. Como la vuelta a la «normalidad» parece improbable a corto plazo, se espera que los métodos ajustados por Covid-19 descritos sigan aportando información valiosa acerca del crecimiento del PIB real hasta que se alcance la fase de inmunidad de grupo.

4 **Análisis del impacto de la pandemia de Covid-19 mediante una desagregación, ajustada por importaciones, de la demanda agregada de la zona del euro**

Malin Andersson, Leyla Beck y Yiqiao Sun

En este recuadro se presenta un método alternativo para descomponer el PIB, teniendo en cuenta el hecho de que cada componente de la demanda contiene bienes y servicios importados.

La desagregación estándar del PIB en componentes del gasto interno y de la demanda exterior neta permite evaluar los determinantes internos y externos del crecimiento. Habitualmente, en este tipo de desagregación la demanda exterior neta suele calcularse restando a las exportaciones totales la contribución, como agregado independiente, de las importaciones totales. Sin embargo, en realidad, las importaciones contribuyen a todos los componentes del PIB, es decir, también a la variación de existencias y a la demanda interna, y más a la inversión que al consumo privado y público. Esta práctica habitual en la contabilidad nacional tiene, por tanto, una limitación en el sentido de que amplifica la aportación de la demanda puramente interna al crecimiento del PIB, mientras que reduce la influencia que ejercen los factores externos en la actividad económica interna.

En una medida del PIB ajustada por importaciones, estas se asignan a cada componente del gasto y se sustraen de dicho componente en función de su intensidad importadora respectiva.

Este método alternativo puede arrojar luz sobre dos mecanismos de propagación que están influyendo durante la perturbación provocada por el coronavirus (Covid-19) que, de otro modo, pasarían inadvertidos. En primer lugar, tiene en cuenta el impacto de las importaciones directas e intermedias de países de fuera de la zona del euro en la demanda interna —que también se ha visto afectada por las medidas de confinamiento adoptadas a escala global— considerando la intensidad importadora de los componentes. En segundo lugar, pone de relieve el papel que desempeñan los factores externos en las exportaciones, que se hace más visible cuando de las exportaciones totales a países fuera de la zona del euro se deducen únicamente las importaciones procedentes de estos Estados. En este recuadro se proporciona evidencia de la importancia de la intensidad importadora en la descomposición de la dinámica de crecimiento económico de la zona del euro durante la pandemia. A continuación, se presenta una extensión de este análisis basado en aproximaciones (*proxies*) sectoriales para ajustar las posibles variaciones de la intensidad importadora de los distintos componentes del gasto en el período de la pandemia.

La desagregación del PIB de la zona del euro ajustada por la intensidad importadora extra-UEM³⁸ muestra que el contenido importador de la demanda interna ha sido un factor importante que ha contribuido a intensificar las fluctuaciones de la demanda interna en 2020.

Sobre la base de la definición tradicional del PIB utilizada en la contabilidad nacional, la demanda interna de la zona del euro contribuyó con 14 puntos porcentuales al descenso acumulado del 15 % en la producción de la zona en la primera mitad de 2020 y con 11,3 puntos porcentuales al incremento intertrimestral del 12,5 % registrado en el tercer trimestre de 2020 (véase el panel a del gráfico A). El ajuste de los componentes del gasto en 2020 teniendo en cuenta la intensidad importadora en 2019 muestra una aportación de la demanda puramente interna a las pérdidas económicas más limitada en la primera mitad del año, así como una contribución mayor de las exportaciones (véase el panel b del gráfico A). En el repunte posterior, la demanda interna se incrementó menos aplicando este ajuste que según la desagregación tradicional. En conjunto, la comparación revela que, debido a los vínculos *input-output*, durante la pandemia, la economía de la zona del euro ha estado más expuesta a las perturbaciones externas de lo que sugiere la desagregación tradicional³⁹. Esto se debe a que, a través de las cadenas globales de valor, las importaciones dependen intrínsecamente de los patrones de producción interna. Además, las perturbaciones externas pueden propagarse y amplificarse como consecuencia de las complementariedades que pueden surgir entre sectores por la presencia de vínculos *input-output*⁴⁰. La intensidad de las importaciones directas e intermedias de los componentes del PIB puede calcularse a partir de los datos anuales de las tablas *input-output*⁴¹ de Eurostat correspondientes a la zona del euro, disponibles para el período comprendido entre 2005 y 2019. Las estimaciones resultantes muestran que la intensidad importadora ha sido particularmente elevada en las exportaciones y la inversión, algo más baja en el consumo privado y especialmente reducida en el gasto en consumo público (véase el panel a del gráfico B). También es considerablemente mayor en las manufacturas que en los servicios.

³⁸ La desagregación del PIB ajustada por importaciones muestra la importancia de las exportaciones a países de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en la recuperación observada desde 2013; véase «[The importance of external and domestic stimuli for the economic upturn in the euro area](#)», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, agosto de 2017. La composición de la demanda ajustada por importaciones también desempeñó un papel clave en la evolución del comercio durante la crisis financiera global, según M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri y N. Yamano, «[Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009](#)», *American Economic Journal*, vol. 5, n.º 3, pp. 118-151.

³⁹ Esto es acorde con conclusiones anteriores sobre la importancia de las cadenas globales de valor para la evolución del comercio mundial durante la pandemia; véase el recuadro titulado «[El fuerte desplome del comercio en 2020 y el papel amplificador de las cadenas globales de valor](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

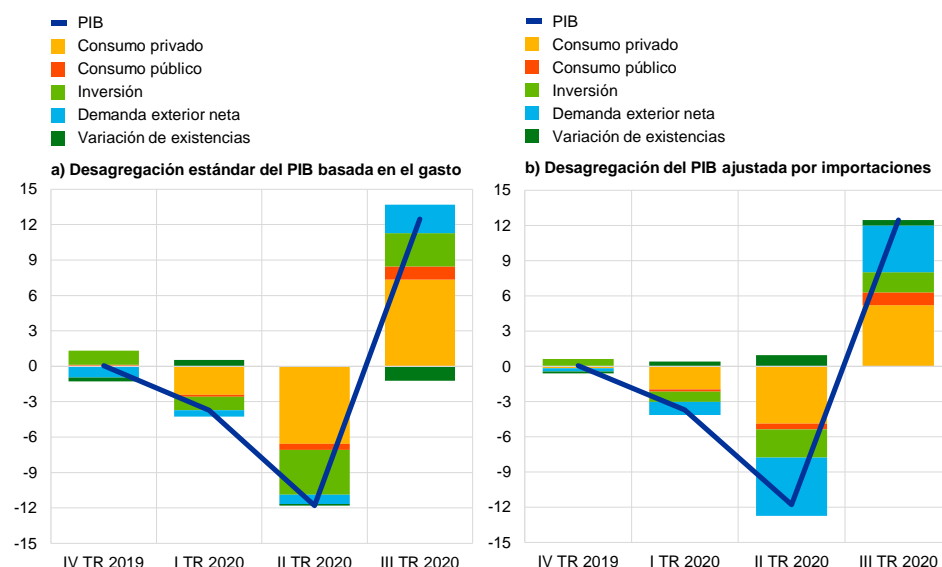
⁴⁰ Véanse, por ejemplo, V. Guerrieri, G. Lorenzoni, L. Straub e I. Werning, «[Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?](#)», *NBER Working Paper Series*, n.º w26918, National Bureau of Economic Research, 2020, y D. Acemoglu, U. Akcigit y W. Kerr, «[Networks and macroeconomic shocks](#)», *VoxEU*, 2016.

⁴¹ Los datos de las tablas *input-output* simétricas (producto a producto) de Eurostat correspondientes a 2005-2019 permiten calcular la intensidad importadora por componente de la demanda y por sector.

Gráfico A

Crecimiento del PIB real de la zona del euro y de sus componentes desde el cuarto trimestre de 2019

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: El método de desagregación estándar del PIB por partidas de gasto es el que se utiliza en los datos de las cuentas nacionales. Las importaciones totales de países no pertenecientes a la zona del euro se deducen de las exportaciones de fuera de la zona del euro para calcular la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB. Panel b: La desagregación del PIB ajustada por importaciones se calcula en tres pasos. Primero, se calcula la intensidad importadora anual de cada componente del gasto utilizando los datos de las tablas *input-output* simétricas (producto a producto) de Eurostat para la zona del euro. Segundo, los valores de la intensidad importadora se utilizan como ponderaciones para estimar los verdaderos flujos de importaciones nominales de países de fuera de la zona del euro para el consumo privado, el consumo público, la inversión y las exportaciones. Como no es posible calcular el contenido importador de la variación de existencias, se considera que es del 50 %. Tercero, los flujos de importaciones estimados se deducen por separado de cada componente del gasto, en términos tanto nominales como reales, y se calcula la contribución, ajustada por importaciones, de cada componente al crecimiento. Obsérvese que los flujos de importaciones nominales totales obtenidos a partir de los datos de las tablas *input-output* no siempre son compatibles con los flujos de importaciones totales extraídos de las cuentas nacionales. Esto implica que es necesario realizar supuestos adicionales para calcular la descomposición final del PIB ajustada por importaciones.

Es probable que la intensidad importadora extra-UEM haya cambiado durante la pandemia. El ajuste por importaciones que se muestra en el panel b del gráfico A se basa en los valores de la intensidad importadora anteriores a la crisis y en el supuesto de que la intensidad importadora de la demanda interna no se ve afectada por la pandemia. Sin embargo, aunque dicha intensidad se ha mantenido en niveles relativamente estables en épocas normales, tiende a variar en mayor medida en las recesiones (véase el panel a del gráfico B)⁴². Una tendencia gradual al alza en épocas normales reflejaría una mayor globalización, la ampliación de las cadenas globales de valor y la especialización internacional, lo que se plasmaría en unas tasas de avance del comercio superiores al crecimiento de la demanda interna⁴³.

⁴² Véase R. Bems, R. C. Johnson y K. -M. Yi, «Demand Spillovers and the Collapse of Trade in the Global Recession», *IMF Working Papers*, n.º WP/10/142, junio de 2010.

⁴³ Véase H. Kranendonk y J. Verbruggen, «Decomposition of GDP Growth in Some European Countries and the United States», *De Economist*, vol. 156, n.º 3, Springer, 2008, pp. 295-306.

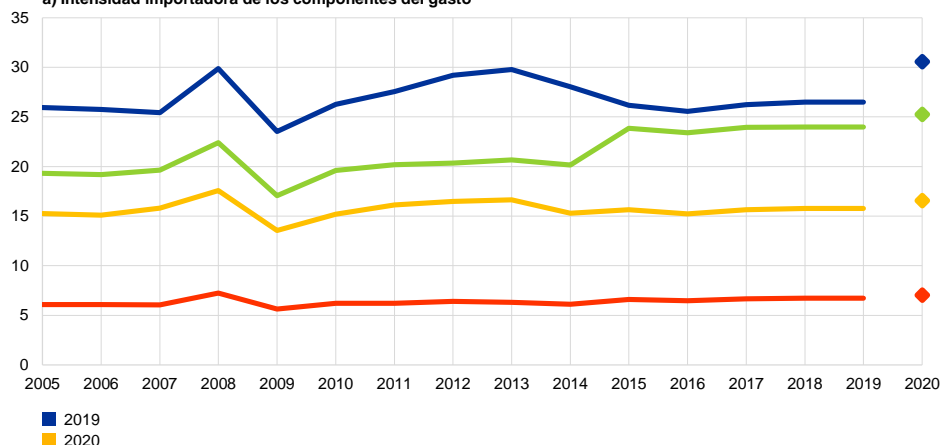
Gráfico B

Intensidad importadora de los componentes del gasto del PIB y en los principales sectores

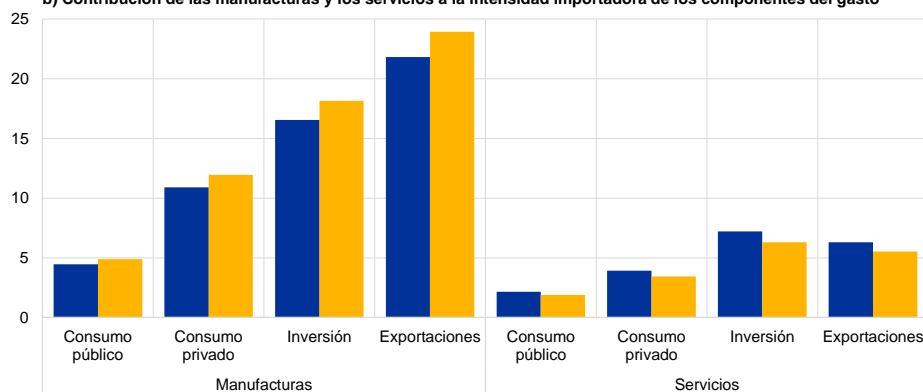
(porcentajes; contribuciones en puntos porcentuales)

- Exportaciones
- Consumo privado
- Consumo público
- Inversión

a) Intensidad importadora de los componentes del gasto



b) Contribución de las manufacturas y los servicios a la intensidad importadora de los componentes del gasto



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, la intensidad importadora se expresa como la suma de la intensidad de las importaciones directas y las intermedias. Los valores de la intensidad importadora correspondientes a 2020, señalados con rombos, son una aproximación calculada a partir de la variación de la ratio de importaciones sobre el valor añadido en los componentes del gasto, de acuerdo con los datos de comercio y del valor añadido para los tres primeros trimestres de 2020. Los valores correspondientes a 2020 del panel b son aproximaciones (*proxies*) de la contribución de los sectores manufacturero y de servicios, respectivamente, a la intensidad importadora global de los distintos componentes del gasto. Los datos de 2020 se basan en la media de los tres primeros trimestres del año. La magnitud y la variación de la contribución de la agricultura y la construcción a la intensidad importadora de los distintos componentes del gasto son muy inferiores y se han omitido.

Durante la pandemia de Covid-19, la intensidad importadora extra-UEM parece haber crecido ligeramente en el sector manufacturero, mientras que en los servicios se ha reducido. Como aún no se dispone de los datos de las tablas *input-output* de Eurostat para 2020, para evaluar el posible impacto de la pandemia hasta el tercer trimestre de 2020 se utiliza la ratio de importaciones de países no pertenecientes a la zona del euro en cuanto a sector sobre el valor añadido en dichos sectores como aproximación (*proxy*) de la intensidad importadora respectiva⁴⁴. Curiosamente, estos datos muestran que, en general, durante la

⁴⁴ Cuando se publiquen las tablas *input-output* de Eurostat correspondientes a 2020, posiblemente en el verano de 2021, se dispondrá de más información sobre la evolución de la intensidad importadora.

pandemia —incluido el repunte del tercer trimestre— las manufacturas experimentaron una pérdida acusada de valor añadido tras la perturbación de oferta causada por los cierres que afectaron a toda la economía, mientras que la reducción de las importaciones fue menor. Esto implica que la intensidad importadora aumentó en el sector manufacturero (véase el panel b del gráfico B). En cambio, en los servicios la caída de las importaciones de países de fuera de la zona del euro en ese período superó la pérdida de valor añadido, debido al impacto particularmente negativo que el turismo y los viajes⁴⁵ tuvieron sobre las importaciones. Como las manufacturas suponen una proporción mucho mayor que los servicios en el contenido importador de todos los componentes del gasto, la intensidad importadora global se incrementó durante los tres primeros trimestres de 2020. Con todo, este posible aumento del contenido importador no habría afectado de forma significativa al resultado de la desagregación del PIB ajustada por importaciones si se compara con el que se muestra en el panel b del gráfico A.

En conclusión, el uso de la intensidad importadora para separar las contribuciones internas y externas al crecimiento de la zona del euro sugiere que la aportación externa en los tres primeros trimestres de 2020 fue mayor en términos absolutos, de lo que indica la desagregación tradicional, mientras que la influencia de la demanda interna fue menor. Una aproximación basada en datos recientes que captan las variaciones de la contribución de los sectores manufacturero y de servicios durante la pandemia señala que, en términos agregados, la intensidad importadora podría haber crecido durante la crisis. Sin embargo, este cambio en el contenido importador no habría incidido de forma significativa en la desagregación ajustada por importaciones.

⁴⁵ Véanse los recuadros titulados «El impacto de las medidas de confinamiento por el Covid-19 sobre el comercio de servicios de turismo y viajes», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020, y «Evolución del sector turístico durante la pandemia de Covid-19» en este Boletín Económico.

5 Evolución del sector turístico durante la pandemia de Covid-19

Vanessa Gunnella, Georgi Krustev y Tobias Schuler

Un aspecto destacado de la pandemia de coronavirus (Covid-19) ha sido la intensa y acusada reducción de la movilidad, que ha provocado un desplome del turismo, del comercio de servicios de turismo y viajes, y del consumo por parte de no residentes. Los confinamientos y las medidas de distanciamiento social generaron una fuerte caída del consumo de servicios, que, en otras circunstancias, suele mantenerse estable. En este recuadro se hace balance de la evolución del sector turístico, se examina su diferente impacto sobre el consumo en los distintos países y se consideran las perspectivas de recuperación del turismo y los viajes a corto plazo.

El desplome del turismo y los viajes, reflejo de las restricciones y de la incertidumbre en relación con la circulación de personas entre países (debido, por ejemplo, a medidas de cuarentena), se tradujo en un colapso del consumo por parte de no residentes. Los efectos de este colapso se pueden apreciar analizando la diferencia entre el consumo interno y el consumo nacional (véase el panel a del gráfico A). El primero incluye el consumo de no residentes, mientras que el segundo solo se refiere al de los residentes⁴⁶. Por ejemplo, en Italia y España, el consumo interno de no residentes se redujo más del 90 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2020, y el gasto en consumo en el exterior de los residentes en estos países registró descensos similares, de una magnitud muy superior a la caída del consumo nacional.

Como consecuencia de la reducción de los desplazamientos transfronterizos, las brechas de consumo —el exceso de consumo interno con respecto al consumo nacional debido al gasto neto de no residentes— prácticamente desaparecieron en el segundo trimestre de 2020 (véase el panel b del gráfico A)⁴⁷. En otras palabras, el turismo ha actuado como canal de amplificación de las perturbaciones durante la pandemia de Covid-19 en los países exportadores netos de servicios de turismo y viajes (es decir, aquellos que reciben muchos turistas, como España, Grecia y Portugal) —ya que registraron una contracción intensa del consumo privado interno—, y como canal de amortiguación de las perturbaciones en los países importadores netos de estos servicios (por ejemplo,

⁴⁶ El concepto nacional de gasto en consumo privado (GCP) recoge el gasto en consumo privado de los residentes en un país, con independencia de si dicho gasto se produce dentro o fuera del país. El GCP nacional es el concepto utilizado para presentar el consumo privado total de los hogares por el lado del gasto del PIB en las cuentas nacionales. El GCP interno amplía el concepto del GCP nacional con el saldo neto del gasto que realizan en el país los no residentes menos el gasto que efectúan en el extranjero los residentes. Para más información sobre las diferencias entre estos conceptos, véase el recuadro 1 del artículo titulado «El consumo de bienes duraderos en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

⁴⁷ Las brechas de consumo, tal como se definen en este recuadro —es decir, la diferencia entre el GCP interno y el GCP nacional—, además del gasto en turismo, incluyen otros intercambios comerciales transfronterizos de servicios, como el gasto en educación y en sanidad.

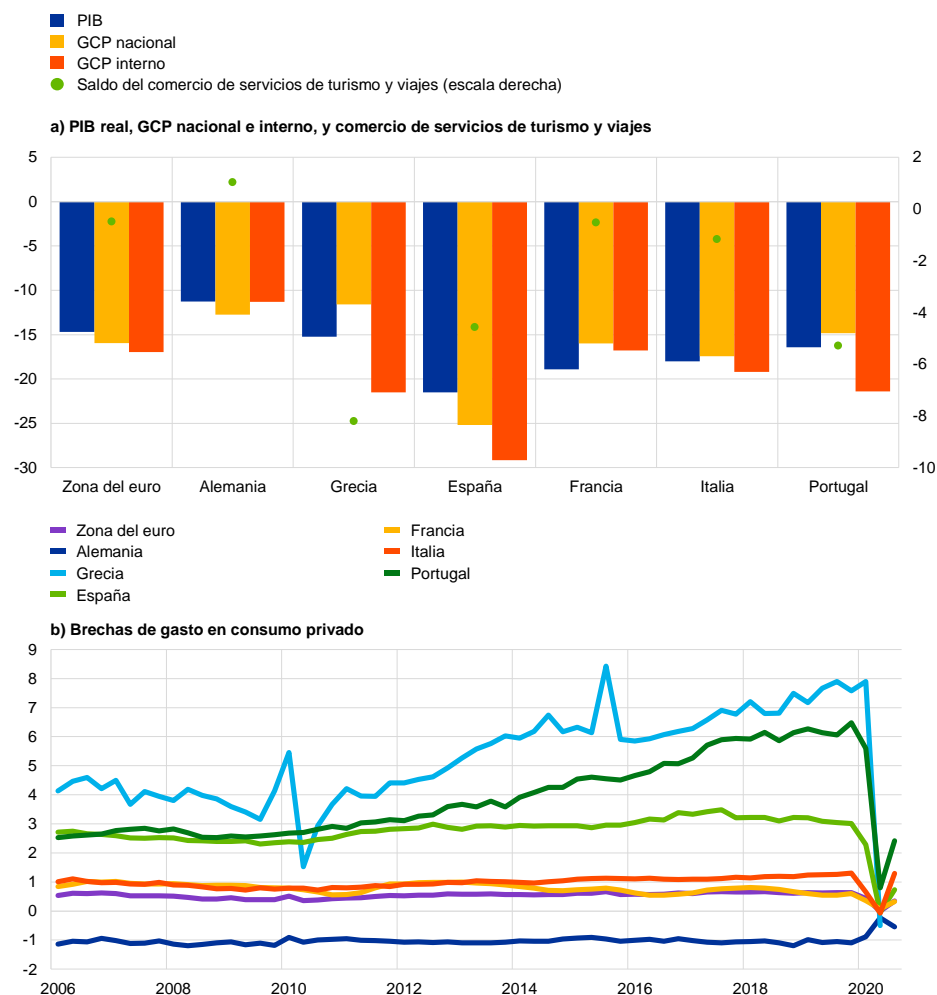
Alemania)⁴⁸. Más concretamente, en el caso de los países con un saldo acreedor neto en los servicios de turismo y viajes, el desplome del gasto en consumo de los no residentes hizo que el consumo interno disminuyera en mayor medida que el consumo nacional, mientras que en los países con un saldo deudor neto en estos servicios antes de la irrupción de la pandemia de Covid-19 sucedió lo contrario. Este patrón también se refleja en el acusado deterioro del saldo del comercio de servicios de turismo y viajes de los países exportadores netos de dichos servicios y en la mejora del saldo de los importadores netos (véase el panel a del gráfico A). Los datos disponibles para el tercer trimestre de 2020 muestran un retorno parcial e incompleto de las brechas de consumo a los niveles observados antes de la pandemia.

⁴⁸ Para más detalles sobre los viajes y el turismo como parte de los intercambios comerciales de servicios de la zona del euro, véase el recuadro titulado «[El impacto de las medidas de confinamiento por el Covid-19 sobre el comercio de servicios de turismo y viajes](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

Gráfico A

Gasto en consumo privado (GCP) nacional e interno y comercio de servicios de turismo y viajes

(panel a: tasas de variación interanual en porcentaje [escala izquierda] y en porcentaje del PIB [escala derecha] en el segundo trimestre de 2020; panel b: porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Zona del euro» representa el agregado de la zona del euro. En el panel a, el saldo del comercio de servicios de turismo y viajes se muestra en porcentaje del PIB. En el panel b, las brechas de GCP se calculan como la diferencia entre el GCP interno y el GCP nacional, que corresponde al saldo neto del gasto interno realizado por no residentes menos el gasto efectuado en el exterior por residentes. En el panel b, las últimas observaciones se refieren al tercer trimestre de 2020, excepto para Grecia. Para la zona del euro, la estimación del tercer trimestre de 2020 se basa en información disponible parcialmente de los países de la zona, y no incluye datos sobre Grecia y Luxemburgo.

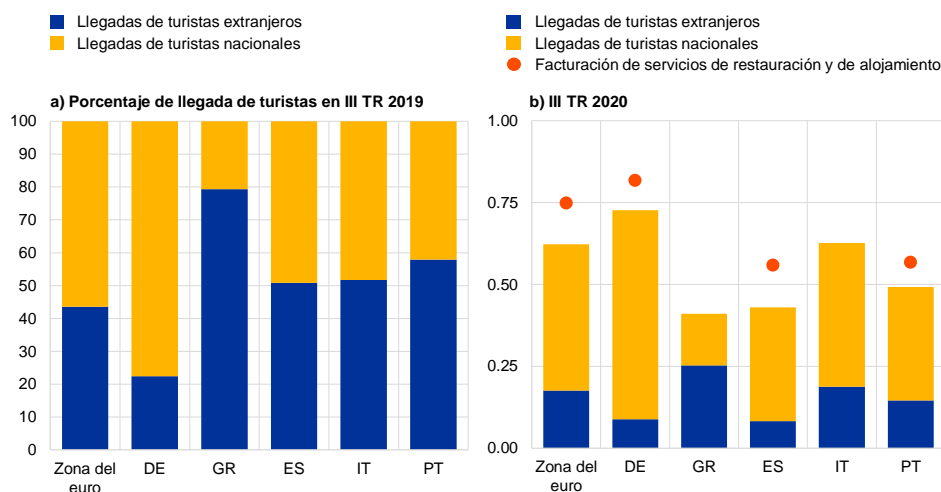
Pese al repunte parcial observado, los datos disponibles muestran que el turismo extranjero se mantuvo deprimido en el tercer trimestre de 2020. Los datos sobre llegadas de turistas extranjeros continuaron arrojando cifras considerablemente bajas si se comparan con la situación anterior a la irrupción del Covid-19 (véase el panel b del gráfico B). En cambio, el turismo nacional mostró una capacidad de resistencia relativa y pudo compensar, en parte, la pérdida de turismo extranjero, aunque permaneció por debajo de los niveles de 2019. Durante el verano, los destinos de corta distancia fueron más demandados y varios Gobiernos

pusieron en marcha iniciativas de promoción turística⁴⁹. Con todo, los últimos datos sugieren una recuperación frágil e incompleta. En la zona del euro, las llegadas de turistas se redujeron en dos tercios con respecto a las registradas un año antes. En los países que dependen de la llegada de turistas extranjeros, como Grecia y Portugal (véase el panel a del gráfico B), el turismo permanece todavía muy por debajo de los niveles normales. De igual modo, la facturación de los servicios de restauración —y, en menor medida, de los de alojamiento— se recuperó gracias al apoyo de los turistas nacionales y de la población local, pero siguió en cotas muy reducidas.

Gráfico B

Llegadas de turistas y facturación de servicios

(panel a: porcentaje del total; panel b: ratio en relación con el mismo trimestre del año anterior)



Fuente: Eurostat.

Notas: Por razones relacionadas con la disponibilidad de datos, los ratios de llegadas de turistas se refieren a agosto y septiembre en el caso de Grecia. No se dispone de los ratios de facturación de servicios de alojamiento y restauración para Grecia e Italia.

Tras el rebrote generalizado de casos de Covid-19, la mayoría de los países de la zona del euro han vuelto a imponer restricciones desde octubre de 2020.

Actualmente, los viajeros deben someterse a una prueba o a una cuarentena en la mayor parte de los países, y solo se permite la entrada a personas procedentes de países no pertenecientes a la UE considerados seguros⁵⁰. En la mayoría de los países de la zona, los Gobiernos volvieron a imponer toques de queda y cerraron atracciones turísticas y espacios de ocio como museos, teatros, bares y restaurantes. Es probable que las restricciones a los viajes que se han reintroducido desde octubre impliquen que la sustitución del turismo extranjero por el nacional seguirá influyendo en la evolución de los servicios turísticos a corto plazo. Las restricciones más recientes también pueden alterar el impacto geográfico

⁴⁹ En Italia y Grecia se introdujeron incentivos económicos para promocionar el turismo nacional, mientras que otros Gobiernos pusieron en marcha campañas publicitarias. Véase Organización Mundial del Turismo, «[Understanding Domestic Tourism and Seizing its Opportunities](#)», *UNWTO Briefing Note – Tourism and COVID-19*, n.º 3, Madrid, septiembre de 2020.

⁵⁰ El Consejo de la Unión Europea ha publicado una [lista](#) de países no pertenecientes a la UE seguros desde el punto de vista epidemiológico. Esta lista se revisa periódicamente y, en caso necesario, se actualiza. Muchos países de la zona del euro han levantado las restricciones aplicadas a países de la lista.

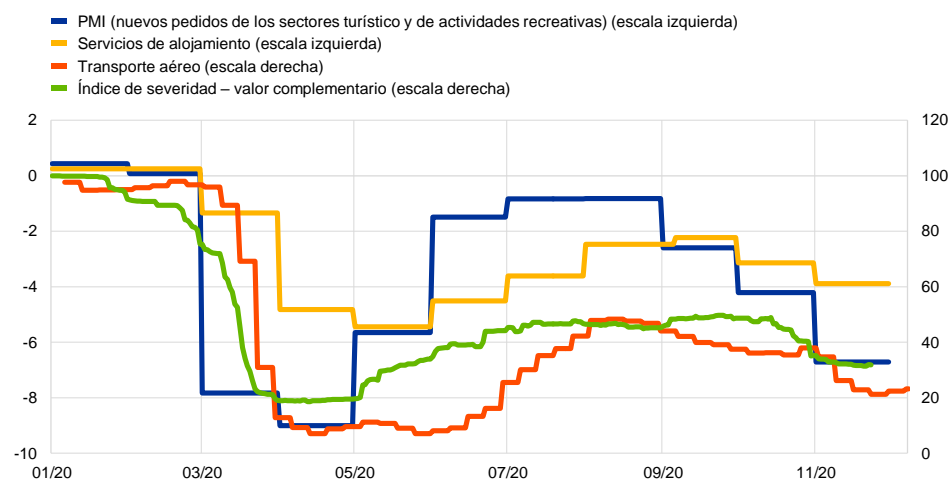
de la crisis en el sector, ya que los destinos de turismo invernal se verán más seriamente afectados en esta ocasión.

Los indicadores adelantados apuntan a un nuevo deterioro del sector del turismo como consecuencia de la reintroducción de restricciones (véase gráfico C). Debido a las prohibiciones de viajar, a las restricciones y a las nuevas medidas de confinamiento (representadas por la línea de color verde), los desplazamientos disminuyeron tras el verano, y los efectos confianza están frenando considerablemente las reservas. Muestra de ello es la reversión de la recuperación de la capacidad de transporte aéreo (línea de color rojo) de los países de la zona del euro. Según los últimos datos disponibles, esta capacidad se sitúa actualmente en torno al 25 % de los niveles anteriores a la crisis del Covid-19. Indicadores adelantados, como el PMI de nuevos pedidos de los sectores turístico y de actividades recreativas, volvieron a retroceder en noviembre y permanecen en terreno contractivo. La confianza de los servicios de alojamiento también continúa siendo baja y se mantiene muy por debajo de su media histórica, como sugiere el indicador de confianza correspondiente de la Comisión Europea.

Gráfico C

Evolución más reciente del turismo

(escala izquierda: índice normalizado; escala derecha: porcentaje en relación con el mismo período del año anterior)



Fuentes: Markit, HAVER, Comisión Europea, OAG, Eurostat y Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

Notas: El PMI se refiere a la UE. Los servicios de alojamiento se miden por el indicador de confianza europeo. Los datos sobre transporte aéreo se refieren únicamente a Alemania, España, Francia e Italia. El índice de severidad es una media de los países de la zona del euro ponderada por el porcentaje de llegadas de turistas en 2019. Se presentan valores complementarios (valor de 100, donde 100 es el máximo grado de severidad) del índice de severidad, de forma que un aumento de la serie corresponde a una relajación de las medidas y un descenso a una mayor severidad.

6 Los efectos a largo plazo de la pandemia: resultados de una encuesta a empresas líderes

Eduardo Maqui y Richard Morris

En este recuadro se resumen las conclusiones de una encuesta *ad hoc* sobre los efectos a largo plazo de la pandemia de coronavirus (Covid-19) en la economía realizada por el BCE a empresas líderes de la zona del euro. Aunque la pandemia de Covid-19 ha provocado el mayor retroceso a corto plazo de la actividad económica observado en siglos, también ha traído consigo cambios en la forma de operar de las empresas y en el comportamiento de los consumidores, y es probable que algunos de ellos perduren tras la crisis actual. Estos cambios, a su vez, pueden influir en agregados como el producto, el empleo y los precios —y en la relación entre ellos— a largo plazo⁵¹.

El principal objetivo de la encuesta era averiguar cómo perciben las empresas líderes de la zona del euro el impacto a largo plazo de la pandemia de Covid-19 en su negocio. A los efectos de la encuesta, el largo plazo se define como «una nueva normalidad cuando —como consecuencia, por ejemplo, del desarrollo de una vacuna o de un tratamiento más efectivo— la economía deje de verse sometida a disrupciones significativas o a cambios abruptos derivados del virus o de las medidas necesarias para contenerlo». La encuesta se dividió en tres partes. En la primera se preguntaba a los participantes acerca de los posibles efectos a largo plazo que esperaban que tuviera la pandemia de Covid-19 en su negocio, por ejemplo, en la organización de su empresa o los mercados en los que opere. En la segunda parte, los encuestados debían indicar si estaban de acuerdo o en desacuerdo con una serie de afirmaciones relacionadas con la «nueva normalidad» inducida por la pandemia, y en la tercera se incluían preguntas sobre el impacto esperado a largo plazo en agregados como las ventas, el empleo y los precios. Se recibieron respuestas de 72 empresas no financieras líderes, divididas en un 60 % y un 40 %, aproximadamente, entre los sectores «industrial» y de «servicios». Al interpretar los resultados se ha de tener en cuenta que es muy probable que el tamaño y la distribución de las actividades de estas empresas hagan que estén mejor capacitadas que otras para responder a los retos planteados por la pandemia.

El aumento del teletrabajo y la aceleración de la digitalización fueron los efectos a largo plazo de la pandemia por el lado de la oferta mencionados con más frecuencia. Los encuestados debían indicar brevemente, por orden de importancia, hasta tres aspectos en los que la pandemia causaría un impacto a largo plazo en su negocio, por ejemplo, en relación con la organización de su empresa o los mercados en los que opera. En el gráfico A se resumen las respuestas recibidas a esta pregunta abierta. Más del 40 % de los participantes en la encuesta mencionaron un mayor uso del teletrabajo, mientras que casi el mismo

⁵¹ Para conocer un estudio reciente de los efectos a largo plazo de pandemias anteriores y su comparación con los de conflictos bélicos, véase Ó. Jordà, S. R. Singh y A. M. Taylor, «The Longer-Run Economic Consequences of Pandemics», Federal Reserve Bank of San Francisco, *Working Paper Series*, n.º 9, 2020.

porcentaje señaló que la pandemia había hecho que su empresa acelerara la adopción de tecnologías digitales, lo que cambiará su forma de operar a largo plazo. Alrededor de una quinta parte de los encuestados indicaron una disminución más permanente de los viajes de trabajo o un aumento de las reuniones virtuales, y una proporción similar señaló un incremento del comercio electrónico o, en las relaciones entre empresas, de las «ventas virtuales». Aproximadamente la quinta parte de los participantes destacaron que las medidas adoptadas en respuesta a la pandemia incrementarían la capacidad de resistencia o la flexibilidad de su empresa a largo plazo.

Una proporción significativa de los encuestados mencionaron la caída de la demanda o cambios en la estructura de la demanda como motivos de especial preocupación. Casi el 30 % indicaron que la disminución de la demanda de sus productos o servicios era una de las principales repercusiones a largo plazo de la pandemia para su negocio, mientras que más del 20 % señalaron cambios duraderos en la estructura de la demanda. Esto parece reflejar, en gran medida, la opinión de que algunos de los cambios en los hábitos de vida y de trabajo inducidos por la pandemia —en especial, el aumento de la actividad y del consumo *on line*, y el consiguiente descenso de los desplazamientos— se afianzarán.

Gráfico A

Principales efectos a largo plazo de la pandemia indicados por empresas líderes

(porcentaje de encuestados)



Notas: La pregunta planteada a los encuestados fue la siguiente: «¿Qué efectos a largo plazo, si los hubiese, espera que tenga la pandemia de Covid-19 en su negocio (por ejemplo, en la organización de su empresa o los mercados en los que opera)? Indique hasta tres impactos por orden de importancia». Posteriormente, las respuestas se agruparon por categorías.

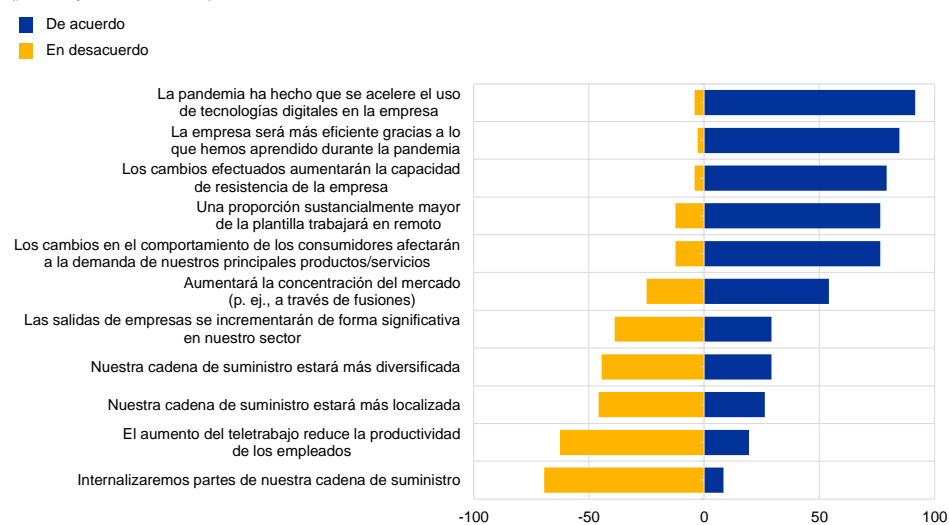
Más de tres cuartas partes de los encuestados se mostraron de acuerdo en que la eficiencia y la capacidad de resistencia de su negocio aumentarían tras la pandemia. En el gráfico B se resumen las respuestas a la pregunta de si estaban de acuerdo o en desacuerdo con una serie de afirmaciones cuyo objetivo era analizar determinadas narrativas relacionadas con la «nueva normalidad» inducida por la pandemia. Más del 75 % de los participantes estaban de acuerdo en que las lecciones aprendidas durante la pandemia incrementarían la eficiencia de su negocio y en que los cambios efectuados aumentarían su capacidad de resistencia. Nueve de cada diez encuestados confirmaron que habían acelerado el uso de tecnologías digitales o de la automatización, mientras que más de tres cuartas partes coincidieron en que una proporción sustancialmente más elevada de la

plantilla seguiría trabajando a distancia. Alrededor del 60 % de los participantes estuvieron en desacuerdo cuando se les preguntó sobre si el aumento del teletrabajo reducía la productividad, frente al 20 % de los que estuvieron de acuerdo con la afirmación. En este sentido, aunque la menor interacción informal y personal se consideraba un aspecto negativo, también se percibían muchas ventajas, entre ellas la disminución de la pérdida de tiempo en desplazamientos al lugar de trabajo, la posibilidad de compaginar mejor los compromisos familiares y los profesionales, y la mayor conectividad⁵².

Gráfico B

Análisis de narrativas relacionadas con los efectos a largo plazo de la pandemia

(porcentaje de encuestados)



Notas: La pregunta planteada a los encuestados fue la siguiente: «Indique si está de acuerdo o en desacuerdo con las siguientes afirmaciones sobre los efectos a largo plazo de la pandemia de Covid-19». Los participantes podían responder: i) de acuerdo; ii) en desacuerdo, o iii) no está seguro o no es pertinente. En el gráfico, a la respuesta «de acuerdo» se le asigna una puntuación de 1, y a «en desacuerdo» una puntuación de -1.

Los encuestados consideraban que la pandemia cambiaría el comportamiento de los consumidores a largo plazo y que era probable que condujera a un aumento de la concentración del mercado, mientras que su impacto sobre las cadenas de suministro sería mucho menor. Tres cuartas partes de los

encuestados se mostraron de acuerdo en que los cambios en el comportamiento de los consumidores derivados de la pandemia afectarían a la demanda de su principal producto o servicio a largo plazo. Más de la mitad pensaba que aumentaría la concentración del mercado en su sector (frente a una cuarta parte que estaba en desacuerdo con esta afirmación) y que habría más fusiones de empresas que salidas del mercado. A la pregunta sobre el impacto a largo plazo en las cadenas de suministro, la mayor parte de los participantes de las empresas para las que estas preguntas eran pertinentes estuvieron en desacuerdo con la afirmación de que su

⁵² Se observó, por ejemplo, que, como consecuencia del teletrabajo, los empleados estaban ahora casi siempre accesibles, mientras que en el pasado no era el caso, debido a los desplazamientos al lugar de trabajo o a los viajes de trabajo. También se observó que algunas funciones, como las ventas, habían pasado a ser mucho más productivas cuando se realizaban virtualmente.

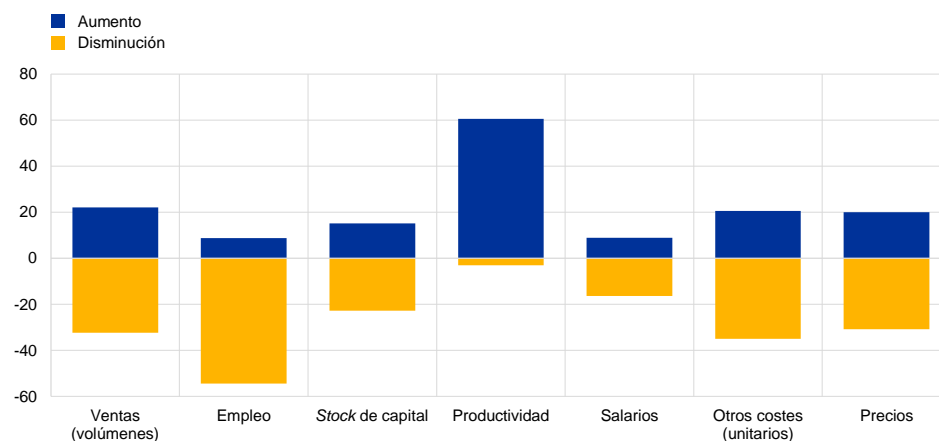
cadena de suministro estaría más diversificada o localizada, y una gran mayoría no consideraban que su empresa trataría de internalizar más partes de la cadena.

La mayoría de los encuestados consideraban que la pandemia tendría un impacto positivo a largo plazo en la productividad, pero un efecto negativo en el empleo. En cuanto a la valoración de los participantes en la encuesta del efecto global a largo plazo de la pandemia sobre una selección de agregados, el 60 % señalaron que la productividad aumentaría en su empresa o sector, mientras que prácticamente ninguno pensaba que la productividad disminuiría. Por el contrario, el 55 % preveían que tendría un impacto negativo a largo plazo sobre el empleo, frente al 10 % de los que indicaron un efecto positivo. Esto parece reflejar cómo han aprendido las empresas a mantener la producción pese a las restricciones impuestas sobre el factor trabajo como consecuencia del distanciamiento social y gracias a la identificación de mejoras de eficiencia asociadas. Por otra parte, una proporción relativamente escasa de los encuestados consideraban que la pandemia tendría efectos a largo plazo en el *stock* de capital de la empresa. En general, el efecto a largo plazo de la pandemia previsto en las ventas (volúmenes), en los precios y en los costes sería ligeramente negativo, aunque la mayoría de los encuestados afirmaron que no preveían ningún efecto a largo plazo o que no estaban seguros.

Gráfico C

Opinión de los encuestados sobre el efecto a largo plazo de la pandemia en algunas magnitudes del negocio

(porcentaje de encuestados)



Notas: La pregunta planteada fue la siguiente: «Pensando en su empresa/sector ¿cómo valoraría los efectos globales a largo plazo de la pandemia de Covid-19 en las siguientes magnitudes?». Los participantes podían responder: i) aumento; ii) disminución; iii) sin variación, o iv) no sabe. En el gráfico, a la respuesta «aumento» se le asigna una puntuación de 1, y a «disminución», una puntuación de -1.

¿Pueden los datos sobre salarios negociados contribuir al análisis de la dinámica salarial durante la pandemia de Covid-19?

Gerrit Koester, Nicola Benatti y Aurelian Vlad

La confluencia de las consecuencias económicas de la pandemia de coronavirus (Covid-19) y de las medidas de respuesta adoptadas hace difícil interpretar la evolución del mercado de trabajo, incluida la dinámica de los salarios. Por ejemplo, los cambios sustanciales observados en las horas trabajadas por persona ocupada en los últimos trimestres, junto con la aplicación generalizada de programas de regulación temporal de empleo y las dificultades relacionadas con su registro estadístico, complican la interpretación de indicadores salariales como la «remuneración por hora trabajada» o la «remuneración por asalariado»⁵³. El indicador de salarios negociados del BCE refleja el resultado de los procesos de negociación colectiva y no se ve afectado directamente por estos factores especiales⁵⁴. Asimismo, suele publicarse en torno a un mes antes que los indicadores salariales basados en las cuentas nacionales trimestrales. Cabe señalar, no obstante, que la pandemia también puede haber tenido un impacto en las propiedades del indicador de los salarios negociados, ya que se están firmando menos convenios colectivos que en circunstancias normales. En este recuadro se considera el papel que puede desempeñar el indicador de salarios negociados en el análisis y en las previsiones de la evolución salarial en la coyuntura actual.

Aunque los datos sobre los salarios negociados están disponibles con más prontitud, su crecimiento suele reaccionar con cierto desfase a los cambios en las condiciones del mercado de trabajo. Los cambios en el desempleo resultantes del tensionamiento del mercado laboral suelen tardar en reflejarse en las negociaciones salariales. Así pues, el indicador de salarios negociados tiende a reaccionar con un desfase de varios trimestres a la evolución cíclica de este mercado (véase gráfico A). Esto se debe a los procesos de negociación colectiva de los principales países de la zona del euro (que se desarrollan, en su mayoría, a escala sectorial), con fechas de inicio y duraciones distintas y en los que, con frecuencia, los salarios se fijan para períodos superiores a un año. En consonancia con este rasgo institucional, la evolución reciente del crecimiento de los salarios negociados no apunta a que las perturbaciones del mercado de trabajo asociadas a la pandemia hayan tenido un gran impacto hasta ahora. Aunque la tasa de avance

⁵³ Estas dificultades se han analizado en números anteriores del Boletín Económico del BCE. Véanse el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020, y el recuadro «Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic» del artículo titulado «El impacto de la pandemia de Covid-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro» en este Boletín Económico.

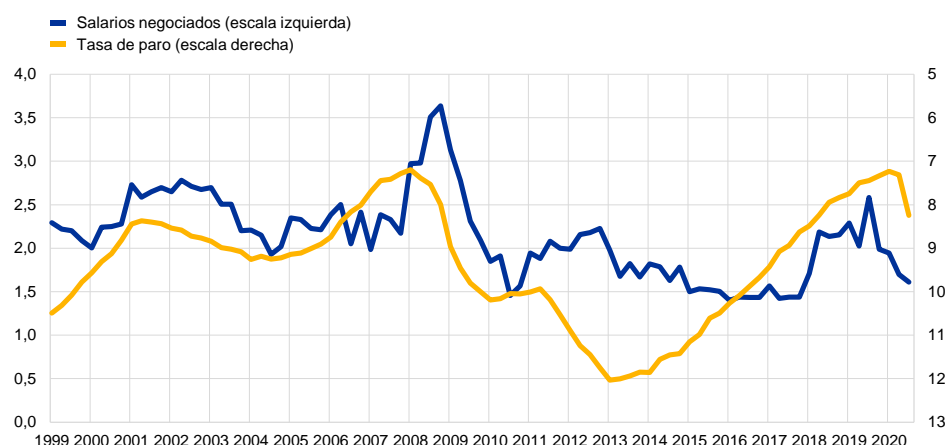
⁵⁴ El BCE elabora el indicador de salarios negociados desde 2001 a partir de datos nacionales no armonizados como un indicador de posibles presiones salariales. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Seguimiento de la evolución salarial: un indicador de los salarios negociados», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2002.

interanual descendió hasta situarse en el 1,9 %, el 1,7 % y el 1,6 % en el primer, segundo y tercer trimestre de 2020, respectivamente, este descenso refleja, en parte, un efecto base —lo que quiere decir que, por ejemplo, la reducida tasa del tercer trimestre de 2020 está relacionada, en cierta medida, con el impacto al alza registrado en el tercer trimestre de 2019 asociado a los pagos especiales efectuados en Alemania en ese período⁵⁵—.

Gráfico A

Evolución del crecimiento de los salarios negociados y tasa de paro

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2020. La escala derecha está invertida.

Los convenios colectivos firmados antes de la irrupción de la pandemia siguen desempeñando un papel dominante en la evolución reciente del indicador de salarios negociados.

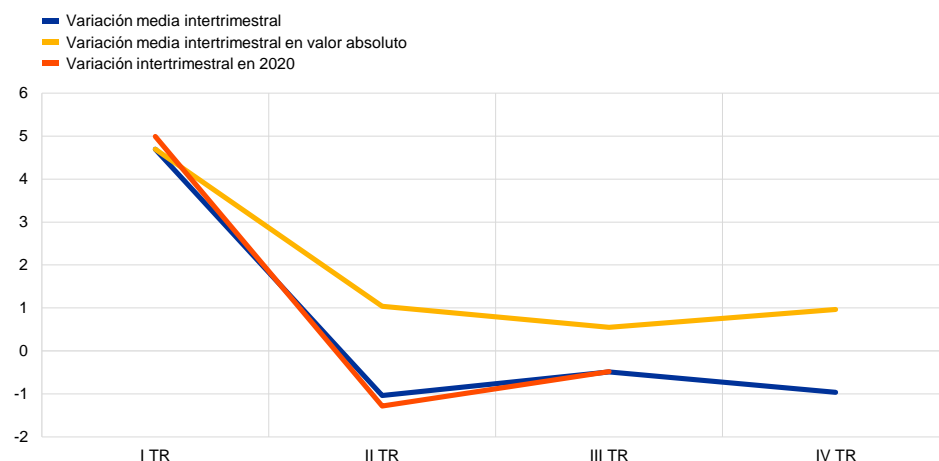
Las variaciones intertrimestrales de este indicador muestran que, hasta ahora, la evolución de los salarios negociados en 2020 ha estado muy en consonancia con el perfil observado, en promedio, desde 1999 (véase gráfico B). Los salarios negociados tienden a cambiar, principalmente, en el primer trimestre de cada año. Lo mismo es aplicable a las variaciones medias del indicador de salarios negociados y a las variaciones medias en valor absoluto. El hecho de que las variaciones medias en valor absoluto del indicador de salarios negociados, que reflejan las medias tanto de los aumentos como de las reducciones salariales, también se concentren en el primer trimestre pone de manifiesto que, en efecto, los salarios negociados se modifican, sobre todo, al principio del año. Información más granular sugiere que prácticamente todo el incremento de estos salarios en el primer trimestre de 2020 fue atribuible a subidas salariales que se produjeron en enero, es decir, antes de que irrumpiese la pandemia. El papel preponderante de los convenios colectivos al inicio de cada año implica que los principales efectos de la pandemia sobre los salarios negociados podrían no empezar a materializarse hasta principios de 2021, cuando tendrán que renegociarse gran parte de los convenios colectivos en varios países de la zona del euro.

⁵⁵ Para más detalles, véase [Monthly Report](#), vol. 71, n.º 11, Deutsche Bundesbank, noviembre de 2019, p. 8.

Gráfico B

Patrón estacional de los cambios en los salarios negociados

(tasas de variación intertrimestral; período analizado: 1999-2020, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Estimaciones internas del BCE y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2020. Las variaciones absolutas se obtienen sumando los importes, en valor absoluto, de los incrementos y las reducciones salariales.

En esta coyuntura, es posible que la deriva salarial ofrezca cierta información prospectiva.

La deriva salarial puede calcularse como la diferencia entre las tasas de crecimiento de la remuneración media —medida por los sueldos y salarios brutos por trabajador— y las de los salarios negociados⁵⁶. Sobre la base de este enfoque, la deriva salarial negativa observada en los tres primeros trimestres de 2020 (véase gráfico C) refleja el hecho de que, en general, los costes salariales efectivos de las empresas fueron más bajos gracias a las medidas de apoyo público, así como a la reducción de las remuneraciones variables y los ascensos, entre otros factores. Con todo, este cálculo de la deriva salarial se ve influido inevitablemente por los cambios en la composición del empleo y en las horas medias trabajadas por persona ocupada, cambios que, en la coyuntura actual, están siendo muy sustanciales. Es probable que la composición del empleo haya variado porque la pandemia ha provocado pérdidas de puestos de trabajo sobre todo en el sector servicios —en el que la proporción de empleos con sueldos más bajos es relativamente mayor—, lo que ha aumentado de forma automática el salario medio y ha compensado, en parte, los efectos sobre la deriva salarial agregada, que, de otro modo, habrían sido más negativos⁵⁷. La deriva salarial señala la posibilidad de que surjan presiones a la baja sobre los salarios negociados si la situación del mercado laboral se deteriora y los trabajadores que actualmente tienen reducción de jornada pasan a estar desempleados.

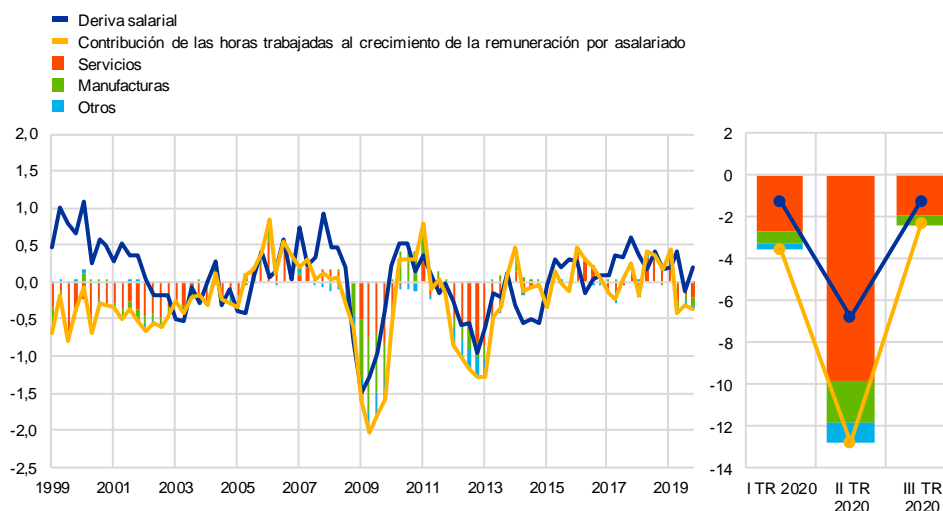
⁵⁶ Esto implica que el crecimiento total de los salarios, medido por la remuneración por asalariado, puede desglosarse en el crecimiento de los salarios negociados, la deriva salarial y el impacto de las variaciones en las cotizaciones sociales. La deriva salarial se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado y la tasa de crecimiento anual de los sueldos y salarios brutos por trabajador.

⁵⁷ Para más detalles sobre estos efectos de composición, véanse, por ejemplo, E. E. Crust, M. C. Daly y B. Hobjin, *The Illusion of Wage Growth*, FRBSF Economic Letter, Banco de la Reserva Federal de San Francisco, agosto de 2020, y el artículo titulado «Los efectos de los cambios en la composición del empleo sobre el crecimiento de los salarios en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

Gráfico C

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

(contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2020. «Otros» se refiere a los demás sectores. Las columnas representan la aportación de los servicios, de las manufacturas y de otros sectores a la contribución total de las horas trabajadas al crecimiento de la remuneración por asalariado.

El crecimiento actual de los salarios negociados sigue estando impulsado por los convenios colectivos previos a la pandemia, lo que limita su valor informativo para predecir el crecimiento futuro de los costes salariales. Es probable que los principales efectos de la pandemia en el avance de los salarios negociados solo sean visibles a partir de 2021, cuando tendrá que renegociarse una parte sustancial de los convenios colectivos de la zona del euro. La evolución de la deriva salarial, junto con la información sobre las horas trabajadas y el desempleo, puede ofrecer algunas indicaciones sobre las circunstancias en las que se desarrollan estas negociaciones. La disponibilidad de datos más granulares, por ejemplo, acerca del crecimiento de los salarios negociados en distintos sectores, sería muy útil para analizar con más detalle la evolución salarial en la zona del euro.

8 Evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2021 en tiempos de la crisis del Covid-19

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Steffen Osterloh

El 18 de noviembre de 2020, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios de los Gobiernos de la zona del euro para 2021. A diferencia de años anteriores, y en el contexto de la pandemia de coronavirus (Covid-19), la evaluación que llevó a cabo la Comisión este año fue de carácter cualitativo y no se centró en el cumplimiento numérico de las reglas fiscales. Ello se debió a la activación de la cláusula general de salvaguardia⁵⁸, que permite que los Estados miembros se desvíen de las exigencias de ajuste establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en determinadas situaciones concretas y definidas, como una recesión económica grave en la zona del euro o en la Unión en su conjunto. Esta vez, la evaluación de la Comisión se basó en las recomendaciones fiscales específicas por país adoptadas por el Consejo el 20 de julio de 2020, así como en las orientaciones facilitadas en septiembre en las cartas enviadas a todos los Estados miembros, en las que se indicaba que la cláusula general de salvaguardia también se mantendría activa en 2021, con el fin de asegurar el apoyo necesario de las políticas fiscales. Asimismo, en su evaluación la Comisión aclaró que, cuando las condiciones económicas lo permitan, los Estados miembros deberán aplicar políticas fiscales destinadas a lograr situaciones presupuestarias prudentes a medio plazo y a garantizar la sostenibilidad de la deuda, al mismo tiempo que se fomenta la inversión. La Comisión señaló que, para conciliar la necesidad de conseguir la estabilización macroeconómica mientras se asegura la sostenibilidad fiscal a medio plazo, las medidas de apoyo deben ser focalizadas y temporales, ya que las medidas permanentes que no se financien mediante otras compensatorias pueden afectar a la sostenibilidad fiscal a medio plazo.

Los proyectos de planes presupuestarios apuntan a un cambio en la composición de las medidas —que pasan de ser de emergencia a impulsar la recuperación en 2021—, pero todavía no reflejan por completo el apoyo del programa *Next Generation EU* (NGEU). Según la Comisión Europea, los Estados miembros han adoptado importantes medidas fiscales en respuesta a la pandemia, equivalentes al 4,2 % y al 2,4 % del PIB, en 2020 y 2021, respectivamente. Los paquetes fiscales de 2020 consistieron principalmente en medidas de emergencia destinadas a aliviar los efectos inmediatos de la crisis; en concreto, a abordar la situación sanitaria y limitar las secuelas económicas. Según la evaluación de la

⁵⁸ La cláusula se introdujo como parte de la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de 2011 asociada al paquete legislativo denominado *Six-Pack*. Esta cláusula puede activarse en caso de que se produzca una circunstancia inusual sobre la cual no tenga ningún control el Estado miembro afectado y que incida de manera significativa en la situación financiera de las Administraciones Públicas, o en períodos de grave recesión económica para la zona del euro o para la Unión en su conjunto. Su activación permite que los Estados miembros se aparten temporalmente de las exigencias de ajuste presupuestario establecidas en los componentes preventivo y corrector del Pacto, siempre que ello no ponga en peligro la sostenibilidad fiscal a medio plazo.

Comisión, las medidas de emergencia supusieron aproximadamente el 80 % de los paquetes fiscales de 2020 a escala agregada en la zona del euro. A partir de 2021 está prevista la retirada gradual de las medidas de apoyo de emergencia, y se observa un cambio hacia medidas para impulsar la recuperación. La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios de la Comisión indica que las medidas de recuperación, como los recortes de los impuestos indirectos y el aumento de la inversión pública, constituirán más del 60 % de las medidas fiscales en 2021. Se espera que el NGEU —y, en particular, su pilar más importante, el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia— empiece a implementarse en 2021. No obstante, dado el estado de los preparativos, en especial en lo que respecta a los planes nacionales de recuperación y resiliencia, en las previsiones de otoño de la Comisión Europea y en algunos de los proyectos de planes presupuestarios solo se recoge una pequeña parte de los ingresos y los gastos relacionados con el mecanismo.

La Comisión Europea indicó que los proyectos de planes presupuestarios para 2021 se ajustan, en términos generales, a la recomendación sobre la política presupuestaria adoptada por el Consejo, pero señaló la existencia de riesgos donde se prevé que las medidas sean permanentes.

La Comisión consideró que, en casi todos los países de la zona del euro, las medidas previstas para 2021 son temporales (en su mayor parte), y que solo los planes de Francia, Italia, Lituania⁵⁹ y Eslovaquia recogen medidas que no parecen ser de carácter temporal o ir acompañadas de medidas compensatorias. En relación con Bélgica, Grecia, España, Francia, Italia y Portugal, la Comisión Europea subrayó que, «dado el nivel de su deuda pública y los notables retos en cuanto a la sostenibilidad a medio plazo..., es importante garantizar que, cuando se adopten medidas presupuestarias de apoyo, se preserve la sostenibilidad fiscal a medio plazo». La elevada incertidumbre dificulta la evaluación de las medidas, tanto más cuanto que no siempre es posible distinguir las medidas temporales de otras más estructurales, ya que los países están adoptando medidas en respuesta a la evolución de las oleadas de la crisis.

La evaluación de la Comisión debe considerarse teniendo en cuenta no solo el impacto significativo y dispar que la gravedad de la perturbación del Covid-19 y las medidas de apoyo fiscal están teniendo en las finanzas públicas, sino también la alta incertidumbre actual.

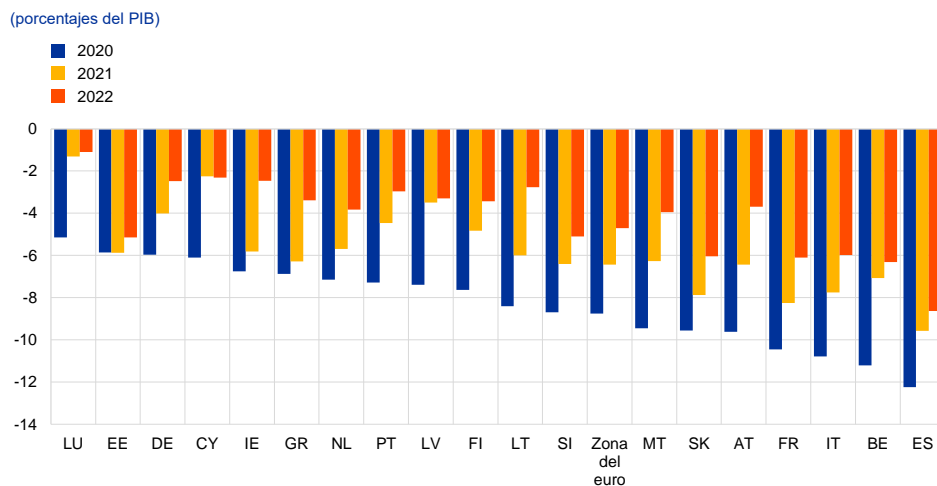
Se espera que, en promedio, alrededor del 30 % del deterioro presupuestario previsto en 2020 revierta en 2021 y que los ratios de déficit permanezcan por encima del umbral del 3 % del PIB en todos los países de la zona del euro, salvo en Luxemburgo y Chipre (véase gráfico A). A tenor de las previsiones, España, Francia, Italia y Eslovaquia registrarán los déficits más elevados en 2021, superiores al 7,5 % del PIB. Bajo el supuesto de que las políticas no se modificarán, los déficits se mantendrían por encima del umbral del 3 % en 13 países de la zona en 2022. Además, se prevé que muchos países que tenían ratios de deuda elevadas —en torno al 100 % y superiores— cuando comenzó la crisis serán los más afectados por la perturbación del Covid-19 en términos de aumento del endeudamiento (véase gráfico B). En 2022, solo cinco países de la zona (Estonia, Letonia, Lituania, Luxemburgo y Malta) mantendrían unas ratios de deuda

⁵⁹ Lituania presentó un proyecto de plan presupuestario basado en un escenario de mantenimiento de las políticas.

por debajo del valor de referencia del 60 % del PIB establecido en el Tratado de Maastricht.

Gráfico A

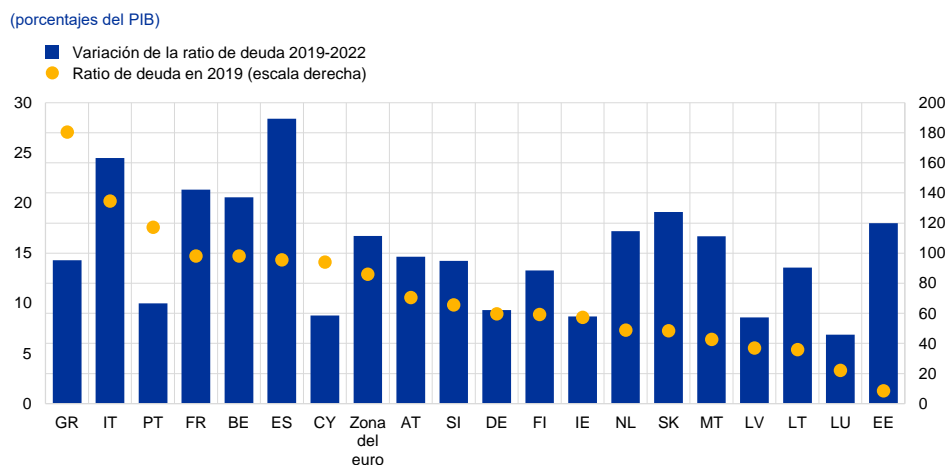
Saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas, 2020-2022



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Gráfico B

Deuda bruta de las Administraciones Públicas, 2019-2022



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

La Comisión Europea no tiene intención de iniciar procedimientos de déficit excesivo en la fase actual en respuesta a incumplimientos del valor de referencia del 3 % del PIB y de la regla de deuda. En la actualidad, Rumanía es el único país sujeto a un procedimiento de déficit excesivo (PDE), que se inició en abril de 2020. En la comunicación de noviembre, la Comisión señaló que, a la luz de la «excepcional incertidumbre creada por el brote de Covid-19 y de su extraordinario impacto macroeconómico y fiscal, en particular para diseñar una senda creíble para la política fiscal..., no debía tomarse una decisión acerca de la pertinencia de someter a los Estados miembros al procedimiento de déficit excesivo». Utilizando el mismo razonamiento, la Comisión Europea indicó que, en la coyuntura actual, no

podía adoptarse una decisión sobre nuevas medidas en el marco del PDE de Rumanía iniciado en abril de 2020 como consecuencia del déficit presupuestario de 2019. No obstante, la Comisión consideró que en Rumanía no se han efectuado cambios en relación con importantes factores subyacentes de la situación fiscal ya presentes en 2020, antes de la irrupción de la pandemia. La Comisión Europea volverá a considerar la apertura de PDE adicionales en la primavera de 2021 a partir de los datos validados para 2020 y de sus previsiones de primavera de 2021.

En vista de la acusada contracción de la economía de la zona del euro, sigue siendo fundamental una orientación fiscal ambiciosa y coordinada hasta que se observe una recuperación duradera que permita restablecer unas posiciones fiscales prudentes a medio plazo. Tras una orientación fiscal muy expansiva en 2020, las previsiones de otoño de 2020 de la Comisión Europea apuntan a una retirada gradual de las medidas de emergencia, aunque se prevé que el respaldo fiscal siga siendo sustancial con la adopción de nuevas medidas dirigidas a apoyar la recuperación. Mientras continúe la emergencia sanitaria y la recuperación no sea autosostenida, es importante que las medidas temporales se prolonguen para evitar efectos «acantilado». Con todo, es esencial que las medidas sean oportunas, temporales y focalizadas, con el fin de que proporcionen el respaldo fiscal más eficaz posible sin generar efectos persistentes en las posiciones presupuestarias en el período posterior a la crisis y, por tanto, asegurando la sostenibilidad fiscal. Cuando las condiciones epidemiológicas y económicas lo permitan, la atención debería pasar a centrarse en aplicar políticas fiscales orientadas a lograr unas situaciones presupuestarias prudentes a medio plazo, al mismo tiempo que se fomenta la inversión. En este contexto, el programa NGEU constituye una oportunidad para impulsar la inversión y contribuir a una recuperación sostenible.

Artículos

1 El mecanismo europeo de tipos de cambio (MTC II) como una fase preparatoria en el proceso de adopción del euro: los casos de Bulgaria y Croacia

Ettore Dorrucci, Michael Fidora, Christine Gartner y Tina Zumer

Después de completarse la hoja de ruta acordada los últimos años entre todas las partes relevantes de la UE, la leva búlgara y la kuna croata entraron en el mecanismo europeo de tipos de cambio (MTC II) el 10 de julio de 2020. Su inclusión marca un hito para la futura ampliación de la zona del euro, dado el importante papel que desempeña el MTC II como fase preparatoria para la adopción del euro. La participación en este mecanismo puede conducir a un cambio de régimen en el país en cuestión, esto es, puede alterar los incentivos de los inversores internacionales y locales, y de las autoridades nacionales.

En este artículo se proporciona evidencia de que, en efecto, se produjo un cambio de régimen en los países de Europa Central y Oriental que se integraron en el mecanismo en 2004 y 2005. Si el cambio de régimen se ve respaldado por unas políticas económicas sólidas, este puede tener consecuencias positivas, como acelerar el proceso de convergencia. Por el contrario, la aplicación de políticas desacertadas puede contribuir a una acumulación de desequilibrios económicos. En el artículo también se revisa el MTC II desde una perspectiva histórica, se analizan sus principales características y procedimientos, y se explica la nueva hoja de ruta para participar en el MTC II —y, simultáneamente, en la unión bancaria europea— que se estableció y se aplicó con éxito en los casos de Bulgaria y Croacia.

La principal conclusión del artículo es que, para aprovechar plenamente las ventajas de la integración monetaria y garantizar una participación fluida en el mecanismo, los países necesitan unas políticas económicas, una gobernanza y unas instituciones sólidas que les permitan afrontar los riesgos con las medidas macroeconómicas, macroprudenciales, supervisoras y estructurales adecuadas.

Introducción

El 10 de julio de 2020, dos Estados miembros de la UE, Bulgaria y Croacia, se incorporaron al MTC II. El proceso comenzó en 2017 con una hoja de ruta que reflejó las lecciones aprendidas de las experiencias de otros países, la entrada en funcionamiento de la unión bancaria europea y un examen minucioso de las fortalezas y vulnerabilidades de cada país⁶⁰. La hoja de ruta fue acordada entre las autoridades búlgaras y croatas y los participantes en el MTC II —los ministros

⁶⁰ Véase el recuadro titulado «La leva búlgara y la kuna croata en el mecanismo de tipos de cambio (MTC II)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

de Economía y Finanzas de los países de la zona del euro, el BCE, el ministro de Economía y Finanzas de Dinamarca y el gobernador del Danmarks Nationalbank⁶¹—. Estos interlocutores adoptaron sus decisiones siguiendo un procedimiento común en el que participó la Comisión Europea, y se consultó al Comité Económico y Financiero en su composición de la zona del euro, que se conoce como «Grupo de trabajo del Eurogrupo» (EWG, por sus siglas en inglés).

La inclusión de la leva búlgara y la kuna croata en el MTC II supone un hito hacia una nueva ampliación de la zona del euro. Se espera que Bulgaria y Croacia adopten el euro una vez que hayan cumplido los requisitos necesarios (los criterios de convergencia de «Maastricht») y así se determine en los informes de convergencia de la Comisión Europea y del BCE⁶².

Por tanto, el MTC II para Bulgaria y Croacia servirá no solo como acuerdo cambiario, sino también como fase preparatoria para la adopción del euro. El MTC II tiene dos finalidades principales. La primera es actuar como acuerdo para la gestión de los tipos de cambio entre las monedas participantes, y ayudar así al buen funcionamiento del mercado único europeo al fomentar la estabilidad cambiaria. La segunda es contribuir a la evaluación de la convergencia según lo establecido en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) con respecto a la adopción del euro por parte de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, con la excepción de Dinamarca, acogido a un régimen especial⁶³. En este sentido, el MTC II ofrece un «campo de pruebas» antes de la adopción del euro, dado que las economías de los Estados miembros participantes operan en un régimen de tipos de cambio estables frente al euro (pruebas de mercado) y se espera que refuercen en mayor medida sus políticas macroeconómicas, macroprudenciales, supervisoras y estructurales (pruebas de política económica), con el respaldo de la gobernanza económica de la Unión Europea, en constante evolución.

En este artículo se analiza la participación de la leva búlgara y la kuna croata en el MTC II, prestando especial atención al papel del mecanismo como puente desde las monedas nacionales hacia el euro. En concreto, en la sección 2 se analizan brevemente la historia, las características principales y los procedimientos del MTC II. En la sección 3 se argumenta, sobre la base de evidencia cuantitativa,

⁶¹ Hasta el 10 de julio de 2020, Dinamarca era el único Estado miembro de la UE no perteneciente a la zona del euro que participaba en el mecanismo. Desde entonces, Bulgaria y Croacia también participan en el MTC II.

⁶² El artículo 140 y el protocolo 13 del TFUE establecen que la adopción del euro por parte de un Estado miembro determinado está sujeta al cumplimiento de una serie de criterios de convergencia económicos y jurídicos (Maastricht). En sus informes de convergencia bienales, el BCE y la Comisión Europea examinan si: i) los países en cuestión han logrado un alto grado de convergencia económica sostenible; ii) las legislaciones nacionales son compatibles con el Tratado y los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE y iii) se cumplen los requisitos estatutarios para que los bancos centrales nacionales pertinentes se conviertan en una parte integral del Eurosistema.

⁶³ En relación con la estabilidad cambiaria, el BCE y la Comisión Europea examinan si el país ha participado en el MTC II durante un período de al menos dos años sin que se hayan producido tensiones graves en los márgenes de fluctuación normales del mecanismo de tipos de cambio. Concretamente, esto significa que el país no debería devaluar el tipo central bilateral respecto del euro por iniciativa propia durante este período. El protocolo 16 del TFUE concede a Dinamarca una exención de participar en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Por lo tanto, Dinamarca es el único Estado miembro de la UE no perteneciente a la zona del euro que participa en el MTC II sin perseguir el objetivo de adoptar el euro.

que el MTC II puede dar lugar a un cambio de régimen en los países participantes durante el proceso que lleva a la adopción del euro. En la sección 4 se explica la hoja de ruta para participar en el MTC II que se implementó para Bulgaria y Croacia. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones y se señalan el camino a seguir y los retos principales que deben afrontar estos dos países durante el proceso hacia la adopción de la moneda única.

Conclusiones: el camino que se ha de seguir y los retos asociados

La incorporación al MTC II es un paso necesario para la adopción del euro. En la actualidad, 19 Estados miembros de la UE han adoptado una política monetaria común con el euro como moneda única. Con arreglo al Tratado, se espera que todos los demás Estados miembros de la UE, con la excepción de Dinamarca, introduzcan el euro una vez cumplidos los requisitos establecidos.

Desde el punto de vista del procedimiento, la decisión sobre la adopción del euro la toma el Consejo de la Unión Europea en consonancia con las disposiciones pertinentes del Tratado, incluida la necesidad de permanecer en el MTC II durante al menos dos años. El proceso se define en el artículo 140 y en el protocolo 13 del Tratado, y se resume a continuación. Tras consultar al Parlamento Europeo, y una vez debatida la cuestión en el Consejo Europeo, el Consejo, a propuesta de la Comisión Europea, decidirá qué Estados miembros con derogación reúnen las condiciones necesarias para adoptar el euro. Esta decisión se toma en función de los criterios económicos y jurídicos de Maastricht. La Comisión Europea y el BCE preparan los informes de convergencia sobre el cumplimiento de estos criterios. El Consejo actuará —sobre la base de la recomendación de una mayoría cualificada de los Estados miembros de la UE pertenecientes a la zona del euro—, a más tardar, seis meses después de recibir la propuesta de la Comisión, que se basa en las conclusiones de los informes de convergencia. La publicación de los próximos informes de convergencia está prevista para 2022.

Desde la perspectiva de las políticas económicas, la adopción del euro es una oportunidad, aunque no una garantía, para que los Estados miembros obtengan beneficios considerables. La adopción de una moneda global de curso legal promueve, sobre todo, la estabilidad monetaria, lo que, a su vez, se manifiesta en un entorno de tipos de interés reales bajos y estables. Sin embargo, esta ventaja también puede exponer a un país a vulnerabilidades si se considera la estabilidad monetaria como sustituto de unas políticas económicas disciplinadas y sostenibles.

El artículo 140 del TFUE establece de forma inequívoca que un país debe lograr «un alto grado de convergencia sostenible» con la zona del euro antes de introducir la moneda única. Esto significa que la adopción del euro debería ser sostenible a largo plazo. Factores como la resiliencia de las estructuras económicas, la estabilidad financiera, la calidad de las instituciones y de la gobernanza, y la mejora progresiva de la arquitectura de la UE desempeñan también un papel muy

importante. El proceso de convergencia, por tanto, no es automático, y a escala nacional debería verse más bien como una consecuencia de los incansables esfuerzos políticos previos y posteriores a la adopción del euro, es decir, como un continuo. Por estos motivos, el BCE, en sus notas publicadas el 10 de julio de 2020 sobre la inclusión de la leva búlgara y la kuna croata en el MTC II, también hizo hincapié en el «firme compromiso» de las autoridades respectivas «de aplicar políticas económicas sólidas, con el objetivo de preservar la estabilidad económica y financiera, así como de alcanzar un grado elevado de convergencia económica sostenible»⁶⁴.

El papel del MTC II como fase preparatoria para la adopción del euro y el cambio de régimen que implica plantean retos para las políticas que han de abordarse. Los compromisos previos asumidos por las autoridades búlgaras y croatas en los últimos años han impulsado la introducción de medidas importantes que mitigarán los riesgos asociados al MTC II. Las medidas de política estructural adicionales anunciadas cuando estos países se incorporaron al MTC II deben ser, por tanto, bien recibidas. Con todo, aunque ambos países han dado pasos decisivos para corregir los desequilibrios macroeconómicos, todavía son necesarios avances significativos en lo que respecta a la calidad general de las instituciones y de la gobernanza. En este sentido, la adopción de una visión a largo plazo en la formulación de políticas económicas será fundamental en el futuro, especialmente a la vista de los nuevos riesgos de divergencia derivados de la perturbación ocasionada por el coronavirus (Covid-19).

Por último, estos esfuerzos de política económica deberán incluir la adopción de medidas dirigidas a evitar que las empresas y los agentes que fijan los precios utilicen la introducción del euro como excusa para subidas injustificadas de precios que podrían dañar la confianza de la población en la moneda única. A este respecto, las autoridades nacionales, en colaboración con la Comisión Europea y el BCE, pueden beneficiarse de la experiencia previa con la introducción del euro de otros países, que han incluido medidas como campañas públicas y la doble indicación de precios, además de acuerdos con asociaciones pertinentes. El BCE, junto con la Comisión, se compromete plenamente a ayudar a las autoridades búlgaras y croatas en la promoción de campañas para evitar el redondeo de precios.

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

⁶⁴ Véanse las notas de prensa del BCE «[Comunicado sobre Bulgaria](#)» y «[Comunicado sobre Croacia](#)», publicadas el 10 de julio de 2020.

2 El impacto de la pandemia de Covid-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro

Robert Anderton, Vasco Botelho, Agostino Consolo, António Dias da Silva, Claudia Foroni, Matthias Mohr y Lara Vivian

Introducción

El mercado de trabajo de la zona del euro se ha visto gravemente afectado por la pandemia de coronavirus (Covid-19) y por las medidas de contención asociadas. El empleo y el total de horas trabajadas han experimentado la caída más acusada registrada hasta la fecha. El desempleo aumentó con más lentitud y en menor medida, reflejo de la elevada tasa de utilización de los programas de mantenimiento del empleo y del aumento de las transiciones a la inactividad. El ajuste del mercado laboral se produjo fundamentalmente a través de la considerable disminución de las horas medias trabajadas. Además, la población activa se redujo en unos cinco millones de personas en el primer semestre de 2020, medio millón de personas más de lo que se incrementó entre mediados de 2013 y el cuarto trimestre de 2019.

Tanto las perturbaciones de oferta de trabajo como las de demanda agregada ayudan a explicar el descenso del total de horas trabajadas. Un análisis basado en un modelo estructural de vectores autorregresivos con restricciones de signo muestra que en torno a un tercio de la reducción total de las horas trabajadas en el segundo trimestre de 2020 se debe a la acción conjunta de perturbaciones de oferta de trabajo y de productividad. Esto obedece al impacto de los confinamientos —que obligaron a las empresas a cerrar temporalmente o a reducir su actividad— y a la disminución de la población activa, que también podría reflejar cierto desánimo ante la situación provocada por la pandemia. Se estima que la perturbación negativa de demanda agregada es la causa de alrededor de una cuarta parte del descenso del total de horas trabajadas, lo que es atribuible tanto a restricciones de demanda como a los posibles efectos de la incertidumbre sobre el comportamiento de los consumidores.

El uso intensivo de los programas de mantenimiento del empleo en la zona del euro influyó sustancialmente en la evolución del mercado de trabajo. Cuando los Gobiernos de la zona del euro introdujeron medidas de contención para limitar la propagación del virus, también diseñaron políticas para apoyar al mercado de trabajo, enfocadas, en particular, en programas para mantener el empleo mediante mecanismos como las reducciones de jornada y las suspensiones temporales del empleo. Estos programas ayudan a explicar el ajuste a través de las horas medias trabajadas y también por qué la remuneración por asalariado ha disminuido significativamente en la zona del euro durante la pandemia de Covid-19, mientras que la remuneración por hora trabajada ha registrado un ligero aumento en el

mismo período⁶⁵. Los indicadores de alta frecuencia de demanda de trabajo y de nuevas contrataciones contribuyen a arrojar luz sobre el impacto de la crisis en el mercado laboral, y muestran que este mercado mantuvo un tono deprimido en el cuarto trimestre de 2020, pese a que se observó cierta recuperación del empleo y de las horas trabajadas en el tercer trimestre.

Un rasgo destacado de la pandemia ha sido el cambio del trabajo presencial al teletrabajo. Aunque en 2019 el 33 % de los asalariados ocupaban empleos que se podían desempeñar a distancia, menos del 10 % de los teletrabajadores potenciales (3,3 % de los asalariados) indicaron que trabajaba desde casa habitualmente o en algunas ocasiones. Esta situación cambió con la pandemia y los consiguientes confinamientos, durante los cuales más de una tercera parte de los europeos empezaron a teletrabajar. En los primeros meses posteriores a la irrupción de la pandemia, el teletrabajo puede haber sustentado el empleo y las horas trabajadas en algunos sectores, en particular entre trabajadores con un mayor nivel educativo. De cara al futuro, es probable que la pandemia acelere la transformación digital en curso de la economía de la zona del euro, y que el teletrabajo y el uso de la tecnología digital adquieran más relevancia.

Conclusiones

El importante apoyo público prestado a través de programas de mantenimiento del empleo ha atenuado el impacto de la pandemia en el mercado de trabajo. Se estima que en abril el número de trabajadores acogidos a estos programas alcanzó los 32 millones, cifra casi tres veces superior a la de desempleados. El número de empleados en programas de regulación temporal de empleo ha descendido desde entonces y, según las estimaciones, en octubre de 2020 era de unos ocho millones. Como la proporción de trabajadores sujetos a dichos programas es muy elevada, las estadísticas oficiales del mercado laboral deben interpretarse con cautela. En particular, los programas de mantenimiento del empleo han contribuido a contener el aumento del paro y un retroceso más acusado del empleo. Sin embargo, sigue sin estar claro cuántos de estos trabajadores podrán retornar a su jornada laboral habitual y cuántos pueden estar en riesgo de perder su empleo. El número todavía elevado de trabajadores en programas de mantenimiento del empleo y el fuerte descenso de la tasa de actividad sugieren que el grado de holgura del mercado de trabajo es sustancialmente mayor de lo que refleja la tasa de paro. El recurso a estos programas se vio también complementado por la adopción de políticas de empleo a escala de la UE, como el Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE, por sus siglas en inglés). Con ello se creó un mecanismo de solidaridad para toda la Unión Europea, con el fin de ayudar a los Gobiernos nacionales a abordar incrementos repentinos de gasto público destinados a preservar el empleo.

⁶⁵ La consiguiente caída de la renta de los hogares se vio amortiguada, hasta cierto punto, por las ayudas fiscales, los programas de mantenimiento del empleo y otras medidas de apoyo.

Es probable que la crisis se traduzca en mayores necesidades de reasignación del empleo, y se prevé que sean más significativas cuanto más se prolongue la pandemia. El actual conjunto de políticas de empleo se diseñó para proteger a los trabajadores de una perturbación económica adversa de carácter temporal. Estas políticas han ayudado a preservar la renta de los hogares y a limitar efectos de retroalimentación negativos. La reasignación del trabajo dependerá, fundamentalmente, de la duración de la crisis y de los posibles cambios estructurales en la demanda. No obstante, cuanto más se prolongue la perturbación, mayor puede ser la reasignación del empleo necesaria. La perturbación generada por el Covid-19 también está impulsando el proceso de automatización y digitalización, y es posible que las competencias requeridas en los empleos actuales se tengan que actualizar, lo que podría acentuar el desajuste de cualificaciones en el mercado laboral⁶⁶. En este contexto, los programas de mantenimiento del empleo podrían conjugar la protección del empleo con la oferta de formación para facilitar la reestructuración y apoyar la actualización de competencias. Además, el impacto heterogéneo de la pandemia en los distintos países puede tener efectos perdurables y generar mayores divergencias entre los mercados de trabajo de la zona del euro. Un resultado persistente de la crisis anterior fue un aumento del desajuste de cualificaciones y de la dispersión geográfica de la tasa de paro, y, como consecuencia, una mayor duración media del desempleo, lo que, en último término, puede conducir a un desempleo estructural más elevado⁶⁷.

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

⁶⁶ Para un análisis de las implicaciones de la digitalización para los mercados de trabajo europeos, véanse «Virtually Everywhere? Digitalisation and jobs in the euro area» ([parte 1](#)) y ([parte 2](#)), *The ECB Podcast*, episodios 9 y 10, BCE, septiembre de 2020, y R. Anderton, V. Jarvis, V. Labhard, J. Morgan, F. Petroulakis y L. Vivian, «[Virtually Everywhere. Digitalisation and the euro area and EU economies](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 244, BCE, 2020.

⁶⁷ Véase el artículo titulado «El impacto del Covid-19 en el producto potencial de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020.

3 La economía digital y la zona del euro

Robert Anderton, Valerie Jarvis, Vincent Labhard, Filippou Petroulakis, Ieva Rubene y Lara Vivian

Introducción

La digitalización —la difusión de tecnologías digitales que conduce a una economía digital— está «virtualmente en todas partes». La digitalización transforma los patrones de consumo y de producción, los modelos de negocio, las preferencias y los precios relativos. Es decir, transforma la totalidad de la economía, por lo que hace que sea una cuestión importante desde la perspectiva de un banco central. Algunos de los principales efectos de la digitalización relevantes para la política monetaria están relacionados con la producción y la productividad, los mercados de trabajo, los salarios y los precios.

El impacto de la digitalización en la economía depende, entre otros factores, de la estructura económica nacional y de las políticas económicas, las instituciones y la gobernanza. Con todo, no está claro si la digitalización intensificará las diferencias entre países o las reducirá. No obstante, resulta interesante señalar que el grado de digitalización varía entre los distintos países de la zona del euro y de la UE, y solo unos pocos alcanzan un nivel similar al de los países más digitalizados del mundo.

En este artículo se presentan, fundamentalmente, un resumen y una actualización de la evidencia sobre la economía digital en la zona del euro y en la UE, incluyendo comparaciones internacionales⁶⁸. Se documentan el crecimiento de la economía digital, medido en términos de valor añadido basado en el Sistema de Cuentas Nacionales, la difusión de las tecnologías digitales, medida a través de indicadores adecuados, y el impacto de las tecnologías digitales en el entorno económico en el que opera la política monetaria a través de sus efectos en la productividad, los mercados de trabajo y la inflación⁶⁹.

En el artículo también se analiza más detenidamente el impacto de la pandemia de coronavirus (Covid-19) en la economía digital. Desde el inicio de la pandemia, tanto los productores como los consumidores se han habituado en mayor medida y han recurrido más a las tecnologías digitales. El mayor uso de estas tecnologías puede acelerar el cambio estructural asociado a la digitalización y

⁶⁸ El contenido de este artículo se basa en R. Anderton, V. Jarvis, V. Labhard, J. Morgan, F. Petroulakis y L. Vivian, «*Virtually everywhere? Digitalisation and the euro area and EU economies*», *Occasional Paper Series*, nº 244, BCE, Frankfurt am Main, junio de 2020.

⁶⁹ La digitalización también puede tener efectos sobre el bienestar que, sin embargo, no se consideran en este artículo. Tales efectos podrían tener su origen, en general, en tres fuentes: los productos de mercado (a través de una mejora de la calidad, mayor variedad de productos o servicios gratuitos), la producción no de mercado (respaldada por productos o información digitales), y el comercio *online* y la economía colaborativa (con precios más bajos y mayor variedad). Estos aspectos se estudian a través de estadísticas sobre resultados económicos desde un enfoque más centrado en las personas, como se analiza, por ejemplo, en «*Measuring Economic Welfare: What and How?*», IMF Staff Report, marzo de 2020.

generar tanto oportunidades como retos para los países de la zona del euro y de la UE.

Es importante señalar que la digitalización puede tener otras consecuencias para la economía distintas de las que se consideran en este artículo. Puede afectar a la estructura del mercado y a la competencia, y repercutir así en la innovación y en el papel de los activos intangibles, y generar problemas de distribución. La digitalización también podría influir en las decisiones de trabajo y de ocio, y tener otros efectos sobre el bienestar, tanto positivos como negativos, que no son fáciles de medir empleando los conceptos en los que se centra este artículo.

El resto del artículo se estructura como se expone a continuación. En la sección 2 se consideran los efectos de la digitalización en la productividad y en la oferta. En la sección 3 se analiza su influencia en los mercados de trabajo y en la inflación. En la sección 4 se examina el posible impacto de la pandemia de Covid-19 en la digitalización y las repercusiones para la economía en su conjunto a corto, a medio y a largo plazo. Por último, las conclusiones concentran los principales argumentos y mensajes del artículo.

Conclusiones

La revolución de la digitalización está «virtualmente en todas partes» y transformando todas las economías. La importancia de la economía digital está aumentando —con una probable aceleración del uso de tecnologías digitales durante la pandemia de Covid-19— y afectando a variables relevantes para la política monetaria, como el empleo, la productividad y la inflación. Existe una heterogeneidad considerable en los distintos países de la zona del euro y en Europa en cuanto a la adopción de tecnologías digitales, y la mayoría de ellos van a la zaga de destacados competidores, como Estados Unidos. Puede que sea necesario adaptar las políticas estructurales —por ejemplo, las relativas a los mercados de trabajo, de productos y financieros— con el fin de aprovechar plenamente los beneficios potenciales de las tecnologías digitales mientras se preserva el crecimiento inclusivo. En términos de digitalización, la pandemia de Covid-19 puede generar nuevos retos para los países de la UE, pero también ofrecer oportunidades de convergencia importantes.

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

Estadísticas

Índice

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

Información adicional

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

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (tasas de variación entre periodos)						IPC (tasas de variación interanual)							
	G-20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro ²⁾ (IAPC)	
							Total	Excluidos energía y alimentos						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	3,8	2,3	1,7	1,7	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	0,6	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8	
2019	2,8	2,2	1,3	0,3	6,1	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2	
2019 IV TR	0,4	0,6	0,1	-1,9	1,6	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0	
2020 I TR	-3,5	-1,3	-2,5	-0,5	-10,0	-3,7	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1	
II TR	-6,9	-9,0	-19,8	-8,3	11,7	-11,7	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2	
III TR	.	7,4	15,5	5,3	2,7	12,5	1,3	1,7	1,2	0,6	0,2	2,3	0,0	
2020 Jun	-	-	-	-	-	-	1,1	1,6	0,6	0,6	0,1	2,5	0,3	
Jul	-	-	-	-	-	-	1,2	1,7	1,0	1,0	0,3	2,7	0,4	
Ago	-	-	-	-	-	-	1,3	1,6	1,3	0,2	0,2	2,4	-0,2	
Sep	-	-	-	-	-	-	1,3	1,7	1,4	0,5	0,0	1,7	-0,3	
Oct	-	-	-	-	-	-	.	.	1,2	0,7	-0,4	0,5	-0,3	
Nov ³⁾	-	-	-	-	-	-	-0,3	

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)						Importaciones de mercancías ¹⁾					
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global ²⁾			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	4,0	8,0
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,3	5,6
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,3	-0,8
2019 IV TR	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,9	-2,2	0,6
2020 I TR	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,6	-2,0	-3,3
II TR	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-9,7	-9,2	-10,3
III TR	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	48,9	9,4	9,1	9,9
2020 Jun	47,7	47,9	47,7	40,8	55,7	48,5	47,0	48,0	43,6	-9,7	-9,2	-10,3
Jul	50,2	50,3	57,0	44,9	54,5	54,9	51,4	49,8	46,3	-4,5	-4,7	-4,3
Ago	52,6	54,6	59,1	45,2	55,1	51,9	53,3	52,4	49,5	3,8	2,5	5,2
Sep	53,0	54,3	56,5	46,6	54,5	50,4	53,1	52,9	51,0	9,4	9,1	9,9
Oct	54,1	56,3	52,1	48,0	55,7	50,0	53,6	54,3	50,3	.	.	.
Nov	54,8	58,6	49,0	48,1	57,5	45,3	55,2	54,7	51,5	.	.	.

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 ¹⁾						Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) ²⁾	Depósitos a la vista (eonia)	Depósitos a 1 mes (euribor)	Depósitos a 3 meses (euribor)	Depósitos a 6 meses (euribor)	Depósitos a 12 meses (euribor)	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 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
Sep	-0,55	-0,47	-0,52	-0,49	-0,46	-0,41	0,24	-0,09
Oct	-0,55	-0,47	-0,54	-0,51	-0,49	-0,47	0,22	-0,10
Nov	-0,56	-0,47	-0,54	-0,52	-0,51	-0,48	0,22	-0,10

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 ^{1), 2)}					Zona del euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años – 1 año	10 años – 1 año	10 años – 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 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
Sep	-0,62	-0,64	-0,69	-0,71	-0,50	0,15	0,56	0,20	-0,69	-0,78	-0,58	-0,04
Oct	-0,71	-0,75	-0,80	-0,81	-0,60	0,15	0,75	0,27	-0,81	-0,88	-0,68	-0,17
Nov	-0,72	-0,72	-0,75	-0,75	-0,55	0,17	0,73	0,32	-0,75	-0,81	-0,62	-0,13

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	179,3	107,4	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	172,6	115,8	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	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020 May	322,1	2.909,3	678,1	251,2	150,1	76,9	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	212,2	160,9	82,7	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	206,2	161,6	79,3	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	207,6	161,9	78,9	123,8	641,3	677,3	355,8	253,6	841,5	3.391,7	22.874,2
Sep	359,2	3.260,7	800,6	215,7	162,0	75,4	119,0	638,1	669,1	347,2	245,9	822,8	3.365,5	23.306,9
Oct	355,1	3.180,4	784,7	220,4	162,0	69,8	112,9	641,0	660,8	350,5	240,0	809,1	3.418,7	23.451,4
Nov	377,7	3.391,8	824,1	238,4	167,0	80,5	130,3	692,7	653,1	364,4	249,2	820,1	3.549,0	25.384,9

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)^{1), 2)}

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE ³⁾		Por período inicial de fijación del tipo de interés					
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 a 10 años	Más de 10 años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2019 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	0,78	5,58	16,55	5,36	5,28	5,87	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	5,55	5,69	6,23	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	5,48	5,58	6,13	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
Mar	0,02	0,36	0,30	0,64	5,61	16,19	5,49	5,45	5,89	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,65	1,39
Abr	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,62	5,50	5,55	1,99	1,30	1,54	1,36	1,43	1,67	1,44
May	0,02	0,36	0,23	0,70	5,27	16,06	4,14	5,30	5,65	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42
Jun	0,02	0,35	0,23	0,71	5,29	16,01	4,43	5,14	5,57	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42
Jul	0,02	0,35	0,22	0,74	5,17	15,91	4,75	5,27	5,71	2,00	1,43	1,58	1,34	1,38	1,67	1,40
Ago	0,02	0,35	0,19	0,71	5,21	15,89	5,35	5,35	5,89	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40
Sep	0,02	0,35	0,18	0,71	5,24	15,85	5,08	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
Oct ^(p)	0,02	0,35	0,20	0,69	5,17	15,84	5,06	5,26	5,80	2,03	1,37	1,58	1,27	1,36	1,65	1,36

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2019 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	2,01	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	1,15	1,09	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	1,45
Jun	0,00	-0,12	0,32	1,96	1,89	1,51	1,79	1,55	1,15	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49
Jul	0,00	-0,18	0,27	1,87	1,98	1,86	1,86	1,60	1,31	1,51	1,23	1,17	1,38	1,51
Ago	0,00	-0,20	0,39	1,85	1,88	1,90	1,94	1,57	1,40	1,49	1,29	1,30	1,20	1,51
Sep	0,00	-0,20	0,26	1,90	1,95	2,11	1,94	1,54	1,44	1,49	1,22	1,32	1,31	1,51
Oct ^(p)	0,00	-0,21	0,45	1,84	1,94	2,16	1,96	1,56	1,47	1,50	1,23	1,43	1,39	1,53

Fuente: BCE.

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

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

2 Evolución financiera

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no finan- cieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas
Corto plazo														
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 Abr	1.478	527	185	.	117	537	111	553	150	89	.	65	171	78
May	1.596	522	184	.	129	617	144	545	163	81	.	60	159	81
Jun	1.671	536	190	.	119	673	153	517	199	82	.	46	139	50
July	1.668	514	158	.	122	728	146	476	181	59	.	41	156	39
Ago	1.666	505	154	.	121	744	142	383	153	56	.	29	112	34
Sep	1.688	511	162	.	113	756	146	452	180	62	.	43	127	40
Largo plazo														
2017	15.353	3.560	3.059	.	1.223	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.746	3.688	3.162	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.313	3.818	3.398	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020 Abr	16.709	3.943	3.418	.	1.373	7.326	648	460	135	70	.	54	180	20
May	16.878	3.945	3.416	.	1.407	7.447	663	341	58	52	.	50	162	19
Jun	17.104	3.973	3.452	.	1.433	7.569	676	424	100	94	.	38	172	20
Jul	17.106	3.936	3.162	.	1.445	7.890	673	304	55	66	.	32	140	12
Ago	17.192	3.930	3.172	.	1.443	7.969	678	162	21	45	.	3	85	8
Sep	17.319	3.949	3.214	.	1.460	8.006	692	313	65	79	.	26	124	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	16.593,2	4.079,8	3.214,5	.	1.293,4	7.304,7	700,9	7.950,7	612,5	1.245,6	6.092,6
2018	16.962,4	4.192,8	3.331,6	.	1.318,7	7.445,8	673,5	7.023,5	465,0	1.099,2	5.459,2
2019	17.595,7	4.368,2	3.578,3	.	1.405,5	7.557,2	686,5	8.587,9	538,4	1.410,7	6.638,8
2020 Abr	18.186,9	4.470,6	3.603,6	.	1.490,4	7.863,6	758,7	6.966,3	340,0	1.081,6	5.544,7
May	18.473,9	4.467,0	3.600,5	.	1.535,4	8.063,6	807,3	7.273,2	359,5	1.115,6	5.798,1
Jun	18.775,5	4.508,9	3.642,3	.	1.552,3	8.242,3	829,6	7.510,3	388,4	1.171,0	5.950,8
Jul	18.773,6	4.450,2	3.319,5	.	1.566,6	8.618,4	818,9	7.436,1	376,7	1.149,4	5.910,1
Ago	18.858,2	4.434,9	3.326,2	.	1.563,8	8.713,2	820,0	7.723,5	395,0	1.191,3	6.137,2
Sep	19.007,9	4.459,6	3.375,9	.	1.572,7	8.761,7	838,0	7.555,9	364,9	1.147,9	6.043,1
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 Abr	4,4	3,4	4,6	.	6,9	4,2	7,7	0,0	0,1	0,0	0,0
May	5,9	3,2	4,1	.	10,2	6,4	16,3	0,0	0,0	0,1	0,0
Jun	7,3	4,5	4,6	.	11,7	8,2	20,3	0,0	-0,2	0,1	0,0
Jul	7,3	3,2	4,1	.	12,0	9,2	19,2	0,1	-0,3	0,3	0,1
Ago	7,7	2,8	4,5	.	12,2	10,2	18,0	0,3	-0,1	0,5	0,3
Sep	8,0	2,7	5,0	.	11,7	10,6	20,9	0,8	-0,1	2,1	0,7

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

2.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice: I TR 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Defactor del PIB real	CLUM reales ²⁾	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2017	97,5	93,5	92,4	89,1	80,5	94,1	112,4	91,9
2018	100,0	95,7	94,0	90,5	80,8	95,5	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	79,1	92,8	115,5	92,4
2019 IV TR	97,7	92,4	92,6	88,4	78,1	92,0	114,9	91,4
2020 I TR	97,5	91,8	92,3	88,1	78,6	92,6	115,2	91,2
II TR	98,8	93,1	93,3	88,1	78,3	92,1	118,1	93,4
III TR	101,2	94,9	95,2	.	.	.	121,7	95,6
2020 Jun	99,8	94,0	94,1	-	-	-	119,1	94,1
Jul	100,5	94,6	94,6	-	-	-	120,3	94,9
Ago	101,6	95,1	95,6	-	-	-	122,4	96,0
Sep	101,6	95,0	95,5	-	-	-	122,5	95,9
Oct	101,4	94,8	95,0	-	-	-	122,4	95,7
Nov	100,7	94,2	94,2	-	-	-	121,6	95,0
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2020 Nov	-0,7	-0,7	-0,9	-	-	-	-0,7	-0,7
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2020 Nov	3,3	2,1	2,0	-	-	-	6,1	4,1

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 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
III TR	8,086	7,527	26,479	7,445	353,600	124,049	4,441	0,905	4,8454	10,364	1,075	1,169
2020 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
Sep	8,033	7,542	26,741	7,442	360,605	124,501	4,473	0,909	4,8602	10,428	1,079	1,179
Oct	7,923	7,575	27,213	7,442	362,529	123,889	4,541	0,907	4,8747	10,397	1,074	1,178
Nov	7,815	7,562	26,466	7,446	359,842	123,610	4,495	0,896	4,8704	10,231	1,079	1,184
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2020 Nov	-1,4	-0,2	-2,7	0,0	-0,7	-0,2	-1,0	-1,3	-0,1	-1,6	0,4	0,5
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2020 Nov	0,7	1,6	3,7	-0,3	7,9	2,7	4,9	4,5	2,1	-3,9	-1,8	7,1

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Total ¹⁾			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2019 III TR	28.093,7	28.285,0	-191,3	11.636,3	9.441,5	9.639,0	12.022,3	-123,7	6.115,1	6.821,2	827,0	15.398,7
IV TR	27.826,3	27.882,0	-55,7	11.517,1	9.375,3	9.888,0	12.094,7	-85,3	5.693,0	6.412,0	813,6	14.759,2
2020 I TR	27.459,7	27.552,2	-92,5	11.263,3	9.320,5	8.884,3	11.128,6	-99,0	6.544,8	7.103,1	866,3	15.530,2
II TR	27.985,8	28.057,9	-72,0	11.182,0	9.373,8	9.839,8	11.894,7	-68,0	6.127,1	6.789,3	905,0	15.207,1
<i>Saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2020 II TR	242,9	243,5	-0,6	97,1	81,4	85,4	103,2	-0,6	53,2	58,9	7,9	132,0
Transacciones												
2019 IV TR	-363,4	-427,3	63,9	-166,0	-66,3	155,0	11,4	-5,3	-344,7	-372,4	-2,5	-
2020 I TR	609,3	597,7	11,6	-33,4	-60,5	-127,4	59,1	12,2	754,5	599,1	3,4	-
II TR	93,1	87,1	6,0	22,9	155,8	383,3	188,8	37,5	-353,8	-257,6	3,3	-
III TR	274,7	199,1	75,6	65,6	68,1	50,9	124,3	32,0	122,8	6,7	3,4	-
2020 Abr	92,2	118,9	-26,7	-6,8	24,8	165,1	1,7	10,6	-78,3	92,4	1,7	-
May	95,0	103,7	-8,7	81,8	139,7	104,0	58,5	9,3	-101,7	-94,4	1,7	-
Jun	-94,1	-135,6	41,4	-52,1	-8,6	114,2	128,6	17,6	-173,7	-255,6	-0,1	-
Jul	175,5	190,5	-15,0	33,7	15,0	25,4	58,7	6,5	110,6	116,9	-0,5	-
Ago	97,5	60,6	36,9	60,0	37,9	41,6	41,7	0,3	-5,7	-18,9	1,3	-
Sep	1,6	-52,0	53,6	-28,0	15,3	-16,2	23,9	25,3	18,0	-91,2	2,6	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2020 Sep	613,7	456,7	157,0	-110,9	97,1	461,8	383,7	76,5	178,8	-24,1	7,6	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2020 Sep	5,4	4,0	1,4	-1,0	0,9	4,0	3,4	0,7	1,6	-0,2	0,1	-

Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna							Saldo exterior ¹⁾			
	Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾		
				Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>												
2017	11.216,7	10.731,3	6.041,3	2.301,2	2.312,1	1.099,7	714,7	491,2	76,8	485,4	5.305,5	4.820,2
2018	11.587,7	11.119,5	6.222,7	2.368,7	2.431,3	1.178,5	745,7	500,6	96,8	468,1	5.576,2	5.108,1
2019	11.935,5	11.492,0	6.377,9	2.454,0	2.624,3	1.258,9	771,9	586,7	35,9	443,5	5.755,7	5.312,2
2019 IV TR	3.015,3	2.907,5	1.606,3	621,7	679,5	317,4	192,8	167,6	0,1	107,7	1.449,6	1.341,8
2020 I TR	2.918,2	2.825,1	1.539,2	625,7	648,2	311,8	175,1	159,7	12,0	93,1	1.388,7	1.295,6
II TR	2.598,7	2.518,2	1.346,6	627,2	544,1	273,1	143,4	125,8	0,2	80,5	1.106,8	1.026,3
III TR	2.897,4	2.760,1	1.530,3	639,7	616,2	307,9	179,9	126,6	-26,2	137,4	1.299,9	1.162,5
<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	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2019 IV TR	0,1	1,2	0,1	0,3	6,2	-0,4	-0,5	32,6	-	-	0,0	2,2
2020 I TR	-3,7	-3,3	-4,5	-0,6	-5,7	-2,5	-9,6	-7,2	-	-	-3,8	-3,0
II TR	-11,7	-11,2	-12,4	-2,2	-16,0	-12,5	-18,2	-20,7	-	-	-18,9	-18,2
III TR	12,5	10,3	14,0	4,8	13,4	13,2	24,9	0,8	-	-	17,1	12,3
<i>tasas de variación interanual</i>												
2017	2,6	2,3	1,8	1,1	3,8	3,4	5,3	2,8	-	-	5,5	5,2
2018	1,9	1,9	1,5	1,2	3,2	3,8	3,7	1,2	-	-	3,6	3,7
2019	1,3	1,9	1,3	1,9	5,8	3,5	2,3	16,4	-	-	2,5	3,9
2019 IV TR	1,0	1,3	1,2	2,0	5,0	1,9	0,6	17,3	-	-	1,8	2,5
2020 I TR	-3,2	-1,7	-3,9	0,7	1,1	-2,5	-9,9	27,1	-	-	-3,1	0,2
II TR	-14,7	-14,1	-16,0	-1,9	-20,5	-14,3	-26,7	-24,9	-	-	-21,5	-20,7
III TR	-4,3	-4,2	-4,6	2,1	-4,7	-3,9	-8,1	-1,6	-	-	-8,7	-8,9
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2019 IV TR	0,1	1,1	0,0	0,1	1,3	0,0	0,0	1,4	-0,3	-1,0	-	-
2020 I TR	-3,7	-3,2	-2,4	-0,1	-1,3	-0,3	-0,6	-0,4	0,6	-0,5	-	-
II TR	-11,7	-10,8	-6,6	-0,5	-3,6	-1,3	-1,1	-1,1	-0,2	-0,9	-	-
III TR	12,5	10,1	7,3	1,1	2,8	1,4	1,4	0,0	-1,2	2,4	-	-
<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	0,2	0,4	-	-
2018	1,9	1,8	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,4	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2019 IV TR	1,0	1,3	0,7	0,4	1,1	0,2	0,0	0,8	-0,9	-0,3	-	-
2020 I TR	-3,2	-1,6	-2,1	0,1	0,2	-0,3	-0,6	1,1	0,1	-1,6	-	-
II TR	-14,7	-13,7	-8,5	-0,4	-4,6	-1,5	-1,7	-1,4	-0,1	-1,0	-	-
III TR	-4,3	-4,0	-2,4	0,4	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,3	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3 Actividad económica

3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2017	10.055,8	176,2	2.001,8	498,9	1.909,3	469,5	468,2	1.134,6	1.146,7	1.900,0	350,7	1.160,9
2018	10.383,7	174,5	2.052,2	528,2	1.963,8	500,3	476,8	1.167,3	1.206,6	1.957,9	356,1	1.203,9
2019	10.693,1	178,5	2.064,5	570,1	2.026,8	530,6	481,3	1.204,8	1.251,4	2.020,4	364,7	1.242,4
2019 IV TR	2.701,5	45,2	520,6	145,6	512,2	134,9	119,8	304,4	316,5	510,9	91,4	313,8
2020 I TR	2.624,4	45,0	500,2	141,9	480,2	133,2	120,8	302,6	306,3	507,9	86,3	293,7
II TR	2.339,2	45,4	427,6	125,8	379,8	127,5	114,6	297,3	259,7	491,7	69,8	259,5
III TR	2.604,8	44,3	494,8	143,8	470,0	136,5	118,7	305,2	290,7	518,5	82,2	292,6
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2019	100,0	1,7	19,3	5,3	19,0	5,0	4,5	11,3	11,7	18,9	3,4	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2019 IV TR	0,1	1,1	-0,7	0,2	0,2	0,9	-0,2	0,6	0,2	0,4	0,0	0,1
2020 I TR	-3,4	-1,6	-3,9	-3,2	-6,2	-1,3	-0,9	-0,8	-3,3	-2,1	-6,8	-6,9
II TR	-12,0	-0,1	-15,0	-12,6	-21,2	-4,4	-2,4	-2,3	-15,8	-6,9	-22,9	-9,4
III TR	12,3	0,7	16,0	13,9	23,1	6,9	3,4	2,3	12,0	9,5	21,6	14,3
<i>tasas de variación interanual</i>												
2017	2,6	0,5	3,4	1,9	2,8	6,5	1,6	0,9	5,0	1,2	2,1	2,3
2018	1,9	-0,2	1,7	2,4	1,8	6,4	0,9	1,3	3,7	1,0	0,9	1,6
2019	1,3	0,8	-0,9	3,0	1,9	4,7	1,3	1,5	1,6	1,1	1,3	1,6
2019 IV TR	0,9	0,8	-1,4	1,8	1,8	4,4	0,9	1,7	0,7	1,1	1,1	1,7
2020 I TR	-2,9	-1,0	-4,9	-2,7	-5,7	1,9	-0,4	0,3	-2,7	-1,3	-6,4	-6,1
II TR	-14,7	-0,8	-19,0	-14,7	-25,7	-4,8	-3,4	-2,3	-18,3	-8,3	-28,1	-15,0
III TR	-4,4	0,0	-5,9	-3,4	-8,8	1,8	-0,3	-0,4	-8,6	0,2	-12,6	-3,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2019 IV TR	0,1	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	-12,0	0,0	-2,9	-0,7	-3,9	-0,2	-0,1	-0,3	-1,9	-1,3	-0,7	-
III TR	12,3	0,0	3,0	0,7	3,8	0,4	0,2	0,3	1,3	1,9	0,6	-
<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	0,3	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2019 IV TR	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	-
2020 I TR	-2,9	0,0	-1,0	-0,1	-1,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-
II TR	-14,7	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,2	-0,3	-2,1	-1,6	-1,0	-
III TR	-4,4	0,0	-1,1	-0,2	-1,7	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,0	-0,4	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Actividad económica

3.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	5,9	25,0	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	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
<i>tasas de variación interanual</i>													
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	0,9	1,2	1,8	3,2	-1,6	2,5	3,6	1,2	1,1
2018	1,6	1,8	0,1	-0,4	1,5	2,7	1,6	3,9	-1,1	2,0	2,8	1,2	0,2
2019	1,2	1,4	0,0	-1,9	0,8	2,0	1,3	3,6	-0,4	1,5	1,3	1,5	0,6
2019 IV TR	1,0	1,3	-0,3	-1,6	0,2	1,2	1,2	2,7	0,2	-0,1	1,1	1,5	0,9
2020 I TR	0,4	0,6	-1,4	-3,2	-0,4	1,1	0,3	2,3	0,1	-1,1	0,3	1,2	-0,1
II TR	-3,0	-3,1	-2,6	-3,8	-2,2	-1,0	-5,7	0,5	-1,0	-2,0	-4,8	0,2	-5,9
III TR	-2,1	-2,0	-2,3	-3,0	-2,7	0,8	-4,2	0,9	-0,9	0,1	-3,6	0,6	-3,7
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,0	6,7	25,9	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,8	25,8	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,8	3,1	2,4	1,0	13,9	21,8	6,1
<i>tasas de variación interanual</i>													
2017	1,1	1,6	-1,1	-0,8	0,6	1,1	1,1	3,1	-2,3	2,4	3,4	0,5	0,6
2018	1,7	2,1	0,0	0,1	1,4	3,3	1,5	4,1	-0,9	2,7	3,2	1,3	0,5
2019	0,9	1,2	-0,4	-2,6	0,3	1,8	0,9	3,6	-0,2	1,4	1,1	1,3	0,4
2019 IV TR	0,5	0,9	-0,9	-1,9	-0,6	0,4	0,8	2,8	0,1	1,3	0,7	1,2	0,1
2020 I TR	-3,8	-2,9	-7,3	-3,8	-4,2	-4,4	-5,7	0,8	-2,5	-5,3	-2,6	-1,2	-8,1
II TR	-16,8	-15,4	-22,9	-6,9	-15,8	-17,9	-27,7	-5,9	-6,0	-16,9	-16,6	-5,8	-28,6
III TR	-4,7	-4,4	-5,9	-2,0	-5,6	-0,8	-8,6	-1,5	-2,4	-3,3	-6,4	0,0	-7,3
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2017	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,7	-0,1	-0,6	-0,1	-0,2	-0,7	-0,4
2018	0,1	0,3	-0,1	0,6	-0,1	0,6	-0,1	0,2	0,2	0,7	0,4	0,1	0,3
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-0,7	-0,5	-0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
2019 IV TR	-0,5	-0,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	1,4	-0,4	-0,3	-0,7
2020 I TR	-4,1	-3,6	-6,0	-0,6	-3,8	-5,4	-6,0	-1,5	-2,6	-4,3	-2,9	-2,4	-8,0
II TR	-14,3	-12,8	-20,9	-3,2	-13,9	-17,0	-23,3	-6,4	-5,0	-15,3	-12,4	-6,0	-24,1
III TR	-2,6	-2,4	-3,7	1,0	-3,0	-1,6	-4,6	-2,4	-1,5	-3,4	-3,0	-0,5	-3,8

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3 Actividad económica

3.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones	Sub-empleo, % de población activa	Desempleo ¹⁾											Tasa de vacantes ³⁾
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa ²⁾	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		81,9		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	163,302	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,290	7,2	5,978	7,9	2,3
2019 IV TR	163,376	3,4	11,979	7,3	3,2	9,756	6,5	2,223	15,6	6,110	7,0	5,869	7,7	2,2
2020 I TR	162,278	3,4	11,737	7,2	3,1	9,521	6,4	2,217	15,7	5,970	6,9	5,768	7,6	1,9
II TR	159,646	3,5	11,671	7,3	2,5	9,416	6,4	2,256	16,5	6,145	7,2	5,526	7,5	1,6
III TR	.	.	14,027	8,6	.	11,444	7,6	2,582	18,5	7,117	8,1	6,909	9,1	.
2020 May	-	-	12,321	7,7	-	10,033	6,8	2,289	17,2	6,373	7,4	5,948	8,0	-
Jun	-	-	12,747	7,9	-	10,378	7,0	2,369	17,6	6,580	7,6	6,167	8,3	-
Jul	-	-	14,140	8,7	-	11,519	7,7	2,621	18,9	7,179	8,2	6,960	9,2	-
Ago	-	-	14,029	8,6	-	11,425	7,6	2,603	18,6	7,130	8,1	6,899	9,1	-
Sep	-	-	13,911	8,5	-	11,389	7,6	2,522	17,9	7,042	8,0	6,869	9,0	-
Oct	-	-	13,825	8,4	-	11,274	7,5	2,551	18,0	7,032	8,0	6,793	8,9	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En caso de que todavía no se hayan publicado los datos anuales y trimestrales de la encuesta de población activa, dichos datos se calculan como medias simples de los datos mensuales. Debido a problemas técnicos con la introducción del nuevo sistema alemán de encuestas integradas a los hogares, las cifras relativas a la zona del euro incluyen datos de Alemania a partir del primer trimestre de 2020 que no son estimaciones directas obtenidas de los microdatos de la encuesta de población activa, sino que se basan en una muestra más amplia que incluye datos de otras encuestas integradas a hogares.

2) Sin desestacionalizar.

3) 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	1,2	3,0	7,9	2,5	1,6	3,4	0,8	5,7
2018	0,7	0,9	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,7	2,8	1,6	1,4	1,9	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,5	-1,9	2,0	-4,3	2,4	0,9	3,6	0,7	1,8
2019 IV TR	-2,0	-2,1	-3,8	-2,8	1,9	-2,4	0,0	-5,9	2,1	0,6	3,5	-0,8	12,5
2020 I TR	-6,1	-6,1	-5,3	-10,2	-0,7	-5,6	-3,8	-6,5	-1,4	4,8	-4,7	-10,1	-27,4
II TR	-20,1	-21,2	-19,5	-28,0	-13,3	-10,6	-15,4	-26,4	-6,8	3,0	-11,1	-29,3	-50,8
III TR	-6,8	-7,1	-5,8	-11,6	-1,7	-4,9	-2,9	-8,0	2,3	2,6	3,2	-5,1	-6,9
2020 May	-20,3	-21,5	-19,4	-27,9	-14,6	-10,6	-10,4	-28,3	-2,7	5,8	-5,9	-26,9	-48,5
Jun	-11,8	-12,3	-12,6	-15,4	-7,2	-7,5	-4,5	-13,4	1,5	1,0	4,0	-14,0	-28,1
Jul	-6,8	-7,1	-8,6	-9,1	-1,4	-5,7	-3,3	-10,4	0,0	1,2	0,0	-6,0	-3,8
Ago	-6,7	-7,2	-5,0	-12,5	-2,2	-4,6	0,4	-7,1	4,4	3,6	6,2	-3,7	-15,7
Sep	-6,8	-7,2	-3,7	-13,3	-1,5	-4,5	-2,5	-6,5	2,5	2,9	3,2	-5,6	-1,8
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	4,3	5,1	5,4	-9,6	-4,8
tasas de variación intermensual (d.)													
2020 May	12,5	13,6	10,1	25,7	5,9	2,9	29,1	11,8	20,2	2,5	38,9	38,5	138,7
Jun	9,5	10,3	7,1	14,5	6,2	2,9	5,7	20,9	5,7	-3,2	12,0	19,6	39,9
Jul	5,3	5,9	5,1	6,9	5,0	1,6	0,0	2,2	-1,6	0,0	-4,3	9,1	29,3
Ago	0,6	0,4	3,1	-1,7	-0,5	1,2	3,9	4,0	4,2	2,3	5,5	2,2	-0,2
Sep	-0,4	-0,3	0,5	0,6	1,2	-1,0	-2,9	0,4	-1,7	-1,4	-1,9	-1,5	1,7
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	1,5	2,0	2,0	-3,7	2,9

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 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
III TR	86,9	-13,5	74,2	-14,5	-10,9	-11,4	-18,2	85,9	52,4	56,0	51,1	52,4
2020 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	85,5	51,8	55,3	54,7	54,9
Ago	87,5	-12,8	-	-14,7	-11,8	-10,5	-17,2	-	51,7	55,6	50,5	51,9
Sep	90,9	-11,4	-	-13,9	-9,5	-8,6	-11,2	-	53,7	57,1	48,0	50,4
Oct	91,1	-9,2	76,3	-15,5	-8,3	-6,9	-12,1	86,2	54,8	58,4	46,9	50,0
Nov	87,6	-10,1	-	-17,6	-9,3	-12,7	-17,3	-	53,8	55,3	41,7	45,3

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

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) ¹⁾	Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	12,2	93,7	1,7	2,3	5,4	4,6	4,6	35,1	6,9	77,2	4,1	9,6	2,7
2018	12,4	93,4	1,8	2,0	6,4	2,6	4,6	35,5	5,9	77,8	1,9	7,0	1,4
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	4,8	5,7	3,8	34,7	5,7	77,6	2,4	3,5	1,9
2019 III TR	12,9	93,5	2,2	2,5	4,3	4,7	3,8	34,9	5,7	79,2	1,8	0,6	1,6
IV TR	12,9	93,8	1,0	2,6	2,7	5,7	3,8	34,7	5,7	77,6	2,4	-8,1	1,9
2020 I TR	13,8	93,6	0,8	2,6	-0,2	3,0	4,2	33,7	4,6	78,9	2,5	0,0	2,1
II TR	16,5	94,9	-3,6	3,3	-14,2	4,0	4,3	31,0	4,1	83,3	2,6	-28,5	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 ¹⁾	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019 IV TR	1.099,3	1.034,8	64,4	610,2	519,7	254,0	247,4	205,9	205,5	29,2	62,3	16,4	19,0
2020 I TR	1.058,4	1.007,1	51,3	587,0	497,2	241,4	251,7	200,7	192,4	29,4	65,8	10,8	10,8
II TR	859,8	816,5	43,3	466,9	413,1	190,4	182,1	176,4	152,6	26,1	68,7	10,5	15,3
III TR	945,8	883,0	62,8	553,5	460,3	198,4	183,3	165,6	176,4	28,3	63,0	10,5	8,0
2020 Abr	273,1	263,9	9,3	141,8	130,6	61,4	60,5	61,0	50,4	8,9	22,4	3,8	5,8
May	285,2	270,2	15,0	155,8	137,3	63,4	59,9	58,1	47,2	7,9	25,8	3,5	4,5
Jun	301,5	282,4	19,1	169,3	145,2	65,6	61,7	57,3	55,0	9,2	20,5	3,3	5,0
Jul	310,8	294,0	16,8	179,9	150,5	65,9	60,9	55,5	61,0	9,5	21,6	3,3	3,1
Ago	312,3	291,4	20,9	183,2	152,1	64,2	60,6	55,6	58,8	9,3	20,0	4,1	1,8
Sep	322,8	297,6	25,2	190,4	157,7	68,4	61,8	54,5	56,7	9,5	21,4	3,1	3,0
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2020 Sep	3.963,3	3.741,5	221,8	2.217,6	1.890,3	884,2	864,5	748,6	726,8	113,0	259,9	48,3	53,1
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2020 Sep	34,7	32,7	1,9	19,4	16,5	7,7	7,6	6,5	6,4	1,0	2,3	0,4	0,5

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu- facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufac- turas	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 IV TR	2,2	-1,9	592,5	276,0	125,5	179,5	496,9	526,0	291,4	86,6	139,0	385,9	61,0
2020 I TR	-1,6	-4,0	578,4	275,3	115,7	176,1	480,5	507,6	284,0	82,8	133,9	370,6	56,4
II TR	-23,6	-21,5	446,8	218,1	87,2	132,8	369,0	422,9	220,2	77,2	118,7	319,4	26,3
III TR	-8,6	-11,6	531,7	.	.	.	447,9	468,1	.	.	.	357,2	.
2020 Abr	-29,9	-25,3	135,5	69,7	26,4	37,6	109,6	135,5	72,8	24,8	36,2	99,6	7,9
May	-29,8	-26,6	147,7	71,9	28,8	44,2	123,3	139,5	71,6	25,4	39,9	106,9	7,8
Jun	-10,5	-12,1	163,5	76,6	32,0	51,0	136,1	147,9	75,8	27,0	42,5	112,8	10,5
Jul	-10,4	-14,3	173,0	80,0	34,9	54,5	145,5	154,3	79,8	27,9	43,6	116,8	11,4
Ago	-12,6	-13,6	175,8	81,6	35,7	54,2	147,5	154,8	79,5	27,6	44,4	119,4	11,9
Sep	-3,1	-7,1	182,9	.	.	.	154,9	159,0	.	.	.	121,0	.
	<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>												
2019 IV TR	0,0	-1,8	107,3	108,1	108,7	106,1	107,1	107,2	105,2	105,8	113,3	110,1	96,7
2020 I TR	-4,0	-4,7	103,7	106,7	100,1	102,6	102,2	103,9	103,7	100,4	108,6	105,0	98,3
II TR	-23,6	-16,4	81,6	86,6	75,7	78,9	79,1	92,1	89,8	94,3	96,7	91,1	81,5
III TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Mar	-7,8	-8,8	98,7	104,1	91,6	95,0	95,2	97,5	98,3	94,4	100,6	95,8	92,4
Abr	-29,9	-20,0	74,2	82,7	67,9	67,4	70,3	88,7	89,6	89,1	89,0	84,7	83,0
May	-29,7	-20,9	81,0	85,5	75,7	78,6	79,2	91,9	89,0	93,3	97,4	91,6	80,2
Jun	-10,6	-7,7	89,7	91,5	83,5	90,7	87,7	95,7	90,8	100,6	103,7	96,9	81,4
Jul	-9,7	-10,3	95,5	95,6	92,0	98,1	94,6	100,0	95,1	103,9	107,7	101,3	79,6
Ago	-10,9	-9,8	97,9	98,7	94,5	98,0	96,9	100,5	95,2	102,6	109,8	103,5	81,5

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Las diferencias entre la cuenta de bienes de la balanza de pagos del BCE (cuadro 3.8) y el comercio exterior de bienes de Eurostat (cuadro 3.9) se deben fundamentalmente a distintas definiciones.

2) Grupos de productos clasificados según la Clasificación por destino económico de los bienes.

4 Precios y costes

4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾						Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabora- dos	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total, excluidos energía y alimentos											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2020	100,0	100,0	71,1	55,1	44,9	100,0	14,6	4,4	26,2	9,8	44,9	87,6	12,4
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 IV TR	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	-0,1	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	1,3	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8
II TR	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,7	3,7	-0,1	-7,9	0,3	0,2	0,5
III TR	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	0,0	-0,2	-1,9	0,4	0,9	-0,2	-0,1	0,4
2020 Jun	105,7	0,3	0,8	-0,5	1,2	0,2	0,1	-0,1	0,0	1,7	0,1	0,2	0,4
Jul	105,3	0,4	1,2	-0,1	0,9	0,2	-0,3	-1,9	1,6	0,5	-0,2	0,4	0,4
Ago	104,9	-0,2	0,4	-0,9	0,7	-0,5	0,0	0,1	-1,7	0,0	0,0	-0,2	0,3
Sep	105,0	-0,3	0,2	-1,0	0,5	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,4
Oct	105,2	-0,3	0,2	-0,8	0,4	0,1	0,1	0,5	0,1	0,4	0,1	-0,4	0,6
Nov ³⁾	104,8	-0,3	0,2	.	0,6	0,1	0,2	0,5	-0,1	-0,2	0,2	.	.

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

4 Precios y costes

4.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción ¹⁾										Cons- trucción ²⁾	Precios de los inmuebles residen- ciales ³⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ³⁾
	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimen- tación, bebidas y tabaco	No ali- men- tación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,1	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,0	4,4	4,7
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,4	4,8	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,0	4,2	4,6
2019 IV TR	104,4	-1,4	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-6,0	1,9	4,3	4,2
2020 I TR	103,7	-1,7	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,4	1,5	5,0	3,9
II TR	100,2	-4,5	-3,0	-0,5	-2,7	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	1,0	5,1	5,8
III TR	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	.	.	.
2020 May	99,7	-5,0	-3,5	-0,7	-2,9	0,9	1,0	1,3	0,5	-17,3	-	-	-
Jun	100,5	-3,7	-2,3	-0,6	-2,5	1,1	0,7	0,8	0,5	-12,8	-	-	-
Jul	101,2	-3,2	-2,0	-0,4	-2,0	0,9	0,6	0,5	0,6	-10,9	-	-	-
Ago	101,3	-2,6	-1,8	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-8,7	-	-	-
Sep	101,7	-2,3	-2,2	-0,3	-1,6	0,8	0,4	0,1	0,7	-8,3	-	-	-
Oct	102,1	-2,0	-1,9	-0,2	-1,3	0,8	0,3	0,0	0,7	-7,6	-	-	-

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

1) Únicamente ventas interiores.

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

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

4.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)					
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exporta- ciones ¹⁾	Importa- ciones ¹⁾		Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali- men- tación	No alimen- tación	Total	Ali- men- tación	No alimen- tación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2017	102,0	1,1	1,4	1,3	1,6	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,6	-1,7	17,8
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,7	-5,9	4,3	-0,3	-5,7	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,7	2,1	0,7	0,1	57,2	1,6	3,7	-0,1	2,6	7,4	-2,3
2019 IV TR	105,9	1,7	1,2	1,0	1,7	1,4	0,3	-0,9	56,5	3,7	8,7	-0,6	5,0	13,4	-3,6
2020 I TR	106,5	1,9	1,4	1,2	2,6	1,9	-0,1	-1,2	45,9	1,8	7,4	-3,1	1,2	7,1	-4,9
II TR	107,4	2,4	1,4	0,7	4,8	1,4	-2,0	-4,4	28,5	-2,4	4,0	-8,1	-4,3	0,1	-9,2
III TR	106,5	1,0	0,7	0,2	1,6	0,8	-1,7	-2,9	36,5	2,1	1,9	2,4	-0,4	-1,6	1,0
2020 Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	35,5	-1,6	1,8	-4,6	-3,0	-0,6	-5,7
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	37,3	-1,9	-0,5	-3,2	-3,9	-3,7	-4,2
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	37,4	4,9	2,2	7,3	1,9	-1,4	5,6
Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	34,9	3,6	4,0	3,2	1,0	0,2	1,9
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	34,4	2,8	2,8	2,9	0,0	-1,2	1,4
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	3,6	0,5	6,6	-1,7	-7,1	5,0

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

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

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

4 Precios y costes

4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios (datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)					Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	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 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
III TR	-1,5	0,9	-0,7	-7,8	12,5	49,4	52,9	49,3	47,7
2020 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	-1,1	-7,5	13,9	50,1	53,4	49,4	48,2
Sep	-1,3	2,6	-1,0	-6,0	11,0	50,6	53,0	49,6	47,1
Oct	0,7	3,1	-2,3	-7,0	9,3	52,9	53,1	50,5	48,7
Nov	0,2	1,2	-4,2	-8,3	7,0	55,9	51,5	51,6	47,7

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

4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2017	101,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,7	1,5
2018	104,2	2,4	2,3	2,7	2,5	2,1	2,0
2019	106,8	2,5	2,6	1,9	2,4	2,8	2,2
2019 IV TR	113,2	2,4	2,4	1,9	2,2	2,8	2,0
2020 I TR	103,3	3,7	3,9	3,1	3,3	4,6	1,9
II TR	115,7	4,2	5,2	0,9	4,1	4,3	1,7
III TR	.	.	.	.	.	.	1,6

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

4 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufac- turer, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios												
2017	106,3	0,7	0,8	-0,7	1,3	0,4	-0,8	-2,0	4,2	1,3	1,8	1,0
2018	108,4	1,9	1,0	1,7	2,2	1,8	-0,1	0,3	4,4	1,9	2,3	2,5
2019	110,4	1,9	-1,0	3,3	0,9	1,4	0,8	0,4	2,6	1,1	2,6	2,0
2019 IV TR	110,9	1,7	-0,1	2,6	0,9	1,1	0,0	0,9	-0,5	1,7	2,7	2,4
2020 I TR	114,0	4,3	-1,3	4,3	2,3	5,1	2,5	-0,3	1,1	4,4	4,9	7,1
II TR	119,3	8,4	-2,5	11,5	7,2	11,9	3,1	1,1	-5,0	9,4	10,8	21,6
III TR	113,9	2,9	-0,6	1,8	5,7	4,0	-0,5	-0,6	3,1	6,2	2,4	12,5
Remuneración por asalariado												
2017	111,2	1,7	1,7	1,8	2,0	1,4	2,3	1,2	2,5	2,6	1,8	2,0
2018	113,6	2,2	1,2	1,9	1,9	2,1	2,3	2,4	3,7	2,8	2,1	3,2
2019	115,9	1,9	1,8	1,5	2,0	2,1	1,9	2,1	2,6	1,4	2,1	2,7
2019 IV TR	116,7	1,7	2,4	1,0	1,4	1,6	1,6	1,6	1,4	1,3	2,3	2,6
2020 I TR	115,7	0,6	0,9	-0,4	-1,5	-1,1	2,2	-0,8	2,5	1,3	2,2	0,4
II TR	110,2	-4,7	0,6	-7,6	-7,6	-11,8	-2,4	-1,4	-5,3	-6,0	1,4	-7,1
III TR	117,1	0,6	2,4	-1,5	1,3	-1,1	0,4	0,0	2,6	0,6	2,0	2,1
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2017	104,5	1,0	0,9	2,5	0,7	1,0	3,2	3,3	-1,6	1,3	0,0	1,0
2018	104,9	0,3	0,2	0,2	-0,3	0,3	2,4	2,1	-0,7	0,8	-0,2	0,7
2019	105,0	0,1	2,8	-1,7	1,0	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,4	0,7
2019 IV TR	105,2	0,0	2,4	-1,6	0,5	0,5	1,6	0,7	1,9	-0,4	-0,4	0,2
2020 I TR	101,5	-3,5	2,3	-4,5	-3,7	-5,9	-0,3	-0,4	1,4	-3,0	-2,5	-6,3
II TR	92,4	-12,1	3,1	-17,2	-13,8	-21,2	-5,3	-2,4	-0,3	-14,1	-8,5	-23,6
III TR	102,9	-2,2	3,0	-3,3	-4,2	-4,9	0,9	0,6	-0,5	-5,2	-0,3	-9,3
Remuneración por hora trabajada												
2017	113,0	2,1	2,1	2,0	2,0	1,8	2,3	1,9	2,3	2,5	2,5	2,4
2018	115,2	1,9	0,8	2,0	0,9	1,9	2,0	2,3	2,8	2,1	2,1	2,7
2019	117,7	2,2	2,0	2,1	2,2	2,3	1,8	1,7	2,9	1,6	2,3	3,1
2019 IV TR	118,3	2,0	2,3	1,7	2,0	1,8	2,0	1,5	1,1	1,6	2,6	3,5
2020 I TR	121,2	4,3	3,7	3,3	3,4	4,0	3,4	1,5	6,0	3,7	4,7	8,3
II TR	128,1	9,3	4,7	6,5	8,4	12,6	3,9	3,1	6,2	5,9	7,0	16,6
III TR	121,5	3,0	2,0	1,4	2,0	3,7	2,8	1,1	5,3	3,5	2,3	5,5
Productividad del trabajo por hora												
2017	106,8	1,5	1,2	2,8	0,8	1,7	3,3	3,9	-1,5	1,5	0,6	1,4
2018	107,0	0,2	-0,4	0,3	-0,9	0,3	2,2	1,9	-1,3	0,5	-0,3	0,4
2019	107,5	0,4	3,4	-1,1	1,2	1,0	1,0	1,5	0,1	0,5	-0,2	0,9
2019 IV TR	107,6	0,5	2,7	-0,8	1,4	1,0	1,6	0,8	0,5	0,0	-0,1	1,0
2020 I TR	107,7	0,6	2,9	-0,7	1,8	0,1	1,1	2,2	6,0	-0,1	-0,1	1,9
II TR	110,1	2,6	6,6	-3,8	3,9	2,8	1,1	2,7	17,6	-1,9	-2,6	0,6
III TR	107,8	0,4	2,0	-0,3	-2,7	-0,3	3,3	2,2	3,0	-2,3	0,2	-5,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Dinero y crédito

5.1 Agregados monetarios ¹⁾

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

	M3												
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			7	8	9	M3-M2			11	12
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales				Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Saldos vivos													
2017	1.112,6	6.636,4	7.749,0	1.198,7	2.261,3	3.460,0	11.209,0	74,6	509,6	80,7	664,8	11.873,9	
2018	1.164,2	7.114,7	8.278,9	1.128,3	2.298,9	3.427,2	11.706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12.384,3	
2019	1.221,5	7.726,9	8.948,4	1.073,2	2.362,5	3.435,7	12.384,1	78,7	529,1	19,4	627,2	13.011,3	
2019 IV TR	1.221,5	7.726,9	8.948,4	1.073,2	2.362,5	3.435,7	12.384,1	78,7	529,1	19,4	627,2	13.011,3	
2020 I TR	1.265,3	8.079,2	9.344,5	1.075,3	2.368,6	3.443,9	12.788,3	109,9	537,3	50,3	697,5	13.485,8	
II TR	1.302,8	8.425,1	9.727,9	1.075,5	2.400,9	3.476,4	13.204,3	95,2	582,3	17,1	694,6	13.898,9	
III TR	1.330,5	8.617,1	9.947,6	1.077,0	2.423,4	3.500,4	13.448,0	100,3	612,8	1,6	714,8	14.162,8	
2020 May	1.293,4	8.339,3	9.632,8	1.095,6	2.389,4	3.485,0	13.117,8	95,7	560,0	23,9	679,6	13.797,4	
Jun	1.302,8	8.425,1	9.727,9	1.075,5	2.400,9	3.476,4	13.204,3	95,2	582,3	17,1	694,6	13.898,9	
Jul	1.310,7	8.464,9	9.775,6	1.080,2	2.406,9	3.487,1	13.262,7	106,2	595,8	6,0	707,9	13.970,6	
Ago	1.321,7	8.528,8	9.850,5	1.047,6	2.414,7	3.462,4	13.312,8	91,7	593,7	5,5	690,9	14.003,7	
Sep	1.330,5	8.617,1	9.947,6	1.077,0	2.423,4	3.500,4	13.448,0	100,3	612,8	1,6	714,8	14.162,8	
Oct ^(a)	1.338,2	8.681,8	10.020,0	1.060,3	2.431,7	3.492,0	13.512,0	96,3	613,9	15,3	725,5	14.237,5	
Operaciones													
2017	36,5	592,2	628,7	-108,7	34,2	-74,5	554,3	6,5	-11,3	-15,8	-20,6	533,7	
2018	50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9	
2019	57,3	605,8	663,2	-59,7	61,5	1,8	665,0	4,1	-2,1	-56,6	-54,6	610,4	
2019 IV TR	17,8	130,5	148,3	-31,4	9,6	-21,8	126,5	4,6	-14,5	-1,0	-10,9	115,6	
2020 I TR	43,8	347,7	391,5	0,0	6,1	6,0	397,5	30,9	8,3	28,9	68,1	465,6	
II TR	37,5	342,9	380,4	2,1	32,7	34,8	415,3	-14,1	45,1	-34,0	-3,0	412,3	
III TR	27,7	269,1	296,8	5,7	22,9	28,5	325,4	5,9	29,8	-14,1	21,6	347,0	
2020 May	16,2	109,4	125,6	26,7	10,3	37,1	162,6	2,4	9,8	-9,5	2,7	165,4	
Jun	9,4	87,4	96,8	-19,5	11,5	-8,0	88,8	-0,2	22,3	-7,2	14,9	103,7	
Jul	7,9	118,8	126,8	9,4	6,2	15,6	142,3	12,0	13,5	-9,2	16,3	158,6	
Ago	11,0	65,9	76,8	-31,7	8,0	-23,7	53,1	-14,3	-2,8	-0,4	-17,6	35,5	
Sep	8,9	84,4	93,2	28,0	8,7	36,7	129,9	8,3	19,1	-4,5	22,9	152,8	
Oct ^(a)	7,6	63,7	71,3	-18,1	8,4	-9,7	61,6	-4,1	1,1	14,0	11,0	72,7	
Tasas de crecimiento													
2017	3,4	9,8	8,8	-8,2	1,5	-2,1	5,2	9,5	-2,2	-17,3	-3,0	4,7	
2018	4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-1,6	1,6	4,2	
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9	
2019 IV TR	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9	
2020 I TR	7,1	11,0	10,4	-3,8	1,8	0,0	7,4	47,4	2,1	59,0	10,0	7,5	
II TR	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-53,9	9,0	9,3	
III TR	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-95,9	11,9	10,4	
2020 May	9,2	13,1	12,5	-2,6	2,2	0,7	9,1	35,7	5,9	-37,9	6,2	9,0	
Jun	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-53,9	9,0	9,3	
Jul	9,8	14,1	13,5	-1,5	2,6	1,3	10,0	42,8	12,1	-77,4	10,9	10,1	
Ago	10,4	13,7	13,3	-5,1	2,9	0,3	9,6	28,3	8,5	-70,6	7,8	9,5	
Sep	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-95,9	11,9	10,4	
Oct ^(a)	10,7	14,3	13,8	-2,7	3,2	1,4	10,3	23,4	15,2	-67,0	14,0	10,5	

Fuente: BCE.

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

5 Dinero y crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2017	2.241,5	1.798,6	285,0	149,1	8,8	6.317,9	3.703,1	561,9	2.052,2	0,8	987,7	208,2	415,8
2018	2.334,2	1.901,4	277,3	147,9	7,6	6.645,3	4.035,6	517,8	2.090,6	1,3	996,0	204,8	436,2
2019	2.482,3	2.068,7	256,9	150,2	6,5	7.041,2	4.397,1	492,3	2.151,0	0,8	1.032,7	217,1	468,0
2019 IV TR	2.482,3	2.068,7	256,9	150,2	6,5	7.041,2	4.397,1	492,3	2.151,0	0,8	1.032,7	217,1	468,0
2020 I TR	2.610,8	2.191,4	264,0	147,9	7,6	7.173,7	4.535,9	472,2	2.165,0	0,6	1.151,5	224,3	472,6
II TR	2.869,9	2.396,7	318,6	148,4	6,2	7.349,4	4.683,7	462,7	2.202,1	0,9	1.084,9	226,5	466,0
III TR	2.958,3	2.481,2	323,3	146,9	6,9	7.491,0	4.816,7	446,5	2.226,9	1,0	1.058,4	240,4	469,6
2020 May	2.821,4	2.352,1	317,0	147,5	4,9	7.301,0	4.644,2	465,0	2.190,9	0,9	1.104,2	232,2	461,2
Jun	2.869,9	2.396,7	318,6	148,4	6,2	7.349,4	4.683,7	462,7	2.202,1	0,9	1.084,9	226,5	466,0
Jul	2.918,6	2.434,2	331,8	147,2	5,3	7.395,6	4.728,0	456,2	2.210,3	1,1	1.028,2	241,4	474,4
Ago	2.937,5	2.462,5	323,7	146,9	4,3	7.437,8	4.768,3	450,7	2.217,7	1,1	1.005,9	233,7	467,9
Sep	2.958,3	2.481,2	323,3	146,9	6,9	7.491,0	4.816,7	446,5	2.226,9	1,0	1.058,4	240,4	469,6
Oct ⁴⁾	2.968,9	2.488,0	328,8	147,0	5,1	7.534,1	4.856,4	443,3	2.233,4	1,1	1.051,6	237,2	478,4
Operaciones													
2017	182,3	184,0	-1,8	-0,8	1,0	255,0	305,2	-82,1	33,4	-1,5	51,6	8,0	27,3
2018	94,6	106,8	-9,7	-1,0	-1,4	326,6	325,4	-45,0	45,6	0,5	1,7	-3,6	19,2
2019	149,6	167,1	-18,9	1,7	-0,4	394,6	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2019 IV TR	34,4	38,7	-3,2	-1,9	0,8	85,7	84,2	-11,9	13,5	-0,2	-6,7	-2,4	2,5
2020 I TR	125,9	120,8	6,4	-2,2	1,0	131,3	138,1	-20,6	14,0	-0,2	116,1	6,8	4,5
II TR	261,2	206,7	55,4	0,5	-1,3	177,6	149,0	-9,2	37,4	0,3	-71,4	2,7	-6,5
III TR	94,7	88,6	6,6	-1,3	0,9	144,3	134,8	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
2020 May	106,9	75,5	32,5	0,3	-1,4	52,9	43,1	-2,0	11,8	0,0	-10,2	4,4	-5,1
Jun	48,8	44,6	2,0	0,9	1,3	49,5	40,4	-2,2	11,2	0,0	-18,2	-5,6	4,8
Jul	56,3	42,7	15,4	-1,1	-0,7	48,9	46,0	-5,7	8,3	0,2	17,1	15,7	8,5
Ago	18,5	27,5	-7,8	-0,3	-1,0	44,4	42,3	-5,4	7,5	-0,1	-21,0	-7,6	-6,5
Sep	20,0	18,5	-1,0	0,1	2,5	51,0	46,4	-4,5	9,1	-0,1	50,0	6,6	1,8
Oct ⁴⁾	9,2	6,6	4,2	0,1	-1,8	42,9	39,5	-3,3	6,6	0,1	-7,6	-3,2	8,7
Tasas de crecimiento													
2017	8,7	11,3	-0,7	-0,5	12,3	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,3	5,4	4,0	7,1
2018	4,2	5,9	-3,4	-0,7	-16,2	5,2	8,8	-8,0	2,2	66,7	0,2	-1,7	4,6
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2019 IV TR	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2020 I TR	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,5	6,1	9,8	-8,5	2,4	-56,9	16,9	5,7	2,7
II TR	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
III TR	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
2020 May	17,6	19,1	18,3	-2,0	-31,5	7,0	10,9	-9,3	3,2	-38,4	9,7	7,3	-0,1
Jun	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
July	20,5	21,5	27,2	-2,8	-15,6	7,4	11,3	-10,2	3,8	-39,9	8,7	10,2	3,5
Ago	19,9	21,3	24,6	-3,4	-31,4	7,5	11,5	-11,0	4,0	-40,8	4,8	0,8	1,1
Sep	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
Oct ⁴⁾	20,5	21,6	27,0	-3,0	-28,5	7,9	11,9	-11,4	4,3	-34,0	7,3	7,1	2,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
												Préstamos ajustados ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2017	4.623,3	1.034,2	3.575,2	13.114,4	10.870,9	11.166,3	4.325,7	5.600,3	836,5	108,5	1.442,0	801,5
2018	4.684,1	1.008,4	3.664,3	13.416,5	11.123,0	11.483,4	4.405,0	5.741,9	849,8	126,4	1.519,9	773,6
2019	4.660,6	986,8	3.662,1	13.865,7	11.452,5	11.839,8	4.475,8	5.931,2	893,5	152,0	1.562,7	850,4
2019 IV TR	4.660,6	986,8	3.662,1	13.865,7	11.452,5	11.839,8	4.475,8	5.931,2	893,5	152,0	1.562,7	850,4
2020 I TR	4.794,5	1.007,2	3.775,6	14.056,3	11.692,1	12.068,0	4.604,9	5.965,5	960,8	160,9	1.565,2	799,0
II TR	5.279,0	1.005,9	4.261,4	14.242,1	11.780,6	12.163,1	4.718,2	5.995,6	912,6	154,2	1.644,9	816,5
III TR	5.737,1	1.003,0	4.722,3	14.200,3	11.867,0	12.224,9	4.731,7	6.066,1	912,2	156,9	1.519,1	814,3
2020 May	5.118,5	1.012,2	4.094,6	14.227,9	11.805,6	12.179,9	4.716,4	5.981,9	953,0	154,4	1.625,8	796,6
Jun	5.279,0	1.005,9	4.261,4	14.242,1	11.780,6	12.163,1	4.718,2	5.995,6	912,6	154,2	1.644,9	816,5
Jul	5.563,8	1.004,6	4.547,4	14.117,4	11.808,6	12.179,6	4.727,6	6.016,4	910,0	154,5	1.491,9	816,9
Ago	5.622,7	1.000,7	4.610,2	14.173,2	11.841,5	12.205,3	4.750,4	6.031,4	904,3	155,4	1.514,8	816,9
Sep	5.737,1	1.003,0	4.722,3	14.200,3	11.867,0	12.224,9	4.731,7	6.066,1	912,2	156,9	1.519,1	814,3
Oct ^(b)	5.804,1	1.003,8	4.788,5	14.229,4	11.898,2	12.257,8	4.738,7	6.091,4	909,3	158,8	1.527,0	804,2
Operaciones												
2017	289,1	-43,6	332,0	363,1	274,4	316,6	85,4	173,3	19,3	-3,6	63,8	24,9
2018	91,5	-28,2	119,7	375,0	307,5	382,2	124,1	166,1	-0,3	17,7	88,5	-21,1
2019	-87,3	-23,3	-64,4	452,6	378,4	422,4	115,7	200,5	41,3	21,1	30,8	43,4
2019 IV TR	12,9	-14,6	27,4	94,3	78,9	103,3	6,3	59,0	7,7	5,9	-0,4	15,8
2020 I TR	145,5	19,7	125,8	237,8	249,3	242,7	135,5	40,5	64,5	8,8	19,8	-31,3
II TR	465,2	-1,8	467,0	182,3	96,5	103,6	120,7	35,8	-53,4	-6,7	74,7	11,2
III TR	258,9	-2,8	261,7	154,1	104,6	86,9	29,1	71,9	0,6	3,0	44,4	5,0
2020 May	143,4	-1,6	145,0	101,3	78,1	76,0	50,1	22,1	7,5	-1,5	18,1	5,1
Jun	144,4	-6,1	150,5	16,6	-17,5	-7,7	3,6	17,9	-38,8	-0,2	16,9	17,1
Jul	97,1	-1,4	98,4	63,8	43,3	37,0	19,0	23,4	0,4	0,5	18,0	2,4
Ago	65,7	-3,7	69,4	60,5	36,0	28,7	21,8	18,7	-5,5	0,9	21,1	3,4
Sep	96,1	2,3	93,9	29,8	25,3	21,1	-11,7	29,8	5,6	1,6	5,3	-0,8
Oct ^(b)	55,3	1,1	54,1	36,2	31,6	35,4	7,5	26,1	-3,8	1,8	11,8	-7,2
Tasas de crecimiento												
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,3	-3,2	4,6	3,2
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,3	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2019 IV TR	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2020 I TR	1,6	0,4	2,0	4,2	4,8	5,0	5,0	3,3	11,4	20,7	3,0	-0,7
II TR	13,5	0,4	17,2	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	3,9	16,3	7,1	0,6
III TR	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,6	7,5	9,1	0,1
2020 May	9,7	1,1	12,1	4,9	5,2	5,3	6,7	3,3	8,6	20,9	6,8	-2,3
Jun	13,5	0,4	17,2	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	3,9	16,3	7,1	0,6
July	15,5	0,2	19,8	4,9	4,7	4,7	6,5	3,3	3,5	14,8	9,2	0,4
Ago	16,6	-0,7	21,4	5,0	4,5	4,6	6,5	3,3	2,2	10,7	10,7	1,0
Sep	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,6	6,5	3,5	2,6	7,5	9,1	0,1
Oct ^(b)	20,3	0,0	25,9	4,9	4,6	4,6	6,3	3,6	1,6	14,1	10,3	-1,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

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

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾				
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades		
	Préstamos ajustados ⁴⁾				Préstamos ajustados ⁴⁾					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2017	4.325,7	4.360,0	985,1	821,6	2.518,9	5.600,3	5.867,2	655,0	4.216,1	729,2
2018	4.405,0	4.489,1	991,4	844,2	2.569,4	5.741,9	6.024,9	682,6	4.356,4	702,9
2019	4.475,8	4.578,4	968,3	877,7	2.629,8	5.931,2	6.223,7	720,2	4.523,7	687,4
2019 IV TR	4.475,8	4.578,4	968,3	877,7	2.629,8	5.931,2	6.223,7	720,2	4.523,7	687,4
2020 I TR	4.604,9	4.706,4	1.003,6	917,2	2.684,1	5.965,5	6.254,1	715,2	4.565,1	685,3
II TR	4.718,2	4.830,2	958,5	993,0	2.766,7	5.995,6	6.276,7	701,1	4.603,9	690,6
III TR	4.731,7	4.845,2	930,5	1.014,5	2.786,7	6.066,1	6.334,1	702,6	4.667,6	695,9
2020 May	4.716,4	4.819,0	964,1	998,8	2.753,4	5.981,9	6.264,8	698,9	4.593,3	689,6
Jun	4.718,2	4.830,2	958,5	993,0	2.766,7	5.995,6	6.276,7	701,1	4.603,9	690,6
Jul	4.727,6	4.835,3	950,1	997,4	2.780,2	6.016,4	6.291,3	704,4	4.621,6	690,4
Ago	4.750,4	4.858,8	943,3	1.015,5	2.791,6	6.031,4	6.307,2	702,6	4.632,8	696,0
Sep	4.731,7	4.845,2	930,5	1.014,5	2.786,7	6.066,1	6.334,1	702,6	4.667,6	695,9
Oct ^(p)	4.738,7	4.845,7	917,3	1.010,3	2.811,1	6.091,4	6.358,2	704,6	4.690,1	696,7
Operaciones										
2017	85,4	135,2	0,2	39,2	46,1	173,3	165,5	45,2	133,9	-5,8
2018	124,1	175,9	18,0	32,8	73,3	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019	115,7	143,3	-12,4	43,3	84,8	200,5	215,5	41,0	168,6	-9,2
2019 IV TR	6,3	21,6	-8,5	8,6	6,2	59,0	61,6	9,5	51,7	-2,2
2020 I TR	135,5	136,4	32,9	44,1	58,4	40,5	38,1	-3,7	45,0	-0,9
II TR	120,7	131,0	-38,8	81,0	78,6	35,8	29,1	-12,3	39,2	8,9
III TR	29,1	34,1	-22,6	16,0	35,7	71,9	59,9	5,8	65,0	1,1
2020 May	50,1	47,6	-22,1	38,7	33,5	22,1	16,8	-1,1	18,4	4,8
Jun	3,6	14,2	-1,5	-4,7	9,8	17,9	16,6	3,4	11,7	2,9
Jul	19,0	16,8	-7,1	7,0	19,2	23,4	18,3	3,8	18,9	0,7
Ago	21,8	22,8	-2,6	8,3	16,2	18,7	19,3	2,5	16,0	0,2
Sep	-11,7	-5,5	-12,9	0,8	0,4	29,8	22,3	-0,5	30,1	0,2
Oct ^(p)	7,5	1,7	-12,9	-3,8	24,1	26,1	25,2	2,3	22,4	1,4
Tasas de crecimiento										
2017	2,0	3,2	0,0	5,0	1,8	3,2	2,9	7,4	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,8	4,0	2,9	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 IV TR	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 I TR	5,0	5,5	2,9	9,1	4,4	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	0,3	4,1	0,4
III TR	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
2020 May	6,7	7,3	-1,5	17,5	6,2	3,3	3,0	0,3	4,2	0,1
Jun	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,3	4,1	0,4
Jul	6,5	7,1	-2,2	16,3	6,5	3,3	3,0	0,4	4,2	0,7
Ago	6,5	7,1	-3,3	17,0	6,8	3,3	3,0	0,3	4,1	0,8
Sep	6,5	7,1	-3,8	17,3	6,8	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
Oct ^(p)	6,3	6,8	-5,1	16,3	7,2	3,6	3,1	-0,1	4,5	1,5

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

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

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

	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM				
	Tenencias de la Administración Central ²⁾	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro				Activos exteriores netos	Otros			
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años		Capital y reservas	Total		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2017	347,6	6.769,9	1.966,9	59,8	2.017,9	2.725,3	930,7	323,0	143,5	92,5
2018	389,2	6.817,4	1.940,0	56,1	2.099,7	2.721,6	1.030,0	460,2	187,0	194,9
2019	364,1	7.060,0	1.945,9	50,1	2.156,7	2.907,3	1.455,7	453,4	178,9	187,2
2019 IV TR	364,1	7.060,0	1.945,9	50,1	2.156,7	2.907,3	1.455,7	453,4	178,9	187,2
2020 I TR	409,5	7.036,4	1.936,8	47,2	2.120,0	2.932,4	1.563,2	517,7	183,7	196,5
II TR	673,3	7.041,1	1.932,7	44,1	2.080,0	2.984,4	1.559,6	532,7	159,2	174,3
III TR	806,2	7.040,9	1.935,5	43,0	2.059,2	3.003,2	1.568,8	503,6	139,9	147,3
2020 May	600,3	7.047,2	1.934,3	45,2	2.101,4	2.966,3	1.552,8	545,6	196,5	211,4
Jun	673,3	7.041,1	1.932,7	44,1	2.080,0	2.984,4	1.559,6	532,7	159,2	174,3
Jul	756,1	7.046,5	1.936,5	43,6	2.047,0	3.019,5	1.536,6	555,5	162,3	174,1
Ago	819,5	7.028,7	1.940,2	43,1	2.033,6	3.011,8	1.552,2	503,7	170,4	177,6
Sep	806,2	7.040,9	1.935,5	43,0	2.059,2	3.003,2	1.568,8	503,6	139,9	147,3
Oct ³⁾	864,3	7.037,5	1.931,7	42,7	2.037,4	3.025,6	1.574,0	531,9	148,7	154,4
Operaciones										
2017	41,8	-73,6	-83,5	-6,6	-71,1	87,5	-96,7	-53,5	-61,2	-28,5
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,4	106,1	-5,3	-3,3	27,6	87,1	309,4	17,3	-2,7	-2,5
2019 IV TR	-21,1	4,2	-1,5	-3,4	-11,6	20,7	-3,9	-4,6	-5,3	-10,9
2020 I TR	45,7	-46,4	-6,7	-2,9	-47,6	10,8	68,3	13,3	4,7	9,3
II TR	264,0	-1,8	-2,4	-3,1	-14,4	18,0	-33,2	60,1	-24,5	-22,2
III TR	69,2	8,0	-0,3	-1,1	0,6	8,8	28,2	-17,0	-19,3	-27,1
2020 May	79,6	14,6	4,1	-1,0	-7,4	18,9	2,3	12,6	8,9	8,1
Jun	73,0	0,0	-0,9	-1,1	-6,5	8,5	8,2	7,5	-37,3	-37,0
Jul	19,3	-6,2	1,5	-0,5	-8,1	1,0	-26,8	37,7	3,2	-0,2
Ago	63,3	4,0	4,2	-0,5	-10,5	10,8	33,2	-56,6	8,1	3,5
Sep	-13,5	10,2	-6,0	-0,1	19,2	-2,9	21,8	1,9	-30,5	-30,3
Oct ³⁾	58,2	-13,4	-2,8	-0,3	-23,0	12,7	2,0	24,0	8,8	7,2
Tasas de crecimiento										
2017	13,4	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,3	1,5	-0,3	-5,9	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2019 IV TR	-6,3	1,5	-0,3	-5,9	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020 I TR	11,7	0,2	-0,1	-11,1	-2,6	2,8	-	-	-0,3	0,6
II TR	81,0	-0,5	-1,3	-19,5	-3,3	2,5	-	-	-10,5	-8,8
III TR	91,8	-0,5	-0,6	-19,4	-3,4	2,0	-	-	-24,1	-25,6
2020 May	63,3	0,1	0,0	-15,9	-2,6	2,5	-	-	-0,3	0,2
Jun	81,0	-0,5	-1,3	-19,5	-3,3	2,5	-	-	-10,5	-8,8
Jul	85,5	-0,5	0,0	-20,3	-4,1	2,1	-	-	-15,3	-15,6
Ago	89,8	-0,1	1,3	-20,6	-4,3	2,4	-	-	-13,6	-16,6
Sep	91,8	-0,5	-0,6	-19,4	-3,4	2,0	-	-	-24,1	-25,6
Oct ³⁾	108,5	-0,6	-0,8	-17,5	-3,8	2,1	-	-	-32,8	-34,6

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

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

6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,2	10,0	5,4	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2019 III TR	46,4	45,9	12,8	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,7	22,4	3,8
IV TR	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2020 I TR	46,5	46,1	13,0	13,0	15,1	0,5	47,6	43,8	10,0	5,4	1,6	22,8	3,8
II TR	46,7	46,2	13,0	12,9	15,4	0,5	50,4	46,5	10,4	5,7	1,6	24,0	3,9

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	90,1	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,6	9,4	80,7	17,9	29,9	42,3	87,9	2,2
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,0	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,8	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,1	28,4	41,3	84,2	1,6
2019	84,0	3,0	13,1	67,9	45,4	30,6	38,6	7,7	76,3	15,7	27,9	40,4	82,6	1,4
2019 III TR	85,8	3,2	13,3	69,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	84,0	3,0	13,1	67,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 I TR	86,3	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	95,1	3,2	14,4	77,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

	Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB ²⁾	Déficit (+) / superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda								Diferencial entre interés y crecimiento	Pro memoria: Necesidad de financiación
			Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen	Otros		
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	-0,8	-0,6	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,4	1,6
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3	0,9
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2019 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	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2020 I TR	-0,1	-0,5	0,5	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	1,8
II TR	8,9	2,1	3,5	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,7	3,4	7,4

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

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

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

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾							
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones			
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	Tipo de interés variable		Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización			
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
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 III TR	12,7	11,2	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	10,9	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	1,9	0,1	1,0	
II TR	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	
2020 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	13,1	4,6	1,4	0,4	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,1	0,1	1,0	
Ago	14,8	13,4	5,1	1,4	0,3	7,4	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,9	
Sep	15,2	13,8	4,4	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,1	2,3	2,1	0,1	0,8	
Oct	14,9	13,5	3,9	1,4	0,3	7,6	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,1	0,8	

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	-0,4	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3	
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,7	-3,0	-3,0	-2,4	1,9	
2018	-0,8	1,8	-0,5	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5	
2019 III TR	-1,8	1,5	-0,7	0,6	0,6	-2,7	-3,2	-2,0	2,0	
IV TR	-2,0	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5	
2020 I TR	-2,6	1,2	-0,9	0,0	1,1	-3,4	-3,6	-2,3	2,0	
II TR	-5,7	-1,4	-2,9	-2,1	-1,7	-6,9	-5,8	-4,7	-2,3	
Deuda pública										
2016	105,0	69,3	9,9	74,1	180,8	99,2	98,0	134,8	103,1	
2017	102,0	65,1	9,1	67,0	179,2	98,6	98,3	134,1	93,5	
2018	99,8	61,8	8,2	63,0	186,2	97,4	98,1	134,4	99,2	
2019	98,1	59,6	8,4	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7	94,0	
2019 III TR	102,2	61,0	9,0	61,3	178,1	97,5	100,1	136,8	96,5	
IV TR	98,7	59,6	8,4	57,4	176,6	95,5	98,1	134,7	94,0	
2020 I TR	104,3	61,1	8,9	59,0	176,9	99,0	101,3	137,6	96,1	
II TR	115,3	67,4	18,5	62,7	187,4	110,1	114,1	149,4	113,2	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2016	0,2	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,6	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-0,9	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	2,0	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,4	-1,0
2019 III TR	-1,4	-0,3	3,8	0,5	1,3	0,2	-0,2	0,7	-1,1	-1,9
IV TR	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,3	-1,0
2020 I TR	-0,7	-0,2	1,4	-1,7	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,9	-1,1
II TR	-1,7	-2,4	-1,8	-5,1	-1,5	-3,8	-1,9	-4,7	-3,6	-3,4
Deuda pública										
2016	40,4	39,7	20,1	54,5	61,9	82,8	131,5	78,5	52,4	63,2
2017	39,0	39,1	22,3	48,8	56,9	78,5	126,1	74,1	51,7	61,3
2018	37,1	33,7	21,0	45,2	52,4	74,0	121,5	70,3	49,9	59,6
2019	36,9	35,9	22,0	42,6	48,7	70,5	117,2	65,6	48,5	59,3
2019 III TR	37,1	35,4	20,0	42,9	49,3	71,1	119,6	67,7	48,8	60,1
IV TR	36,9	35,9	22,0	42,6	48,7	70,5	117,2	65,6	48,3	59,3
2020 I TR	37,1	33,0	22,2	44,0	49,5	73,1	119,5	69,0	49,6	64,3
II TR	42,9	41,4	23,8	51,1	55,2	82,6	126,1	78,2	60,2	68,7

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2021

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 9 de diciembre 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-20-008-ES-N (edición electrónica)