

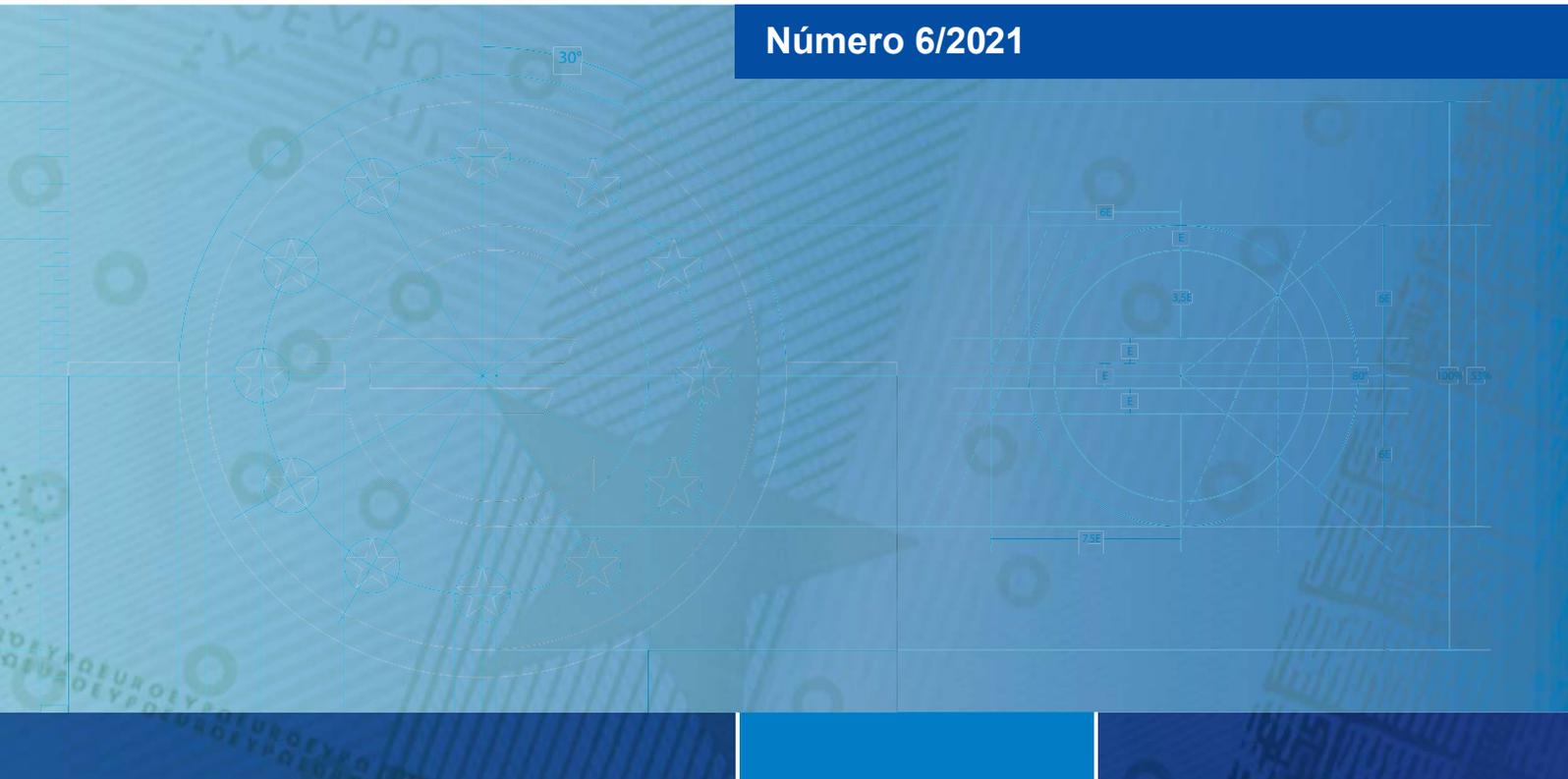


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 6/2021



Índice

Evolución económica y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	7
2 Evolución financiera	19
3 Actividad económica	26
4 Precios y costes	34
5 Dinero y crédito	41
6 Evolución de las finanzas públicas	50
Recuadros	54
1 Comparación de la evolución reciente de la inflación en Estados Unidos y en la zona del euro	54
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 28 de abril y el 27 de julio de 2021	62
3 La situación de las sociedades no financieras durante la pandemia	68
4 El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio	78
5 Los precios de los derechos de emisión de la UE en el contexto del plan de actuación frente al cambio climático del BCE	84
Artículos	90
1 Horas trabajadas en la zona del euro	90
2 Las TLTRO III y las condiciones del crédito bancario	96
Estadísticas	S1

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

Actividad económica

La recuperación de la actividad económica global continúa, aunque la persistencia de cuellos de botella en la oferta y la propagación de la variante delta del coronavirus (COVID-19), más contagiosa, ensombrecen las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Encuestas recientes señalan cierta moderación del ritmo de crecimiento, en especial entre las economías emergentes. En comparación con las proyecciones anteriores, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2021 se han revisado ligeramente al alza, en particular para 2022. El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumentaría hasta situarse en el 6,3 % este año, y después se desaceleraría hasta el 4,5 % en 2022 y el 3,7 % en 2023. Las proyecciones sobre la demanda externa de la zona del euro se han corregido al alza en comparación con las de junio de 2021. Esta demanda se incrementaría un 9,2 % este año y un 5,5 % y un 3,7 % en 2022 y 2023, respectivamente. Esto refleja, sobre todo, el hecho de que, a principios de 2021, las importaciones mundiales mostraron más fortaleza de lo previsto con anterioridad, así como la mayor prociclicidad del comercio en las fases de recuperación económica. Los precios de exportación de los competidores de la zona del euro se han revisado al alza para este año, en un contexto de aumento de los precios de las materias primas y de la demanda. Los riesgos para las proyecciones de referencia relativas a la economía global están relacionados fundamentalmente con la evolución futura de la pandemia. Se considera que otros riesgos para las perspectivas mundiales están orientados a la baja en lo que respecta al crecimiento global y al alza para la inflación mundial.

La economía de la zona del euro repuntó un 2,2 % en el segundo trimestre del año, un nivel mayor de lo esperado, y está en la senda adecuada para registrar un fuerte crecimiento en el tercer trimestre. La recuperación se cimienta en el éxito de las campañas de vacunación en Europa, que han permitido una reapertura significativa de la economía. Debido al levantamiento de las restricciones, los servicios se están beneficiando de la vuelta del público a los comercios y restaurantes, así como de la recuperación de los viajes y del turismo. La actividad del sector manufacturero es vigorosa, aun cuando la producción sigue viéndose frenada por la escasez de materiales y equipos. La propagación de la variante Delta no ha requerido hasta ahora la nueva imposición de medidas de confinamiento, aunque podría ralentizar la recuperación del comercio mundial y la plena reapertura de la economía.

El gasto en consumo está creciendo, aunque los consumidores siguen manteniendo cierta prudencia en vista de la evolución de la pandemia.

El mercado de trabajo también está mejorando rápidamente, lo que respalda la perspectiva de aumento de los ingresos y del gasto. El desempleo está descendiendo y el número de personas acogidas a programas de mantenimiento del empleo ha bajado en aproximadamente 28 millones desde el máximo del año pasado. La recuperación de la demanda interna y mundial sigue promoviendo el optimismo entre las empresas, lo que favorece la inversión empresarial. Sin embargo, aún queda camino por recorrer hasta que se superen los daños causados por la pandemia en la economía. Todavía hay más de dos millones de empleados menos que antes de la pandemia, fundamentalmente jóvenes y trabajadores menos cualificados, y el número de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo sigue siendo sustancial.

Tras una expansión fiscal considerable desde el inicio de la pandemia, en los últimos meses solo se han adoptado medidas adicionales de estímulo limitadas, ya que los planes presupuestarios para 2022 todavía están en fase de preparación y la recuperación económica parece avanzar algo más rápido de lo que se preveía.

En consecuencia, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2021 incluyen unas perspectivas fiscales de la zona del euro mejores que en las proyecciones de junio. Aunque se prevé que la ratio de déficit se mantenga elevada en 2021, en el 7,1 % tras el 7,3 % de 2020, se espera que posteriormente mejore con celeridad a medida que la pandemia vaya remitiendo y la recuperación de la economía se afiance. Por lo tanto, esta ratio caería hasta situarse en el 3 % en 2022 y en el 2,1 % al final del horizonte de proyección, en 2023. Como reflejo de esta evolución, se proyecta que la deuda de la zona del euro alcance un máximo ligeramente por debajo del 99 % del PIB en 2021 y descienda hasta alrededor del 94 % del PIB en 2023. Una política fiscal ambiciosa, bien enfocada y coordinada debe seguir complementando la política monetaria para sostener la recuperación. En particular, el programa *Next Generation EU* contribuirá a asegurar una recuperación más sólida y más uniforme en los distintos países de la zona del euro. También acelerará las transiciones verde y digital, apoyará las reformas estructurales y elevará el crecimiento a largo plazo.

Se espera que la economía se recupere firmemente a medio plazo.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2021 prevén un crecimiento anual del PIB real del 5 % en 2021, del 4,6 % en 2022 y del 2,1 % en 2023. Si se compara con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, las perspectivas han mejorado para 2021, en gran parte debido a unos resultados mejores de lo previsto en la primera mitad del año, y se mantienen prácticamente sin variación para 2022 y 2023.

Inflación

La inflación de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 3 % en agosto.

Se espera que la inflación continúe incrementándose este otoño, pero que disminuya el año próximo. Se prevé que el actual avance de la inflación sea en

gran medida transitorio, principalmente como consecuencia de la fuerte subida de los precios del petróleo desde aproximadamente mediados del año pasado, de la finalización de la reducción temporal del IVA en Alemania, del retraso de las rebajas de verano en 2020 y de las presiones sobre los costes derivadas de la escasez temporal de materiales y equipos. Estos factores deberían suavizarse o desaparecer del cálculo de la inflación interanual durante 2022. Las presiones sobre la inflación subyacente han crecido. A medida que la economía siga recuperándose, y con el apoyo de las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, se espera que la inflación subyacente se incremente a medio plazo. Se prevé que este incremento sea gradual, dado que pasará algún tiempo hasta que la economía vuelva a operar a plena capacidad, por lo que se proyecta que los salarios crezcan solo moderadamente. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo han seguido aumentando, pero continúan a cierta distancia del objetivo del BCE del 2 %.

Esta valoración se refleja en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021, que sitúan la inflación anual en el 2,2 % en 2021, el 1,7 % en 2022 y el 1,5 % en 2023, tras revisarse al alza en comparación con las anteriores proyecciones de junio. Se prevé que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en un promedio del 1,3 % en 2021, del 1,4 % en 2022 y del 1,5 % en 2023, lo que supone también una revisión al alza con respecto a las proyecciones de junio.

Evaluación de riesgos

El Consejo de Gobierno considera que los riesgos para las perspectivas económicas están, en general, equilibrados. La actividad económica podría superar las expectativas del BCE si la confianza de los consumidores aumentara y ahorraran menos de lo esperado actualmente. Una mejora más rápida de la situación de la pandemia también podría dar lugar a una expansión más vigorosa de lo previsto en la actualidad. Las presiones sobre los precios podrían ser más persistentes si los cuellos de botella en la oferta se prolongaran y se tradujeran en subidas salariales mayores de lo previsto. Paralelamente, las perspectivas económicas podrían deteriorarse si la pandemia empeorara, lo que podría retrasar el avance en la reapertura de la economía, o si las escaseces de oferta resultaran más persistentes de lo actualmente esperado y frenaran la producción.

Condiciones financieras y monetarias

La recuperación del crecimiento y de la inflación sigue dependiendo de unas condiciones de financiación favorables en todos los sectores de la economía. Los tipos de interés de mercado se han moderado durante el verano, aunque han vuelto a aumentar recientemente. En conjunto, las condiciones de financiación de la economía siguen siendo holgadas.

La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonía) registró un fuerte desplazamiento a la baja en los tramos medios,

mientras que en el tramo corto se ha mantenido prácticamente sin variación, lo que sugiere que no se espera una modificación inminente de los tipos de interés oficiales a muy corto plazo. Durante el período de referencia (del 10 de junio al 8 de septiembre de 2021), los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo experimentaron primero un descenso, que reflejó, entre otros factores, las indicaciones revisadas sobre la evolución futura de los tipos de interés (*forward guidance*) del BCE comunicadas después de la reunión de julio del Consejo de Gobierno, tras la publicación de la nueva estrategia de política monetaria, y posteriormente recuperaron parte de esa caída en las últimas semanas del período. Los diferenciales de la deuda soberana con respecto al tipo *swap* del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) apenas variaron en las distintas jurisdicciones. En general, los activos de riesgo mostraron capacidad de resistencia ante la creciente preocupación por la propagación de la variante delta. Los precios de las acciones subieron, respaldados fundamentalmente por la firme recuperación de las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales, que solo se vio parcialmente contrarrestada por el incremento de las primas de riesgo de las acciones. Como reflejo de la subida de las cotizaciones, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro siguieron disminuyendo.

La creación de dinero en la zona del euro se moderó en julio de 2021 y continuó normalizándose tras la sustancial expansión monetaria asociada a las anteriores olas de la pandemia. El crédito interno siguió siendo el principal factor impulsor de la creación de dinero, y las compras de activos del Eurosistema fueron las que más contribuyeron. El crecimiento de los préstamos al sector privado se estabilizó cerca de los niveles a largo plazo inferiores observados antes de la pandemia, al tiempo que las condiciones de financiación continuaron siendo muy favorables. Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares se sitúan en mínimos históricos. Los préstamos a los hogares se mantienen, especialmente para la compra de vivienda. La ligera ralentización del crédito a las empresas se debe, sobre todo, a que estas siguen estando bien financiadas tras endeudarse considerablemente en la primera ola de la pandemia. Sus tenencias de efectivo son elevadas y sus beneficios no distribuidos cada vez mayores, lo que reduce la necesidad de financiación externa. La emisión de bonos también es una alternativa atractiva frente al crédito bancario para las grandes empresas. Los sólidos balances bancarios continúan asegurando la disponibilidad de crédito suficiente.

Sin embargo, muchas empresas y hogares han asumido más deuda durante la pandemia, y un deterioro de las perspectivas económicas podría poner en peligro su salud financiera, lo que, a su vez, deterioraría la calidad de los balances de las entidades de crédito. El apoyo de las políticas sigue siendo esencial para impedir que las tensiones en los balances y el endurecimiento de las condiciones de financiación se refuercen mutuamente.

Decisiones de política monetaria

En su reunión de política monetaria celebrada en septiembre, el Consejo de Gobierno revisó su valoración de la economía y de sus medidas frente a la pandemia.

Sobre la base de una evaluación conjunta de las condiciones de financiación y de las perspectivas de inflación, el Consejo de Gobierno consideró que pueden mantenerse unas condiciones de financiación favorables con un ritmo de compras netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) ligeramente inferior al de los dos trimestres anteriores.

El Consejo de Gobierno también ha confirmado sus otras medidas para apoyar el mandato de estabilidad de precios del BCE, es decir, el nivel de los tipos de interés oficiales del BCE, las compras del Eurosistema en el marco del programa de compras de activos (APP), las políticas de reinversión del Consejo de Gobierno y sus operaciones de financiación a plazo más largo.

Asimismo, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos, según proceda, para asegurar que la inflación se estabilice en el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo.

1 Entorno exterior

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2021 sugieren que la recuperación de la actividad económica global continúa, aunque la persistencia de cuellos de botella en la oferta y la propagación de la variante delta del coronavirus (COVID-19), más contagiosa, ensombrecen las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Encuestas recientes señalan cierta moderación del ritmo de crecimiento, en especial entre las economías emergentes. En comparación con las proyecciones anteriores, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han revisado ligeramente al alza, en particular para 2022. El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumentaría hasta situarse en el 6,3 % este año, y después se desaceleraría hasta el 4,5 % en 2022 y el 3,7 % en 2023. Las proyecciones sobre la demanda externa de la zona del euro también se han corregido al alza en comparación con las de junio de 2021. Esta demanda se incrementaría un 9,2 % este año y un 5,5 % y un 3,7 % en 2022 y 2023, respectivamente. Esto refleja, sobre todo, el hecho de que, a principios de 2021, las importaciones mundiales mostraron más fortaleza de lo previsto con anterioridad, así como la mejora de las perspectivas de crecimiento global y la mayor prociclicidad del comercio en las fases de recuperación económica. Los precios de exportación de los competidores de la zona del euro se han revisado al alza para este año, en un contexto de aumento de los precios de las materias primas y de la demanda. Los riesgos para las proyecciones de referencia relativas a la economía global están relacionados fundamentalmente con la evolución futura de la pandemia. Se considera que otros riesgos para las perspectivas de la actividad mundial están orientados a la baja en lo que respecta al crecimiento global, y al alza para la inflación a escala mundial.

Actividad económica y comercio mundiales

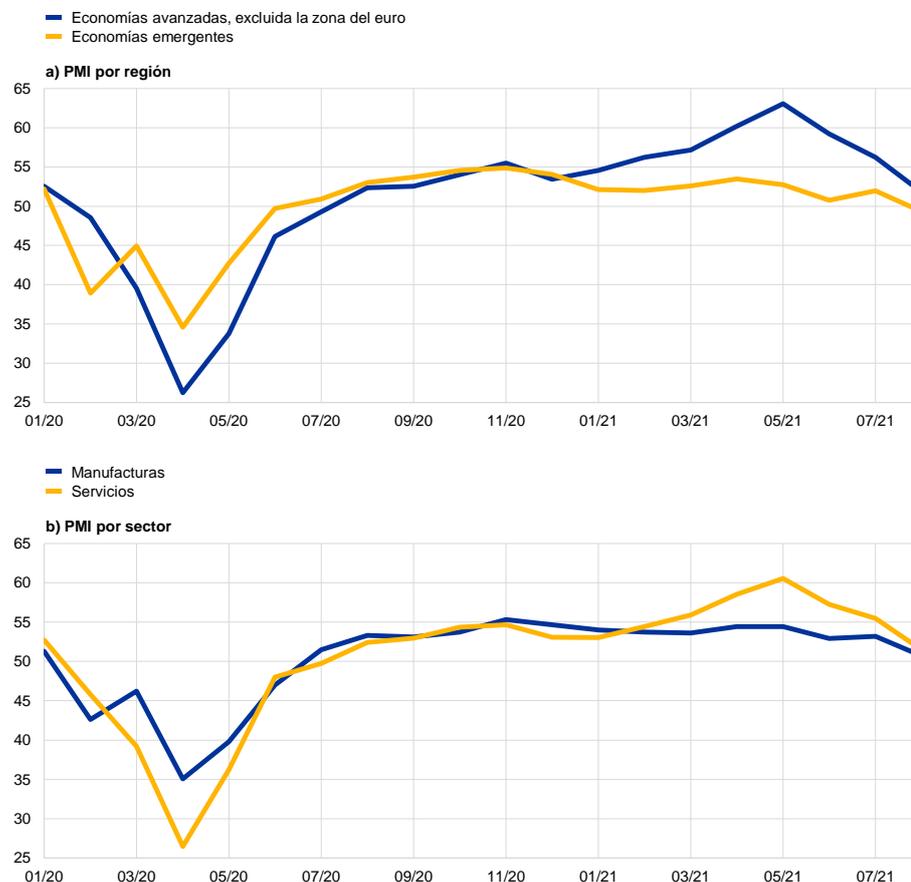
La actividad económica mundial se desaceleró en la primera mitad de 2021, en un contexto de aumento de los contagios por COVID-19, de avance desigual de la vacunación y de adopción de medidas restrictivas. En las economías avanzadas, el incremento de los contagios dio lugar a un endurecimiento de las medidas restrictivas a principios de 2021. A finales de la primavera, el rápido ritmo de administración de las vacunas permitió la reapertura gradual de algunas economías importantes, lo que proporcionó cierto alivio a la economía mundial. Con todo, al mismo tiempo, la pandemia empeoró en los países emergentes, donde los progresos en la vacunación han sido más lentos. En consecuencia, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se desaceleró hasta el 0,8 % en el primer trimestre del año y, según las estimaciones, hasta el 0,6 % en el segundo, después de incrementarse un 2,5 % en el último trimestre de 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, en el segundo trimestre, la actividad habría sido básicamente acorde con las proyecciones en las economías emergentes, pero más débil en las avanzadas, debido a un crecimiento menos dinámico de lo previsto en Estados Unidos.

Los indicadores de opinión sugieren una moderación del ritmo de recuperación de la actividad económica mundial, en particular en las economías emergentes, en un contexto de persistencia de los cuellos de botella en la oferta. En agosto, el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de actividad descendió por tercer mes consecutivo y se situó en 51,3, frente a 54,9 de julio. Si bien el índice permanece en terreno expansivo, muestra cierta desaceleración del crecimiento con respecto al segundo trimestre. El PMI compuesto de actividad se redujo tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, y en el caso de las segundas cayó hasta situarse por debajo del umbral de expansión por primera vez desde junio de 2020 (hasta 49,3, frente a un valor de 52,0 en julio). Por componentes, el PMI de actividad de los servicios disminuyó de manera acusada —desde el máximo de 60,5 alcanzado en mayo hasta 51,5— sobre todo para las economías avanzadas. El PMI de las manufacturas también retrocedió y se situó por debajo del umbral de expansión para las economías emergentes, si bien, en conjunto, se mantuvo ligeramente por encima de dicho umbral (50,7, desde un nivel de 53,2). Aunque la economía mundial continúa afrontando una recuperación a dos velocidades —dado que los países avanzados están repuntando a un ritmo más rápido que los emergentes— los PMI recientes señalan una reducción de la diferencia entre las dos regiones, así como entre sectores (gráfico 1).

Gráfico 1

PMI global (excluida la zona del euro) de actividad por regiones y sectores

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2021.

Las condiciones financieras siguen siendo favorables. Desde la fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, estas condiciones se han endurecido algo en las economías avanzadas, mientras que se han mantenido estables, en líneas generales, en las emergentes. Los mercados financieros mundiales han seguido, en la mayoría de los casos, dentro de un rango limitado (*range-bound*), en un contexto de dinamismo todavía intenso del crecimiento económico, pero de aumento de los riesgos a corto plazo. El repunte de los contagios por COVID-19 y el temor a que los bancos centrales, incluida la Reserva Federal, empiecen a reducir las compras de activos en breve, han llevado a los inversores a adoptar una actitud más prudente. Los mercados de renta variable han seguido registrando nuevos máximos en algunas economías avanzadas, pero las ratios de precios de las acciones sobre beneficios —que se incluyen en los índices de condiciones financieras— han retrocedido de forma notable como consecuencia de la publicación de resultados históricamente elevados en Estados Unidos y en otras economías avanzadas. La creciente inquietud por la posibilidad de que la recuperación económica pueda demorarse más de lo previsto también se ha observado en los diferenciales de los valores de renta fija privada, que han registrado un leve incremento en algunas economías, en particular en las

emergentes, aunque desde niveles históricamente bajos. Los mercados de deuda pública libre de riesgo apenas han experimentado variaciones y se han mantenido en niveles reducidos, ya que las presiones a la baja procedentes de las entradas de fondos en busca de «activos seguros» asociadas a la preocupación sobre la propagación de la variante delta se han visto contrarrestadas por las mayores expectativas de que la Reserva Federal comience a reducir su ritmo de compras de activos este mismo año.

A corto plazo, el repunte de los contagios por COVID-19 arroja dudas sobre una recuperación que, de otro modo, sería vigorosa. Se espera que la actividad económica mundial recobre impulso en el segundo semestre del año a medida que se produzca la reapertura gradual de las economías en un contexto de disminución de las tasas de contagio y —en particular en las economías avanzadas— de rápidos progresos en la vacunación. De hecho, mientras que muchas de estas economías ya han conseguido vacunar a más de la mitad de su población, en las economías emergentes, los avances en este ámbito han sido mucho más lentos. China es una excepción a este respecto, ya que, según los datos facilitados, alrededor del 70 % de la población ha sido vacunada. Recientemente, el nuevo aumento de los contagios por COVID-19 atribuibles a la variante delta, más contagiosa, ha ensombrecido las perspectivas. En las economías avanzadas, el incremento de los contagios sigue provocando un aumento significativo de las hospitalizaciones y de los fallecimientos en comparación con los niveles mínimos observados este verano, aunque se mantienen por debajo de los registrados a principios de este año. Aunque algunos países, sobre todo China y Japón, han vuelto a imponer confinamientos (locales), otros no lo han hecho y han preferido recurrir a medidas menos intrusivas, como la obligación de llevar mascarilla. En esos países, las consecuencias económicas del nuevo incremento de los contagios probablemente se manifiesten a través de cambios en el comportamiento de los consumidores, en especial en sectores que requieren un contacto estrecho. Con todo, los progresos en la vacunación y el mayor conocimiento sobre cómo evitar el contagio han reducido los riesgos económicos asociados al avance de los contagios. Si las autoridades logran contener el aumento de las hospitalizaciones y de los fallecimientos, es probable que el impacto sea solo temporal y que no descarrile la recuperación en curso.

Se espera que el apoyo fiscal disminuya de forma gradual este año, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Según el informe *Fiscal Monitor* de abril de 2021 del Fondo Monetario Internacional, los déficits públicos comenzarían a descender en 2021 en las economías avanzadas y en las emergentes a medida que expiren las medidas relacionadas con la pandemia y los estabilizadores automáticos comiencen a actuar en un contexto de recuperación de las economías nacionales. No obstante, es probable que la velocidad a la que los distintos países empiecen a reequilibrar sus presupuestos sea diferente. En Estados Unidos, los amplios paquetes de estímulo fiscal de la Administración Biden contribuirán a la recuperación económica en 2021 e impulsarán la economía

mundial durante el horizonte de proyección¹. En el Reino Unido se prevé que el déficit público se reduzca, aunque algunas de las medidas fiscales que iban a finalizar se han ampliado a septiembre de este año. Asimismo, también se esperan procesos de consolidación en Brasil y en Rusia, mientras que, en India, recientemente se ha aprobado cierto apoyo fiscal adicional, en un contexto de empeoramiento de la situación de la pandemia.

En conjunto, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial son algo más favorables que en las proyecciones anteriores, sobre todo para 2022. Tras una tasa prevista de avance del 6,3 % en 2021, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumentaría un 4,5 % en 2022 y un 3,7 % en 2023. Se prevé que la recuperación global de la crisis siga siendo desigual, así como que las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro recuperen el ritmo previo a la pandemia a principios de 2022, gracias principalmente a Estados Unidos. En China, que fue el primer país afectado por la pandemia, pero el más rápido en recuperarse en un contexto de firme apoyo público, el PIB real ya retornó a su trayectoria anterior a la crisis a finales del año pasado. En otros mercados emergentes, la recuperación sería lenta. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, la tasa de crecimiento se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2021 y en 0,3 puntos porcentuales para 2022, y no ha variado para 2023. Las perspectivas más favorables de crecimiento mundial en 2022 reflejan principalmente el nuevo perfil del gasto público en Estados Unidos² y, en menor medida, la previsión de retraso de la recuperación en Japón, donde las altas tasas de contagio registradas durante el verano de este año hicieron necesaria la reintroducción de medidas de contención en algunas grandes prefecturas, incluida la de Tokio.

En Estados Unidos, la economía crecería en un contexto de firme apoyo público y de desaparición gradual de las restricciones de oferta, aunque el reciente aumento de los contagios por COVID-19 deteriora las perspectivas. La actividad económica siguió expandiéndose en el segundo trimestre de 2021 a una tasa anualizada del 6,5 % (6,4 % en el primer trimestre), menos de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, debido a un gasto público menor de lo esperado y a la contribución negativa de la variación de existencias. El crecimiento estuvo impulsado por el gasto en consumo, que reflejó el apoyo a las rentas proporcionado en meses anteriores de este año, así como la rápida relajación de las restricciones relacionadas con el COVID-19. La inversión continuó siendo dinámica. El reciente incremento de los pedidos pendientes en determinados sectores, como el de fabricación de vehículos, obedece

¹ El plan de rescate estadounidense (*American Rescue Plan*, ARP), que asciende a un total de 1,9 billones de dólares (8,9 % del PIB), incluye la renovación de las prestaciones por desempleo, pagos extraordinarios adicionales a los hogares y un aumento del gasto local y estatal para financiar medidas de salud pública y la educación. Asimismo, la Administración estadounidense ha anunciado dos nuevos planes fiscales a medio plazo, que también se han incluido en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre, aunque es probable que su impacto en la actividad económica sea más limitado que el del ARP.

² El crecimiento del PIB real de Estados Unidos se ha revisado al alza para finales de este año y principios de 2022 a raíz de la publicación reciente de las proyecciones de la Oficina de Presupuestos del Congreso, lo que se ha traducido en un perfil del gasto público (tanto en consumo como en inversión) menos concentrado al inicio del período que el utilizado como supuesto en las proyecciones de junio de 2021.

a restricciones de oferta. Las negociaciones del Congreso estadounidense sobre dos planes fiscales que se habían incluido en las proyecciones de junio continúan, lo que ha introducido cierta incertidumbre en relación con las perspectivas. Aunque el firme apoyo público y el supuesto de desaparición gradual de las restricciones de oferta estimularían el crecimiento a medio plazo, las perspectivas a corto plazo se ven ensombrecidas por el acusado aumento de los contagios causados por la variante delta, más virulenta, del COVID-19, en particular en los estados con tasas de vacunación bajas. En consecuencia, los consumidores, que hasta ahora han impulsado la recuperación, parecen haber adoptado una actitud más prudente: el gasto en consumo personal descendió un 0,1 % en julio, al tiempo que la tasa de ahorro privado se incrementó. El avance del empleo en julio también fue menor de lo esperado, sobre todo en los sectores que requieren un contacto estrecho, como el ocio y la hostelería. La inflación general se estabilizó en un nivel elevado en julio y se prevé que permanezca en torno al 5 % hasta el final de 2021, debido a las presiones al alza sobre los precios de los automóviles y de otros bienes originadas por los cuellos de botella en la oferta, a la normalización de la demanda de servicios, a las subidas de los precios de las materias primas y a una brecha de producción positiva. Se espera que la inflación retorne a un nivel próximo al 2 % en 2022-2023 a medida que los cuellos de botella se desvanezcan y las empresas se adapten a los patrones de demanda pospandemia.

En el Reino Unido se proyecta que la economía se mantenga en una senda de recuperación sostenida, pese al reciente repunte de los casos de COVID-19.

Después de experimentar una contracción acusada en 2020, el PIB real repuntó en el segundo trimestre de 2021 y se prevé que permanezca en una senda de recuperación. Se espera que el avanzado programa de vacunación proteja a gran parte de la población de contagios graves por COVID 19, incluso ante la propagación de la variante delta, por lo que es poco probable que sea necesario reintroducir restricciones a la movilidad relacionadas con el COVID-19 que afecten a la actividad económica. Es posible que el crecimiento continúe viéndose respaldado por la solidez del consumo y la inversión privados, como consecuencia del gasto fiscal adicional del 2,7 % del PIB aprobado por el Gobierno en marzo. Se sigue considerando probable que la variación de existencias incremente la volatilidad del producto en el corto plazo. La inflación interanual medida por los precios de consumo descendió hasta situarse en el 2 % en julio, desde el 2,5 % de junio. La inflación subyacente también se redujo, hasta el 1,8 %, frente al 2,3 % de junio. El retroceso de la tasa interanual de inflación general tuvo su origen, sobre todo, en los precios del ocio y la cultura, así como en los de los artículos de vestir, y las subidas de precios observadas cuando finalizó el confinamiento el año pasado se han traducido en efectos de base negativos este año. Esta disminución probablemente sea temporal, ya que la inflación habría vuelto a incrementarse de forma acusada en agosto y seguiría aumentando en los próximos meses, hasta situarse en torno al 4 %. Aparte de los efectos directos procedentes del componente energético, que representarían alrededor de la mitad del avance previsto, los precios de los bienes también subirían, reflejo de las presiones inflacionistas mundiales derivadas del aumento de los precios de las materias primas, de los costes de transporte y de la escasez de oferta.

En China, el dinamismo del crecimiento afronta factores adversos de carácter temporal a corto plazo, pero se prevé que la actividad económica avance a un ritmo sólido a medio plazo.

La adopción de medidas de contención más estrictas como consecuencia del incremento de los casos de COVID-19, las graves inundaciones y algunas disrupciones de oferta apuntan a una ralentización en el tercer trimestre. En julio, la producción industrial, las ventas del comercio minorista y la inversión fueron inferiores a las expectativas, aunque siguieron creciendo. El PMI de manufacturas cayó hasta 49,2 en agosto —la primera vez que se situó en terreno contractivo desde abril de 2020—, lo que aumenta la probabilidad de desaceleración de este sector en el tercer trimestre. El PMI de actividad general de los servicios también retrocedió hasta 46,7, como resultado del endurecimiento de las medidas de contención. No obstante, a mediados de agosto, los nuevos casos locales de COVID-19 empezaron a disminuir hasta niveles muy bajos, y las autoridades disponen de margen suficiente para reactivar el crecimiento en caso de que la economía se contraiga a un ritmo más acusado. La inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta el 1 % en julio, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de producción repuntó hasta el 9 % ese mes, después de un ligero descenso hasta el 8,8 % en junio, principalmente como resultado de las fuertes subidas de los precios en los sectores energético y extractivo. En conjunto, la inflación medida por los precios de consumo sigue siendo moderada, en gran parte como consecuencia de la deflación en curso de los precios de los alimentos en un contexto de normalización de los precios de la carne de porcino, mientras que los precios de los combustibles han aumentado.

En Japón, las restricciones relacionadas con el COVID-19 han seguido lastrando la actividad económica, con lo que la recuperación se aplazaría a finales de 2021.

La recuperación de la perturbación inicial causada por el COVID-19 se estancó a principios de 2021, debido al endurecimiento de las restricciones en un contexto de aumento de los contagios. En consecuencia, el PIB real se contrajo en el primer trimestre. La actividad económica registró un modesto repunte en el segundo trimestre, ya que la recuperación de la demanda interna, en particular del consumo privado, fue más sólida de lo esperado, dada la adopción de nuevas medidas de control de los contagios en abril y mayo. Posteriormente, el rápido incremento de los casos de COVID-19 provocó la declaración del cuarto estado de emergencia en varias prefecturas (incluida la de Tokio). Aunque la disminución asociada de la movilidad fue limitada al principio, recientemente ha pasado a ser más acusada, y el PMI de los servicios volvió a descender en agosto, hasta un nivel de 42,9. La producción industrial se redujo en julio, y el PMI de actividad de las manufacturas cayó hasta 51 en agosto. Se espera una recuperación más firme hacia el final del trimestre suponiendo que la situación de la pandemia mejore de forma paulatina en un entorno de avance constante de la campaña de vacunación y de retirada de las medidas de control de los contagios. Se prevé que el apoyo actual de las políticas fiscal y monetaria, así como la recuperación continuada de la demanda externa, sostengan el crecimiento en los próximos meses. La inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) se incrementó desde el -0,5 % hasta el -0,3 % en julio, mientras que la inflación subyacente aumentó hasta el -0,8 % (frente al -1,1 % del mes precedente). La subida de los precios de la energía y de los servicios de alojamiento

ha contribuido al avance de la inflación y a contrarrestar el impacto de los pronunciados descensos de las tarifas de telefonía móvil. Es probable que la inflación subyacente, excluidos factores especiales, haya continuado su tendencia al alza, lo que apunta a un dinamismo más positivo que el que sugieren las tasas de inflación general.

En los Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental, se proyecta que la actividad económica recobre impulso gradualmente, respaldada por el estímulo fiscal y monetario. En esta región, la recuperación se ralentizó en la primera mitad de 2021 porque una nueva ola de contagios por COVID-19 afectó a la actividad. Se espera que el PIB real repunte de nuevo y que su avance siga siendo sólido a lo largo del año, ya que la relajación continuada de las restricciones y las mayores tasas de vacunación reactivarían el crecimiento. Se prevé que la demanda interna sea el principal factor impulsor de la recuperación a medida que disminuya la incertidumbre y mejore la confianza en un contexto de firme apoyo de las políticas fiscal y monetaria.

En los grandes países exportadores de materias primas, un entorno exterior favorable está sosteniendo la recuperación de la actividad económica. En Rusia, el PIB real ha alcanzado los niveles previos a la crisis y se espera que avance con vigor durante el horizonte de proyección. La mayor fortaleza de la demanda mundial de petróleo está contribuyendo al aumento de la producción y de las exportaciones de crudo. La recuperación prevista del consumo y de la inversión también estimularían el crecimiento durante el período considerado. La persistencia de unos precios elevados de los alimentos y la creciente demanda han generado presiones inflacionistas que, a su vez, han dado lugar a un endurecimiento de la política monetaria. En Brasil, la actividad económica se ha mostrado resistente al repunte de los contagios por COVID-19, respaldada por el sólido crecimiento de las exportaciones y por la recuperación continuada de la inversión (excluidos factores idiosincrásicos). El repunte relativamente rápido de la confianza de los consumidores y de las ventas del comercio minorista, así como la reintroducción de las transferencias a las familias con rentas bajas y de los programas de apoyo al empleo, aunque a menor escala que en 2020, brindarán apoyo al consumo privado a corto plazo. La política monetaria ha empezado a adoptar un tono más restrictivo en respuesta al aumento de las presiones inflacionistas, ya que se espera que los altos precios de las materias primas y factores internos (sequías en algunas regiones, incremento de los precios de la energía y recuperación de la demanda) mantengan la inflación en niveles elevados a corto plazo.

En Turquía se prevé que la economía crezca de forma sostenida a medio plazo. Tras la perturbación inicial generada por el COVID-19, la economía turca se recuperó con rapidez y ha mostrado capacidad de resistencia ante el repunte posterior de los contagios. En el segundo trimestre de 2021, el avance del PIB real sorprendió al alza con un aumento intertrimestral del 0,9 %. El crecimiento se vio respaldado, sobre todo, por el consumo de los hogares, pese a la introducción de nuevas restricciones en mayo y al endurecimiento de las condiciones financieras, así como por la demanda exterior neta. De cara al futuro, siempre que se mantenga el cambio reciente de las políticas, que ahora están orientadas a la estabilidad

macroeconómica, es probable que el crecimiento del PIB real continúe siendo moderado, pero que pase a ser más equilibrado.

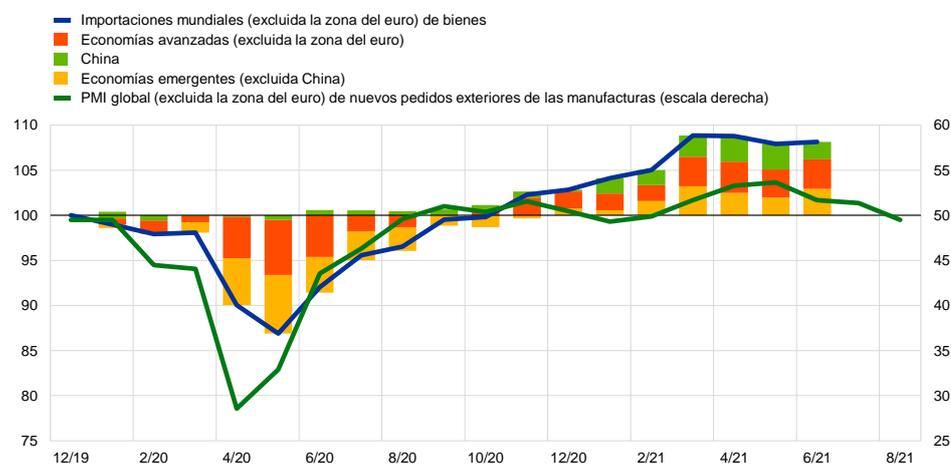
Se prevé que el comercio mundial crezca de manera sostenida a medio plazo, aunque están empezando a aparecer señales de moderación a corto plazo.

Tras experimentar una dinámica recuperación de la perturbación generada por el COVID-19, el comercio mundial retornó a los niveles previos a la pandemia en el primer trimestre de 2021. Con todo, últimamente han surgido signos de moderación del crecimiento de los flujos comerciales, lo que refleja, sobre todo, el impacto de los cuellos de botella en la oferta que indican datos recientes. Las importaciones de mercancías volvieron a disminuir en mayo, pero en junio fueron estables, en líneas generales, y permanecieron próximas a los elevados niveles observados en marzo. Las importaciones de servicios se mantienen muy por debajo de la cota anterior a la pandemia, y se dispone de escasa evidencia de una generalización de la recuperación. Datos de alta frecuencia sobre vuelos internacionales y reservas de hoteles sugieren que el crecimiento del turismo y del comercio de otros servicios relacionados no ha seguido acelerándose en los últimos meses. El PMI global (excluida la zona del euro) de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas volvió a descender en agosto y se situó justo por debajo del umbral de expansión. Asimismo, ese mes, los indicadores PMI de demora en el plazo entrega de proveedores aún se mantuvieron por encima del máximo histórico registrado en el punto álgido de la pandemia. Los cuellos de botella en la oferta han tenido su origen fundamentalmente en una recuperación más intensa de lo esperado de la demanda de bienes manufacturados, y se supone que comenzarán a desaparecer a principios de 2022. La demanda de estos bienes ha sido mucho más intensa que la de servicios, que ha seguido viéndose mermada por las medidas de contención. Como las economías han adquirido mayor capacidad de resistencia a las medidas restrictivas y conforme los consumidores vayan reequilibrando sus compras hacia los servicios, la demanda podría desempeñar un papel más limitado en los cuellos de botella. Con todo, en la actualidad, factores idiosincrásicos como las restricciones de capacidad en el sector de semiconductores, los brotes de COVID-19 y los fenómenos meteorológicos extremos están determinando las disrupciones de oferta.

Gráfico 2

Importaciones mundiales (excluida la zona del euro) de bienes y nuevos pedidos exteriores

(escala izquierda: índice, diciembre de 2019 = 100; escala derecha: índice de difusión)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2021 (PMI) y a junio de 2021 (importaciones mundiales de mercancías).

De acuerdo con las proyecciones, la demanda externa de la zona del euro aumentaría como consecuencia de un entorno exterior más favorable.

Esta demanda se incrementaría un 9,2 % este año y un 5,5 % y un 3,7 % en 2022 y 2023, respectivamente. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, esto supone una revisión al alza de 0,6 puntos porcentuales para 2021 y de 0,3 puntos porcentuales por año para 2022 y 2023. La previsión para 2021 refleja, en gran parte, un comportamiento de las importaciones mundiales mejor de lo esperado en el primer trimestre del año, en especial entre las economías emergentes, ya que los flujos comerciales mantuvieron una capacidad de resistencia relativa frente a los factores adversos para la actividad económica. La revisión al alza para 2022 y 2023 tiene su origen en la mejora de las perspectivas de crecimiento global y se debe a la mayor prociclicidad del comercio en las fases de recuperación económica. Las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) también se han corregido al alza para el horizonte de proyección, y aumentarían un 11,9 % en 2021, un 5,3 % en 2022 y un 4,1 % en 2023.

Se considera que los riesgos para las proyecciones de referencia están orientados a la baja para el crecimiento mundial, y al alza para la inflación a escala global.

En línea con las proyecciones anteriores, para ilustrar la incertidumbre en torno al curso futuro de la pandemia se han utilizado dos escenarios alternativos relativos a las perspectivas mundiales. Estos escenarios reflejan la interacción entre la evolución de la pandemia y la trayectoria asociada de las medidas de contención³. Además, los riesgos al alza para la inflación global están relacionados principalmente con la posibilidad de que las presiones

³ Para más detalles, véase el recuadro 4 de las «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2021» publicadas en el sitio web del BCE el 9 de septiembre de 2021.

inflacionistas actuales se afiancen más, como resultado de unos cuellos de botella en la oferta más persistentes de lo esperado en la actualidad y de que, por lo tanto, se traduzcan en un aumento de las expectativas de inflación. Esto, a su vez, podría dar lugar a un endurecimiento más prematuro y pronunciado de la política monetaria. Unas condiciones financieras globales más restrictivas podrían hacer descarrilar la frágil recuperación económica, en particular en las economías emergentes, lo que acrecentaría la volatilidad de los mercados financieros internacionales y el impacto negativo del elevado endeudamiento en el crecimiento. Se considera que estos factores tienen más peso que los riesgos al alza para las perspectivas, que están relacionados con un efecto expansivo más acusado de lo previsto del paquete de estímulo fiscal de Estados Unidos y con una reducción del ahorro acumulado a un ritmo más rápido del proyectado actualmente. Por tanto, se estima que los riesgos para el crecimiento mundial ya no están equilibrados, como en las proyecciones anteriores, sino que ahora están sesgados a la baja.

Evolución mundial de los precios

Los precios del petróleo han aumentado ligeramente desde las proyecciones anteriores, mientras que la escalada de los precios de las materias primas no energéticas se ha interrumpido. La volatilidad en el mercado de crudo también ha vuelto a aumentar porque la falta de acuerdo entre los países que integran la OPEP+ presionó al alza los precios mundiales del petróleo de forma temporal, en un contexto de mejora de las perspectivas de demanda mundial de esta materia prima. Los participantes en el mercado esperan un incremento de la demanda de petróleo en 2021, ya que la movilidad retornaría gradualmente a los niveles anteriores a la pandemia. Sin embargo, los precios se moderaron a principios de agosto, reflejo del aumento de los contagios por COVID-19 y de que las perspectivas de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos estaban afectando a la percepción de riesgos. Los precios al contado de las materias primas no energéticas apenas variaron en las proyecciones de septiembre con respecto a los previstos en las de junio, dado que la reciente caída de los precios de los metales en un entorno de mayor debilidad de la demanda y de uso de las reservas estratégicas en China han frenado la escalada observada desde el verano de 2020 hasta finales de la primavera de 2021.

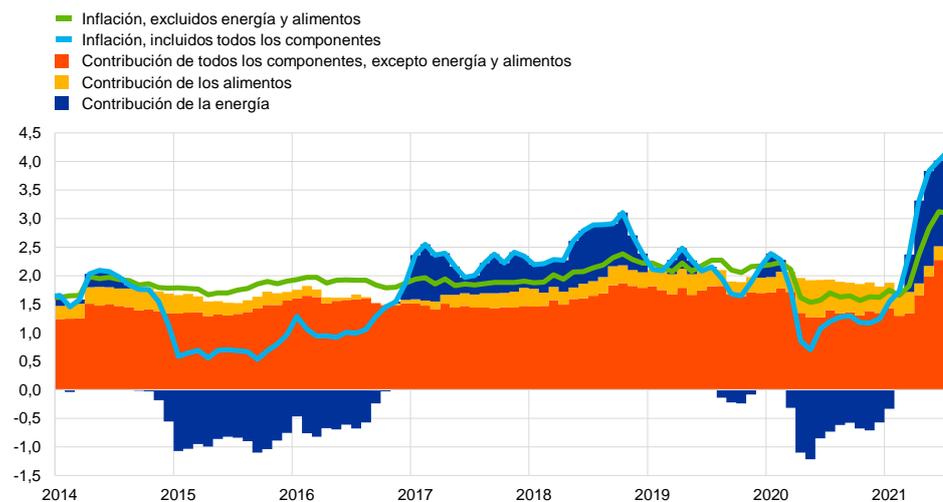
A tenor de las proyecciones, la inflación mundial medida por los precios de consumo aumentaría este año, en un contexto de efectos de base, de cuellos de botella en la oferta y de recuperación de la demanda, y disminuiría durante el resto del horizonte de proyección. La subida de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas, el incremento de los costes de los fletes marítimos, y las fricciones en las cadenas de suministro han acentuado las presiones inflacionistas, lo que es especialmente evidente en los países avanzados, en los que la reapertura de la economía y el sustancial apoyo público han ocasionado una intensa demanda de consumo. Esto ha hecho que, en la mayoría de las economías avanzadas, las tasas de inflación de los precios de consumo más recientes se hayan situado por encima de las medias históricas. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación

general interanual medida por el IPC se incrementó hasta el 4,2 % en julio, desde el 4 % de junio (gráfico 3). La tasa correspondiente a julio supuso el noveno aumento consecutivo y estuvo determinada principalmente por la tasa de variación de los precios de los alimentos (del 1,9 % al 3,1 %), mientras que la inflación del componente energético experimentó un alza marginal (del 16,9 % al 17,4 %), lo que todavía refleja, en gran parte, efectos de base anuales. En los países de la OCDE, la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, no varió y permaneció en el 3,1 %. La inflación general interanual medida por los precios de consumo se mantuvo estable en Estados Unidos (en el 5,4 %), aumentó en Canadá y descendió en el Reino Unido. En Japón, tras una modificación del año base, la inflación general continuó siendo negativa en julio, aunque se incrementó con respecto al mes precedente (hasta el -0,3 %, desde el -0,5 %). En las principales economías emergentes no pertenecientes a la OCDE, la inflación general interanual avanzó hasta el 9 % en Brasil, mientras que en Rusia se mantuvo estable y en India disminuyó. En China permaneció estable en torno al 1 %.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2021.

Cuando se amplíe la base de comparación de los precios de las materias primas y se reduzcan los cuellos de botella en la oferta (lo que está previsto que suceda a principios de 2022), la inflación mundial medida por los precios de consumo disminuiría. Un patrón similar se refleja asimismo en las proyecciones relativas a los precios de exportación (en moneda nacional) de los competidores de la zona del euro, que subieron de forma significativa en la primera mitad de este año. Las proyecciones sobre estos precios en 2021 se han revisado notablemente al alza, debido, en gran medida, a los datos publicados recientemente en países que son importantes socios comerciales de la zona del euro —que sorprendieron al alza en comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021— y, en menor medida, a la subida de los precios del petróleo y a una demanda algo más vigorosa en las economías avanzadas.

2 Evolución financiera

La curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se desplazó a la baja en los tramos medios, mientras que en el tramo corto se ha mantenido prácticamente sin variación, lo que sugiere que no se espera una modificación inminente de los tipos de interés oficiales a muy corto plazo. Durante el período de referencia (del 10 de junio al 8 de septiembre de 2021), los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo primero experimentaron un descenso que reflejó, entre otros factores, las indicaciones revisadas sobre la evolución futura de la política monetaria (forward guidance) del BCE comunicadas después de la reunión de julio del Consejo de Gobierno, tras la publicación de la nueva estrategia de política monetaria. Posteriormente, en las últimas semanas del período, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo recuperaron parte de esa caída, en un contexto de sorpresas al alza de los indicadores generales de inflación y de especulaciones sobre una ralentización del ritmo de las adquisiciones en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). Los diferenciales de la deuda soberana con respecto al tipo swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) apenas variaron en las distintas jurisdicciones. En general, los activos de riesgo mostraron capacidad de resistencia ante la creciente preocupación por la propagación de la variante delta del coronavirus (COVID-19). Los precios de las acciones subieron, respaldados sobre todo por la firme recuperación de las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales, que solo se vieron parcialmente compensadas por el incremento de las primas de riesgo de las acciones. Como reflejo de la subida de las cotizaciones, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro siguieron disminuyendo.

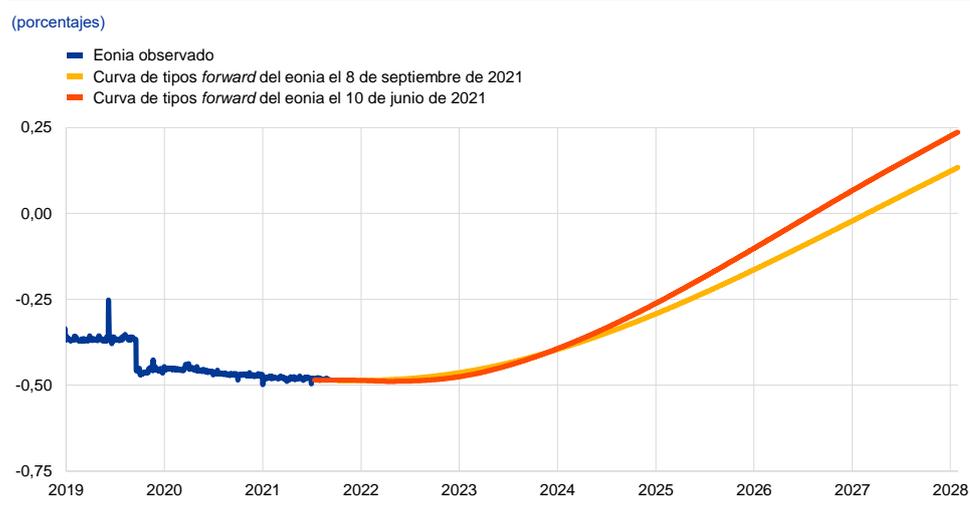
El eonia y el tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -48 y -57 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado⁴. El exceso de liquidez aumentó en unos 189 mm de euros y se situó en torno a los 4.395 mm de euros. Este incremento reflejó, principalmente, las adquisiciones de activos en el marco del PEPP y del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como los 109,83 mm de euros adjudicados en la octava operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés). Este crecimiento, inducido por el aumento de los activos relacionados con operaciones de política monetaria, se vio mitigado por una disminución neta de los otros activos de aproximadamente 180 mm de euros durante el período de referencia.

Mientras que la curva de tipos *forward* del eonia se desplazó a la baja en su tramo medio durante el período analizado, en el tramo corto se mantuvo estable (gráfico 4). La curva prácticamente no varió en los plazos cortos (hasta finales de 2024 aproximadamente), lo que sugiere que los participantes en el mercado no esperan una modificación de los tipos de interés oficiales en un futuro

⁴ 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.

próximo. En cambio, los tipos de los tramos medios se desplazaron a la baja. En parte, ese descenso refleja la *forward guidance* revisada del BCE comunicada después de la reunión del Consejo de Gobierno de julio, tras de la publicación de la nueva estrategia de política monetaria a principios de ese mes.

Gráfico 4 Tipos *forward* del eonia



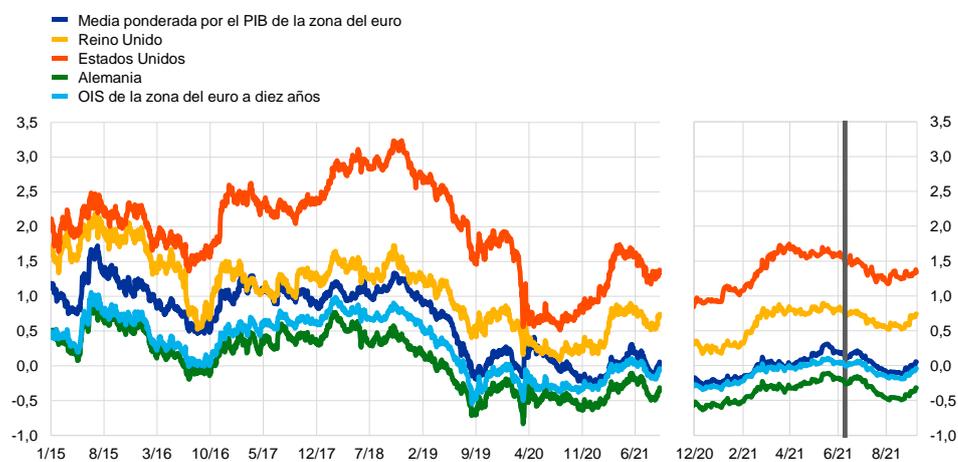
Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro experimentaron una caída durante el período de referencia, en un entorno de expectativas de mantenimiento de las medidas de apoyo monetario (gráfico 5). La evolución de los mercados de deuda soberana de la zona del euro siguió de cerca la de los tipos de interés libres de riesgo, y los rendimientos trazaron trayectorias paralelas en las distintas jurisdicciones y se aproximaron a sus mínimos históricos en varios países durante el período considerado, aunque en las últimas semanas del período recuperaron parte de ese retroceso. Concretamente, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el de la deuda soberana de Alemania se redujeron en unos 7 puntos básicos, hasta situarse en el -0,05 % y el -0,32 %, respectivamente. En Estados Unidos se produjo un descenso similar, ya que los rendimientos de la deuda soberana a diez años cayeron 10 puntos básicos, hasta el 1,34 %.

Gráfico 5

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

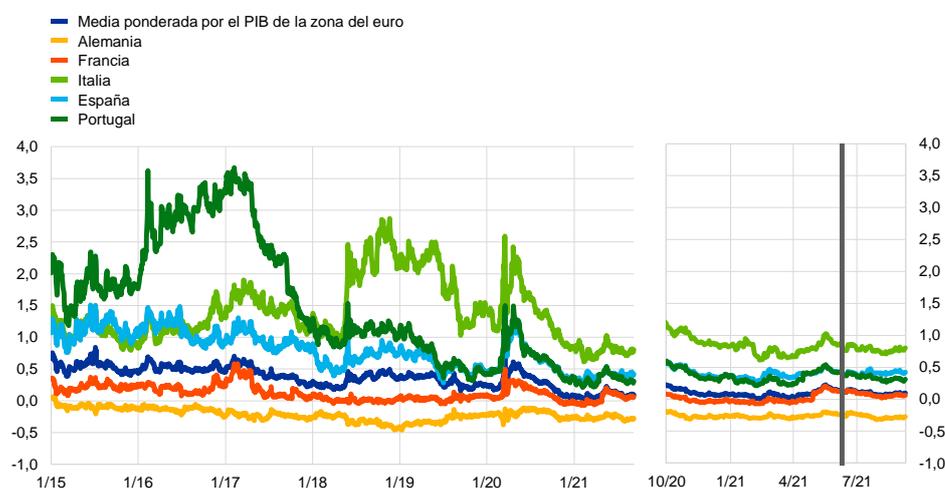
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de junio de 2021). La última observación corresponde al 8 de septiembre de 2021.

Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos OIS permanecieron prácticamente sin cambios en las distintas jurisdicciones, favorecidos por las decisiones de política monetaria, así como por la comunicación publicada tras la reunión del Consejo de Gobierno de julio (gráfico 6). Las variaciones de los distintos diferenciales soberanos con respecto a los tipos de interés libres de riesgo fueron muy limitadas, como refleja el diferencial soberano a diez años agregado de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo OIS correspondiente, que experimentó un descenso de 3 puntos básicos, hasta el 0,10 %. En consecuencia, esta métrica permanece muy próxima a los niveles muy bajos observados a finales de 2020, tras revertir un incremento temporal a principios de verano. En conjunto, los diferenciales soberanos a diez años portugueses y franceses registraron leves caídas de 9 y 7 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el 0,31 % y el 0,06 %. En el mismo período, los correspondientes a Italia se mantuvieron sin variación en el 0,80 % y los de España subieron 3 puntos básicos, hasta el 0,42 %. Es probable que estos movimientos contenidos se vieran favorecidos por la decisión del Consejo de Gobierno, adoptada en junio y ratificada en julio, de mantener un ritmo de compras notablemente más elevado en el tercer trimestre que en meses anteriores. En el contexto de esta evolución sosegada de los mercados de deuda soberana, las primeras emisiones del programa *Next Generation EU* (NGEU) se colocaron con buenos resultados en el mercado.

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.

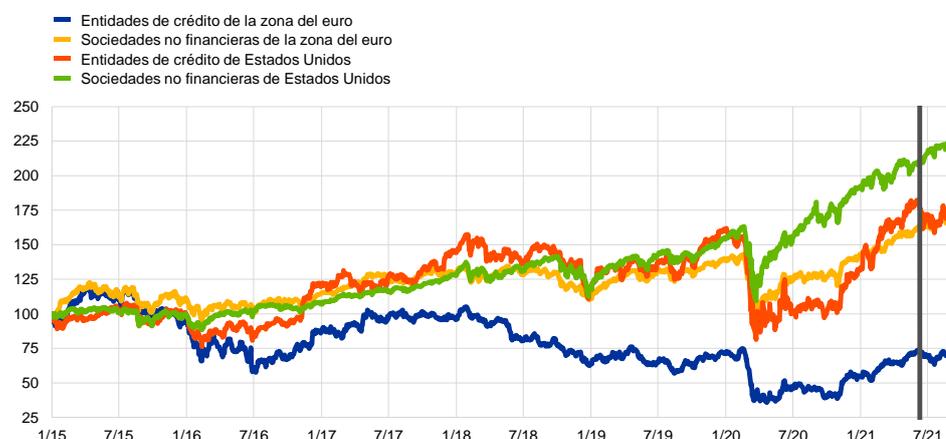
Notas: El diferencial se calcula restando el tipo OIS a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de junio de 2021). La última observación corresponde al 8 de septiembre de 2021.

Pese a cierta volatilidad transitoria relacionada con las noticias sobre la propagación de la variante delta del coronavirus, los precios de las acciones subieron a ambos lados del Atlántico, impulsados, sobre todo, por la nueva mejora de las expectativas de beneficios de las empresas (gráfico 7). Las cotizaciones de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos se revalorizaron un 3,1 % y un 6,6 %, respectivamente, y alcanzaron máximos históricos en este último país. Los precios de las acciones del sector bancario en Estados Unidos experimentaron un ligero descenso, mientras que los de las acciones de las entidades de crédito de la zona del euro apenas variaron. En el caso de las sociedades no financieras, la subida de los precios se vio respaldada, fundamentalmente, por las fuertes expectativas de beneficios empresariales y por una leve disminución de los tipos de descuento, que, a su vez, reflejó el apoyo sostenido proporcionado por la política monetaria. En cambio, el ligero ascenso de la prima de riesgo de las acciones, que es la rentabilidad adicional que exigen los inversores para invertir en renta variable en lugar de en renta fija libre de riesgo, supuso una contribución negativa a las cotizaciones de la zona del euro. El aumento de los precios de las acciones fue generalizado, aunque la pandemia de coronavirus ha dejado una huella desigual en los mercados de renta variable de los distintos países de la zona del euro.

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 junio de 2021). La última observación corresponde al 8 de septiembre de 2021.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro continuaron disminuyendo, lo que confirma la capacidad de resistencia de los mercados de activos de riesgo (gráfico 8).

Estos diferenciales siguieron reduciéndose, como reflejo de la subida de los precios de las acciones. Durante el período de referencia, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y el correspondiente a los bonos del sector financiero (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) se redujeron en torno a 5 y 4 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en cotas previas a la pandemia. El persistente descenso tendencial de los últimos meses puede atribuirse en gran medida a las primas en exceso de los bonos (el componente de los diferenciales de la renta fija privada de la zona del euro que no se explica por factores económicos, de crédito y relacionados con la incertidumbre), que a su vez pueden reflejar el continuo apoyo público. Al mismo tiempo, siguen existiendo focos de vulnerabilidad empresarial y el nivel actual de los diferenciales parece deberse al respaldo que están proporcionando las políticas.

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.

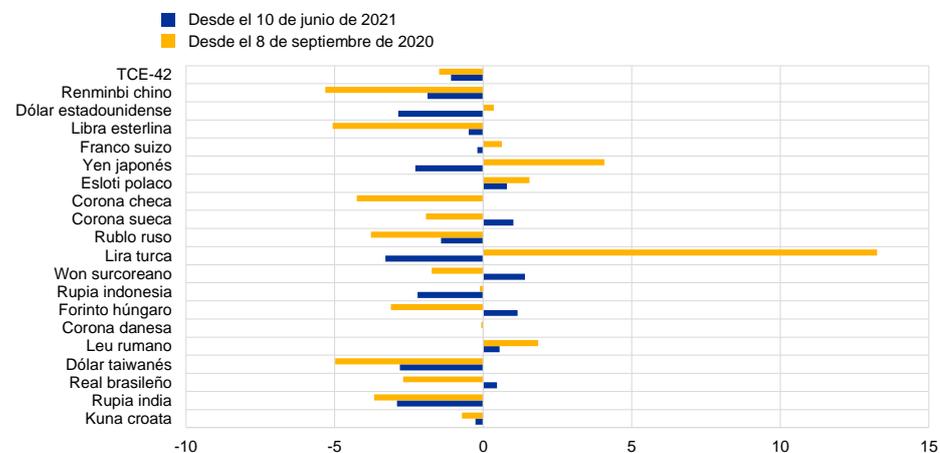
Notas: Los diferenciales son la diferencia entre los tipos de los *asset swaps* y el tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de junio de 2021). La última observación corresponde al 8 de septiembre de 2021.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció ligeramente (gráfico 9), como resultado de una pérdida generalizada de valor frente a todas las principales monedas. Durante el período de referencia, 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 1,1 %. El euro perdió valor frente al dólar estadounidense (2,9 %), como consecuencia de la ampliación del diferencial de expectativas de tipos de interés a corto plazo entre la zona del euro y Estados Unidos, lo que, a su vez, se debió a la previsión de una normalización más rápida de la política monetaria estadounidense. La moneda única también se debilitó frente a otras de las principales monedas, como el yen japonés (2,3 %), el renminbi chino (1,9 %), la libra esterlina (0,5 %) y el franco suizo (0,2 %). En el mismo período, el euro se apreció frente a las monedas de varios de los Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes a la zona del euro, como el forinto húngaro (1,2 %), la corona sueca (1 %) y el esloti polaco (0,8 %).

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 8 de septiembre de 2021.

3 Actividad económica

La recuperación de la actividad de la zona del euro parece estar cada vez más avanzada. El PIB real repuntó en el segundo trimestre de 2021, pero todavía se sitúa en torno a un 2,5 % por debajo del nivel registrado antes de la pandemia, en el cuarto trimestre de 2019. La contribución de la demanda interna, en particular del consumo privado, fue sustancial, gracias al progresivo levantamiento de las medidas de contención, mientras que la demanda exterior neta contribuyó solo ligeramente al crecimiento del PIB. En cuanto a la producción, el valor añadido se vio respaldado, sobre todo, por un repunte de los servicios, mientras que la aportación de la industria y de la construcción fue marginal. El resultado positivo del segundo trimestre marca el inicio de la recuperación de la actividad económica, tras los dos trimestres de contracción que acompañaron a la reimposición de medidas de contención más severas a raíz de la reintensificación de la pandemia de coronavirus (COVID-19) en los meses de invierno.

Al principio de la segunda mitad del año, las encuestas de consumidores y empresas, así como los indicadores de alta frecuencia, apuntaban a un fuerte crecimiento adicional para el tercer trimestre, a pesar de la continuación de la pandemia y de los cuellos de botella en la oferta. Las encuestas empresariales siguen señalando una recuperación intensa de la actividad de los servicios, dado que el avance adicional de las campañas de vacunación ha contribuido a contener las hospitalizaciones pese al aumento de los contagios, lo que ha permitido una mayor normalización de las actividades que requieren interacción social. En cambio, las actividades relacionadas con las manufacturas y la construcción continúan estando limitadas por los cuellos de botella, aunque la confianza se mantiene en niveles elevados.

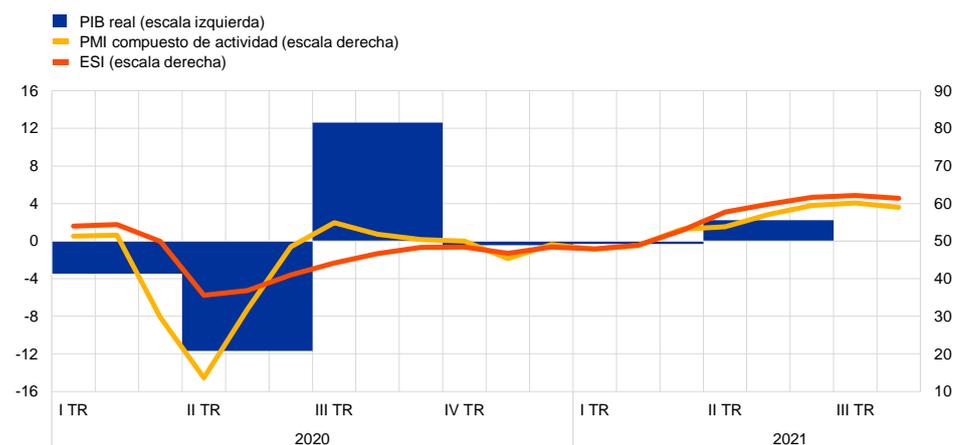
Tras el avance esperado en el tercer trimestre, se prevé que el ritmo de la recuperación se normalice gradualmente, dado que los progresos en las campañas de vacunación deberían permitir que las medidas de contención se sigan relajando y que se espera que los cuellos de botella en la oferta disminuyan. A medio plazo, la recuperación de la economía de la zona del euro estaría cada vez más respaldada por la fortaleza de la demanda mundial, junto con el afianzamiento de la demanda interna, así como por el apoyo continuado de las políticas monetaria y fiscal. Esta valoración se refleja, en líneas generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2021, que prevé un crecimiento anual del PIB real durante el horizonte de proyección del 5 % en 2021, el 4,6 % en 2022 y el 2,1 % en 2023, y un retorno a los niveles de actividad trimestrales previos a la pandemia para finales de año. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2021, las perspectivas relativas a la actividad económica se han revisado al alza para 2021, debido, sobre todo, a unos resultados mejores de lo esperado en la primera mitad del año, mientras que se mantienen prácticamente inalteradas para 2022 y 2023.

En conjunto, se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados. Por una parte, podría esperarse una recuperación incluso más rápida si la bolsa de ahorro acumulado por los hogares debido a la pandemia se reduce a un mayor ritmo de lo esperado, las perspectivas de demanda mundial siguen mejorando o los actuales cuellos de botella en la oferta se resuelven con más rapidez de lo previsto. Por otra, el crecimiento podría ser menor si la pandemia se intensifica como resultado de la propagación de las nuevas variantes del virus, o si las interrupciones del lado de la oferta continúan siendo más persistentes y limitan la producción en mayor medida de lo anticipado.

La actividad económica de la zona del euro repuntó en el segundo trimestre y registró un crecimiento intertrimestral del 2,2 %, lo que indica que hay una intensa recuperación en marcha, pese a la existencia de factores adversos asociados a los cuellos de botella en la oferta. Tras la recesión técnica registrada en torno al cambio de año, el PIB real volvió a crecer en el segundo trimestre, aunque las medidas de contención siguieron estando vigentes durante la mayor parte del período (gráfico 10). El resultado del segundo trimestre fue mejor de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, como reflejo de la menor sensibilidad de la actividad económica a las restricciones asociadas al COVID-19, y la actividad trimestral se situó solo un 2,5 % por debajo de los niveles previos a la pandemia observados a finales de 2019. En dicho trimestre, el crecimiento estuvo impulsado, en gran medida, por el fuerte repunte de la demanda interna, en particular del consumo privado, mientras que la demanda exterior neta contribuyó solo de forma modesta y la aportación de las existencias mermó ligeramente el crecimiento.

Gráfico 10
PIB real de la zona del euro, PMI compuesto y ESI

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



Fuentes: Eurostat y Markit.

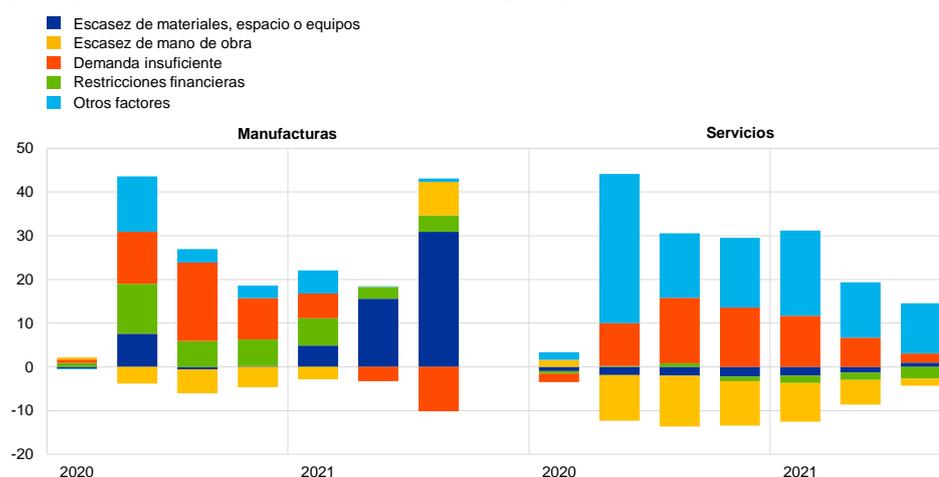
Notas: El PIB de la zona del euro se presenta en tasas de crecimiento intertrimestral, mientras que el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) y el indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) se presentan en datos mensuales. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021 para el PIB y a agosto de 2021 para el PMI y el ESI.

Es probable que los cuellos de botella en la oferta hayan afectado a la producción industrial en mayor medida que a los servicios en el segundo trimestre. El valor añadido de la industria y de la construcción contribuyó solo de

forma marginal al crecimiento en el segundo trimestre, debido a las interrupciones continuadas del lado de la oferta (gráfico 11) —incluida la escasez generalizada de materias primas (como semiconductores, metales y plásticos)— y a la persistencia de cuellos de botella en el transporte. Sin embargo, la actividad de los servicios repuntó con fuerza, como resultado de la progresiva relajación de las medidas de contención, que ha impulsado la confianza y el gasto de los consumidores.

Gráfico 11
Factores que limitan la producción en la zona del euro

(porcentaje de encuestados; diferencia con respecto a la media de largo plazo)



Fuente: Comisión Europea.

Notas: La media de largo plazo se calcula para el período comprendido entre 2003 y 2019. Encuesta trimestral realizada en el primer mes del trimestre. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2021.

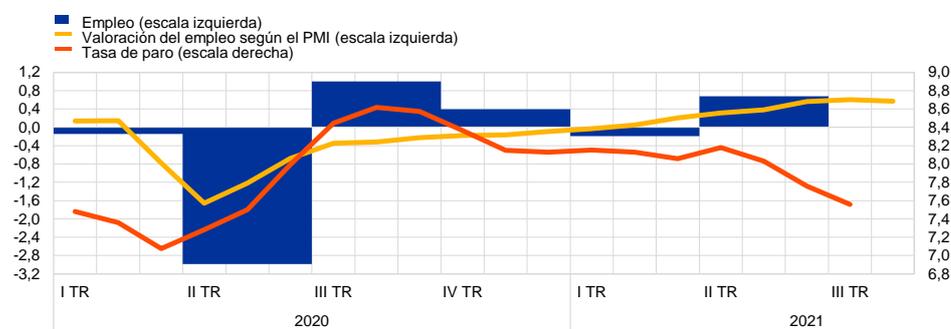
El mercado de trabajo de la zona del euro mejoró en el segundo trimestre de 2021, aunque siguió estando respaldado por los programas de mantenimiento del empleo. En ese trimestre, el empleo y el total de horas trabajadas registraron incrementos intertrimestrales respectivos del 0,7 % y del 2,7 % (gráfico 12). Sin embargo, en comparación con el cuarto trimestre de 2019 (antes de la pandemia) disminuyeron un 1,3 % y un 4,2 %, respectivamente; por tanto, el ajuste de las horas trabajadas fue mayor que el del empleo, debido al apoyo proporcionado por los programas de mantenimiento del empleo vigentes⁵. La tasa de paro se redujo hasta situarse en el 7,6 % en julio, mientras que, según las estimaciones, el número de trabajadores acogidos a estos programas ese mismo mes se situó en el 2,7 % de la población activa, una disminución importante con respecto a la media del 6,2 % de los cinco primeros meses del año, lo que refleja la relajación de las restricciones. Con todo, la proporción de trabajadores sujetos a estos programas sigue siendo sustancial, lo que pone de relieve que aún queda camino por recorrer para que el ajuste del mercado de trabajo se complete.

⁵ Véase el artículo titulado «Hours worked in the euro area» en este Boletín Económico.

Gráfico 12

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

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; índice de difusión; escala derecha: porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI de empleo y la tasa de paro se representa en datos mensuales; el empleo, en datos intertrimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021 para el empleo, a agosto de 2021 para el PMI y a julio de 2021 para la tasa de paro.

Los indicadores coyunturales señalan que el mercado de trabajo continúa mejorando. El PMI mensual compuesto de empleo, que engloba a la industria y a los servicios, descendió ligeramente, hasta situarse en 55,7 en agosto —desde un valor de 56,1 en julio—, pero se mantiene muy por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. Este índice se ha recuperado por completo desde su mínimo histórico registrado en abril de 2020 y actualmente todavía se sitúa en un nivel próximo al observado en julio de 2021, el más alto desde marzo de 2000.

Los consumidores siguen mostrando un cauto optimismo a medida que su situación financiera mejora, pese a un entorno de incertidumbre persistente asociada a la pandemia. El consumo privado experimentó un repunte intenso (3,7 %, en tasa intertrimestral) en el segundo trimestre de 2021 y se espera que continúe creciendo a un ritmo elevado en el tercero, dada la relajación en curso de las medidas de contención, la evolución positiva de las rentas del trabajo y las señales de normalización de la propensión al ahorro de los hogares. La confianza de los consumidores se mantiene en niveles altos. Tras aumentar durante cinco meses consecutivos, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea descendió ligeramente en julio y en agosto, hasta un valor de -5,3, si bien permanece por encima de su media de largo plazo (-10,6 desde 1990) y del nivel observado antes de la pandemia, en febrero de 2020 (-6,4). Aunque las matriculaciones de automóviles en junio continuaron siendo un 20 % inferiores a las anteriores a la pandemia, es probable que la contención del gasto en automóviles refleje la persistencia de restricciones de oferta, más que la debilidad de la demanda de consumo. Así se desprende del hecho de que la confianza en la industria sea elevada, pero la producción industrial en el sector de la automoción sea reducida⁶. Tras dos meses de crecimiento positivo, el volumen de ventas del comercio minorista disminuyó en julio, un 2,3 % en tasa intermensual, pero todavía se sitúa un 2,6 % por encima de su nivel de febrero de 2020.

⁶ Véase también el recuadro titulado «El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio» en este *Boletín Económico*.

Según las estimaciones, la renta real disponible de los hogares creció con fuerza en el segundo trimestre de 2021 y se espera que siga aumentando en el tercer trimestre. Este incremento se sustenta en la remuneración del trabajo, que suele conllevar una propensión al consumo mayor que otras fuentes de ingresos, como se corrobora en la información mensual de los flujos de los depósitos bancarios de los hogares, que apunta a cierta normalización en el período comprendido entre abril y julio de 2021. Con todo, el análisis de los determinantes del fuerte incremento de los flujos del ahorro de este sector asociado a la pandemia no señala una alta probabilidad de que este ahorro acumulado sea reabsorbido de manera inmediata con fines de consumo⁷. Indicadores de opinión recientes de la Comisión Europea, que sugieren que los hogares esperan que su gasto en compras importantes en los próximos doce meses sea similar al observado antes de la crisis, confirman este análisis. Además, habida cuenta de la incertidumbre relacionada con la pandemia, los participantes en la encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE de agosto de 2021 no prevén que las interacciones económicas y sociales vuelvan a la normalidad hasta la primavera de 2022.

La inversión empresarial, excluida la construcción, mejoró en el segundo trimestre de 2021, y los indicadores coyunturales apuntan a una fuerte demanda de bienes de equipo en adelante. La inversión de la zona del euro, excluida la construcción, registró un crecimiento intertrimestral del 1 % en el segundo trimestre de 2021, después de experimentar una contracción de una magnitud similar en el trimestre anterior, pero se mantiene un 17 % por debajo del nivel observado antes de la pandemia, en el último trimestre de 2019. Entre las economías de mayor tamaño de la zona del euro, la inversión, excluida la construcción, aumentó en Alemania, Francia e Italia, al tiempo que se redujo en España y permaneció prácticamente estable en los Países Bajos en el segundo trimestre. Además, la inversión en material de transporte disminuyó en la zona del euro por segundo trimestre consecutivo, lo que probablemente estuvo relacionado con la escasez de insumos debido a las disrupciones continuadas en las cadenas de suministro, mientras que el componente de material, excluido el de transporte, mantuvo una capacidad de resistencia relativa. Los indicadores coyunturales correspondientes al tercer trimestre de 2021 sugieren que la demanda de bienes de equipo será intensa, pese a la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas de suministro: los nuevos pedidos de estos bienes están aumentando y el PMI de julio y agosto sigue claramente en terreno positivo, al tiempo que los plazos de entrega de los proveedores registraron una ligera mejora, pero continuaron siendo dilatados. En consecuencia, las expectativas de producción mejoraron en agosto. Con todo, las empresas del sector de bienes de equipo están indicando actualmente que la escasez de materiales y de equipos es un factor clave que limita la oferta en la zona del euro, mientras que el porcentaje de empresas que señala problemas de demanda sigue siendo reducido. Se señaló que la escasez de mano de obra está muy por encima de su media de largo plazo, pero solo en una proporción relativamente pequeña de empresas de este sector. La información reciente de la encuesta sobre préstamos bancarios también está en consonancia con una mejora

⁷ Véase el recuadro titulado «El COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

de las perspectivas de inversión⁸. Las entidades de crédito indicaron que la demanda de préstamos para inversión en capital fijo había crecido en el segundo trimestre de 2021 y que esperaban que la demanda de préstamos a largo plazo (que suelen emplearse para financiar la inversión) mejorara en el tercer trimestre del año. Aunque persisten algunos riesgos a medio plazo para las perspectivas de inversión derivados de las posibles vulnerabilidades de las empresas⁹, la reducción progresiva de los cuellos de botella en la oferta que se espera en los próximos trimestres debería respaldar estas perspectivas.

La inversión en vivienda continuó aumentando en el segundo trimestre y se espera que mantenga su dinamismo, pese a los crecientes factores adversos relacionados con la oferta. La inversión residencial creció un 0,9 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre, y superó en un 1,2 % el nivel registrado en el último trimestre de 2019, antes de la crisis. Se prevé que la inversión en vivienda de la zona del euro continúe mostrando una tendencia positiva en la segunda mitad de 2021, pese al endurecimiento adicional de las restricciones de oferta. Aunque el indicador de la Comisión Europea relativo a las tendencias recientes de la producción de la construcción descendió ligeramente en los dos primeros meses del tercer trimestre, se mantuvo muy por encima de su media de largo plazo. El índice de directores de compras (PMI) de actividad en el sector de la vivienda aumentó en agosto con respecto al mes anterior y se adentró en mayor medida en terreno positivo. Según los indicadores de opinión de la Comisión Europea, la demanda de vivienda ha sido robusta hasta hace poco, como reflejan la cota elevada en la que se sitúan las intenciones de compra o de construcción de vivienda a corto plazo de los consumidores y el nuevo incremento significativo de la valoración del nivel total de pedidos de las empresas. Aunque puede que el vencimiento de algunas de las medidas de apoyo público relacionadas con la crisis se traduzca en cierta normalización de la demanda residencial en adelante, actualmente, la evolución de la inversión en vivienda se está viendo afectada, en particular, por las restricciones de oferta. Estas han continuado acentuándose, y ha aumentado la percepción de que la producción de la construcción siguió viéndose limitada por la escasez de materiales y de mano de obra en julio y agosto, tras unos incrementos ya acusados en el segundo trimestre. Los cuellos de botella en la oferta también se reflejan en las encuestas PMI del sector de la construcción, que muestran unos plazos de entrega de los proveedores muy dilatados. En general, es probable que estas restricciones conlleven algunos riesgos para la actual fortaleza de la inversión residencial a corto plazo.

El avance de las exportaciones de la zona del euro continuó siendo moderado en el segundo trimestre de 2021. Las exportaciones de la zona crecieron un 2,2 % en el citado trimestre y se vieron afectadas por la atonía de las exportaciones de manufacturas, ya que las restricciones relacionadas con el transporte y los insumos siguieron constituyendo un lastre¹⁰. Los datos de exportaciones de bienes en

⁸ Véase «July 2021 Euro area Bank Lending Survey».

⁹ Para un análisis más amplio de la situación financiera de las sociedades no financieras durante la pandemia, véase el recuadro titulado «La situación de las sociedades no financieras durante la pandemia» en este Boletín Económico.

¹⁰ Para información más detallada, véase el recuadro titulado «El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio» en este Boletín Económico.

términos nominales mostraron una contracción en junio (-0,7 %, en tasa intermensual). El descenso fue generalizado, con Turquía, América del Norte y México como únicas excepciones entre los principales destinos de exportación. De cara al futuro, los indicadores de exportaciones de bienes basados en pedidos señalan un intenso dinamismo, aunque en moderación, conforme la actividad y el comercio globales se vayan normalizando. Se espera que las exportaciones de servicios sigan mejorando y que la relajación de la movilidad favorezca las de servicios de turismo y viajes. Las importaciones de bienes de la zona del euro y el comercio entre países de la zona, que habían registrado tasas de crecimiento notables impulsadas por la fuerte recuperación de la demanda interna, disminuyeron en junio. Como las importaciones totales crecieron un 2,3 %, en tasa intertrimestral, la contribución de la demanda exterior neta al PIB fue ligeramente positiva (0,1 puntos porcentuales) en el segundo trimestre de 2021.

La información más reciente apunta a una nueva mejora de la actividad de la zona del euro en la segunda mitad del año. Aunque los indicadores de opinión se han moderado últimamente con respecto a los máximos de finales de junio, siguen siendo coherentes con la continuación de un crecimiento robusto en el tercer trimestre de 2021, si bien sujeto a restricciones de oferta continuadas y crecientes, sobre todo en el sector manufacturero (gráfico 11). El PMI compuesto de actividad volvió a aumentar, y en julio y agosto se situó en un nivel medio de 59,6 —aunque con un leve estancamiento en agosto—, frente a un valor de 56,8 en el segundo trimestre. Esta evolución refleja principalmente el fortalecimiento adicional de la actividad de los servicios, mientras que la de las manufacturas —pese a ser todavía intensa— sigue viéndose afectada por cuellos de botella en la oferta. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea también está en consonancia con un crecimiento más vigoroso en el tercer trimestre, a pesar del ligero descenso registrado en agosto desde el máximo histórico observado en julio. La confianza de los consumidores se mantiene en niveles elevados tras el levantamiento de la mayor parte de las restricciones aplicadas a las actividades de ocio, ya que el sólido avance de las campañas de vacunación ha contribuido a contener las hospitalizaciones y los fallecimientos pese a algunos repuntes de las cifras de contagios en los últimos meses. Las intenciones de inversión siguen aumentando, y el progreso en la implementación de los fondos del programa *Next Generation EU* y una política monetaria acomodaticia continúan apoyando la recuperación y la estabilidad financiera general. Con todo, la incertidumbre sigue siendo elevada, especialmente en relación con la propagación de nuevas variantes más contagiosas y la persistencia de restricciones de producción derivadas de los cuellos de botella en la oferta, y aún no está claro que todos los sectores se vayan a recuperar pronto y por completo del impacto de la pandemia.

La actual pandemia de COVID-19 continúa planteando retos para las perspectivas, pero la recuperación se mantiene en la senda adecuada. Pese a la leve prolongación de medidas de contención localizadas y a la persistencia de cuellos de botella en la producción en algunos países de la zona del euro, las perspectivas de crecimiento siguen siendo muy positivas, gracias a la generalización de la recuperación de la actividad de la zona del euro en los principales sectores, al avance continuado de las campañas de vacunación, a un mercado de trabajo

favorable, a los efectos de aprendizaje relacionados con la pandemia y a la fortaleza de la demanda externa, así como al apoyo que están proporcionando las medidas de política monetaria y fiscal. Esta evolución se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2021, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 5 % en 2021, del 4,6 % en 2022 y del 2,1 % en 2023 (gráfico 13). La revisión al alza del crecimiento para 2021, de 0,4 puntos porcentuales, refleja principalmente los resultados mejores de lo esperado en los dos primeros trimestres del año con respecto a las proyecciones de junio, que compensarán en cierta medida el crecimiento intertrimestral previsto para la segunda mitad del año. El perfil de crecimiento para 2022 y 2023 se mantiene prácticamente inalterado. Se prevé que la actividad de la zona del euro retorne a los niveles trimestrales previos a la pandemia para el último trimestre de 2021 —un trimestre antes de lo previsto en las proyecciones de junio de 2021—, impulsada por el continuado afianzamiento de la demanda interna. Todo ello se basa en los supuestos de que las medidas de contención seguirán relajándose en los próximos meses, los cuellos de botella en la oferta se resolverán para principios de 2022, la recuperación mundial continuará fortaleciéndose y las sustanciales medidas de apoyo se mantendrán¹¹.

Gráfico 13

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

(variaciones intertrimestrales, datos trimestrales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2021», publicado en el sitio web del BCE el 9 de septiembre de 2021.

Notas: Los datos se muestran desestacionalizados y ajustados por días laborables. Los datos históricos pueden diferir de las últimas publicaciones de Eurostat debido a la publicación de datos después de la fecha de cierre de las proyecciones. La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Este gráfico no muestra intervalos en torno a las proyecciones. Esto refleja el hecho de que el cálculo estándar de los intervalos (basado en errores de proyección históricos) no capturaría la elevada incertidumbre relacionada con la pandemia de COVID-19. En su lugar, en el recuadro 4 del artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2021» se presentan escenarios alternativos basados en diferentes supuestos relativos a la evolución futura de la pandemia de COVID-19, las medidas de contención asociadas y el alcance de las secuelas económicas.

¹¹ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2021», publicadas en el sitio web del BCE el 9 de septiembre de 2021.

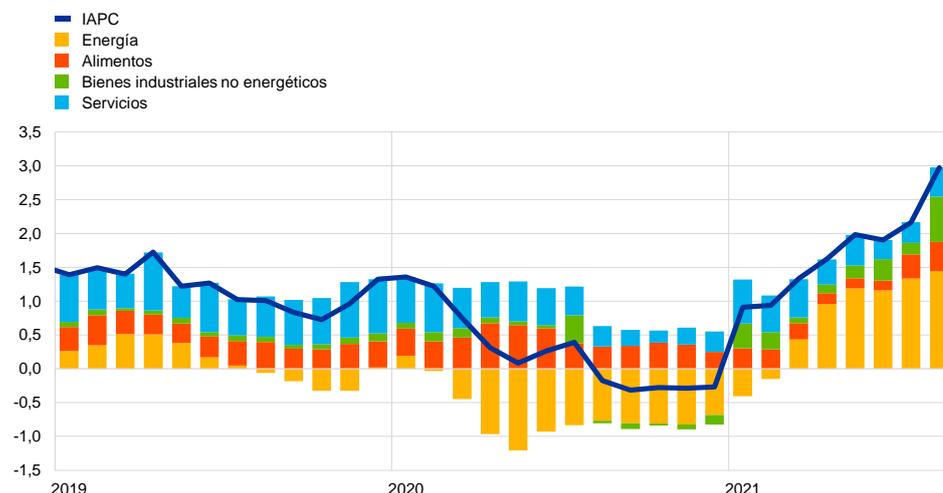
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro registró una nueva subida y se situó en el 3 % en agosto, frente al 2,2 % de julio y al 1,9 % de junio de 2021. Se espera que la inflación continúe avanzando este otoño, pero que disminuya el año próximo. Esta subida transitoria obedece, sobre todo, al fuerte aumento de los precios del petróleo desde aproximadamente mediados del año pasado, a la finalización de la reducción temporal del IVA aplicada en Alemania, al retraso de las rebajas de verano en 2020 y a las presiones sobre los costes derivadas de la escasez temporal de materiales y equipos. Estos factores deberían suavizarse o desaparecer del cálculo de la inflación interanual durante 2022. Las presiones sobre la inflación subyacente han crecido. A medida que la economía siga recuperándose, se espera que la inflación subyacente se incremente a medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria. Se prevé que este incremento sea gradual, dado que pasará algún tiempo hasta que la economía vuelva a operar a plena capacidad, por lo que los salarios crecerían solo moderadamente. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo han seguido aumentando, pero continúan a cierta distancia del objetivo del 2 %. Esta valoración se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2021, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 2,2 % en 2021, el 1,7 % en 2022 y el 1,5 % en 2023, y la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, en el 1,3 %, el 1,4 % y el 1,5 %, respectivamente. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, las perspectivas de inflación se han revisado al alza tanto para la inflación medida por el IAPC general como para la medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

La inflación interanual medida por el IAPC aumentó en julio y en agosto, debido, en gran parte, a factores transitorios. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 3 % en agosto, frente al 2,2 % de julio y al 1,9 % de junio (gráfico 14). La aceleración de los precios de la energía como consecuencia de efectos base positivos y de fuertes incrementos intermensuales de los precios —que dieron como resultado una tasa de variación interanual del 15,4 % en agosto— fue un importante factor impulsor de las recientes subidas de la inflación. La dinámica de los precios de los alimentos también se intensificó y la tasa interanual creció hasta el 1,6 % en julio y el 2 % en agosto, desde el 0,5 % de junio. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), alcanzó el 1,6 % en agosto, tras haber disminuido del 0,9 % en junio al 0,7 % en julio. La volatilidad reciente de la inflación medida por el IAPCX vino determinada principalmente por las fluctuaciones observadas en el componente de bienes industriales no energéticos (BINE), donde los precios aumentaron de manera acusada en agosto con respecto a un año antes. La proporción de componentes con precios imputados se mantuvo en el nivel reducido registrado en

junio, conteniendo la incertidumbre en relación con las señales de la dinámica subyacente de los precios con respecto a los primeros meses del año¹².

Gráfico 14 Inflación general y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: 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). Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2021 (estimación de avance).

Además del impacto al alza de los precios de la energía, otros factores temporales han seguido influyendo en la inflación general (gráfico 15).

Estos factores han ido configurando el perfil de la inflación en los últimos meses. La finalización, en enero de 2021, de la reducción temporal del IVA aplicada en Alemania en la segunda mitad de 2020 implica efectos base alcistas para el segundo semestre de este año. Los cambios en las fechas y en la duración de los períodos de rebajas de los establecimientos comerciales en algunos países de la zona del euro tuvieron un fuerte impacto al alza en la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos (2,7 % en agosto, frente al 0,7 % en julio), que se elevó muy por encima de su media de largo plazo (0,6 %). Los efectos base relacionados con los períodos de rebajas representaron en torno a 0,5 puntos porcentuales del incremento de la inflación de estos bienes entre julio y agosto. Con todo, las recientes subidas también estuvieron relacionadas, en parte, con las presiones inflacionistas en toda la cadena de suministro originadas por los cuellos de botella que afectaron a la entrega y a la producción. Las estimaciones sugieren que el cambio en las ponderaciones del IAPC de 2021 en agosto no produjo ningún efecto adicional (gráfico 15), por lo que el impacto a la baja sobre la tasa de inflación interanual ese mes fue de la misma magnitud que en julio. Si se hubieran excluido los efectos de los cambios en las ponderaciones del IAPC, se estima que la inflación general y la medida por el IAPCX habrían sido prácticamente medio punto porcentual más elevadas en agosto. Se espera que los efectos de las

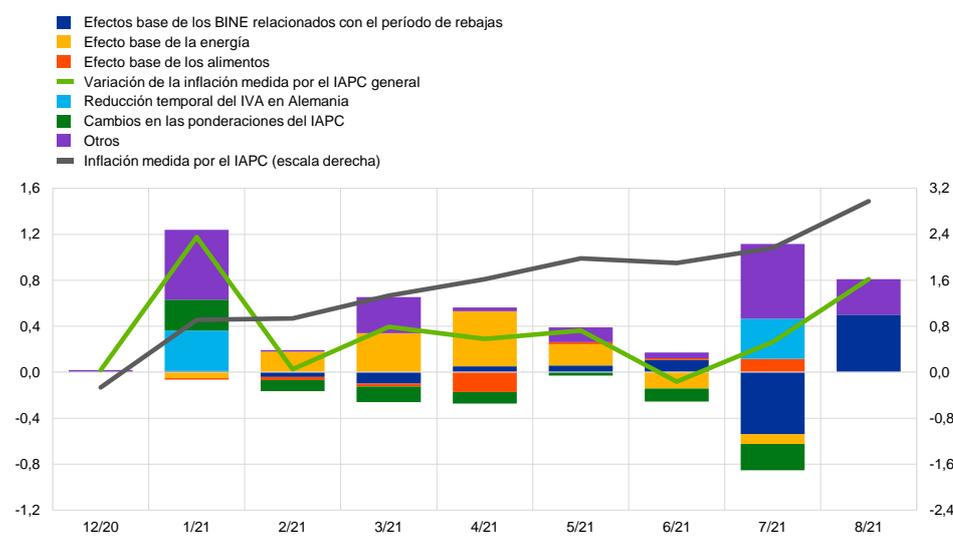
¹² El porcentaje de precios imputados de los componentes del IAPC fue del 3 % en julio y del 4 % en agosto, frente al 13 % de enero. En el caso de los componentes del IAPCX, este porcentaje sigue siendo bajo y se situó en el 3 % en julio y en el 5 % en agosto, frente al 18 % de enero.

ponderaciones del IAPC generen cierta volatilidad en los próximos meses. Cabe prever que la mayoría de los factores que determinan la inflación general en la actualidad desaparezcan de las tasas de crecimiento interanual a principios de 2022. Este es especialmente el caso del impacto del IVA y la tasa de variación de los precios de la energía, que en la actualidad es muy elevada y permanece por encima del 10 % desde abril de 2021.

Gráfico 15

Contribuciones de los efectos base y otros factores temporales a las variaciones mensuales de la inflación interanual medida por el IAPC

(contribuciones y variaciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Deutsche Bundesbank, ejercicio de proyecciones de la inflación a más corto plazo (NIPE, por sus siglas en inglés) y cálculos del BCE.

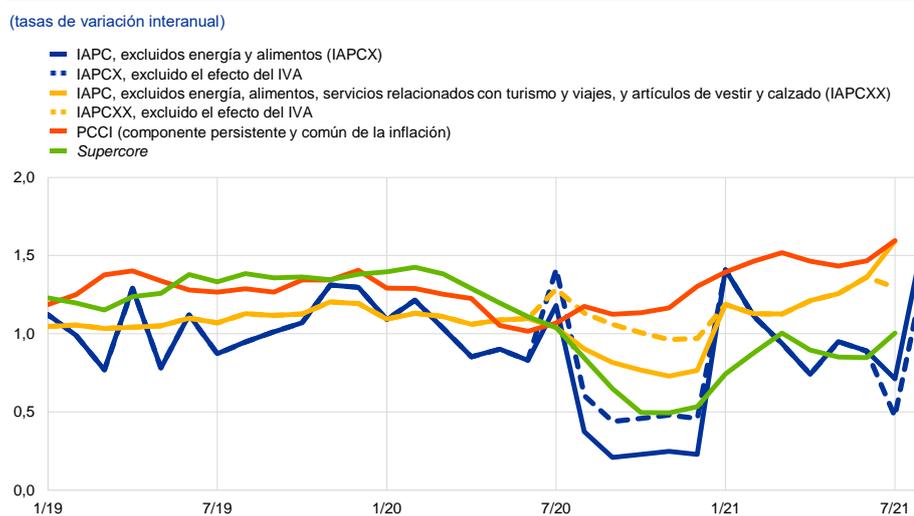
Notas: La contribución de la reducción temporal del IVA aplicada en Alemania se basa en las estimaciones presentadas en el informe mensual de noviembre de 2020 del Deutsche Bundesbank. Se considera que los efectos de las ponderaciones en agosto son iguales a los de julio, pero pueden variar con la publicación del IAPC definitivo cuando se hayan calculado las estimaciones adecuadas. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2021.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente registraron movimientos al alza recientemente y, en algunos casos, se situaron por encima de las tasas observadas antes de la pandemia de coronavirus (COVID-19) (gráfico 16).

Excepto en el caso del IAPCX, los últimos datos disponibles de las medidas de inflación subyacente corresponden a julio de 2021. La inflación medida por el IAPCXX —es decir, IAPCX, excluidos los artículos de vestir y los servicios relacionados con turismo y viajes— aumentó del 1,4 % registrado en junio al 1,6 % en julio. El PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos, que se ve menos afectado por los cambios en las ponderaciones y por la reducción temporal del IVA en Alemania, se incrementó y se situó en el 1,6 % en julio, desde el 1,5 % de junio. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») aumentó hasta situarse en el 1 % en julio, desde el 0,8 % en junio. La proporción de componentes del IAPCX con variaciones de precios superiores al 2 % creció hasta el 36 % en julio, por lo que fue superior al nivel

registrado antes de la pandemia. Sin embargo, los indicadores de la inflación subyacente siguen siendo claramente inferiores al 2 % en la coyuntura actual¹³.

Gráfico 16
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La contribución de la reducción temporal del IVA aplicada en Alemania se basa en las estimaciones presentadas en el [informe mensual de noviembre de 2020](#) del Deutsche Bundesbank. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2021 para el IAPCX (estimación de avance), y a julio de 2021 para el resto de los indicadores.

Las presiones inflacionistas latentes sobre los bienes industriales no energéticos han continuado intensificándose en los últimos meses.

La tasa de variación de los precios de producción internos para la venta de bienes de consumo no alimenticio, que es un indicador de las presiones inflacionistas en las fases posteriores de la cadena de producción, repuntó en julio hasta situarse en el 1,9 % —desde el 1,4 % de junio y el 1,3 % de mayo—, por lo que alcanzó niveles muy superiores a su media de largo plazo (0,6 %). La tasa interanual correspondiente a los precios de importación se tornó positiva y fue del 1,2 % en julio y del 0,1 % en junio, lo que supone un incremento de 2 puntos porcentuales en el primer mes y de 0,9 puntos porcentuales en el segundo frente al nivel de mayo. Es posible que esta evolución refleje, en parte, algunas presiones alcistas derivadas de la reciente depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. En fases anteriores de la cadena de precios internos, los precios de los bienes intermedios crecieron a tasas interanuales del 12,6 % en julio y del 10,7 % en junio, es decir, 3,3 puntos porcentuales y 1,4 puntos porcentuales, respectivamente, por encima del nivel registrado en mayo. La inflación de los precios de importación también se incrementó, del 10,6 % en mayo al 12,5 % en junio y al 13,8 % en julio. Por tanto, en los próximos meses cabe esperar aún que existan presiones al alza adicionales sobre la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos derivadas de la evolución reciente de los costes de los insumos. No obstante, el grado y el momento de transmisión a las fases finales de producción y a los precios de consumo siguen siendo inciertos, y dependerán, principalmente, de lo

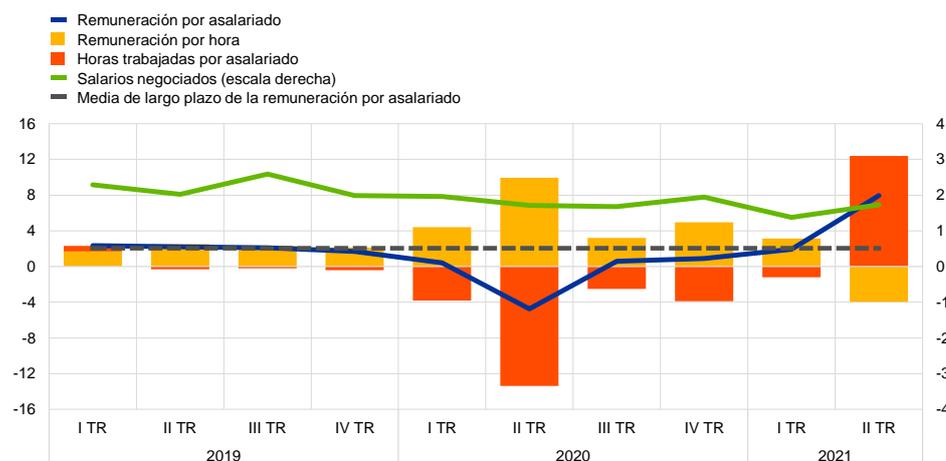
¹³ Para más información sobre estos indicadores de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «[Measures of underlying inflation for the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

persistentes que sean las perturbaciones globales en los costes de los insumos en los próximos trimestres.

Los indicadores del crecimiento salarial en la zona del euro se ven influidos por factores transitorios. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó hasta situarse en el 8 % en el segundo trimestre, desde el 1,9 % del primero (gráfico 17). Esta fuerte subida se debe a la tasa de crecimiento interanual de las horas trabajadas por persona ocupada, que se incrementó hasta el 12,4 % en el segundo trimestre, como consecuencia de efectos base relacionados con la pandemia. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por hora disminuyó hasta situarse en el -3,9 % en el segundo trimestre, frente al 3,1 % del trimestre anterior, ya que el aumento de las horas trabajadas por ocupado contrarrestó el correspondiente a la remuneración por asalariado. Los salarios negociados crecieron un 1,7 % en el segundo trimestre del año, frente al 1,4 % del primer trimestre de 2021, principalmente como consecuencia de los pagos extraordinarios efectuados en determinados países en relación con la pandemia.

Gráfico 17
Contribución de los componentes de la remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La tasa media de crecimiento a largo plazo de la remuneración por asalariado se calcula desde el primer trimestre de 1999. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021.

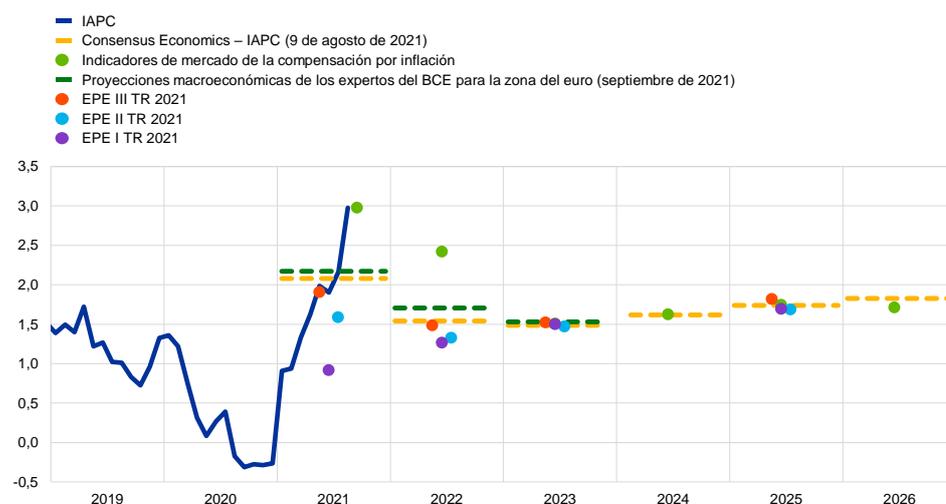
Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo aumentaron, mientras que los indicadores de opinión de las expectativas de inflación reafirmaron las señales de punto de inflexión en distintos horizontes temporales. Los tipos *swaps* de inflación (ILS, por sus siglas en inglés) a más largo plazo han aumentado desde mediados de julio de 2021. Por ejemplo, el tipo ILS a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro registró un incremento de alrededor de 10 puntos básicos durante el período analizado, hasta alcanzar el 1,7 % por primera vez en casi tres años. La internalización gradual por parte de los participantes en el mercado de la nueva definición del BCE de su objetivo de inflación, y de las revisiones posteriores de las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*) a este respecto, puede haber contribuido a este repunte de los indicadores de mercado de la compensación por

inflación. Según la [encuesta a expertos en previsión económica \(EPE\) del BCE](#) correspondiente al tercer trimestre de 2021 y los últimos datos publicados por Consensus Economics, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en encuestas de opinión se han revisado al alza con respecto al segundo trimestre del año (gráfico 18).

Gráfico 18

Indicadores de opinión de las expectativas de inflación e indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, BCE (EPE) y cálculos del BCE.

Notas: La serie de los indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 8 de septiembre de 2021. La encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE correspondiente al tercer trimestre de 2021 se llevó a cabo en julio de 2021. La fecha límite de recepción de los datos de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro fue el 26 de agosto de 2021 (y para los supuestos, el 16 de agosto de 2021).

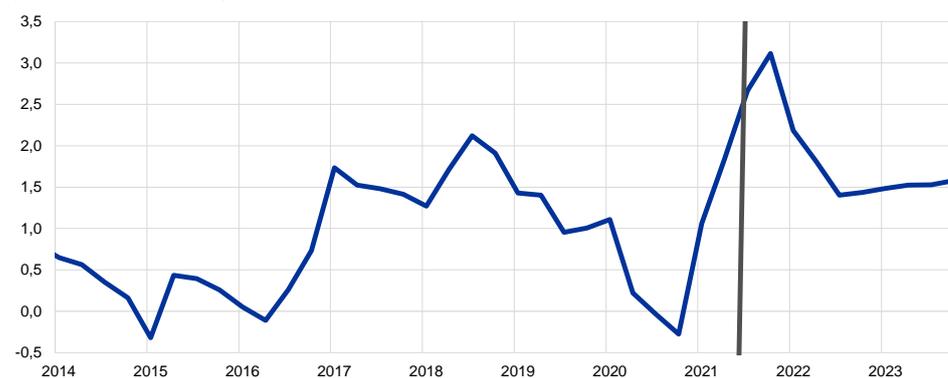
Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2021, la inflación general seguirá creciendo con moderación hasta finales de este año, volverá a caer en la primera mitad de 2022 e irá aumentando gradualmente hacia el final del horizonte de proyección. Las proyecciones de la inflación medida por el IAPC general apuntan a que su media será del 2,2 % durante 2021 y a que alcanzará su nivel más alto en el cuarto trimestre del año, debido a diversos efectos base destacados. Según las proyecciones, la inflación general se reducirá hasta el 1,7 % en 2022 y el 1,5 % en 2023 (gráfico 19). En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, las tasas de inflación medida por el IAPC se han revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales para 2021, en 0,2 puntos porcentuales para 2022 y en 0,1 puntos porcentuales para 2023. Esto refleja las cifras más elevadas observadas en los datos recientes de la inflación y de la actividad económica, así como el incremento de las presiones del lado de la oferta derivadas de las disrupciones globales que afectan a la cadena de suministro. Haciendo abstracción de la subida transitoria de la inflación en 2021, el perfil de la inflación a medio plazo sugiere que aumentarán las presiones inflacionistas al alza originadas por la recuperación de la actividad económica y de la demanda, mientras que se

espera que desaparezcan las presiones inflacionistas alcistas del lado de la oferta. Se prevé que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, alcance el 1,3 % en 2021, el 1,4 % en 2022 y el 1,5 % en 2023, con revisiones al alza de 0,2 puntos porcentuales en 2021 y de 0,1 puntos porcentuales tanto en 2022 como en 2023 con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021.

Gráfico 19

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre 2021», publicado en el sitio web del BCE el 9 de septiembre de 2021.

Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2023 (proyecciones). La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones fue el 26 de agosto de 2021 (y el 16 de agosto de 2021 para los supuestos utilizados).

5 Dinero y crédito

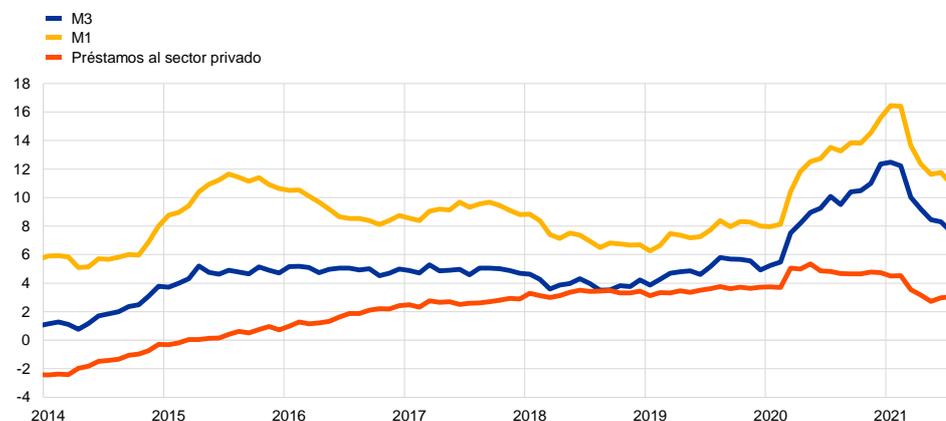
La creación de dinero en la zona del euro se ralentizó en julio de 2021 y continuó normalizándose tras la sustancial expansión monetaria asociada a las anteriores olas de la pandemia de coronavirus (COVID-19). El crédito interno siguió siendo el principal factor impulsor de la creación de dinero, y las compras de activos del Eurosistema fueron las que más contribuyeron. El crecimiento de los préstamos al sector privado se estabilizó cerca de los niveles a largo plazo inferiores observados antes de la pandemia, al tiempo que las condiciones de financiación continuaron siendo muy favorables. El volumen total de financiación externa de las empresas se moderó en el segundo trimestre de 2021. En comparación con los datos de abril de 2021, el coste total de dicha financiación aumentó ligeramente en julio de 2021, sobre todo como consecuencia del mayor coste de las acciones, mientras que el coste de los valores de renta fija se redujo levemente y el de la financiación bancaria apenas varió.

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se moderó en julio de 2021. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 7,6 % en julio, frente al 8,3 % de junio (gráfico 20), ya que siguió viéndose afectada por los efectos de base negativos asociados a las necesidades de liquidez excepcionalmente elevadas del primer semestre de 2020. La tasa de crecimiento monetario intertrimestral revirtió a su media de largo plazo, y la dinámica a más corto plazo del agregado monetario amplio reflejó un ritmo vigoroso de creación de dinero debido al sustancial apoyo proporcionado por las políticas económicas. Por lo que se refiere a los componentes, el elevado crecimiento de M3 estuvo impulsado, sobre todo, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 retrocedió hasta el 11 % en julio, desde el 11,8 % de junio, principalmente como resultado de la desaceleración del crecimiento de los depósitos a la vista de las empresas y los hogares. Mientras que la contribución de otros depósitos a corto plazo continuó siendo negativa en julio, los instrumentos negociables siguieron realizando una pequeña aportación al crecimiento interanual de M3, habida cuenta del bajo nivel de los tipos de interés y la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

Gráfico 20

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a julio de 2021.

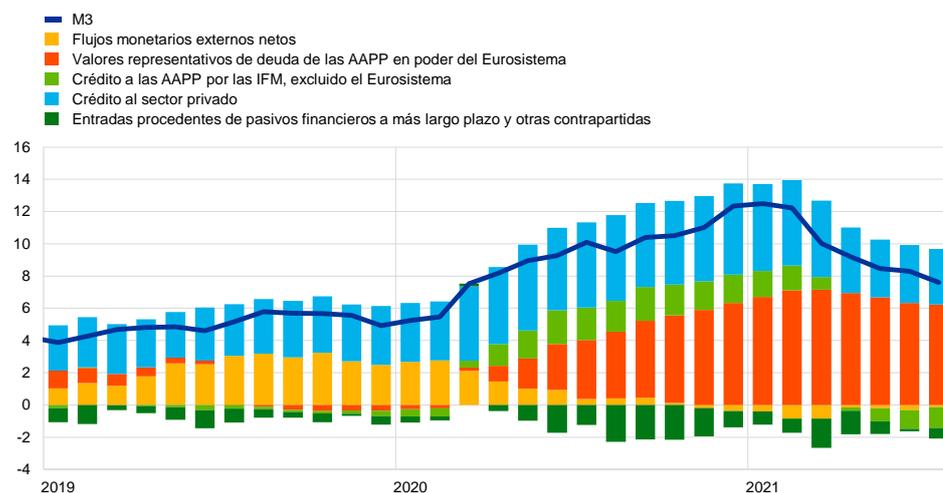
El crecimiento de los depósitos a la vista volvió a moderarse. La tasa de crecimiento interanual de estos depósitos disminuyó hasta el 11,3 % en julio, frente al 12,2 % de junio, debido principalmente a los depósitos de las empresas y los hogares. La marcada preferencia por los depósitos a la vista que los tenedores de dinero mostraron durante la pandemia se debió fundamentalmente a motivos de precaución. En los últimos meses, con los progresos en la vacunación y el repunte de la actividad económica, la acumulación de depósitos bancarios por parte de las empresas y los hogares ha retornado al ritmo inferior observado antes de la pandemia. Los depósitos de empresas han crecido de forma dispar entre países, como consecuencia de las diferencias en las necesidades de liquidez y en las medidas nacionales de apoyo fiscal. Entretanto, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación, que había caído en mayo, se mantuvo prácticamente estable en julio, en el 8,9 %.

La creación de dinero siguió estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema. Al igual que en meses anteriores, la mayor contribución al crecimiento de M3 procedió de las compras netas de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras 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) (parte de color rojo de las barras del gráfico 21). El crédito al sector privado (parte de color azul de las barras) también contribuyó al crecimiento de M3. La aportación a la creación de dinero procedente del crédito a las Administraciones Públicas concedido por las entidades de crédito fue negativa, debido a las ventas de deuda pública y a la reducida actividad de emisión de este tipo de valores (parte de color verde claro de las barras), mientras que los flujos monetarios externos netos tuvieron un efecto prácticamente neutral en la creación de dinero (parte de color amarillo de las barras). Asimismo, otras contrapartidas siguieron frenando el crecimiento del agregado monetario amplio (parte de color verde oscuro de las barras), 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 bancaria en detrimento de los pasivos a más largo plazo.

Gráfico 21 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

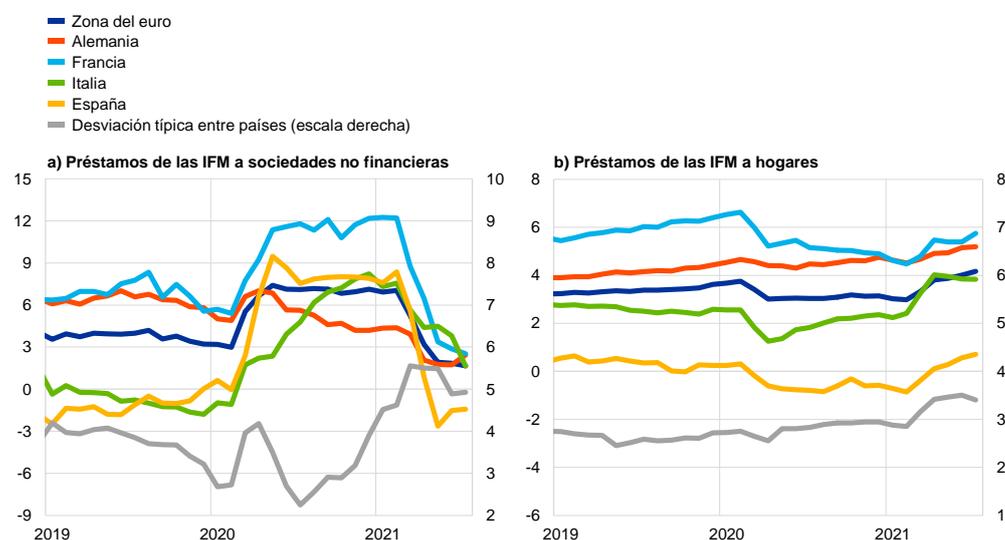
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) a este sector y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las 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 (CSPP, por sus siglas en inglés). Las últimas observaciones corresponden a julio de 2021.

El crecimiento de los préstamos al sector privado se estabilizó cerca de los niveles inferiores observados antes de la pandemia. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a este sector se situó en el 3 % en julio (gráfico 20). El crédito a las empresas y los hogares continuó beneficiándose de las condiciones favorables de financiación y de la recuperación económica en curso. La tasa de avance interanual de los préstamos a empresas se redujo ligeramente, hasta el 1,7 % en julio, frente al 1,8 % observado en junio, mientras que la de los préstamos a hogares aumentó hasta el 4,2 %, desde el 4 % de junio, impulsada por la financiación hipotecaria (gráfico 22). La ligera ralentización del crédito a las empresas se debe, sobre todo, a que estas siguen estando bien financiadas tras endeudarse considerablemente en la primera ola de la pandemia. Sus tenencias de efectivo son elevadas y sus beneficios no distribuidos cada vez mayores, lo que reduce la necesidad de financiación externa. En conjunto, esta evolución oculta considerables diferencias entre países, que reflejan, entre otros factores, el dispar avance de la recuperación económica.

Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

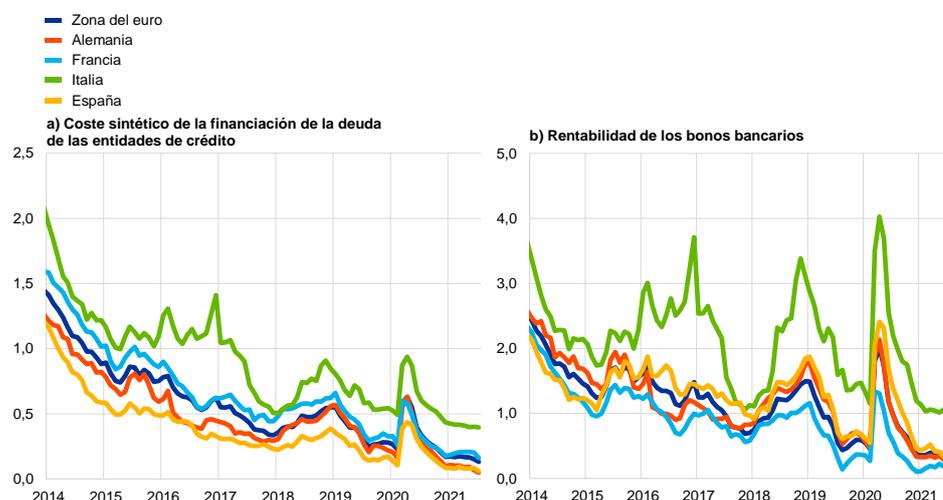
Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias; en el caso de las sociedades no financieras, también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2021.

Los costes de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvieron por debajo de los niveles previos a la pandemia, favorecidos por las medidas de política monetaria del BCE. El coste sintético de la financiación de la deuda siguió cayendo hasta registrar nuevos mínimos (gráfico 23) como consecuencia de varios factores. Primero, se ha reabsorbido un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos que había causado un incremento del coste de la financiación mediante la emisión de bonos en la primera mitad de 2021. Segundo, desde el inicio de la pandemia, las entidades de crédito de la zona del euro han aplicado tipos de interés negativos a una proporción cada vez mayor de los depósitos de las empresas, al tiempo que ha aumentado la proporción de los depósitos de los hogares con tipos negativos, aunque a partir de niveles relativamente reducidos como consecuencia de su rigidez. Tercero, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) disponibles, que proporcionan a las entidades de crédito liquidez en condiciones muy favorables, contribuyeron a una relajación adicional de las condiciones generales de financiación. Cuarto, los programas APP y PEPP del BCE siguen ayudando a reducir las divergencias en las condiciones de financiación entre países, clases de riesgo y vencimientos hasta los niveles observados antes de la pandemia. El programa *Next Generation EU* también sirve de apoyo, ya que debería contribuir a una recuperación más sólida y más uniforme en todos los países de la zona del euro y dar lugar a una caída del riesgo de crédito en toda la zona. 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.

Gráfico 23

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

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



Fuentes: BCE, Markit iBoxx y cálculos del BCE.

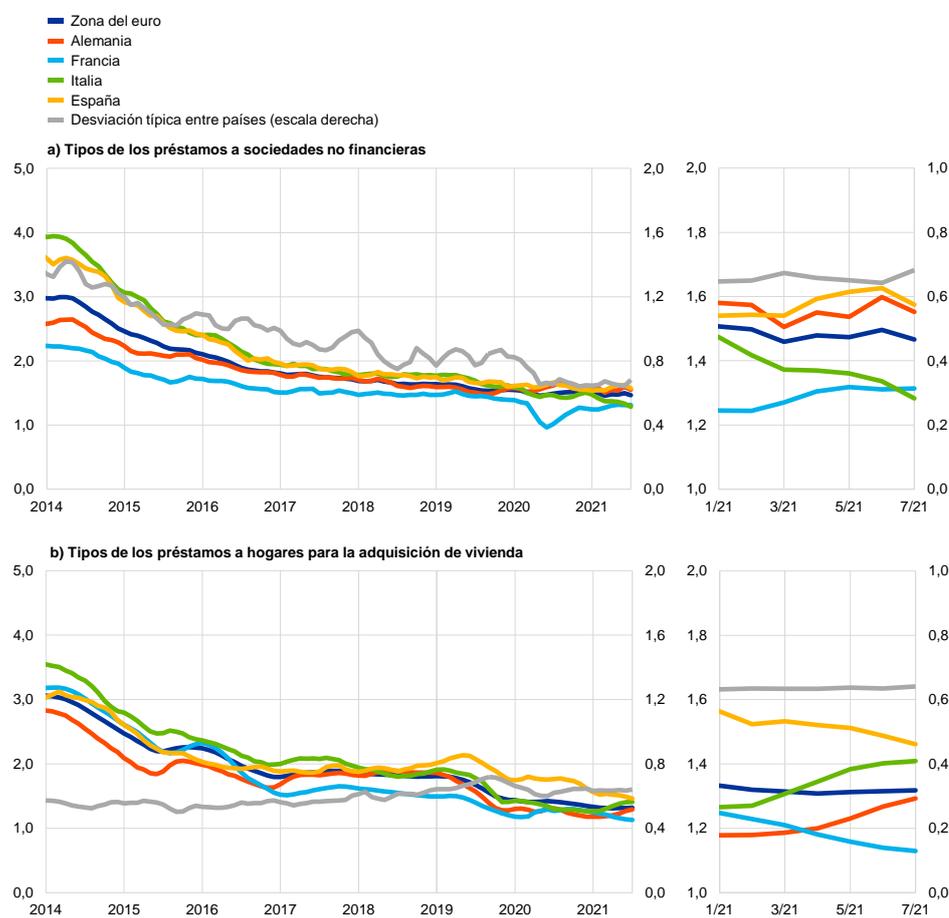
Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2021.

Los tipos de interés del crédito bancario permanecieron próximos a sus mínimos históricos. En julio de 2021, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares para la adquisición de vivienda permanecieron prácticamente sin variación en el 1,47 % y el 1,32 %, respectivamente (gráfico 24). Esta evolución, que oculta algunas diferencias entre las economías de mayor tamaño de la zona del euro y entre tramos de vencimiento e importes de los préstamos, refleja el impacto que están teniendo las medidas de política monetaria del BCE. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros ha continuado estabilizándose en los niveles registrados antes de la pandemia. Pese a la considerable incertidumbre sobre el efecto a más largo plazo de la pandemia en la economía, las medidas de apoyo evitaron un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación que podría haber intensificado el impacto económico adverso inicial.

Gráfico 24

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

(porcentajes [medias móviles de tres meses]; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: Los indicadores del coste total de financiación bancaria se calculan agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2021.

El volumen total de financiación externa de las empresas se moderó en el segundo trimestre de 2021.

La tasa de crecimiento interanual de esta financiación cayó hasta el 2,2 % en junio, frente al 4,3 % de marzo (panel a del gráfico 25), a pesar de que los flujos de financiación externa siguieron beneficiándose de unas condiciones de financiación ventajosas. En el segundo trimestre de 2021, la emisión neta de acciones cotizadas se disparó, mientras que los menores flujos de financiación externa se debieron, fundamentalmente, a la ralentización del crecimiento del crédito bancario a las empresas. Esta desaceleración parece reflejar una evolución favorable relacionada con el aumento de las tenencias de efectivo y los beneficios no distribuidos, los considerables colchones de liquidez, las atractivas condiciones de los valores de renta fija y el uso menos intensivo de préstamos de los sectores que impulsan la recuperación. No obstante, en un contexto de abundantes reservas de efectivo y apoyo público sostenido, las empresas han reemplazado cada vez más la financiación a corto plazo con instrumentos con vencimientos a más largo plazo. Este cambio en los plazos de vencimiento respalda

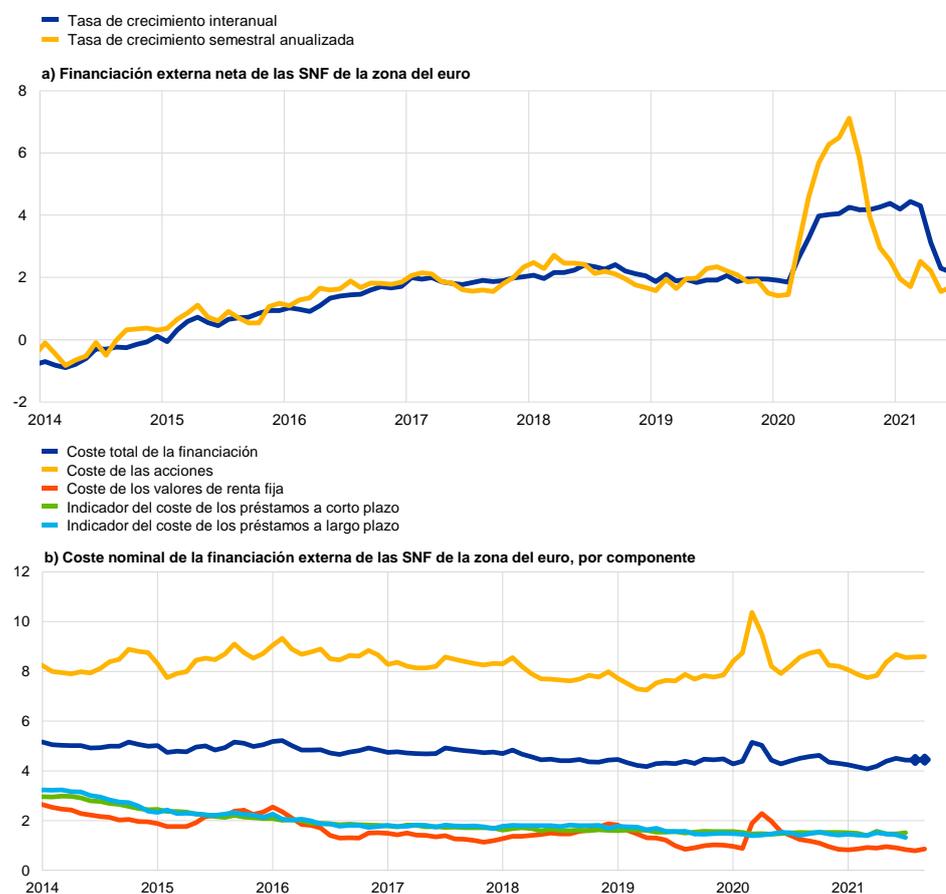
la opinión de que ha aumentado el interés por utilizar la financiación externa para inversión empresarial, en lugar de dedicarla a la acumulación de colchones de liquidez.

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 ha incrementado desde abril de 2021. Este coste se situó en el 4,4 % en julio (panel b del gráfico 25), unos 70 puntos básicos por debajo del máximo de marzo de 2020 y 35 puntos básicos por encima del mínimo histórico registrado en marzo de 2021. El ascenso observado en julio de 2021 obedeció en gran medida al mayor coste de las acciones, reflejo de un incremento de la prima de riesgo de estos valores que compensó la caída general de los tipos libres de riesgo. Esa caída, junto con la reducción adicional de los diferenciales de los valores de renta fija privada, especialmente en el segmento de alta rentabilidad (*high-yield*), se tradujo en otro ligero descenso del coste de los valores de renta fija, que alcanzaron cotas próximas a su mínimo histórico registrado en enero de 2021. Se estima que el coste total de la financiación habría permanecido prácticamente sin variación en el período comprendido entre julio y el 8 de septiembre. Mientras que el coste de las acciones fue estable, en líneas generales, durante este período, el de los valores de renta fija mostró una mayor volatilidad y en agosto marcó un mínimo histórico antes de volver a su nivel de julio debido al ascenso de los tipos libres de riesgo.

Gráfico 25

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

(tasas de variación interanual)



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 y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de IFM están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). 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. Los rombos de color azul oscuro indican el coste total de financiación previsto actualmente para agosto y septiembre de 2021, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de julio de 2021. Las últimas observaciones del panel a corresponden a junio de 2021. Las últimas observaciones del panel b corresponden al 8 de septiembre de 2021 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 3 de septiembre de 2021 para el coste de las acciones (datos semanales) y a julio de 2021 para el coste del crédito (datos mensuales).

El endeudamiento bruto de las sociedades no financieras de la zona del euro se moderó con respecto a las elevadas cotas que alcanzó en el segundo trimestre de 2021 (gráfico 26).

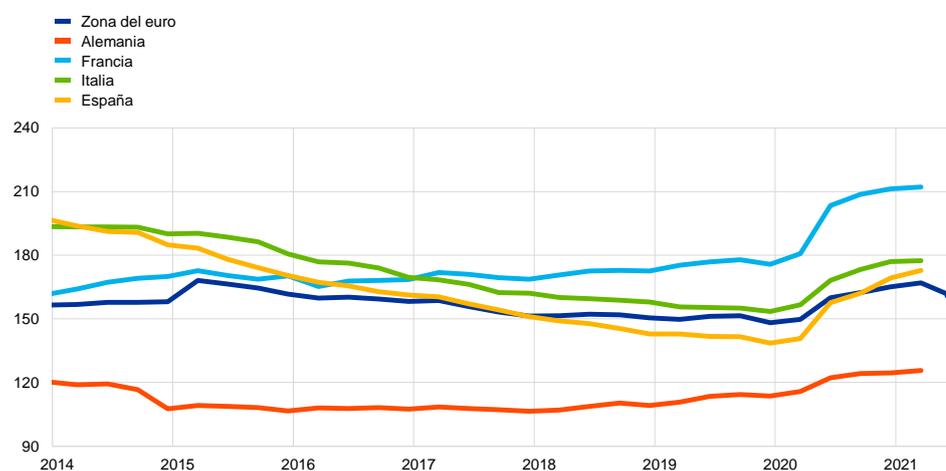
La ratio de deuda bruta, en términos del valor añadido de las empresas, disminuyó 6 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2021 debido al fuerte crecimiento del valor añadido, con lo que el incremento acumulado desde el final de 2019 se redujo hasta los 12,7 puntos porcentuales. En conjunto, el aumento generalizado de la deuda bruta de las sociedades no financieras desde principios de 2020 obedece, fundamentalmente, al mayor recurso a la financiación mediante deuda. La deuda bruta creció de forma desigual entre tipos de empresas y países, lo que refleja las diferencias existentes en sus exposiciones a la pandemia y en las respuestas nacionales en materia de políticas económicas. Como las empresas han acumulado grandes volúmenes de activos líquidos desde el estallido de la pandemia en marzo de 2020, la ratio de deuda neta

ha aumentado mucho menos que la ratio de deuda bruta. El hecho de que el endeudamiento bruto de las sociedades no financieras permanezca a un nivel alto en términos históricos sugiere que su sensibilidad a perturbaciones adversas puede seguir siendo elevada, en la medida en que los colchones de liquidez varíen entre sectores. Al mismo tiempo, las medidas de política fiscal han evitado que las empresas tengan un abultado déficit de financiación en un contexto de un fuerte ahorro bruto negativo. En síntesis, esta evolución parece indicar que la resiliencia de las sociedades y su capacidad de incrementar la inversión empresarial dependen en gran medida de que la recuperación continúe y el apoyo de las políticas se mantenga.

Gráfico 26

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

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



Fuentes: BCE, Eurostat y estimaciones del BCE.

Notas: La deuda se define como la suma de los préstamos totales concedidos a sociedades no financieras, netos de préstamos intrasectoriales, valores representativos de deuda emitidos y pasivos por pensiones. El rombo de color azul representa la previsión actual para el segundo trimestre de 2021. En el resto de los casos, las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021.

6 Evolución de las finanzas públicas

Tras una expansión fiscal considerable desde el inicio de la pandemia de coronavirus (COVID-19), en los últimos meses solo se han adoptado medidas adicionales de estímulo limitadas, ya que los planes presupuestarios para 2022 todavía están en fase de preparación y la recuperación económica parece avanzar algo más rápido de lo previsto. En consecuencia, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021 incluyen unas perspectivas fiscales para la zona del euro que han mejorado en comparación con las proyecciones de junio. Aunque se prevé que la ratio de déficit se mantenga elevada en 2021 —en el 7,1 %, tras el 7,3 % registrado en 2020— se espera que posteriormente mejore con celeridad a medida que la pandemia vaya remitiendo y la recuperación económica se afiance. Por lo tanto, esta ratio caería hasta situarse en el 3 % en 2022 y en el 2,1 % al final del horizonte de proyección, en 2023. Como reflejo de esta evolución, se proyecta que la deuda de la zona del euro alcance un máximo ligeramente por debajo del 99 % del PIB en 2021 y descienda hasta alrededor del 94 % del PIB en 2023. Con todo, una orientación fiscal ambiciosa y coordinada sigue siendo crucial, puesto que una retirada prematura del apoyo fiscal podría debilitar la recuperación y agravar las secuelas a más largo plazo. Paralelamente, las medidas fiscales deberían seguir siendo de naturaleza temporal y anticíclica y, al mismo tiempo, tener un objetivo suficientemente específico para abordar las vulnerabilidades de manera efectiva y promover una rápida recuperación de la economía de la zona del euro. Como complemento de las medidas fiscales nacionales, se espera que el programa Next Generation EU (NGEU) desempeñe un papel esencial contribuyendo a una recuperación más rápida, sólida y uniforme.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará solo de forma marginal en 2021, pero debería recuperarse con fuerza a partir de 2022¹⁴. La ratio de déficit de las

Administraciones Públicas de la zona se situó en el 7,3 % del PIB en 2020, el mayor déficit registrado desde la introducción del euro. Se prevé que descienda solo ligeramente, hasta el 7,1 % del PIB, en 2021, pero de manera más intensa después, hasta situarse en el 3 % en 2022 y el 2,1 % en 2023 (gráfico 27). El mayor déficit presupuestario en 2020 fue atribuible, en gran parte, al deterioro del saldo primario ajustado de ciclo como consecuencia de las medidas de apoyo económico adoptadas en respuesta a la pandemia por un importe equivalente a aproximadamente el 4,2 % del PIB. En la actualidad, se proyecta que el apoyo para afrontar la crisis y para la recuperación aumente hasta alrededor del 4,6 % del PIB en 2021. Este ascenso refleja el hecho de que los Gobiernos han prolongado la vigencia de sus medidas de emergencia, han incrementado progresivamente su dotación o han adoptado otras nuevas para respaldar la recuperación, entre ellas las

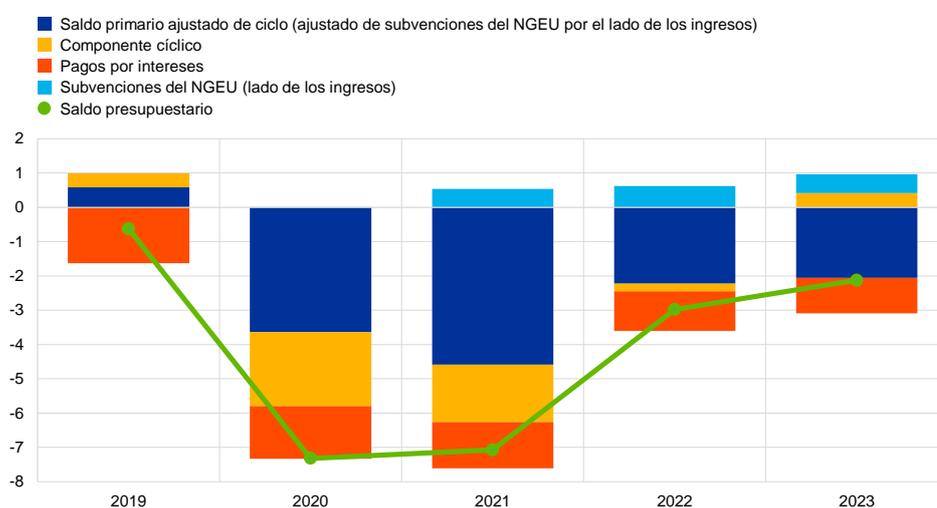
¹⁴ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2021](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 9 de septiembre de 2021.

que se financiarán a través del NGEU¹⁵. El aumento del déficit el año pasado también obedeció, en parte, a un importante componente cíclico negativo, que se espera que empiece a disminuir en 2021, aunque solo de forma moderada. A tenor de las proyecciones, la mejora más sustancial del saldo presupuestario a partir de 2022 estará impulsada por un saldo primario ajustado de ciclo más elevado, ya que buena parte de las medidas de emergencia (que no se financian con las subvenciones del NGEU) expirarán. Además, se espera que la contribución negativa del ciclo económico desaparezca con rapidez desde 2022 y pase a ser positiva en 2023. A lo largo de todo el horizonte de proyección, la mejora del saldo presupuestario también se verá favorecida por la disminución gradual de las aportaciones de los pagos por intereses, pero en menor medida.

Gráfico 27

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2021.

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

La orientación general de la política fiscal de la zona del euro fue muy expansiva en 2020 y se prevé que mantenga este tono en 2021¹⁶. Desde estos niveles de apoyo muy elevados, en 2022 se espera un endurecimiento de la orientación de la política fiscal a medida que el respaldo fiscal desaparezca en

¹⁵ Las subvenciones del NGEU ascienden a alrededor del 0,6 % del PIB en cada año del horizonte de proyección. Junto con una cantidad limitada de préstamos, se prevé que financien un estímulo adicional de aproximadamente el 1,5 % del PIB, en términos acumulados, durante el período 2021-2023. Este estímulo se mantiene prácticamente sin cambios con respecto a las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2021.

¹⁶ 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. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. Asimismo, cabe señalar que las proyecciones fiscales para la zona del euro a las que se refiere esta sección no incluyen el déficit y la deuda supranacionales europeos relacionados con las transferencias del NGEU. En el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

paralelo al vencimiento de las medidas de apoyo de naturaleza temporal y las adoptadas frente a la pandemia. La orientación de la política fiscal sería prácticamente neutral en 2023¹⁷. Pese a ello, el apoyo fiscal a la recuperación económica sigue siendo sustancial durante todo el horizonte de proyección, lo que se refleja en la persistencia de un saldo presupuestario primario total claramente negativo.

Además de prestar apoyo fiscal a sus economías, los países de la zona del euro han proporcionado sustanciales avales públicos para préstamos, con el fin de reforzar la liquidez de las empresas. En total, el importe de estos avales asciende a alrededor del 19 % del PIB de la zona del euro en 2021. Se estima que la tasa acumulada de utilización de estos avales durante el período 2020-2021 se sitúa en el 5 % del PIB, prácticamente sin variación con respecto a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2021. Conviene señalar que estas cifras ocultan diferencias significativas entre países en lo que respecta tanto al importe de los avales como a la tasa de utilización. Los avales para préstamos constituyen pasivos contingentes para los Gobiernos y, por tanto, su ejecución supondrá un incremento del gasto público que elevará la deuda pública.

Se prevé que, en 2021, el saldo presupuestario se aproxime a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, aunque las perspectivas para 2022 y 2023 han sido objeto de revisiones al alza más acusadas. En concreto, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2021, y en 0,4 y 0,5 puntos porcentuales, respectivamente, para los dos años siguientes. Estas revisiones obedecen fundamentalmente a una mejora del componente cíclico y, en menor medida, a la reducción de los pagos por intereses.

Tras el fuerte incremento de la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro en 2020, se prevé que esta ratio alcance un máximo justo por debajo del 99 % del PIB en 2021 y que posteriormente descienda de forma gradual hasta situarse en torno al 94 % en 2023. Tras un ascenso de la ratio de deuda de 14 puntos porcentuales en 2020, en 2021 el déficit primario, todavía elevado, se verá contrarrestado solo en parte por una importante contribución del diferencial tipo de interés-crecimiento a la reducción de la deuda. Sin embargo, en 2022 y 2023, la ratio de deuda empezará a descender, ya que la disminución de los déficits primarios se compensará con creces con las contribuciones favorables de los diferenciales tipo de interés-crecimiento y, en menor medida, con los ajustes negativos entre déficit y deuda (gráfico 28). Por consiguiente, se espera que al final del horizonte de proyección, en 2023, la ratio de deuda en relación con el PIB se sitúe casi 10 puntos porcentuales por encima de su nivel previo a la crisis. Con todo, cabe señalar que la crisis del COVID-19 ha tenido

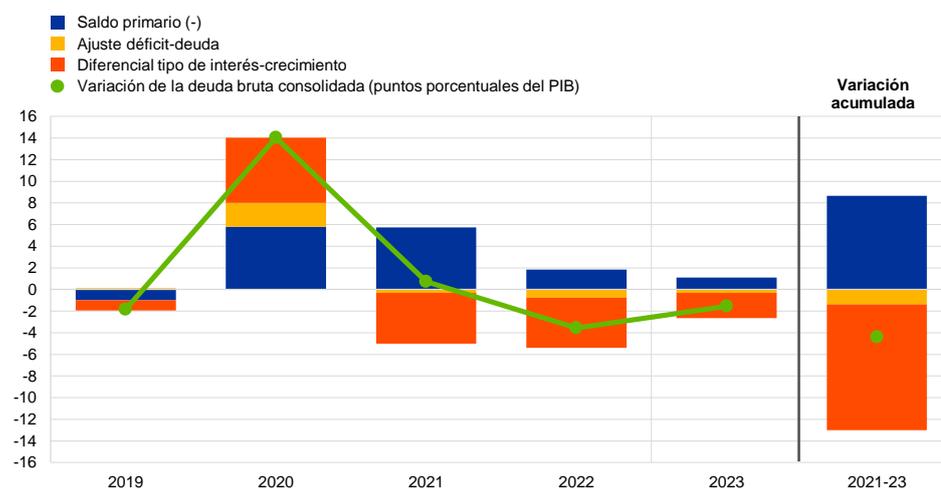
¹⁷ Se considera que el impacto de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro fue de -4,3 puntos porcentuales del PIB en 2020, y se prevé que sea de -1,1, +2,3 y +0,2 puntos porcentuales del PIB en 2021, 2022 y 2023, respectivamente, tras ajustar por los ingresos relacionados con las subvenciones del NGEU.

un impacto negativo en la trayectoria de la deuda algo menor de lo previsto, en general, en su fase inicial¹⁸.

Gráfico 28

Factores determinantes de la variación de la deuda pública de la zona del euro

(porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2021.
Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los países de la zona del euro.

Las políticas fiscales nacionales deben continuar ofreciendo un respaldo fundamental, oportuno y con un objetivo suficientemente específico a las empresas y hogares más expuestos a la pandemia. Una retirada prematura del apoyo fiscal podría debilitar la recuperación y agravar las secuelas a largo plazo. Paralelamente, las medidas fiscales deberían seguir siendo de naturaleza temporal y anticíclica y, al mismo tiempo, tener un objetivo lo bastante específico para abordar las vulnerabilidades de manera efectiva y promover una rápida recuperación de la economía de la zona del euro. La reducción progresiva de los desequilibrios presupuestarios, una vez la actividad económica se haya recuperado suficientemente, puede verse amplificada por un cambio decisivo hacia una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento y reformas estructurales que aumenten el potencial de crecimiento de las economías de la zona del euro. El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia del NGEU puede proporcionar un apoyo sustancial a este respecto, en especial acelerando las transiciones ecológica y digital.

¹⁸ Por ejemplo, las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2020 situaban el nivel de la deuda en relación con el PIB al final de 2022 unos 4 puntos porcentuales por encima del contemplado en las actuales proyecciones.

Recuadros

1 Comparación de la evolución reciente de la inflación en Estados Unidos y en la zona del euro

Gerrit Koester, Jakob Nordeman y Michel Soudan

Tras haber disminuido en 2020, la inflación general ha aumentado con intensidad en Estados Unidos y en la zona del euro en los últimos meses (gráfico A). Los efectos base relacionados con la recuperación de los precios de la energía de la caída registrada el año pasado han desempeñado un papel importante en este incremento, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro¹.

Sin embargo, el aumento reciente de la inflación general ha sido sustancialmente más acusado en Estados Unidos que en la zona del euro, lo que también se refleja en la evolución de los precios en las dos economías. En la zona del euro, los índices de la inflación general y de la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúan en niveles que solo superan en alrededor de un 2 % los observados antes de la pandemia de coronavirus (COVID-19) (diciembre de 2019), mientras que en Estados Unidos son en torno a un 6 % más elevados (gráfico B).

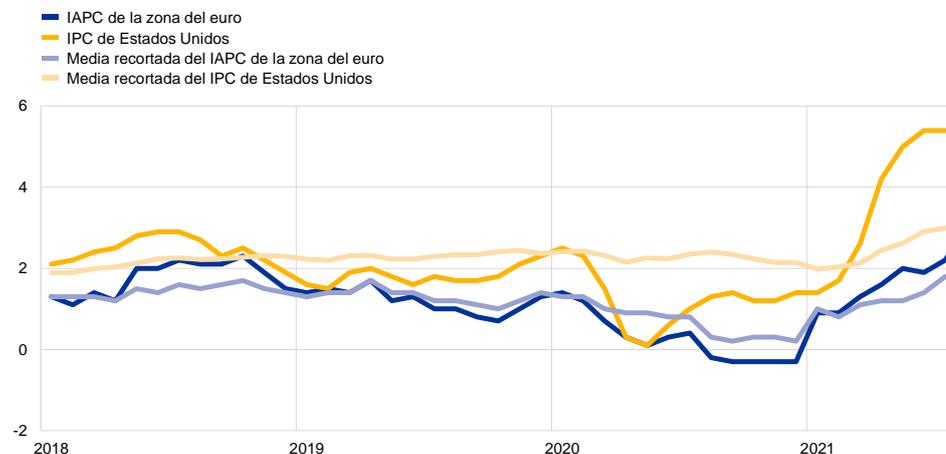
La evolución de la inflación general en los últimos meses ha estado impulsada, en especial en Estados Unidos, por un número relativamente reducido de componentes con tasas de inflación muy altas, incluidos los precios energéticos. Esto queda patente, por ejemplo, en las «medias recortadas» de la inflación medida por el IPC de Estados Unidos y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, que excluyen los componentes con las tasas de inflación más elevadas y más bajas (gráfico A). Entre enero y julio de 2021, la media recortada de la inflación general aumentó aproximadamente un punto porcentual en Estados Unidos (IPC) y 0,8 puntos porcentuales en la zona del euro (IAPC). En cambio, la media no recortada de la inflación general medida por el IPC de Estados Unidos se incrementó 4 puntos porcentuales durante ese período, mientras que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro creció 1,3 puntos porcentuales.

¹ Véase también el recuadro titulado «La evolución reciente de la inflación de la energía: el papel de los efectos base y de los impuestos», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021.

Gráfico A

Inflación general y medias recortadas

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Federal Reserve Bank of Cleveland y BCE.

Notas: «IAPC» se refiere al Índice Armonizado de Precios de Consumo e «IPC» al Índice de Precios de Consumo. La media recortada excluye el 16 % de los componentes del IPC de Estados Unidos (cálculo realizado por el Federal Reserve Bank of Cleveland) y el 15 % de los componentes del IAPC de la zona del euro (basado en los cálculos del BCE). La media recortada elimina en torno al 8 % de cada cola de la distribución de las variaciones de los precios en el IAPC de la zona del euro y el IPC de Estados Unidos cada mes. Las tasas de variación interanual se calculan utilizando ponderaciones reajustadas. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2021, excepto para el IAPC de la zona del euro, cuya observación más reciente se refiere a agosto de 2021.

Gráfico B

Niveles del IAPC de la zona del euro y del IPC de Estados Unidos

(índice: diciembre de 2019 = 100)



Fuentes: Eurostat, Federal Reserve Bank of Cleveland y BCE.

Notas: «IAPC» se refiere al Índice Armonizado de Precios de Consumo e «IPC» al Índice de Precios de Consumo. «Inflación, excluidos la energía y los alimentos» se refiere al IAPC sin energía ni alimentos (zona del euro) y al IPC sin esos dos componentes (Estados Unidos). Las últimas observaciones corresponden a julio de 2021 para Estados Unidos y a agosto de 2021 para la zona del euro.

Mientras que en Estados Unidos la inflación medida por el IPC sin energía ni alimentos es ahora significativamente más elevada que antes de la pandemia, en la zona del euro, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se ha mantenido por debajo de los niveles anteriores a la

pandemia (gráfico C)². En la zona del euro, la inflación medida por el IAPCX fue del 0,7 % en julio de 2021, frente al 1,2 % registrado en febrero de 2020. En cambio, en Estados Unidos, la inflación medida por el IPC sin energía ni alimentos partía de un nivel notablemente superior (2,4 % en febrero de 2020) y se situó en el 4,3 % en julio de 2021. Además de que el grado de holgura sigue siendo mayor en la zona del euro, estas diferencias en la evolución de la inflación pueden atribuirse a varios factores. En primer lugar, los precios de los automóviles y camiones de segunda mano registraron un ascenso acusado en Estados Unidos en el segundo trimestre de 2021 por varios motivos: la disponibilidad de vehículos nuevos —un sustituto cercano— disminuyó al ralentizarse la producción por la escasez de semiconductores; las empresas de alquiler de coches redujeron las ventas de sus automóviles de segunda mano en un contexto de fortalecimiento de la demanda de coches de alquiler motivado por la reapertura de la economía; las preferencias cambiaron en detrimento del transporte público y a favor del privado, y la renta disponible de los hogares aumentó gracias a las medidas de estímulo fiscal, lo que impulsó la demanda de vehículos de segunda mano en Estados Unidos. Solo la subida de los precios de los automóviles y camiones de segunda mano, de 1,5 puntos porcentuales, representó en torno a la mitad del incremento de la inflación medida por el IPC sin energía ni alimentos de Estados Unidos, que pasó del 1,4 % en enero de 2021 al 4,3 % en julio de 2021. En cambio, en la zona del euro, los precios de los vehículos nuevos han registrado un ligero aumento en los últimos meses —debido, en parte, a los cuellos de botella en las cadenas de suministro—, pero los de los automóviles de segunda mano no han experimentado, en promedio, un incremento muy pronunciado, dado que la demanda no ha crecido con mucha intensidad. Además, los coches de segunda mano tienen un peso considerablemente menor en el IAPC general (1,1 %, frente a alrededor del 3 % en Estados Unidos). En segundo lugar, los precios de los servicios de turismo y viajes y del transporte aumentaron de forma sustancial en Estados Unidos tras la relajación de las medidas de contención, lo que se ha traducido en una notable contribución positiva a la inflación medida por el IPC en los últimos meses. En la zona del euro, las medidas de contención se retiraron más tarde, por lo que la respuesta de estos servicios ha ido a la zaga de la de Estados Unidos³. Los alquileres han moderado levemente la divergencia observada en la evolución de la inflación en las economías. En Estados Unidos han supuesto un lastre para la inflación, excluidos la energía y los alimentos, pero en la zona del euro no ha ocurrido lo mismo, lo que refleja el mayor peso de los alquileres en la cesta de consumo estadounidense y la mayor rigidez de este componente en la zona del euro durante la pandemia. Con todo, la evolución de la inflación subyacente en las dos áreas económicas analizadas presenta algunas características comunes. La contribución de los bienes de consumo, excluidos los componentes volátiles como los artículos de vestir y

² Los cambios en las ponderaciones del IAPC en 2021 también han afectado a la evolución de la inflación medida por el IAPCX de la zona del euro desde el comienzo de 2021. Concretamente, han tenido un impacto negativo en la evolución más reciente —si se tienen en cuenta estos efectos, la inflación medida por el IAPCX de la zona del euro se aproximaría mucho más al nivel registrado en febrero de 2020—. Para información detallada, véase la sección 4 y especialmente el gráfico 8 del *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

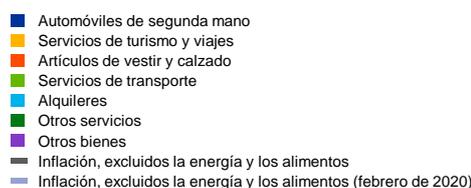
³ Asimismo, los cambios en las ponderaciones del IAPC en 2021 han afectado negativamente a las tasas de inflación, sobre todo en esos servicios (véase la nota a pie de página anterior).

calzado y los automóviles de segunda mano, creció en ambos casos (gráfico D). Es probable que esta evolución refleje una combinación de factores, tales como la recuperación de la demanda tras los confinamientos, pero también cierto grado de transmisión de las presiones latentes mundiales originadas por la subida de los precios de los insumos (incluidas las materias primas), los costes de transporte y los cuellos de botella observados en algunos insumos⁴.

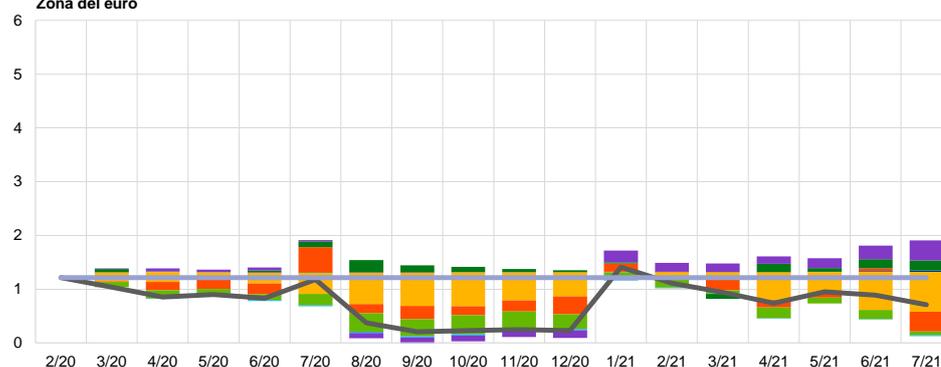
Gráfico C

Contribuciones a la inflación, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro y de Estados Unidos

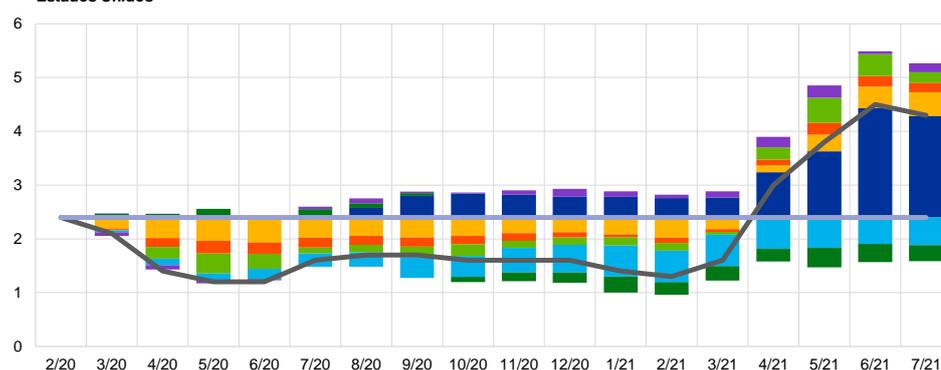
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales con respecto a febrero de 2020)



Zona del euro



Estados Unidos



Fuentes: Haver Analytics, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «IAPC» se refiere al Índice Armonizado de Precios de Consumo e «IPC» al Índice de Precios de Consumo. Contribuciones al IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro, y al IPC sin energía ni alimentos de Estados Unidos. La evolución de la zona del euro se vio afectada por la reducción temporal del IVA en Alemania en la segunda mitad de 2020. Los precios de los billetes de avión están incluidos en los servicios de turismo y viajes en las dos áreas económicas, y están excluidos de los servicios de transporte. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2021.

⁴ Véanse también los recuadros titulados «¿Qué factores están impulsando la reciente subida de los costes de transporte?», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021; «La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021, y «Evolución reciente de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

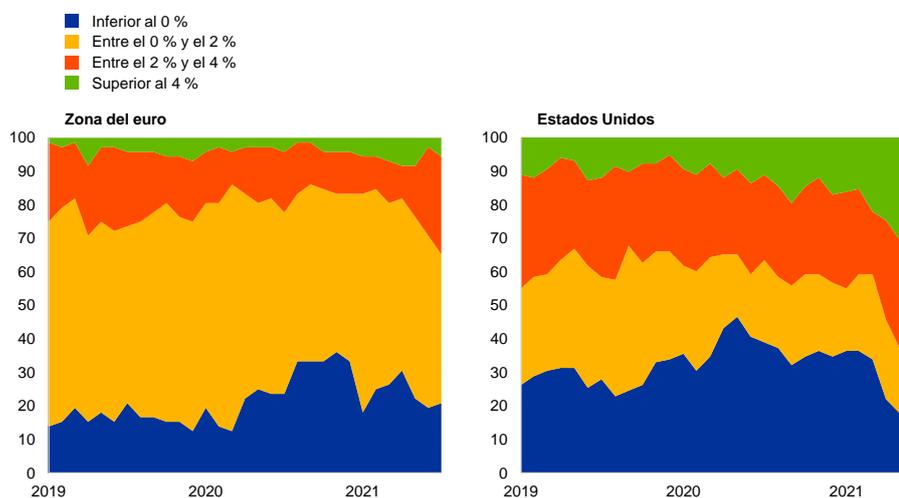
Las presiones inflacionistas son más generalizadas en Estados Unidos que en la zona del euro (gráfico D).

Si bien algunos componentes con tasas de inflación especialmente elevadas (incluida la tasa de variación de los precios de la energía) desempeñaron un papel fundamental en el fuerte avance de la inflación general en los últimos meses, las presiones inflacionistas han crecido en Estados Unidos de forma más generalizada a lo largo de la distribución de los componentes incluidos en el IPC sin energía ni alimentos. Si se consideran las distribuciones de las variaciones de los precios de los componentes incluidos en este índice en Estados Unidos, la proporción de componentes con subidas interanuales de precios superiores al 4 % ha registrado un aumento notable (hasta situarse, aproximadamente, en un tercio en julio de 2021), al tiempo que la de componentes con tasas de inflación negativas ha experimentado un descenso acusado (desde alrededor de un tercio en enero hasta el 14 % en julio). En cambio, en la zona del euro, la proporción de componentes con inflación muy baja (inferior a cero) y con inflación elevada (superior al 4 %) se ha mantenido relativamente estable. La proporción de componentes con tasas de inflación comprendidas entre el 2 % y el 4 % se incrementó hasta alcanzar en torno al 30 % en julio, desde aproximadamente el 10 % registrado a principios del año, mientras que la de los componentes con tasas de inflación situadas entre el 0 % y el 2 % se redujo en una cuantía similar, aunque siguieron siendo la categoría predominante en la zona del euro. Como resultado, la proporción de componentes de la cesta de la inflación subyacente estadounidense con tasas de inflación superiores al 2 % —que puede considerarse un indicador de la magnitud de las presiones inflacionistas— ha aumentado recientemente hasta aproximarse a los dos tercios, mientras que en el año anterior a la pandemia fue inferior a la mitad. En la zona del euro, esta proporción ha sido mucho más baja y se ha incrementado hace muy poco (en julio), cuando se aproximó a un tercio.

Gráfico D

Distribución de las tasas de inflación entre los distintos componentes incluidos en la inflación, excluidos la energía y los alimentos

(proporción de componentes por tasa de inflación en el IAPCX de la zona del euro y el IPC de Estados Unidos, excluidos la energía y los alimentos; porcentajes)



Fuentes: Haver Analytics, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «IAPC» se refiere al Índice Armonizado de Precios de Consumo e «IPC» al Índice de Precios de Consumo. IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro, e IPC sin energía ni alimentos de Estados Unidos. Las proporciones se calculan como un recuento por categorías de los componentes del IPC subyacente de Estados Unidos y de la inflación medida por el IAPCX de la zona del euro. En la zona del euro están incluidos 72 componentes, y en Estados Unidos 118. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2021.

Los aumentos recientes de la inflación han elevado las expectativas de inflación de los expertos en previsión económica (gráfico E).

En comparación con el comienzo del año, las expectativas de inflación para 2021 se han revisado al alza para la zona del euro e incluso en mayor medida para Estados Unidos (1,2 puntos porcentuales y 2 puntos porcentuales, respectivamente —panel a del gráfico E—). La revisión al alza para 2022 ha sido sustancial en el caso de Estados Unidos (0,7 puntos porcentuales), pero moderada en el de la zona del euro (0,3 puntos porcentuales). En la última encuesta realizada por Consensus Economics (agosto de 2021), según la media de las previsiones, la inflación medida por el IPC general de Estados Unidos alcanzaría el 4,1 % en 2021 y retrocedería hasta el 2,9 % en 2022. En la zona del euro se espera que la inflación general se incremente hasta el 2,1 % en 2021 y se reduzca hasta el 1,5 % en 2022 —una trayectoria comparable a la prevista en las proyecciones macroeconómicas del BCE de septiembre—. Según Consensus Economics, si bien se espera que la inflación general estadounidense se mantenga en 2022 en cotas considerablemente superiores a las de antes de la crisis, en la zona del euro la inflación disminuiría en 2022 y se situaría en niveles solo algo por encima de los registrados en 2019. Al mismo tiempo, a juzgar por los rangos de proyecciones incluidos en las previsiones de Consensus Economics, la incertidumbre sobre la evolución de la inflación en 2022 parece seguir siendo mucho más pronunciada en Estados Unidos que en la zona del euro.

Las sorpresas al alza en los datos de inflación publicados en los últimos meses han sido mucho mayores en Estados Unidos que en la zona del euro.

La evolución de las previsiones de frecuencia mensual de Consensus Economics

(panel b del gráfico E, a partir de las previsiones desde marzo de 2021) muestran que la inflación ha registrado incrementos superiores a lo previsto en los últimos meses en la zona del euro e incluso en mayor medida en Estados Unidos. En el futuro, según las previsiones de Consensus Economics, la inflación general seguiría siendo elevada en los próximos meses, pero retrocedería hasta situarse en el 2,5 % en Estados Unidos y hasta el 1,4 % en la zona del euro en julio de 2022 y retornaría a los niveles observados en la primavera de 2021, antes de los acusados incrementos de las tasas de inflación registrados recientemente en ambas regiones.

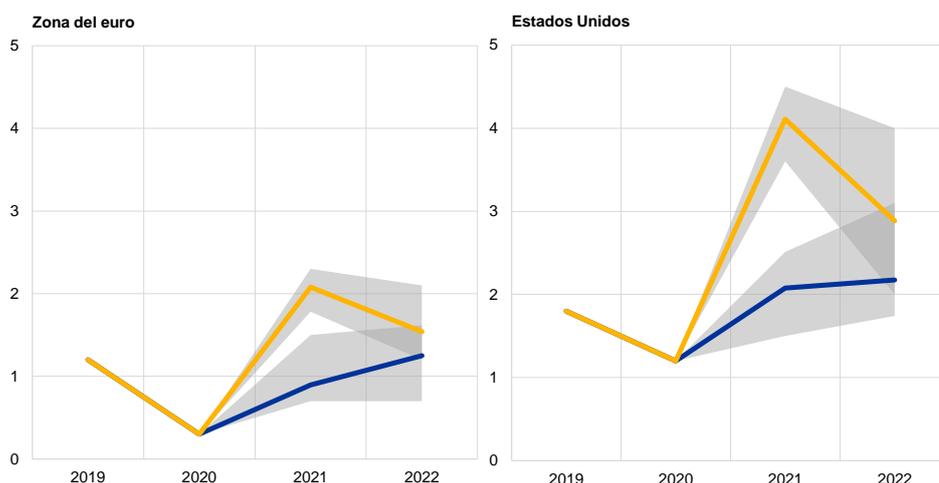
Gráfico E

Expectativas de inflación de Consensus Economics para el IPC general de Estados Unidos y para el IAPC general de la zona del euro

a) Previsiones anuales de inflación

(tasas de variación interanual)

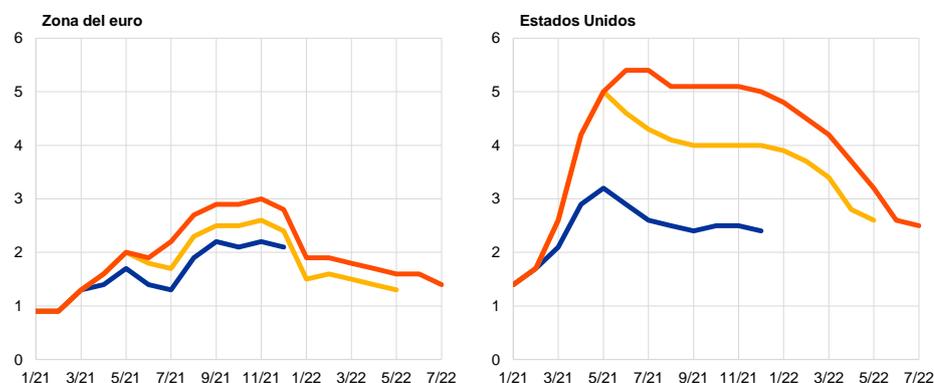
- Previsión media (enero)
- Previsión media (agosto)



b) Previsiones mensuales de inflación

(tasas de variación interanual)

- Previsión media (marzo)
- Previsión media (junio)
- Previsión media (agosto)



Fuentes: Consensus Economics, Eurostat, Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: Las zonas grises reflejan los rangos de las previsiones incluidos en las encuestas de Consensus Economics. Las previsiones mensuales de marzo de 2021 solo están disponibles hasta diciembre de 2021; las previsiones de agosto incluyen hasta julio de 2022.

En conjunto, una parte sustancial de los fuertes aumentos de la inflación y de las sorpresas al alza en la inflación en los últimos meses en Estados Unidos y en la zona del euro puede atribuirse a factores extraordinarios de carácter probablemente temporal. Para que la inflación se incrementase de forma más permanente sería necesario que las presiones inflacionistas fuesen más generalizadas (sobre todo en la zona del euro) y reflejasen presiones crecientes de los costes laborales. Sin embargo, de momento no se observa ningún indicio claro de esto último cuando se tienen en cuenta los efectos de las variaciones de la composición del empleo y de los programas de mantenimiento del empleo. Al mismo tiempo, la recuperación de la pandemia representa una situación única con irregularidades considerables en lo que respecta a la evolución de la inflación, que exige realizar un seguimiento estrecho y añade incertidumbre en torno a las perspectivas de inflación.

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 28 de abril y el 27 de julio de 2021

Elvira Fioretto y Svetla Daskalova

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE y la evolución de la liquidez durante el tercer y el cuarto período de mantenimiento de reservas de 2021. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 28 de abril y el 27 de julio de 2021 (el «período de referencia»).

El exceso de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro continuó aumentando durante el período de referencia y alcanzó un nivel récord de 4.191,5 mm de euros. Esta evolución se debió, principalmente, a las compras de activos realizadas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como a la liquidación de la octava operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III.8, por sus siglas en inglés). El incremento de las carteras en firme se aceleró después de que el Consejo de Gobierno decidiera, en sus reuniones del 11 de marzo y el 10 de junio, que las compras en el marco del PEPP durante el segundo y el tercer trimestre se efectuaran a un ritmo sensiblemente más elevado que en los primeros meses del año. El Consejo de Gobierno confirmó estas decisiones en su reunión del 22 de julio.

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 2.119,4 mm de euros en el período de referencia, lo que representa un ascenso de 88,8 mm de euros. Este significativo incremento con respecto a los dos períodos de mantenimiento precedentes se debió, prácticamente en su totalidad, a un avance de 86,8 mm de euros de los factores autónomos netos, que alcanzaron los 1.970,6 mm de euros (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»). Las exigencias de reservas mínimas aumentaron solo ligeramente (1,9 mm de euros), hasta un importe de 148,9 mm de euros.

El alza de los factores autónomos de absorción de liquidez durante el período considerado fue atribuible, principalmente, a los billetes en circulación, mientras que los depósitos de las Administraciones Públicas registraron un leve descenso. Los billetes en circulación aumentaron en 35 mm de euros durante el período de referencia y se situaron en 1.475 mm de euros. Pese a registrar un ligero descenso de 1,3 mm de euros, los depósitos de las Administraciones Públicas se mantuvieron en un nivel muy elevado (616,9 mm de euros), que, sin embargo, continúa por debajo de la cifra récord de 729,8 mm de euros alcanzada en el sexto

período de mantenimiento de 2020. En total, los factores autónomos de absorción de liquidez registraron un incremento de 46,9 mm de euros, hasta un importe de 2.996,3 mm de euros.

Los factores de inyección de liquidez experimentaron una disminución de €39,9 mm de euros¹. Esta evolución se desglosa en una caída de 28,6 mm de euros de los activos netos denominados en euros y un descenso de 11,2 mm de euros de los activos exteriores netos. En el cuadro A se presentan los factores autónomos considerados anteriormente y sus variaciones durante el período de referencia.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 28 de abril de 2021 a 27 de julio de 2021						Período de referencia anterior: 27 de enero de 2021 a 27 de abril de 2021	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 28 de abril a 15 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 16 de junio a 27 de julio		Primer y segundo período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	2.996,3	(+46,9)	2.943,8	(-27,9)	3.057,4	(+113,6)	2.949,4	(+28,4)
Billetes en circulación	1.475,0	(+35,0)	1.465,8	(+18,0)	1.485,8	(+20,0)	1.440,0	(+23,4)
Depósitos de las AAPP	616,9	(-1,3)	586,7	(-57,8)	652,3	(+65,6)	618,3	(+29,6)
Otros factores autónomos (neto) ¹⁾	904,3	(+13,2)	891,4	(+11,9)	919,4	(+28,0)	891,1	(-24,5)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	3.471,2	(+338,8)	3.443,9	(+170,3)	3.502,9	(+59,0)	3.132,3	(+282,0)
de los cuales, exceso de reservas exento en el sistema de dos tramos	887,1	(+13,1)	879,5	(+2,7)	894,8	(+15,3)	874,1	(+14,9)
de los cuales, exceso de reservas no exento en el sistema de dos tramos	2.586,3	(+317,9)	2.564,5	(+167,6)	2.608,1	(+43,6)	2.268,4	(+277,2)
Exigencias de reservas mínimas²⁾	148,9	(+1,9)	147,7	(+0,3)	150,2	(+2,4)	146,9	(+2,2)
Tramo exento³⁾	893,2	(+11,6)	886,4	(+1,7)	901,1	(+14,7)	881,6	(+13,0)
Facilidad de depósito	720,4	(+86,2)	706,5	(+30,1)	736,6	(+30,1)	634,2	(+73,0)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

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

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

2) Partida pro memoria que no figura en el balance del Eurosistema y, por tanto, no debería incluirse en el cálculo de los pasivos totales.

3) El exceso de reservas exento y el no exento se explican [aquí](#).

¹ Para más detalles sobre los factores autónomos, véase «La gestión de la liquidez del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2002.

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 28 de abril de 2021 a 27 de julio de 2021						Período de referencia anterior: 27 de enero de 2021 a 27 de abril de 2021	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 28 de abril a 15 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 16 de junio a 27 de julio		Primer y segundo período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	1.026,1	(-39,9)	1.042,5	(-20,8)	1.007,0	(-35,4)	1.066,0	(+26,2)
Activos exteriores netos	815,3	(-11,2)	809,8	(-7,0)	821,7	(+12,0)	826,5	(-30,3)
Activos netos denominados en euros	210,8	(-28,6)	232,7	(-13,9)	185,3	(-47,4)	239,5	(+56,5)
Instrumentos de política monetaria	6.311,0	(+513,8)	6.199,9	(+193,6)	6.440,6	(+240,7)	5.797,2	(+359,5)
Operaciones de mercado abierto	6.311,0	(+513,8)	6.199,9	(+193,6)	6.440,6	(+240,7)	5.797,2	(+359,5)
Operaciones de subasta	2.148,2	(+234,4)	2.107,2	(+52,3)	2.196,1	(+88,9)	1.913,8	(+139,9)
OPF	0,1	(-0,2)	0,2	(-0,1)	0,1	(-0,1)	0,4	(-0,0)
OFPMML a tres meses	0,1	(-0,4)	0,2	(-0,1)	0,1	(-0,1)	0,5	(-0,4)
Operaciones TLTRO II	0,0	(-9,7)	0,0	(-2,6)	0,0	(+0,0)	9,7	(-12,8)
Operaciones TLTRO III	2.120,7	(+244,3)	2.079,8	(+55,1)	2.168,5	(+88,6)	1.876,5	(+152,3)
Operaciones PELTRO	27,2	(+0,5)	27,0	(+0,1)	27,4	(+0,4)	26,7	(+0,8)
Carteras en firme	4.162,8	(+279,4)	4.092,7	(+141,3)	4.244,5	(+151,7)	3.883,4	(+219,6)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,4	(-0,2)	2,4	(-0,1)	2,4	(-0,0)	2,6	(-0,2)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	291,6	(+2,1)	290,7	(+1,0)	292,6	(+1,9)	289,5	(+2,2)
Programa para los mercados de valores	17,2	(-8,4)	17,3	(-6,5)	17,1	(-0,2)	25,6	(-3,0)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	28,4	(-0,3)	28,6	(-0,1)	28,3	(-0,3)	28,7	(-1,0)
Programa de compras de valores públicos	2.412,0	(+37,7)	2.403,8	(+19,9)	2.421,5	(+17,7)	2.374,3	(+37,2)
Programa de compras de bonos corporativos	279,3	(+15,9)	275,6	(+7,6)	283,6	(+8,0)	263,4	(+13,5)
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	1.131,4	(+232,6)	1.073,9	(+119,7)	1.198,5	(+124,7)	898,8	(+170,9)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Fuente: BCE.

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

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 28 de abril de 2021 a 27 de julio de 2021						Período de referencia anterior: 27 de enero de 2021 a 27 de abril de 2021	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 28 de abril a 15 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 16 de junio a 27 de julio		Primer y segundo período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas ¹⁾	2.119,4	(+88,8)	2.049,5	(-6,8)	2.201,0	(+151,5)	2.030,7	(+4,4)
Factores autónomos netos ²⁾	1.970,6	(+86,8)	1.901,7	(-7,1)	2.050,8	(+149,1)	1.883,7	(+2,2)
Exceso de liquidez ³⁾	4.191,5	(+425,0)	4.150,4	(+200,5)	4.239,5	(+89,1)	3.766,5	(+355,1)

Fuente: BCE.

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

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

2) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez del pasivo y los factores autónomos de liquidez del activo. En este cuadro 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: 28 de abril de 2021 a 27 de julio de 2021						Período de referencia anterior: 27 de enero de 2021 a 27 de abril de 2021	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 28 de abril a 15 de junio		Cuarto período de mantenimiento: 16 de junio a 27 de julio		Primer y segundo período de mantenimiento	
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
Eonia ¹⁾	-0,480	(-0,001)	-0,480	(+0,001)	-0,481	(-0,001)	-0,480	(-0,005)
€STR	-0,565	(-0,001)	-0,565	(+0,001)	-0,566	(-0,001)	-0,565	(-0,005)

Fuente: BCE.

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

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

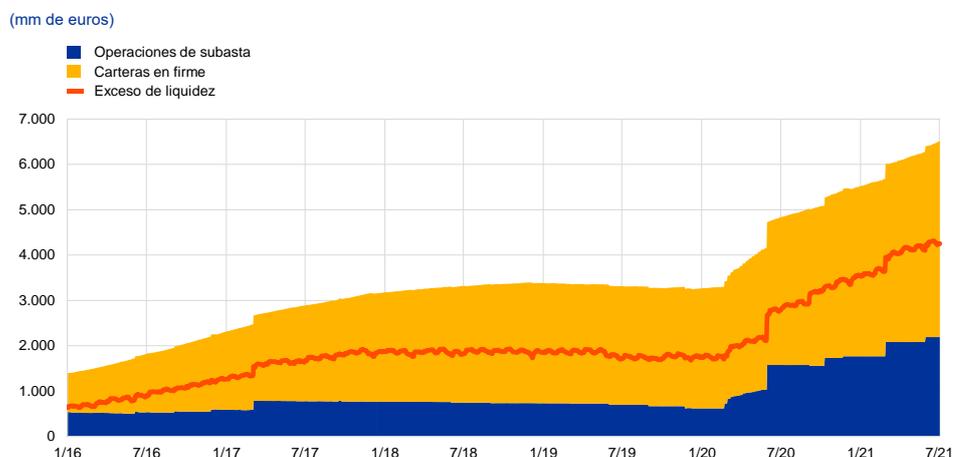
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria aumentó en 513,8 mm de euros, hasta un importe de 6.311 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).

Alrededor del 54 % de este aumento de liquidez fue el resultado de las compras netas realizadas en el marco de los programas de compras de activos, sobre todo al amparo del PEPP, mientras que el 46 % restante se debió a operaciones de crédito, en este contexto casi exclusivamente operaciones TLTRO III.

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 27 de julio de 2021.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito aumentó en 234,4 mm de euros durante el período de referencia.

Este incremento estuvo impulsado, principalmente, por los 330,5 mm de euros adjudicados en la séptima operación de la serie TLTRO III a finales de marzo y por los 109,8 mm de euros inyectados mediante la octava operación, liquidada en junio. La segunda de las cuatro operaciones adicionales de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés), anunciada en diciembre de 2020 y liquidada en junio de 2021, aportó otros 0,5 mm de euros de liquidez. Las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses siguieron desempeñando un papel marginal, y el recurso a estas dos operaciones regulares de financiación se redujo, en promedio, en 0,2 mm de euros y 0,4 mm de euros, respectivamente, con respecto al período de referencia anterior, hasta un nuevo mínimo histórico de 0,1 mm de euros en ambos casos.

Al mismo tiempo, las carteras en firme se incrementaron en 279,4 mm de euros, hasta situarse en 4.162,8 mm de euros, debido a las adquisiciones netas realizadas en el contexto del PEPP y del APP.

Las tenencias de valores en el marco del PEPP se incrementaron, en promedio, en 232,6 mm de euros con respecto a la media del período de referencia anterior, y se situaron en 1.134 mm de euros. Las adquisiciones realizadas en el contexto de este programa supusieron el mayor incremento, con diferencia, de todos los programas de compras 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 37,7 mm de euros (hasta 2.412 mm de euros) y en 15,9 mm de euros (hasta 279,3 mm de euros), respectivamente. Se registró una reducción de 8,6 mm de euros relacionada con el vencimiento de valores mantenidos en programas no activos.

Exceso de liquidez

El exceso medio de liquidez aumentó en 425 mm de euros, hasta un nuevo máximo histórico de 4.191,5 mm de euros (gráfico A). El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas y el recurso a la facilidad de depósito neto de cualquier recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito. Los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas registraron un incremento de 338,8 mm de euros y se situaron en 3.471,2 mm de euros, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito creció en 86,2 mm de euros, hasta un importe de 720,4 mm de euros.

El exceso de reservas exento de la aplicación del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito en el marco del sistema de dos tramos² se incrementó en 13,1 mm de euros y alcanzó una cifra de 887,1 mm de euros. Las reservas no exentas registraron una subida de 317,9 mm de euros, hasta 2.586,3 mm de euros, puesto que el exceso de liquidez continuó aumentando. La tasa de utilización agregada del tramo exento, es decir, la ratio entre las reservas exentas y el máximo que podría estar exento³, permanece por encima del 98 % desde el tercer período de mantenimiento de 2020 y aumentó ligeramente del 99,1 % al 99,3 %. En el período considerado, las reservas exentas supusieron el 21,2 % del exceso de liquidez total, frente al 23,2 % del período de referencia precedente.

Evolución de los tipos de interés

El €STR apenas experimentó cambios y se situó, en promedio, en -56,5 puntos básicos durante el período de referencia. El aumento del exceso de liquidez no afectó a este tipo de interés, que sigue siendo relativamente inelástico incluso a las variaciones sustanciales de la liquidez. Desde octubre de 2019, el eonia se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Por consiguiente, su evolución fue y seguirá siendo paralela a la del €STR hasta que deje de emplearse el 3 de enero de 2022. Los tipos oficiales del BCE —los tipos de interés de la facilidad de depósito, de la OPF y de la facilidad marginal de crédito— no variaron durante el período de referencia.

² Se puede consultar información adicional sobre el sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de liquidez [aquí](#).

³ El importe máximo exento se calcula como la suma de las reservas mínimas y el tramo exento, que equivale a seis veces la cuantía de las reservas mínimas.

3 La situación de las sociedades no financieras durante la pandemia

Gabe de Bondt, Arne Gieseck, Giulio Nicoletti y Mika Tujula¹

En este recuadro se hace balance del impacto de la pandemia de coronavirus (COVID-19) en la situación del sector de sociedades no financieras de la zona del euro. También se analiza hasta qué punto las medidas de apoyo público han aliviado las tensiones de financiación de las empresas y han moderado las presiones al alza sobre sus vulnerabilidades. El análisis se basa en datos de las cuentas sectoriales trimestrales del agregado de la zona del euro. Por tanto, en este recuadro se presenta una imagen global del sector de sociedades no financieras, sin distinguir entre los distintos países, sectores económicos, industrias o empresas.

La pandemia puso en peligro la rentabilidad y la eficiencia operativa del sector de sociedades no financieras de la zona del euro. Ambos aspectos son esenciales para la solidez de una empresa. Aunque las empresas pueden sobrevivir durante mucho tiempo sin ser rentables si cuentan con la buena disposición de los acreedores y los inversores, su supervivencia a largo plazo depende, en último término, de que alcancen y mantengan la rentabilidad. El crecimiento de los beneficios, medido por el avance del excedente bruto de explotación y de los flujos de efectivo, ha sido negativo desde el principio de la pandemia (panel a del gráfico A). El excedente bruto de explotación ha disminuido a tasas similares a las observadas durante la crisis financiera global, mientras que la disminución del flujo de efectivo ha sido más intensa que en ese período. Si se consideran la ratio del excedente neto de explotación sobre el valor añadido y la del flujo de efectivo sobre el producto, se obtiene una imagen similar (panel b del gráfico A).

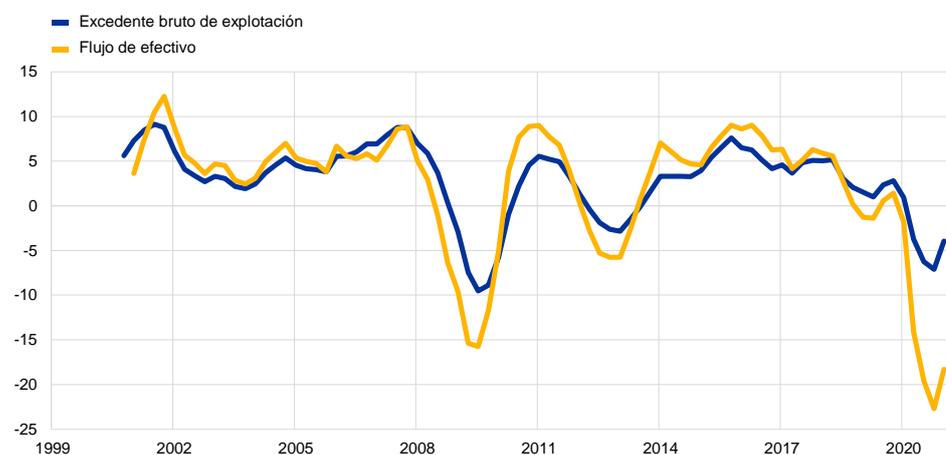
¹ Los autores también desean agradecer a. Consolo y V. Botelho sus contribuciones sobre las medidas de apoyo público.

Gráfico A

Crecimiento de los beneficios y eficiencia operativa de las sociedades no financieras de la zona del euro

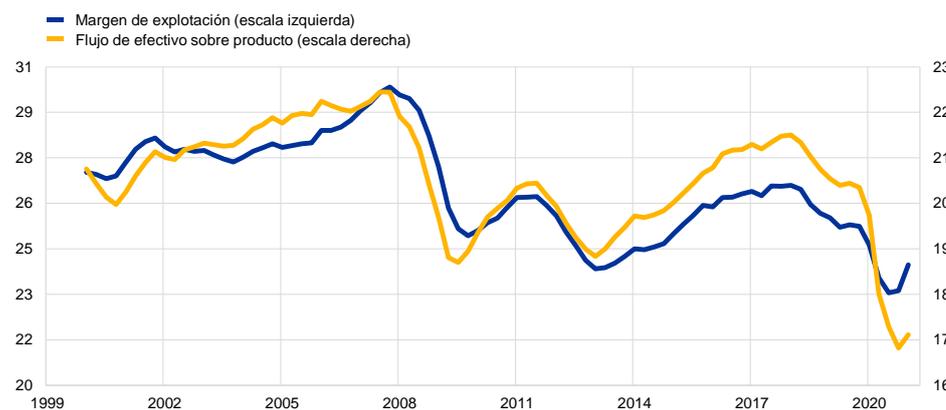
a) Crecimiento de los beneficios

(tasas de variación interanual)



b) Eficiencia operativa

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos de los autores.

Notas: El margen de explotación se calcula como el excedente neto de explotación en porcentaje del valor añadido neto. El flujo de efectivo se calcula como el valor añadido bruto menos salarios, consumo de capital fijo y pagos netos por intereses. El producto se refiere al valor añadido bruto. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021.

La liquidez del sector de sociedades no financieras ha contado con el fuerte respaldo de las medidas públicas adoptadas². Ante el deterioro de la generación

interna de fondos en 2020 con respecto a 2019, las sociedades no financieras no solo comenzaron a acumular efectivo por motivos precautorios, sino que también recibieron unos 550 mm de euros en ayudas públicas. Sin estas medidas, el ahorro de las empresas neto de depreciación del capital se habría situado en niveles muy negativos en 2020. El crédito total concedido a las sociedades no financieras —utilizado por las empresas para evitar una crisis de liquidez y seguir acumulando efectivo— aumentó alrededor de 240 mm de euros más en 2020 que en 2019, y

² Para información sobre cómo se han utilizado los paquetes fiscales para aliviar las necesidades de liquidez de las empresas, véase R. A. de Santis, A. Ferrando y E. S. Gabbani, «El impacto de las medidas de apoyo fiscal en las necesidades de liquidez de las empresas durante la pandemia», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021.

este aumento fue especialmente pronunciado en la primera mitad de 2020³. El acceso al crédito y las condiciones de financiación de las empresas recibieron un apoyo sustancial de las nuevas operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), de los avales públicos para préstamos y de las medidas supervisoras⁴. Las tenencias de efectivo crecieron con fuerza, ya que las empresas incrementaron enormemente su recurso a la financiación mediante deuda para compensar la caída de sus ingresos. Por motivos de precaución, colocaron gran parte de los fondos obtenidos en depósitos con el fin prepararse para posibles déficits de liquidez y prefinanciar necesidades de capital circulante, como también sucedió en períodos de crisis anteriores.

Además de las medidas de apoyo público, los esfuerzos realizados por las propias empresas también mejoraron su situación de liquidez. En períodos de crisis, la capacidad de una empresa para atender sus obligaciones de pago a corto plazo se convierte en su máxima prioridad. Un aspecto importante de la liquidez es la capacidad de la empresa para vender activos rápidamente con el fin de obtener efectivo y para reducir todo tipo de costes y gastos con celeridad^{5, 6}. Esto último incluye el aplazamiento y la cancelación de proyectos de inversión en la medida de lo posible. En conjunto, las tenencias de efectivo de las sociedades no financieras aumentaron unos 400 mm de millones más en 2020 que en 2019 —lo que también obedeció al mayor recurso al crédito—, y este aumento se concentró sobre todo en el segundo trimestre de 2020. El resultado neto de la reducción de los costes y de la inversión se refleja en la capacidad de financiación (o brecha de financiación) de las sociedades no financieras (panel a del gráfico B). En términos de valor añadido bruto, el ahorro creció y la inversión disminuyó, con lo que la capacidad de financiación se incrementó y, de hecho, pasó a ser positiva en el citado trimestre. Con todo, puede que la cancelación de proyectos de inversión deje secuelas a más largo plazo en la economía al lastrar el potencial de crecimiento futuro.

El volumen de efectivo de que disponen las empresas para pagar sus gastos por intereses se sitúa actualmente en niveles holgados. La cobertura de intereses con efectivo (*cash coverage*), es decir, la ratio de tenencias de efectivo y depósitos sobre los pagos brutos por intereses, ha aumentado de forma muy significativa desde 2010 y este aumento se aceleró durante la crisis del COVID-19

³ En este caso solo se ha tenido en cuenta la financiación bancaria recibida por las empresas y su emisión neta de valores representativos de deuda en 2020 con respecto a 2019.

⁴ Para una estimación del impacto de las políticas monetaria y prudencial en el empleo de las empresas, véase C. Altavilla, F. Barbiero, M. Boucinha y L. Burlon, «[The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions](#)», *Working Paper Series*, n.º 2465, BCE, septiembre de 2020.

⁵ Las empresas de la zona del euro redujeron de forma significativa la concesión de préstamos al resto del mundo en el primer trimestre de 2020 y a otras entidades financieras (es decir, instituciones financieras distintas de las IFM, empresas de seguros y fondos de pensiones) en el segundo trimestre de ese año. También recortaron de forma considerable sus participaciones en fondos del mercado monetario en el primer trimestre de 2020 y sus acciones cotizadas en el segundo.

⁶ Véase F. Panetta, «[Cash still king in times of COVID-19](#)», discurso pronunciado en la 5th International Cash Conference – «Cash in times of turmoil» del Deutsche Bundesbank, 15 de junio de 2021. Esto también se ve confirmado en la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2021](#) del BCE, en la que se indicaba que se había registrado un incremento acusado de las necesidades de capital circulante en las primeras fases de la crisis del COVID-19. Para consultar evidencia a nivel de sectores y de países, véase «European corporates: Cash-rich sectors get richer», *Economic Insights*, Euler Hermes, 19 de abril de 2021.

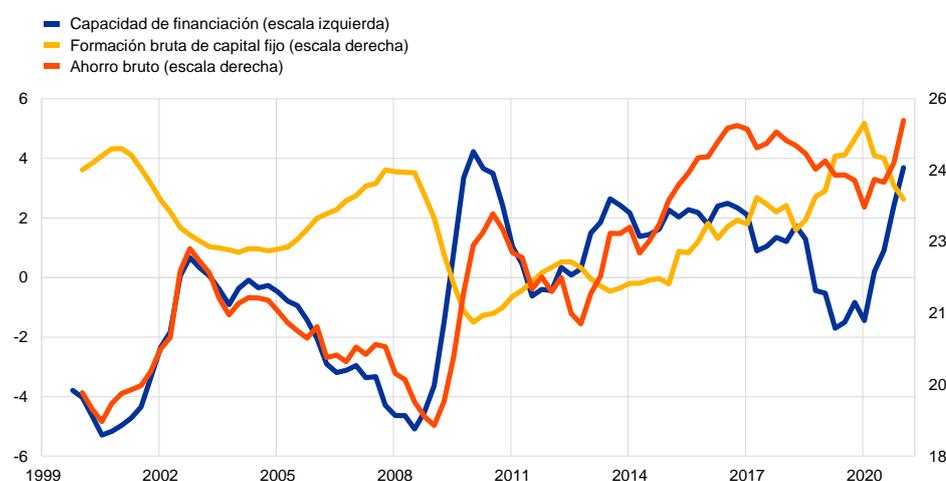
(panel b del gráfico B). Tanto el incremento de las posiciones de efectivo como la reducción de los pagos brutos por intereses han desempeñado un papel decisivo. Estos pagos siguieron disminuyendo durante la pandemia —pese al fuerte crecimiento de la deuda—, gracias también a la respuesta de las autoridades a través del PEPP, las operaciones TLTRO, los avales públicos para préstamos y las medidas supervisoras.

Gráfico B

Saldo ahorro-inversión y cobertura de intereses con efectivo (*cash coverage*) de las sociedades no financieras de la zona del euro

a) Ahorro, inversión y capacidad de financiación

(sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del valor añadido bruto)



b) *Cash coverage*

(efectivo en porcentaje de las sumas móviles de cuatro trimestres de los pagos brutos por intereses)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos de los autores.

Notas: «Efectivo» incluye efectivo y depósitos. Los pagos brutos por intereses se calculan antes de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021.

El descenso de la ratio de deuda bruta de las sociedades no financieras de la zona del euro observado desde 2015 ha revertido por completo desde el estallido de la pandemia de COVID-19. El endeudamiento bruto consolidado de las empresas ha aumentado 18,9 puntos porcentuales desde el final de 2019 y se situó en el 167 % de su valor añadido bruto en el primer trimestre de 2021, tan solo

1,1 puntos porcentuales por debajo del máximo histórico alcanzado a principios de 2015 (panel a del gráfico C)⁷. El 57 % del incremento de la ratio de deuda bruta registrado desde finales de 2019 puede explicarse por la acusada caída de la actividad económica y de la facturación (el efecto denominador), mientras que el resto es atribuible al mayor recurso a la financiación mediante deuda. Esto implica que cabe esperar que solo parte del aumento de la ratio de deuda revierta de forma automática en los próximos años si la economía retorna a una senda de crecimiento más normal. Con todo, a medida que la situación se normalice, una disminución de las tenencias de efectivo podría propiciar una reducción de la deuda bruta, como sugiere la evolución de la deuda neta.

Como resultado del gran volumen de activos líquidos acumulados, la ratio de deuda neta ha crecido mucho menos que el endeudamiento bruto. En la actualidad, la deuda neta se sitúa por debajo de la cota alcanzada a finales de 2019 (panel a del gráfico C). El efectivo puede actuar como un factor mitigador de una deuda elevada de las empresas, siempre que estas empresas mantengan unos niveles elevados de liquidez. En el punto álgido de la pandemia de COVID-19, las grandes empresas incrementaron sus niveles de efectivo y de deuda simultáneamente (panel b del gráfico C). Sin embargo, en el caso de las empresas (cotizadas) más pequeñas, la acumulación de efectivo no fue tan eficaz para mitigar su mayor endeudamiento. La correlación entre los aumentos del efectivo y de la deuda comenzó a normalizarse tras el momento más agudo de la pandemia de COVID-19.

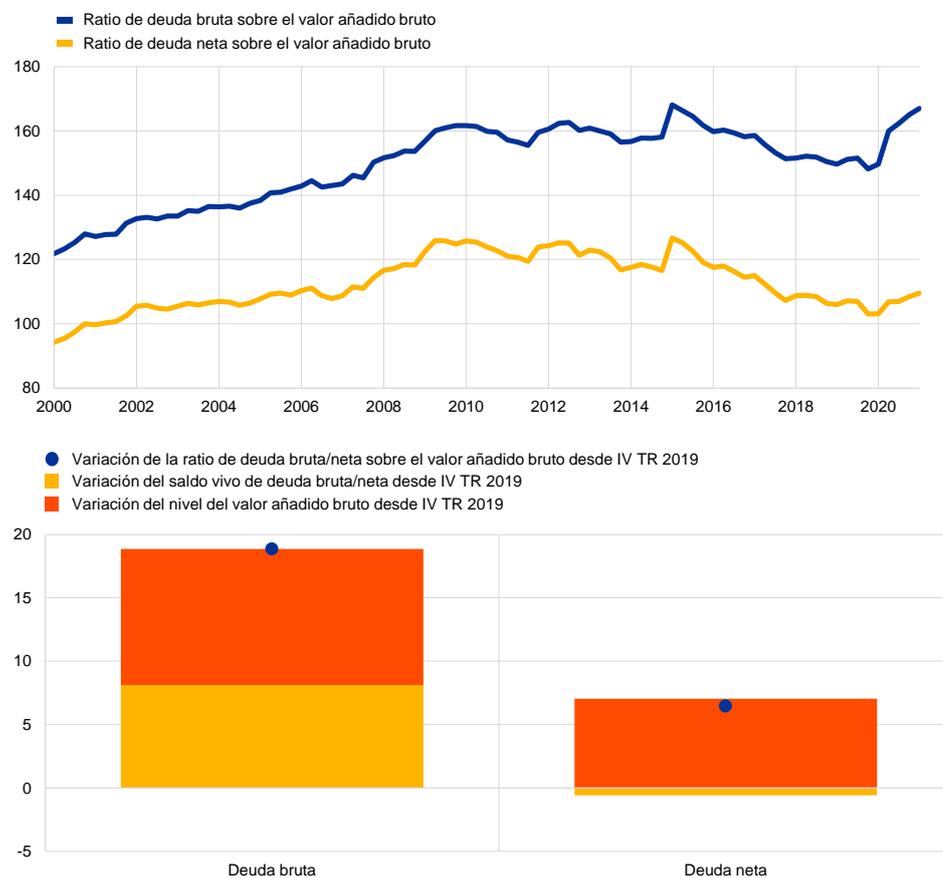
⁷ Para más información, véase «[Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors](#)», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2021. Para conocer la evolución a nivel de sectores y de países, véase «[The business insolvency paradox in Europe: Miracle and mirage](#)», *Economic Publications*, Coface, 16 de marzo de 2021.

Gráfico C

Balances de las sociedades no financieras de la zona del euro

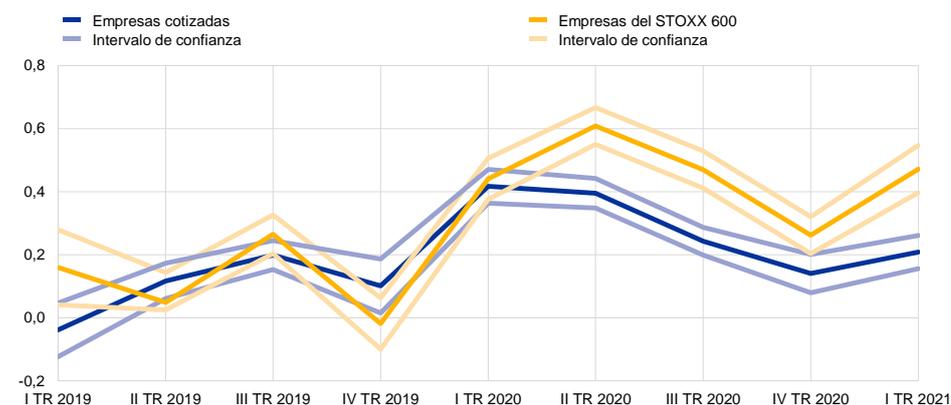
(porcentajes de valor añadido bruto; puntos porcentuales)

a) Nivel agregado: deuda consolidada



b) Nivel de empresas: elasticidad de la deuda bruta al efectivo

(eje de abscisas: trimestre observado; eje de ordenadas: regresión)



Fuentes: Eurostat, BCE, Refinitiv y cálculos de los autores.

Notas: Panel a: la deuda bruta consolidada se define como la suma del total de préstamos concedidos a las sociedades no financieras, netos de préstamos intrasectoriales, valores representativos de deuda emitidos y pasivos por pensiones. La deuda neta consolidada se define como la deuda bruta consolidada neta de tenencias de efectivo y depósitos. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021.

Panel b: en cada trimestre se utilizan cortes transversales a nivel de empresa de los balances para comparar la variación de la deuda con la variación de las tenencias de activos líquidos. Todas las variables se miden en relación con los activos totales. Las empresas del panel son las sociedades no financieras de la zona del euro incluidas en el índice STOXX 600 y todas las empresas cotizadas que pueden consultarse a través de Refinitiv. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021.

Es probable que el impacto de la pandemia en las vulnerabilidades de las sociedades no financieras sea duradero, dada la elevada heterogeneidad de las tenencias de efectivo entre las empresas. Las vulnerabilidades de las empresas — medidas por el índice sintético de vulnerabilidad— aumentaron de manera muy acusada a raíz de la pandemia y superaron los niveles observados tras la crisis financiera global (panel a del gráfico D)⁸. En el caso de las sociedades no financieras, este aumento se debió en gran medida a la disminución de las ventas, a la menor rentabilidad y al incremento del apalancamiento y del endeudamiento. Con todo, desde mediados de 2020, la mejora de la actividad económica y de los beneficios observados y esperados de las empresas ha contribuido al descenso del índice de vulnerabilidad y a la mejoría de la situación relativa al apalancamiento empresarial. A principios de 2021, las vulnerabilidades se situaban en cotas próximas a sus niveles medios históricos y de finales de 2019, mientras que la ratio de deuda bruta seguía siendo elevada y las tenencias de efectivo se concentraban, sobre todo, en empresas cotizadas de gran tamaño, como ya se ha señalado. Sin embargo, las vulnerabilidades de las pequeñas y medianas empresas continúan siendo notables y ocultan también una heterogeneidad sustancial entre países y sectores⁹.

Las medidas de amplio alcance de política monetaria y fiscal y de supervisión han limitado el aumento de las vulnerabilidades empresariales. Estas medidas han evitado que se materialicen riesgos de financiación y refinanciación proporcionando apoyo directo en forma de liquidez, mejorando el acceso al crédito, manteniendo la carga financiera en mínimos históricos y permitiendo la ampliación del plazo de vencimiento de la deuda viva. Un ejercicio contrafactual muestra también que, sin estas medidas, el índice de vulnerabilidad habría alcanzado un valor considerablemente más elevado a mediados de 2020, y a principios de 2021 habría permanecido algo por debajo del nivel registrado durante la crisis de deuda soberana europea (panel a del gráfico D)¹⁰.

El número de quiebras descendió en 2020, pese a la intensa caída del nivel de actividad económica durante la pandemia de COVID-19. En el pasado, las insolvencias empresariales han presentado una estrecha correlación con el crecimiento del PIB real. Esta relación se rompió durante la pandemia (panel b del gráfico D). Los reducidos costes de la financiación mediante deuda, las medidas de apoyo público —incluidas las moratorias concursales— y el cierre de los tribunales evitaron

⁸ Véase también S. Gardó, B. Klaus, M. Tujula y J. Wendelborn, «[Assessing corporate vulnerabilities in the euro area](#)», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2020.

⁹ Véanse también «[Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area, October 2020 to March 2021](#)», BCE, y N. Battistini y G. Stoevsky, «[El impacto de las medidas de contención en distintos sectores y países durante la pandemia de COVID-19](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

¹⁰ El ejercicio contrafactual se basa en el supuesto de una economía sin las medidas de alivio de costes empresariales aplicadas por los Gobiernos, las TLTRO II, el PEPP, los avales públicos para préstamos y las medidas supervisoras. Sin el alivio de costes proporcionado por los Gobiernos, las sociedades no financieras hubieran tenido que incrementar su financiación mediante deuda en 550 mm de euros en 2020 para compensar sus déficits de ingresos. En el índice de vulnerabilidad empresarial, esto se habría traducido en un aumento del apalancamiento y de los pagos brutos por intereses, y en una disminución de los fondos generados internamente por las empresas. Además, sin las medidas de política monetaria y de supervisión adicionales y los avales públicos para préstamos, el tipo de interés efectivo aplicado a la deuda viva de las empresas y el porcentaje de deuda a largo plazo en la deuda total se habrían mantenido en los niveles alcanzados a finales de 2019. Estos efectos volvieron a proyectarse en el índice contrafactual utilizando identidades contables y manteniendo fijos los porcentajes de pagos por intereses y de deuda a largo plazo en la deuda total.

que el deterioro de la situación de las empresas condujera a un incremento de la morosidad en el punto álgido de la crisis. Con todo, no puede descartarse que muchas empresas, especialmente aquellas que operan en los sectores más afectados por la pandemia, todavía puedan verse obligadas a solicitar la declaración de quiebra, sobre todo si las medidas de respaldo se retiran prematuramente o las condiciones de la financiación bancaria experimentan un endurecimiento significativo¹¹.

¹¹ Existe cierta evidencia, no obstante, de que las secuelas a más largo plazo de las crisis epidémicas son menores que las derivadas de crisis financieras o de conflictos bélicos. Véase N. Martín Fuentes e I. Moder, «[Los efectos perdurables de crisis anteriores sobre la economía mundial](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

Gráfico D

Vulnerabilidades y quiebras de las sociedades no financieras de la zona del euro

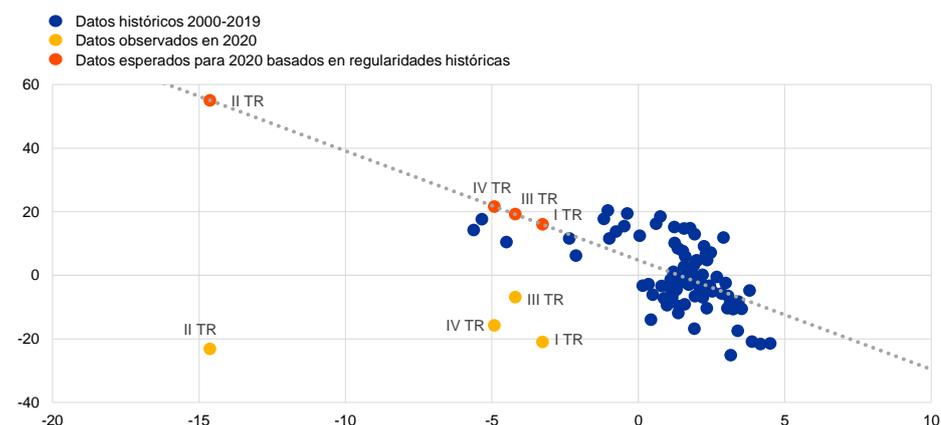
a) Índice sintético de vulnerabilidad

(z-scores)



b) Quiebras y crecimiento del PIB real

(eje de abscisas: tasas de variación interanual; eje de ordenadas: desviación porcentual con respecto a la media histórica)



Fuentes: Eurostat, BCE, Merrill Lynch, Refinitiv y cálculos de los autores.

Notas: Panel a: el índice sintético de vulnerabilidad se basa en un amplio conjunto de indicadores que miden cinco aspectos diferentes: la capacidad para atender el pago de la deuda (medida por la ratio de cobertura de intereses, el ahorro empresarial y la generación de ingresos); el apalancamiento/endeudamiento (ratios de deuda/fondos propios, deuda neta/resultados antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, y deuda bruta/ingresos); la financiación/refinanciación (ratio de deuda a corto plazo/deuda a largo plazo, ratio de liquidez inmediata [quick ratio], coste total de la financiación mediante deuda e impulso crediticio); la rentabilidad (rentabilidad de los activos, margen de beneficio y ratio valor de mercado/valor contable), y la actividad (crecimiento de las ventas, ratio de acreedores comerciales y variación de la rotación de cuentas pendientes de cobro). La ratio de liquidez inmediata se define como los activos financieros corrientes divididos por los pasivos financieros corrientes. El impulso crediticio se calcula como $CI_t = 100 * ((C_t - C_{t-1}) / PIB_{t-1} - (C_{t-4} - C_{t-5}) / PIB_{t-5})$, donde C es el saldo nominal del crédito total concedido a las sociedades no financieras y el PIB es el producto interior bruto nominal a precios de mercado. El crédito total de las sociedades no financieras se define como sus pasivos totales menos las acciones y participaciones emitidas por estas. Los indicadores se han estandarizado transformándolos en z-scores, es decir, se han convertido en una escala común con una media de cero y una desviación típica de uno. Se han calculado subindicadores sintéticos para cada uno de los cinco aspectos considerados utilizando la media aritmética simple de los respectivos z-scores subyacentes de los indicadores individuales. Por último, el indicador sintético global se obtiene asignando la misma ponderación a los z-scores compuestos de las cinco subcategorías. Los valores positivos indican mayor vulnerabilidad y los valores negativos menor vulnerabilidad. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021. Panel b: los datos esperados para 2020 se basan en una interpolación lineal de la relación entre las quiebras y el PIB real en el pasado. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020.

En síntesis, la pandemia de COVID-19 ha tenido un impacto considerable en la situación de las empresas de la zona del euro. Las empresas hicieron un

esfuerzo importante por acumular colchones de liquidez, lo que unido al ingente apoyo proporcionado por las autoridades monetarias, fiscales y supervisoras, evitó una crisis de liquidez. Al mismo tiempo, la rentabilidad, la eficiencia operativa y la solvencia de las sociedades no financieras se vieron sometidas a presiones durante los confinamientos. De cara al futuro, el desigual nivel elevado de endeudamiento bruto y neto en los distintos países, sectores y tamaños de empresa podría limitar la

fortaleza del crecimiento económico a medio plazo e incrementar el riesgo de un aumento de las quiebras empresariales.

El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio

Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Michele Mancini y Tobias Schuler

Las disrupciones observadas en los servicios de transporte y la escasez de insumos están generando importantes cuellos de botella en las cadenas globales de suministro. Durante la fase de recuperación de la pandemia de coronavirus (COVID-19), los hogares aumentaron sus compras de determinados productos —como dispositivos electrónicos y equipamiento de mejora del hogar—, por lo que la demanda creció con más intensidad de lo esperado, en especial en algunos sectores. Este incremento de la demanda, junto con circunstancias fuera del control razonable de los proveedores (motivadas por causas de fuerza mayor) —como brotes de coronavirus en puertos, accidentes en plantas de producción y condiciones meteorológicas adversas— originaron cuellos de botella en el sector de transporte y escasez de insumos específicos, como plásticos, metales, madera y semiconductores¹. Dado que las existencias se redujeron al comienzo de la pandemia debido a la disminución de los *stocks* y a la escasez de insumos asociadas a cierres y a políticas de inventario conservadoras, las empresas tuvieron dificultades para atender el rápido aumento de la demanda y reponer las existencias agotadas. Una prueba de este desequilibrio entre la demanda y la oferta es el alargamiento sin precedentes de los plazos de entrega de los proveedores, sobre todo en ramas de actividad que dependen del transporte y de insumos procedentes de los sectores afectados por la escasez, en concreto, informática y electrónica, maquinaria y equipo, productos de madera, vehículos de motor y productos químicos. En conjunto, en junio, el PMI global de plazos de entrega de los proveedores retrocedió hasta situarse en el nivel más bajo (lo que implica mayores plazos de entrega) desde que comenzaron a realizarse registros en 1999.

Los volúmenes de transporte se han recuperado desde el mínimo registrado a mediados de 2020 (gráfico A). En la primera mitad de 2021, disrupciones temporales como el incidente del canal de Suez acaecido en marzo generaron fuertes tensiones en el transporte mundial, pero no ralentizaron la dinámica de crecimiento positivo, como se refleja en los indicadores de tráfico (*throughput*) global (total) de contenedores y de los puertos del norte de Europa. La pandemia afectó en mayor grado al tráfico aéreo de mercancías en Europa por la disminución sin precedentes de los vuelos de pasajeros, lo que redujo la capacidad de carga². Con todo, al comienzo de 2021, el transporte aéreo de mercancías había vuelto a

¹ Véanse los recuadros titulados «¿Qué factores están impulsando la reciente subida de los costes de transporte?», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021, y «La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021.

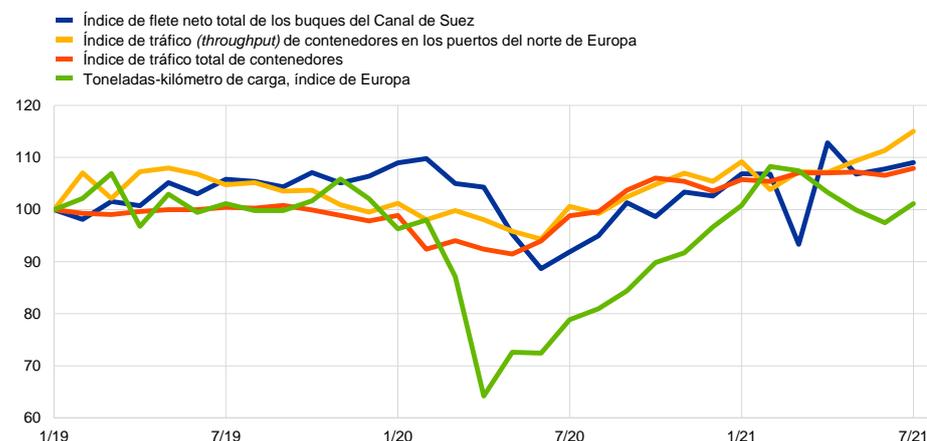
² Las empresas trataron de aliviar la caída de la capacidad de carga convirtiendo los aviones de transporte de pasajeros en cargueros y continuaron aprovechando la capacidad de estos aviones para transportar mercancías en las cabinas. Sin embargo, la capacidad disponible total disminuyó drásticamente en 2020, como se muestra en el gráfico B.

alcanzar su nivel anterior a la crisis, gracias a que las empresas sustituyeron, en parte, el transporte marítimo por el aéreo.

Gráfico A

Volúmenes de transporte de carga marítima y aérea

(índices desestacionalizados, enero 2019 = 100)



Fuentes: Autoridad del Canal de Suez, RWI/ISL, IATA y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2021.

Las rutas de transporte marítimo que unen Asia con América del Norte y Asia con Europa (gráfico B) son las que están experimentando más tensiones, lo que está provocando subidas excepcionales de los costes de transporte³.

La capacidad de transporte marítimo de la ruta entre Asia y América del Norte se recuperó de la pandemia con más fuerza que la que une Asia y Europa, en parte como consecuencia de la mayor capacidad derivada del patrón de sólida recuperación observado en Estados Unidos. Habida cuenta de la inelasticidad relativa de la oferta de capacidad de transporte marítimo y de las disrupciones registradas en el sector de transporte, las tarifas *spot* (a corto plazo) de flete de contenedores de las rutas con salida en Asia se han disparado hasta alcanzar niveles récord, en particular las que se dirigen a América del Norte⁴. Esto también ha hecho que la capacidad se haya reorientado hacia esta ruta más lucrativa en detrimento de otras⁵. El negocio de transporte marítimo se basa principalmente en contratos fijos de larga duración. En el entorno actual, es probable que la negociación de nuevos contratos a largo plazo se haya visto afectada y que, en consecuencia, las tarifas de flete en este tipo de contratos hayan aumentado

³ El índice HARPEX, un índice de los costes de transporte de contenedores a escala global, se mantuvo más o menos estable en cotas comparativamente más bajas en los años anteriores al estallido de la pandemia de COVID-19. Sin embargo, en el primer trimestre de 2021 aumentó hasta situarse por encima del último máximo, alcanzado en el segundo trimestre de 2005, y en el tercero se situó en un nivel más de dos veces superior al valor máximo más reciente.

⁴ Según un análisis econométrico basado en un modelo estructural de vectores autorregresivos, la subida de los costes de transporte a principios de 2020 tuvo su origen en las restricciones de oferta, mientras que el incremento registrado a finales de ese año se debió principalmente a la fuerte recuperación de la demanda mundial. Para información más detallada, véase el recuadro titulado «¿Qué factores están impulsando la reciente subida de los costes de transporte?», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021.

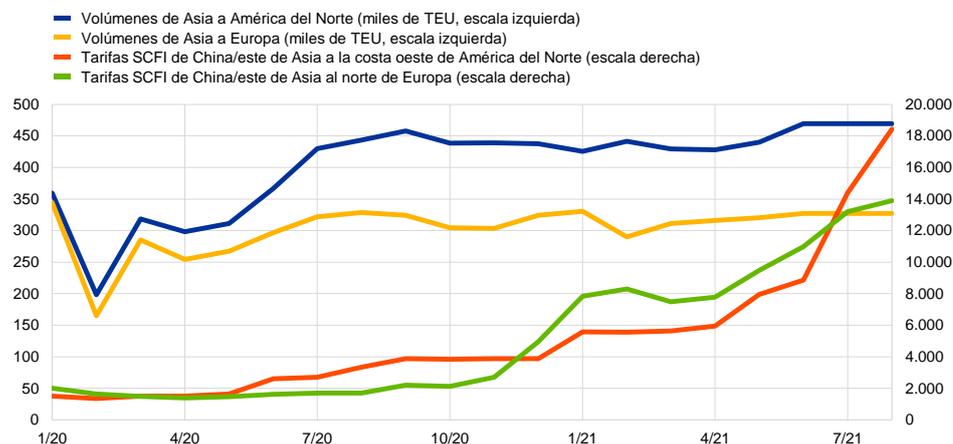
⁵ Véase R. Khasawneh y M. Xu, «China-U.S. container shipping rates sail past \$20,000 to record», Reuters, agosto de 2021.

considerablemente, aunque en menor medida que las de los contratos basados en tarifas *spot*⁶.

Gráfico B

Capacidad de transporte marítimo y tarifas de flete

(capacidad de carga semanal en TEU y tarifas *spot* de flete en USD)



Fuentes: CTS, Bloomberg, Freightos y cálculos del BCE.

Notas: TEU son las siglas en inglés que corresponden a la unidad de capacidad de carga equivalente a veinte pies, y SCFI se refiere al índice «Shanghai Containerized Freight Index». Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2021.

Los países de la zona del euro y de la UE están entre los más afectados por los cuellos de botella relacionados con el transporte y los insumos, como se desprende del PMI de plazos de entrega de los proveedores. El gráfico C

muestra que estos plazos siguieron siendo dilatados en casi todos los países en agosto, y en particular afectaron a las economías de la UE, Estados Unidos, Reino Unido y Taiwán. La clasificación de los países refleja numerosos factores:

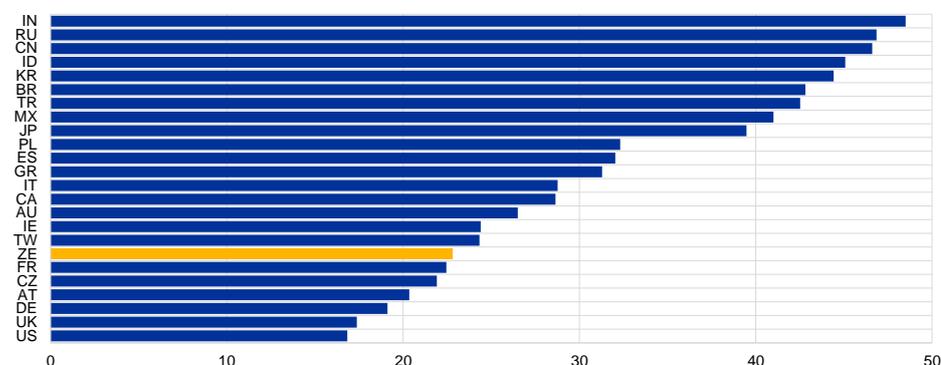
- 1) composición de productos orientada a los sectores afectados (por ejemplo, automoción en el caso de la zona del euro, electrónica en Taiwán);
- 2) fortaleza de la demanda;
- 3) graves problemas de transporte y de logística;
- 4) circunstancias adversas concretas, como condiciones meteorológicas extremas en algunos países;
- 5) políticas de inventario (como la acumulación de chips y metales por parte de China).

⁶ Véase P. Sand, «Container shipping: records keep falling as industry enjoys best markets ever», BIMCO, junio de 2021.

Gráfico C

Plazos de entrega de los proveedores, por país

(índice de difusión)



Fuente: Markit.

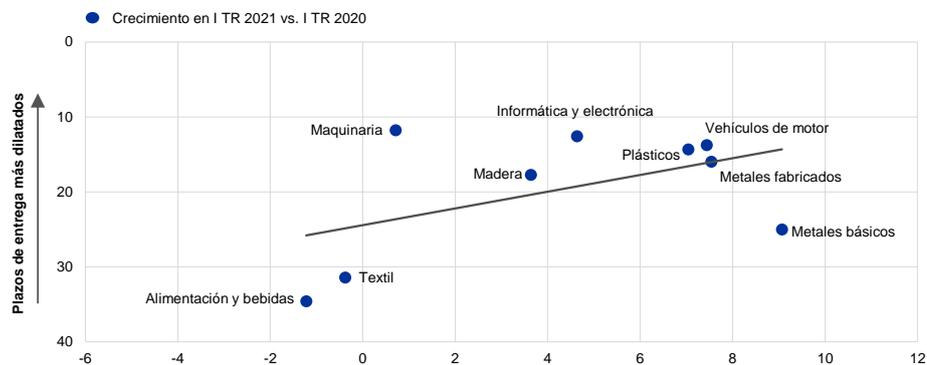
Notas: El gráfico muestra los valores de agosto de 2021. El país peor clasificado es aquel en el que los plazos de entrega de los proveedores son más dilatados. «ZF» se refiere a la «zona del euro».

En la zona del euro, los sectores de exportación que se recuperaron con más rapidez están afrontando una mayor escasez de oferta (gráfico D). En concreto, las exportaciones de vehículos de motor, productos electrónicos y metales fabricados —que habían aumentado considerablemente hasta el primer trimestre de 2021 con respecto al mismo trimestre de 2020— se vieron afectadas por restricciones de oferta que ralentizaron la expansión continuada de estos sectores. Esto explica la influencia de la intensa demanda en el alargamiento de los plazos de entrega de los proveedores. Las demoras también se extendieron al sector de maquinaria, en el que se utilizan como insumos equipos electrónicos y metales fabricados.

Gráfico D

Exportaciones fuera de la zona del euro y plazos de entrega de los proveedores, por sector

(tasa de crecimiento interanual en valores, índice de difusión del PMI)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: Un valor más bajo en el eje vertical indica un plazo de entrega más dilatado. Los valores corresponden al primer trimestre de 2021 para las exportaciones y a mayo de 2021 para los plazos de entrega de los proveedores. La línea de regresión representa la relación entre los valores de los plazos de entrega de los proveedores y el crecimiento de esos sectores entre el primer trimestre de 2020 y el primero de 2021.

En un análisis empírico en el que se utilizan datos de panel a nivel de país, se identifica y se cuantifica el impacto que tienen los cuellos de botella en la

oferta sobre el crecimiento de las exportaciones al margen del papel

desempeñado por las condiciones de demanda. Se realiza una regresión de las tasas de crecimiento mensual de las exportaciones reales de un panel de 23 países sobre una medida que aproxima los cuellos de botella. El PMI de plazos de entrega de los proveedores se utiliza para captar la magnitud de los cuellos de botella, y las importaciones de insumos intermedios de los sectores que están experimentando cuellos de botella se emplean para calcular la exposición de cada país a las disrupciones de oferta. Para valorar el impacto sobre el crecimiento de las exportaciones se incluyen el PMI, la proporción de insumos importados de los sectores con cuellos de botella y su interacción en una regresión (con efectos fijos temporales y de país) para reflejar los efectos de las disrupciones en las cadenas de suministro. También se incorporan los PMI de nuevos pedidos exteriores (para medir la demanda externa) de cada país y retardos en la variable dependiente⁷. Además, se considera que solo los países cuyos plazos de entrega de proveedores según el PMI se desvían sustancialmente con respecto a la media del índice se están viendo afectados de manera significativa por los cuellos de botella. Este diseño permite verificar si los cuellos de botella en los insumos importados están incidiendo negativamente en el crecimiento de las exportaciones. En resumen, se espera que los dilatados plazos de entrega de los proveedores tengan un efecto adverso en las exportaciones de un país y que este efecto se vea amplificado cuando la proporción de importaciones de insumos intermedios procedentes de sectores que experimentan cuellos de botella sea mayor.

Las estimaciones confirman que los cuellos de botella en la oferta han afectado negativamente al crecimiento de las exportaciones de bienes y que el impacto es mayor en los países más expuestos a los sectores donde se registran estos cuellos.

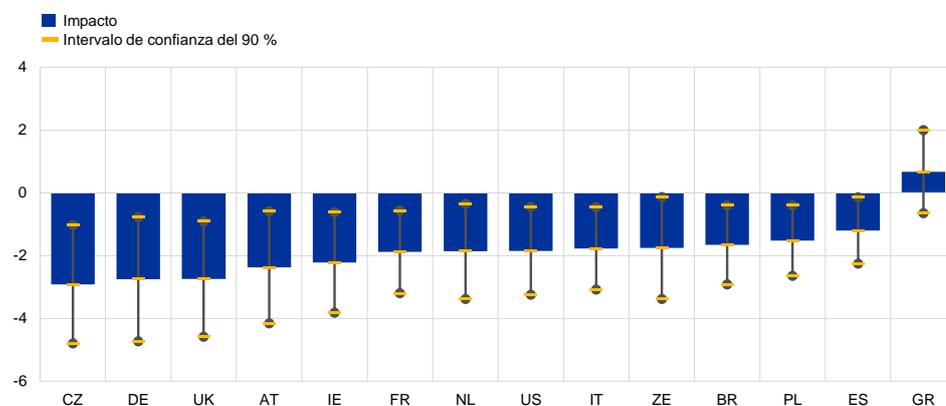
En el gráfico E se muestran los efectos de los cuellos de botella en la oferta en distintos países. La clasificación refleja tanto la gravedad de los cuellos de botella (por ejemplo, el alargamiento de los plazos de entrega) como la magnitud de la exposición a los sectores que los están experimentando. La mayoría de los países se encuentran en la UE, y los efectos estimados más adversos se observan en grandes economías de la zona del euro y en países de la UE no pertenecientes a esa zona. Estos últimos son los más propensos a verse afectados por los vínculos generados por las cadenas de suministro en sectores muy perjudicados (por ejemplo, el de automoción).

⁷ Las tablas *input-output* del Banco Asiático de Desarrollo se utilizan para calcular la proporción de insumos importados directa e indirectamente de sectores que registran cuellos de botella en relación con los insumos importados totales. Los sectores afectados por disrupciones de oferta son maquinaria, equipo eléctrico y óptico, material de transporte, transporte terrestre, transporte fluvial y marítimo, transporte aéreo y otras actividades de transporte.

Gráfico E

Impacto de los cuellos de botella en la oferta en los países afectados

(efecto medio en el crecimiento mensual de las exportaciones de bienes, puntos porcentuales)



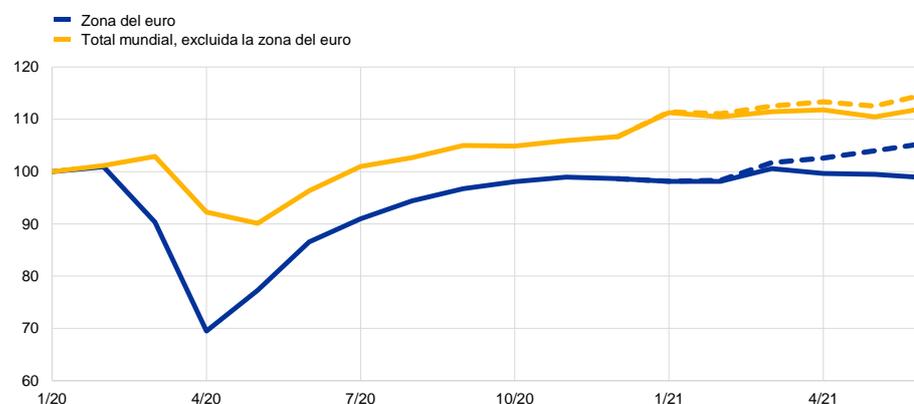
Fuentes: CPB, Markit, tablas *input-output* de varias regiones elaboradas por el Banco Asiático de Desarrollo y cálculos del BCE.
Nota: «ZE» se refiere a la «zona del euro».

El déficit acumulado estimado del nivel de exportaciones de bienes asciende al 6,7 % en la zona del euro y al 2,3 % a escala global. El gráfico F muestra la evolución contrafactual de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro y de las exportaciones mundiales (excluida esa zona). Según el análisis, si las exportaciones de bienes de la zona del euro no se hubiesen visto afectadas por los cuellos de botella en la oferta, habrían sido un 6,7 % mayores, y las exportaciones mundiales (excluida esa zona), un 2,3 %. Aunque los consumidores han empezado a reorientar sus compras hacia los servicios a medida que se ha producido la reapertura gradual de las economías, las disrupciones del lado de la oferta no muestran aún signos de normalización. Asimismo, el repunte de los contagios por COVID-19 en Asia está intensificando las presiones sobre el transporte y el manejo de mercancías, así como sobre los sectores ya tensionados por los cuellos de botella en la oferta, como es el caso de los de semiconductores y de automoción.

Gráfico F

Estimación de la pérdida de exportaciones de bienes

(índice; enero de 2020 = 100)



Fuentes: CPB, Markit, tablas *input-output* de varias regiones elaboradas por el Banco Asiático de Desarrollo y cálculos del BCE.
Nota: Las líneas discontinuas muestran la evolución estimada de las exportaciones si no existiesen cuellos de botella en la oferta.

5 Los precios de los derechos de emisión de la UE en el contexto del plan de actuación frente al cambio climático del BCE

Giovanna Bua, Daniel Kapp, Friderike Kuik y Eliza Lis

En su plan de actuación frente al cambio climático, el BCE se comprometió a acelerar el desarrollo de nuevos modelos y a realizar análisis teóricos y empíricos para el seguimiento de las implicaciones del cambio climático y de las políticas al respecto para la economía¹. Como primer paso en su hoja de ruta detallada de las actuaciones relacionadas con el cambio climático, el BCE tiene previsto incluir supuestos técnicos sobre la fijación del precio de las emisiones de carbono en las proyecciones macroeconómicas del Eurozona/BCE². Su incorporación para complementar los supuestos técnicos actuales proporcionará la base para ampliar los modelos económicos utilizados en las proyecciones. Con este trasfondo, en este recuadro se resumen el origen y los elementos básicos del régimen de comercio de derechos de emisión de la UE (RCDE UE), el sistema que fija el precio de las emisiones de carbono en la UE.

El RCDE UE es el mercado en el que se negocian los derechos de emisión de la UE, que conceden al titular un derecho de emisión por cada tonelada equivalente de dióxido de carbono (CO₂). Este régimen es una herramienta clave de la UE para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI), y se aplica a unas 10.000 empresas del sector energético y de la industria manufacturera, así como a compañías aéreas que operan entre aeropuertos ubicados en el Espacio Económico Europeo (EEE). En conjunto, alrededor del 40 % de las emisiones de GEI de la UE están sujetas al RCDE UE. En julio de 2021 se presentó una propuesta de revisión de este régimen en el contexto del ambicioso paquete «Objetivo 55» que, junto con otras medidas, aspira a reducir un 55 % las emisiones totales de GEI para 2030 con respecto a los niveles de 1990³.

El RCDE UE es un sistema de «limitación y comercio», en el que se fija un límite máximo a la cantidad total de GEI que los agentes económicos sujetos al sistema pueden emitir anualmente. El nivel del límite máximo determina el número de

¹ Véase «[El BCE presenta un plan de actuación para incluir consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria](#)», nota de prensa, BCE, 8 de julio de 2021. Véase también «[Climate change and monetary policy in the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 271, BCE, septiembre de 2021, en el que se resumen las contribuciones de expertos de la institución a las deliberaciones del Consejo de Gobierno en el contexto de la revisión de la estrategia de política monetaria del BCE.

² Véase «[Hoja de ruta detallada de las actuaciones relacionadas con el cambio climático](#)», anexo a la nota de prensa del BCE en la que se presenta su plan de actuación para incluir consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria, BCE, 8 de julio de 2021.

³ Para más información sobre el paquete, véase [Comunicación de la Comisión «"Objetivo 55": cumplimiento del objetivo climático de la UE para 2030 en el camino hacia la neutralidad climática» \(COM\(2021\)/550 final\)](#), y en relación con las propuestas de revisión del RCDE UE, véase [Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica la Directiva 2003/87/CE por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Unión, la Decisión \(UE\) 2015/1814, relativa al establecimiento y funcionamiento de una reserva de estabilidad del mercado en el marco del régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Unión, y el Reglamento \(EU\) 2015/757 \(COM\(2021\)/551 final\)](#).

derechos de emisión disponibles en el sistema y se está reduciendo a lo largo del tiempo con el fin de hacer cumplir el objetivo de lograr una disminución gradual de las emisiones y conseguir la neutralidad de carbono para 2050. Dentro de los niveles fijados por el límite máximo, a los participantes se les asignan derechos de emisión gratuitos o mediante subastas. Cada año, las empresas y otras entidades económicas deben «devolver» un derecho por cada tonelada equivalente de CO₂ que hayan emitido ese año. Si las emisiones de un participante en el sistema superan los derechos que se le han asignado, debe comprar derechos adicionales en el mercado del RCDE UE. Por otra parte, si un participante reduce sus emisiones por debajo de los niveles permitidos/asignados, puede conservar su excedente de derechos para atender necesidades futuras o venderlos en el mercado del RCDE UE⁴.

El RCDE UE se puso en marcha en 2005 y se ha implementado en varias «fases» que han reducido gradualmente el límite, al tiempo que han ampliado el ámbito de aplicación del sistema en términos geográficos, por sectores y por tipo de emisiones de GEI incluidas (cuadro A)⁵. Las dos primeras fases se caracterizaron por establecer un volumen elevado de asignaciones gratuitas y, con frecuencia, también por desajustes entre la demanda y la oferta, en particular como consecuencia de la gran crisis financiera que comenzó en 2008. En cambio, las dos más recientes han estado acompañadas de un aumento de la proporción de derechos de emisión subastados en lugar de asignados, de la armonización de las normas, de la reducción del límite máximo de emisiones anuales, y de reformas del mercado para ajustar el exceso de oferta mediante el mecanismo de *backloading* aplicado al exceso de derechos de emisión, que ha supuesto un aplazamiento de las subastas de estos derechos sin reducir la cantidad total de derechos subastados, y la transferencia de los derechos a una reserva de estabilidad del mercado. A este respecto, la revisión de la Directiva RCDE UE⁶ anunciada en 2018 conllevaba una reducción sustancial del excedente de derechos de emisión.

Cuadro A
Las cuatro fases del RCDE UE

FASE 1: 2005-2007	FASE 2: 2008-2012
<ul style="list-style-type: none"> • Ámbito geográfico: UE-27 • Límite: sin senda de reducción • Derechos de emisión: gratuitos • Sectores: energía y calor, refinerías de petróleo, coquerías, industria siderúrgica, producción de cemento, vidrio, cal, ladrillos, cerámica, pasta de papel, papel y cartón • Caracterizada por el exceso de oferta de derechos de emisión con desplome de los precios a cero al final de la fase 	<ul style="list-style-type: none"> • Ámbito geográfico: UE-27 + Noruega, Islandia y Liechtenstein • Límite: sin senda de reducción • Derechos de emisión: principalmente gratuitos • Sectores: incorporación del sector de aviación en 2012 • La crisis financiera de 2008 redujo la actividad industrial y las emisiones de los países de la UE, lo que generó un desequilibrio entre la demanda y la oferta

⁴ Para información más detallada sobre el RCDE UE, véanse los informes sobre el mercado de derechos de emisión publicados anualmente por la Comisión Europea.

⁵ Para más información sobre la evolución del RCDE UE, véase «[Development of EU ETS \(2005-2020\)](#)», Comisión Europea.

⁶ [Directiva \(UE\) 2018/410 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2018, por la que se modifica la Directiva 2003/87/CE para intensificar las reducciones de emisiones de forma eficaz en relación con los costes y facilitar las inversiones en tecnologías hipocarbónicas, así como la Decisión \(UE\) 2015/1814 \(DO L 76 de 19.3.2018, p. 3\)](#). Véase también [Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre de 2003, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo \(DO L 275 de 25.10.2003, p. 32\)](#).

FASE 3: 2013-2020	FASE 4: 2021-2030
<ul style="list-style-type: none"> • Ámbito geográfico: incorporación de Croacia al RCDE UE • Límite: reducción del 1,74 % anual del límite en toda la UE • Derechos de emisión: transición progresiva hacia las subastas; distribución de los derechos de emisión gratuitos a través de parámetros de referencia armonizados (las empresas «más ecológicas» reciben derechos gratuitos) • Sectores: inclusión de instalaciones de captura y almacenamiento de carbono, producción de productos petroquímicos, amoníaco, metales ferrosos y no ferrosos, yeso, aluminio y ácidos nítricos, adípicos y glioxílicos (con diversos umbrales) • Introducción de mecanismos de mercado para corregir los desequilibrios entre la demanda y la oferta (aplazamiento del volumen excesivo de derechos de emisión hasta 2019-2020, transferencia de los derechos no asignados a una reserva de estabilidad del mercado) • Entrada en vigor de la Directiva RCDE UE revisada para la cuarta fase 	<p>Vigente:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ámbito geográfico: retirada del Reino Unido del RCDE UE • Límite: aumento del 1,74 % al 2,2 % del factor de reducción anual • Duplicación de la introducción de derechos de emisión en la reserva de estabilidad del mercado (del 12 % al 24 %) hasta 2023 • A partir de 2023 se limitan los derechos de emisión mantenidos en la reserva de estabilidad del mercado, los volúmenes excedentes quedan anulados <p>Propuesta del paquete «Objetivo 55»:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Límite: aumento del factor de reducción del 2,2 % al 4,2 % • Derechos de emisión: mantenimiento de la condicionalidad de los derechos de emisión gratuitos basados en los esfuerzos de descarbonización; reducción gradual de los derechos de emisión gratuitos • Sectores: inclusión del transporte marítimo en el RCDE UE • Introducción de un sistema independiente de comercio de emisiones para las emisiones de los edificios y del transporte • Mantenimiento de la introducción de derechos de emisión en la reserva de estabilidad del mercado en el 24 %

El precio de los derechos de emisión negociados conforme al RCDE UE ha aumentado de 8 euros por tonelada equivalente de CO₂ a principios de 2018 a alrededor de 60 euros más recientemente (gráfico A). Entre los factores destacados que han determinado el precio a medio plazo se incluyen la introducción de la reserva de estabilidad del mercado y la reducción más rápida del volumen de derechos de emisión de la UE a disposición de las empresas incluidas en el RCDE UE. Además, como se ha mencionado anteriormente, la revisión de 2018 de la Directiva RCDE UE —en la que se estableció el marco para el cuarto período de comercio de 2021 a 2030— parece haber aumentado la credibilidad del sistema. Más recientemente se ha observado un cambio hacia políticas climáticas más estrictas a escala mundial y es probable que esto, junto con la posibilidad de que la asignación gratuita de derechos de emisión finalice de manera anticipada, como se indica en el paquete «Objetivo 55», haya contribuido al alza de los precios. El anuncio del Pacto Verde Europeo⁷ y los consiguientes aplazamientos de las subastas del RCDE UE en 2021 también favorecieron los incrementos de los precios. Aparte de estos cambios en el diseño del mercado, la acusada subida de los precios también puede reflejar un aumento de la demanda energética como consecuencia de los patrones meteorológicos y de la reapertura de la economía tras la finalización de las restricciones relacionadas con la pandemia de coronavirus (COVID-19), así como la especulación por parte de algunos agentes del mercado que están tomando posiciones largas en el mercado del RCDE UE en previsión de nuevos incrementos de los precios en los próximos meses. Hasta ahora, los precios de los futuros se han mantenido relativamente estables, aunque su evolución ha sido ligeramente ascendente. Ello se debe, sobre todo, a que los excedentes de derechos de emisión pueden conservarse para cubrir necesidades futuras, lo que genera un vínculo estrecho entre los precios al contado y los de los futuros. El coste de almacenamiento de estos derechos es reducido y la conservación de los derechos no

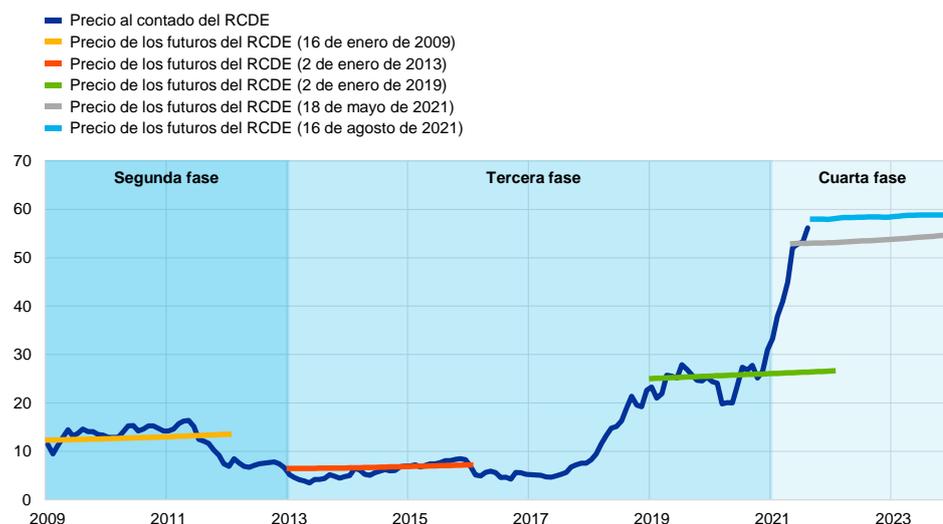
⁷ Véase «Un Pacto Verde Europeo», Comisión Europea.

ofrece beneficios aparentes como en el caso de las mercancías físicas. Por lo tanto, la principal diferencia entre un derecho de emisión al contado y a futuro es el coste de oportunidad del precio abonado por el derecho de emisión al contado⁸.

Gráfico A

Derechos de emisión de la UE: precios al contado y de los futuros del RCDE

(euros por tonelada métrica)



Fuentes: Refinitiv, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Los precios anuales de los futuros en el RCDE UE se calculan como medias de los precios trimestrales de los futuros en un año determinado. La última observación corresponde a agosto de 2021 para los precios al contado en el RCDE UE (datos mensuales) y a diciembre de 2023 para los precios de los futuros en el RCDE UE (datos trimestrales).

Hasta ahora, es probable que los precios de los derechos de emisión solo hayan afectado a la inflación del componente energético del IAPC —en particular a los precios de la electricidad— como consecuencia de los derechos de emisión gratuitos en otros sectores y de que la cobertura sectorial todavía es limitada. En 2020, en los distintos países, la mayoría de los derechos de emisión de plantas industriales del sector manufacturero y del sector de aviación del EEE se asignaron de forma gratuita, mientras que el grueso de los derechos de emisión procedentes de la combustión de carburantes fósiles se subastó (gráfico B). Se considera que el reciente repunte de los precios de los derechos de emisión es una de las causas de las subidas que han experimentado últimamente los precios de la electricidad en algunos países de la zona del euro. Este es el caso, en particular, cuando los precios de la electricidad no están regulados, o lo están solo en parte, y cuando los hogares optan por tarifas

⁸ Es posible que la inclinación de la pendiente de la curva cambie en el futuro. Esto podría suceder, por ejemplo, si el rendimiento ventajoso, que en la actualidad es ligeramente negativo, pasara a ser más negativo. Este podría ser el caso si los titulares de derechos de emisión físicos estuvieran preocupados por las modificaciones de las normas que reducen el valor de esos derechos, pero no el de los contratos de futuros. Un motivo de inquietud que parecen tener algunos participantes del mercado a este respecto es que los reguladores podrían restringir el derecho a trasladar los derechos de emisión de un año al siguiente. Véase también D. Bredin y J. Parsons, «Why is Spot Carbon so Cheap and Future Carbon so Dear? The Term Structure of Carbon Prices», *The Energy Journal*, vol. 37, n.º 3, 2016.

variables⁹. En otros países es posible que estos precios reaccionen con un desfase porque los precios están regulados o que se vean menos afectados debido al uso de fuentes de generación de la electricidad bajas en emisiones de carbono¹⁰. A más largo plazo, el efecto directo de los precios de los derechos de emisión en la inflación también dependerá del ritmo de la descarbonización, incluida la transición de una electricidad obtenida de combustibles fósiles intensivos en carbono a electricidad generada por fuentes neutras en carbono. Según datos de Eurostat, el uso de combustibles fósiles para producir electricidad en la UE disminuyó desde alrededor del 45 % en 2018 hasta el 40 % en 2020, pero este porcentaje varió de forma considerable entre países. Con todo, este año, la generación de electricidad por centrales de carbón ha aumentado, pese al alza de los precios de los derechos de emisión, lo que probablemente refleje los elevados precios del gas en la actualidad. En general, el riesgo de que los precios de los derechos de emisión en el RCDE UE vigente puedan plasmarse en un incremento significativo de la inflación general a corto plazo parece ser limitado porque, por el momento, el principal afectado ha sido el componente energético del IAPC.

De cara al futuro, y en línea con el plan de actuación del BCE anunciado recientemente, será necesario explorar con más detalle las implicaciones de estas y otras políticas de mitigación del cambio climático para la inflación y el producto. Para ello será preciso seguir desarrollando modelos macroeconómicos, que serán fundamentales para servir de apoyo a la ejecución de la política monetaria.

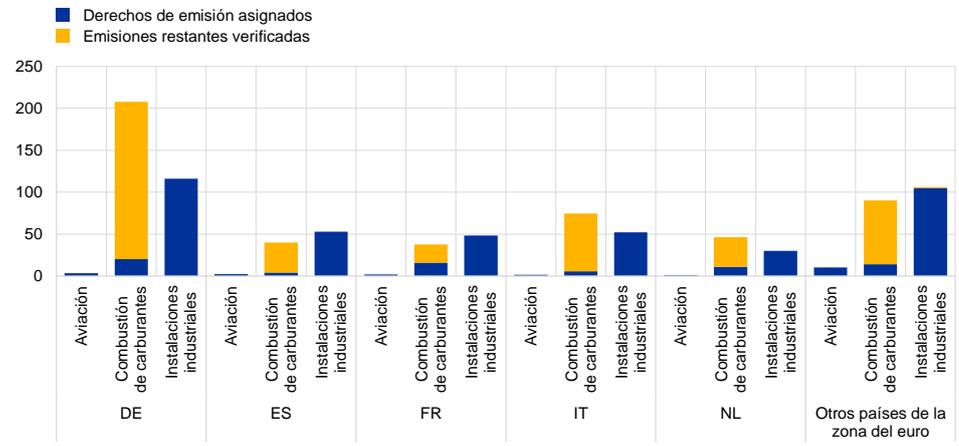
⁹ Véase M. Pacce, I. Sánchez y M. Suárez-Varela, «El papel del coste de los derechos de emisión de CO₂ y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España», *Documento Ocasional*, n.º 2120, Banco de España, 2021.

¹⁰ El porcentaje de electricidad generado por fuentes de energía renovables bajas en carbono o nucleares varía sustancialmente entre los distintos países de la zona del euro y, en consecuencia, también cambia la proporción de electricidad obtenida de combustibles fósiles. Véase, por ejemplo, *Energy, transport and environment statistics*, Eurostat, 2020.

Gráfico B

Derechos de emisión asignados y emisiones restantes para las que se deben adquirir derechos, por sector

(millones de toneladas equivalentes de CO₂, 2020)



Fuentes: Agencia Europea de Medio Ambiente y cálculos del BCE.

Notas: Las emisiones restantes verificadas se calculan restando los derechos de emisión asignados del total de emisiones verificadas. Las emisiones de instalaciones industriales son la suma de las emisiones de todos los sectores industriales incluidos. La cobertura de las emisiones verificadas por derechos asignados varía entre los sectores industriales: las emisiones de algunos sectores no están plenamente cubiertas por los derechos asignados, mientras que las de otros son inferiores a tales derechos.

Artículos

1 Horas trabajadas en la zona del euro

Vasco Botelho, Agostino Consolo y António Dias da Silva

Introducción

En este artículo se analiza la evolución de las horas trabajadas por persona ocupada en la zona del euro a la luz de su relevancia para la contribución del factor trabajo a la producción de bienes y servicios y para la capacidad del mercado laboral de adaptarse a la evolución macroeconómica¹. En primer lugar, se examinan los factores que explican el descenso tendencial de las horas trabajadas por trabajador durante los últimos 25 años. A continuación, se considera la importancia de las horas trabajadas por persona ocupada para el ajuste del mercado laboral durante las fases de expansión y recuperación de la economía. La disminución a largo plazo de las horas por empleado puede afectar al factor trabajo, en función de su interacción con la tasa de actividad. Las fluctuaciones cíclicas de las horas trabajadas por ocupado aportan flexibilidad durante las fases de desaceleración, dado que las empresas pueden ajustar sus costes laborales reduciendo las horas en lugar del empleo (retención de mano de obra) si se producen perturbaciones adversas para su rentabilidad. La contribución de las horas medias al ajuste cíclico afecta a la medición de la fortaleza y de la holgura del mercado de trabajo. Esta es un determinante importante de la dinámica de la inflación salarial y de los precios, lo que la hace relevante para la ejecución de la política monetaria.

La caída del número de horas trabajadas por persona ocupada es un fenómeno secular. Entre 1870 y 1973, las horas anuales por trabajador se redujeron en más de mil en Francia, Alemania, Italia y Países Bajos². En otros países, como Australia, Canadá, Japón, Reino Unido y Estados Unidos, la evolución fue similar. Después de 1973, el ritmo de descenso se ralentizó ligeramente y la disparidad entre países aumentó. Esta caída estructural obedece a varias razones,

¹ En este artículo se utilizan dos fuentes principales de datos para las horas trabajadas por persona ocupada. La primera es el conjunto de datos de las cuentas nacionales de Eurostat, que contiene información sobre el empleo total y el número total de horas trabajadas. Las horas trabajadas por trabajador se calculan dividiendo el total de horas trabajadas por el empleo total. La segunda fuente es la encuesta de población activa de la Unión Europea (EU-LFS, por sus siglas en inglés). Esta encuesta recoge datos sobre el «número de horas habitualmente trabajadas por semana» y el «número de horas efectivamente trabajadas durante la semana de referencia». El primer indicador abarca todas las horas, incluidas las extraordinarias (remuneradas o no), que una persona trabaja normalmente. El número de horas efectivamente trabajadas durante la semana de referencia comprende todas las horas, incluidas las extraordinarias, con independencia de si fueron remuneradas o no.

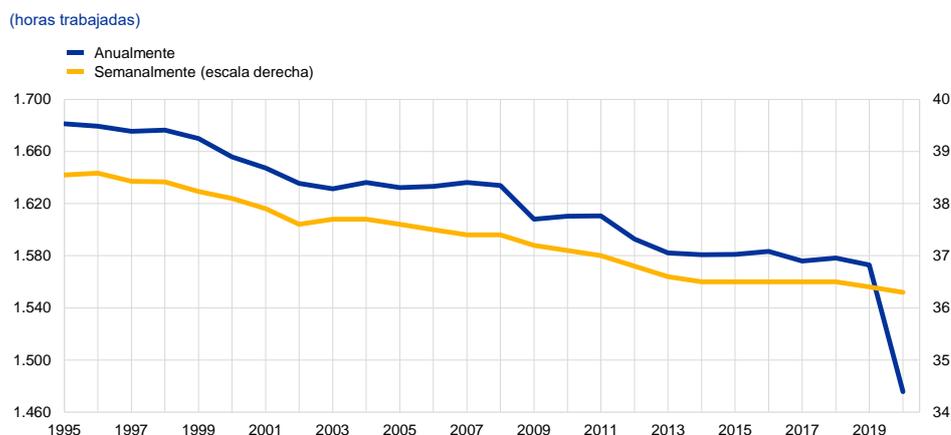
² Datos recopilados en A. Maddison, *The World Economy: A Millennial Perspective*, OCDE, 2001. Más concretamente, las horas anuales trabajadas por persona ocupada en 1870 eran 2.945 en Francia, 2.841 en Alemania, 2.886 en Italia y 2.964 en Países Bajos. Para 1973, las horas trabajadas habían disminuido hasta 1.771 en Francia, 1.804 en Alemania, 1.612 en Italia y 1.751 en Países Bajos.

con los avances tecnológicos como factor común o incluso como desencadenante³. De hecho, el progreso de la tecnología durante los últimos 150 años cambió la naturaleza de la actividad productiva y dio lugar a la creación de numerosos puestos de trabajo en el sector de servicios. El rápido aumento de la productividad permitió la subida de los salarios y la reducción del coste de las actividades de ocio, alterando la distribución óptima del tiempo entre el trabajo y el ocio. Este artículo se centra en los últimos 25 años para efectuar un análisis detallado de la evolución de las horas trabajadas por persona ocupada en la zona del euro.

Entre 1995 y 2019, las horas anuales trabajadas por trabajador en la zona del euro se redujeron en más de cien. Las horas semanales trabajadas por persona ocupada en la zona del euro pasaron de 38,6 en 1995 a 36,4 en 2019 (gráfico 1). En 2020, las horas por trabajador registraron un descenso especialmente acusado como consecuencia de la pandemia de coronavirus (COVID-19), aunque se espera que la mayor parte de esta caída sea temporal. Asimismo, la pandemia afectó al número de horas efectivamente trabajadas en la zona del euro, pero, en comparación con el período anterior, durante 2020 no produjo cambios significativos en la jornada semanal del trabajador medio.

Gráfico 1

Horas trabajadas por persona ocupada



Fuente: Cálculos de los autores basados en datos de Eurostat.

Notas: Véase en la primera nota a pie de página la definición de las dos medidas de horas trabajadas que se utilizan en este gráfico. La discrepancia observada en 2020 en la trayectoria de las horas trabajadas por persona ocupada entre los dos indicadores puede reflejar el impacto temporal de la pandemia de COVID-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro. La última observación corresponde a 2020.

El descenso de las horas trabajadas por persona ocupada en la zona del euro durante los últimos 25 años se asocia principalmente a las tendencias de la tasa de actividad y del trabajo a tiempo parcial. Desde una perspectiva teórica, la reducción de estas horas podría reflejar una disminución de las horas trabajadas a jornada completa o parcial, así como un aumento de la proporción de empleo a tiempo parcial. La principal causa del descenso de las horas por trabajador en la zona del euro durante los últimos 25 años es el incremento de la parcialidad. Desde

³ T. Boppart y P. Krusell, «Labor Supply in the Past, Present, and Future: A Balanced-Growth Perspective», *Journal of Political Economy*, vol. 128, n.º 1, 2020. Los autores sostienen que la clave de la disminución de las horas es que el efecto renta favorecido por la productividad supera ligeramente el efecto sustitución.

la perspectiva de los hogares, una tasa de actividad más elevada aumenta la renta agregada y puede dar lugar a un descenso de las horas trabajadas debido a efectos renta, es decir, los ingresos aumentan si en un hogar trabajan dos de sus miembros, y estos pueden decidir trabajar, en promedio, menos horas. Al mismo tiempo, es posible que los sistemas de tributación conjunta desincentiven la oferta de trabajo de los segundos perceptores de renta, lo que se traduciría en una mayor probabilidad de que estos últimos trabajen a tiempo parcial⁴. Las horas trabajadas por persona ocupada pueden reducirse como consecuencia tanto de los efectos renta como de los sistemas de tributación conjunta. Además, los cambios normativos y en las preferencias de los trabajadores también afectan a la jornada laboral. Por ejemplo, a las modificaciones en la regulación del tiempo de trabajo (como la introducción de la semana laboral de 35 horas en Francia a principios de la década de 2000) se han sumado cambios en las preferencias que llevan a los trabajadores a solicitar una reducción de las horas semanales trabajadas en lugar de negociar subidas salariales⁵. El aumento de la tasa de actividad y de la parcialidad ha estado determinado principalmente por una mayor tasa de actividad femenina, dado que las mujeres son más propensas a aceptar trabajos a tiempo parcial. El incremento de la participación laboral de la mujer se debe, en parte, al desplazamiento de la producción del hogar a la economía de mercado (lo que se denomina «comercialización de la producción del hogar»), un fenómeno que se considera que, en Europa, se ha producido más tarde y en menor magnitud que en Estados Unidos⁶.

La evolución de las horas trabajadas por persona ocupada es importante para medir la fortaleza del mercado de trabajo de la zona del euro durante el ciclo económico. Las consecuencias de la crisis financiera global y de la crisis de deuda soberana de la zona del euro han tenido un efecto duradero sobre el factor trabajo medido por el total de horas trabajadas. Durante las crisis, la retención de mano de obra mediante la reducción de las horas trabajadas limitó el aumento del paro en la zona del euro. El ajuste de las horas trabajadas es una parte importante de cualquier análisis exhaustivo de la fortaleza y los tiempos de las recuperaciones del

⁴ Para consultar explicaciones sobre las horas trabajadas por persona ocupada basadas en la tributación, véanse, por ejemplo, E. C. Prescott, «[Why Do Americans Work So Much More Than Europeans?](#)», *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, vol. 28, n.º 1, 2004; L. Ohanian, A. Raffo y R. Rogerson, «[Long-term changes in labor supply and taxes: Evidence from OECD countries, 1956-2004](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 55, número 8, 2008, pp. 1353-1362, y A. Bick, B. Brüggemann, N. Fuchs-Schündeln y H. Paule-Paludkiewicz, «[Long-term changes in married couples' labor supply and taxes: Evidence from the US and Europe since the 1980s](#)», *Journal of International Economics*, vol. 118, número C, 2019, pp. 44-62. Véase también Z. Eckstein y K. I. Wolpin, «[Dynamic Labour Force Participation of Married Women and Endogenous Work Experience](#)», *Review of Economic Studies*, vol. 56, n.º 3, 1989, pp. 375-390.

⁵ Aquí se incluye más flexibilidad en términos de duración de la semana laboral y planificación de vacaciones. Otras normativas, como el Acuerdo marco sobre el trabajo a tiempo parcial (Directiva 97/81/CE), facilitaron el uso del trabajo a tiempo parcial.

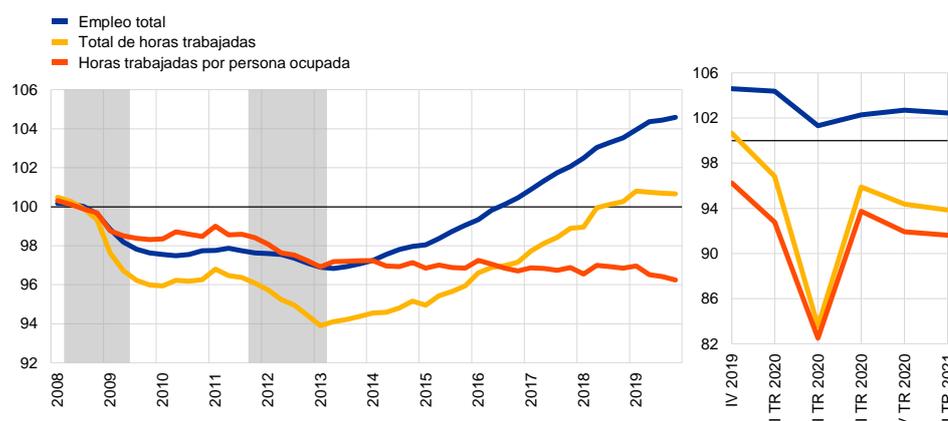
⁶ La comercialización de la producción del hogar se refiere al desplazamiento de la producción tradicional de los hogares al mercado. En este concepto se incluyen las tareas de preparación de las comidas, cuidado de niños o de personas mayores y limpieza del hogar. Véanse, por ejemplo, R. B. Freeman y R. Schettkat, «[Marketization of Household Production and the EU-US Gap in Work](#)», *Economic Policy*, vol. 20, n.º 41, 2005, pp. 5-50; L. Fang y C. McDaniel, «[Home hours in the United States and Europe](#)», *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 17, número 1, 2017, pp. 1-27, y B. Bridgman, G. Duernecker y B. Herrendorf, «[Structural transformation, marketization, and household production around the world](#)», *Journal of Development Economics*, vol. 133, número C, 2019, pp. 102-126.

mercado de trabajo, dado que es posible que la tasa de paro no refleje plenamente la situación de ese mercado. Por ejemplo, el número de horas trabajadas por trabajador adquirió incluso mayor importancia para la capacidad del mercado laboral de adaptarse a la pandemia de COVID-19, ya que los países de la zona del euro establecieron programas de mantenimiento de los puestos de trabajo con el fin de proteger el empleo (gráfico 2)⁷.

Grafico 2

Horas trabajadas y empleo desde la crisis financiera global

(índice, 2008 = 100)



Fuente: Cálculos de los autores basados en datos de Eurostat.

Notas: Las zonas sombreadas del panel izquierdo representan recesiones en la zona del euro según la definición del [Euro Area Business Cycle Dating Committee](#). Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2019 en el panel izquierdo y al primer trimestre de 2021 en el panel derecho.

Conclusiones

El análisis de las horas trabajadas por persona ocupada es importante para explicar tanto las tendencias de largo plazo como las fluctuaciones cíclicas del mercado de trabajo de la zona del euro. La tendencia secular a la reducción de las horas trabajadas por trabajador se asocia principalmente a los avances tecnológicos, a los cambios sectoriales hacia el sector de servicios, a las modificaciones de las normativas laborales y fiscales, y al incremento de la tasa de actividad y de la preferencia por el empleo a tiempo parcial. Al mismo tiempo, las variaciones cíclicas de las horas trabajadas por persona ocupada han proporcionado un importante margen de flexibilidad al mercado laboral para resistir las perturbaciones adversas que han afectado a la rentabilidad de las empresas durante la crisis financiera global, la crisis de deuda soberana de la zona del euro y la pandemia de COVID-19.

Diversos factores contribuyen a explicar la reducción de las horas trabajadas por persona ocupada durante los últimos 25 años, pero la senda futura tras la pandemia es incierta. El aumento del trabajo autónomo y de la tasa de actividad de las mujeres, así como el consiguiente incremento de la parcialidad, explican parte

⁷ Véase el artículo titulado «[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

del descenso de las horas trabajadas por trabajador en los últimos 25 años. Si bien estas horas desempeñaron un papel fundamental como margen de ajuste durante la pandemia, sigue sin estar claro si se recuperarán y alcanzarán los niveles anteriores a la pandemia.

El ajuste cíclico de las horas trabajadas por persona ocupada es un rasgo distintivo de la zona del euro, de ahí su importancia para la evaluación del mercado laboral. Como consecuencia del uso de contratos a tiempo parcial y, más recientemente, de la aplicación generalizada de programas de mantenimiento del empleo, la medida convencional de paro no puede reflejar toda la infrautilización del trabajo en la zona del euro. Por tanto, es necesario que los análisis del mercado de trabajo incluyan el margen intensivo. Así pues, las horas trabajadas y la proporción de empleo a tiempo parcial (involuntario) son métricas importantes que complementan los indicadores convencionales del mercado laboral. Además, las horas trabajadas por empleado en la zona del euro tienden a reducirse con más rapidez durante las fases de desaceleración del ciclo y, posteriormente, no se recuperan del todo durante la fase alcista. El análisis en tiempo real se ha vuelto más difícil e incierto, dado que, en la dinámica de las horas trabajadas por persona ocupada, intervienen distintos factores permanentes y cíclicos, que pueden desdibujar las posibles secuelas de las recesiones.

La heterogeneidad del mercado de trabajo medida en términos de trabajadores a jornada completa y a tiempo parcial es un factor importante que afecta a la curva de Phillips. Al examinar la relación entre salarios y paro en la zona del euro, en Eser *et al.*⁸ se llega a la conclusión de que la sensibilidad de los salarios a la brecha de producción puede ser menor cuando hay muchas personas subempleadas o inactivas. Por consiguiente, valorar el margen intensivo y considerar las diferencias entre los tipos de empleo puede proporcionar una señal más clara de la fortaleza del mercado laboral, así como de las implicaciones para los salarios y la inflación. Asimismo, la heterogeneidad del mercado de trabajo es relevante para la desigualdad de la renta, en particular cuando las horas medias trabajadas o los trabajadores a tiempo parcial se ven afectados de forma más persistente después de una recesión económica. Los efectos de histéresis sobre las horas trabajadas pueden contribuir adicionalmente al aumento de la dispersión de la renta entre los trabajadores, como se sugiere también en Heathcote *et al.*⁹ con respecto a Estados Unidos.

La trayectoria futura de las horas trabajadas por persona ocupada es difícil de predecir, pero la combinación de factores parece indicar que se mantendrá la tendencia descendente. Es probable que el aumento esperado de la tasa de actividad de las mujeres y de los trabajadores de más edad presione a la baja las horas trabajadas por trabajador. El incremento del porcentaje de empleo en los servicios, un sector con mayores tasas de parcialidad, también puede traducirse en una disminución de las horas medias trabajadas. En cambio, la continua mejora de

⁸ Véase F. Eser, P. Karadi, P. R. Lane, L. Moretti y C. Osbat, «[The Phillips Curve at the ECB](#)», The Manchester School, 2020.

⁹ Véase J. Heathcote, F. Perri y G. L. Violante, «[The rise of US earnings inequality: Does the cycle drive the trend?](#)», *Review of Economic Dynamics*, vol. 37, suplemento 1, 2020, pp. S181-204.

la cualificación de la población activa puede moderar el descenso de las horas trabajadas por persona ocupada, dado que los que tienen un nivel de educación superior tienden a trabajar más horas en promedio. Las preferencias con respecto a la distribución del tiempo seguirán siendo un factor clave en la evolución de las horas trabajadas.

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

Francesca Barbiero, Miguel Boucinha y Lorenzo Burlon

Introducción

Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) desempeñan un papel esencial en el mantenimiento de unas condiciones de financiación bancaria favorables para los hogares y las empresas, por lo que contribuyen a que la inflación alcance el objetivo del BCE, fijado en el 2 % a medio plazo. Estas operaciones forman parte de un amplio conjunto de instrumentos complementarios de política monetaria, que incluyen compras de activos, tipos de interés negativos e indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*)¹. Desde su introducción en 2014, las TLTRO han facilitado la transmisión de la política monetaria incentivando la concesión de crédito al incorporar un objetivo específico y reduciendo el coste de la financiación bancaria, lo que ha sido fundamental para evitar el deterioro de las condiciones crediticias que se habría producido en caso contrario. La tercera serie de estas operaciones (TLTRO III) se puso en marcha a principios de 2019. El anuncio inicial de esta serie en marzo de 2019 ofreció tranquilidad a los mercados sobre la extensión de la TLTRO II existente. Las operaciones pretendían impedir que se produjeran «efectos de congestión» en los mercados de financiación bancaria que de otro modo se habrían materializado como consecuencia de la necesidad de sustituir la financiación obtenida en las TLTRO II próximas a finalizar. Las operaciones se recalibraron en septiembre de 2019, con el fin de mantener unas condiciones de crédito bancario ventajosas, asegurar el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y, por consiguiente, respaldar en mayor medida la orientación acomodaticia de dicha política. Desde que comenzó la crisis del coronavirus (COVID-19), la recalibración de esta herramienta fue —gracias a su diseño y a la función que desempeña el sistema bancario de la zona del euro en el citado mecanismo de transmisión— una parte integral de la respuesta del BCE para garantizar unas condiciones de financiación favorables para las empresas y los hogares durante la pandemia.

Las TLTRO III han proporcionado abundante liquidez a unos tipos de interés atractivos para atender las necesidades urgentes de liquidez de los hogares y las empresas provocadas por la pandemia. La respuesta de política monetaria del BCE a la crisis del COVID-19 consistió en dos herramientas principales. En primer lugar, las compras de activos contribuyeron a que las condiciones de financiación de la economía real fueran favorables en unos momentos de mayor incertidumbre, gracias tanto al incremento de la dotación del programa regular de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) como a la puesta en marcha del

¹ Véanse M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint Guilhem y J. Yiangou, *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*, Oxford University Press, 2021, y el artículo titulado «[The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). En segundo lugar, la recalibración de las operaciones TLTRO III vigentes ayudó a asegurar que los bancos dispusieran de financiación en condiciones ventajosas para facilitar el acceso al crédito por parte de las empresas y los hogares². Las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno el 12 de marzo³ y el 30 de abril⁴ de 2020 han garantizado la transmisión de la política monetaria a través de los bancos en una época de elevada incertidumbre y de considerables necesidades de liquidez incrementando el importe máximo de la financiación que estos podían obtener en las TLTRO III del 30 % al 50 % de los préstamos computables (lo que proporcionó un margen adicional de alrededor de 1,2 billones de euros) y reduciendo el tipo de interés aplicado a estas operaciones, hasta un nivel tan bajo como el -1 % hasta junio de 2021 para los bancos que cumplieran los requisitos para la concesión de préstamos. Estas decisiones también permitieron ampliar el conjunto de activos admisibles como garantía de la financiación obtenida en las TLTRO III y ofrecer mayor flexibilidad a las entidades de crédito en cuanto a opciones de reembolso y modalidades de participación en las distintas operaciones. Como consecuencia de las decisiones del Consejo de Gobierno del 10 de diciembre de 2020⁵, el importe máximo de la financiación se aumentó hasta el 55 % de los préstamos computables y el plazo durante el que los bancos podían garantizarse un tipo de interés tan bajo como el -1 % se prorrogó hasta junio de 2022, a condición de que cumplan requisitos adicionales para la concesión de préstamos hasta el final de 2021. Ello sirvió para proteger las condiciones de financiación de los efectos dominó derivados de la pandemia.

La magnitud de la perturbación causada por la pandemia, la amplia respuesta de política monetaria y el atractivo diseño de las TLTRO (después de varias recalibraciones) se plasmaron en una de las mayores inyecciones directas de liquidez del BCE al sector bancario de la zona del euro, que elevó la financiación total recibida a 2,2 billones de euros en junio de 2021; de este modo se proporcionó un apoyo sustancial a la zona del euro durante todo el período de la pandemia. Las medidas de política monetaria adoptadas para amortiguar el impacto de la pandemia en la financiación obtenida se complementaron con el respaldo de las aplicadas en otras áreas de política, que abarcaron desde el ámbito micro- y macroprudencial (a través de medidas de relajación de los requerimientos de capital) hasta la política fiscal (mediante el uso extendido de avales públicos y de moratorias). Las favorables condiciones de las TLTRO, junto con la ampliación de los activos que podían aportarse como garantía (véase recuadro 1), el margen de capital y una demanda de préstamos que se vio reforzada por otras políticas, permitieron una extensa participación de las entidades de crédito de la zona del euro en el programa TLTRO III, la mayor observada hasta

² Los ajustes temporales del sistema de activos de garantía del BCE fueron un apoyo fundamental en la recalibración de las TLTRO III. Además, esta se complementó con la introducción de las operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés), con la disponibilidad temporal de operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento coincidente con la primera operación TLTRO III disponible tras las recalibraciones de marzo y abril de 2020 (denominadas OFPML puente [*bridge LTRO*]), y con el establecimiento de líneas *swap* y *repo* por parte de bancos centrales de todo el mundo que proporcionaron euros y otras divisas.

³ Para más detalles, véase [Nota de prensa del BCE de 12 de marzo de 2020](#).

⁴ Para más detalles, véase [Nota de prensa del BCE de 30 de abril de 2020](#).

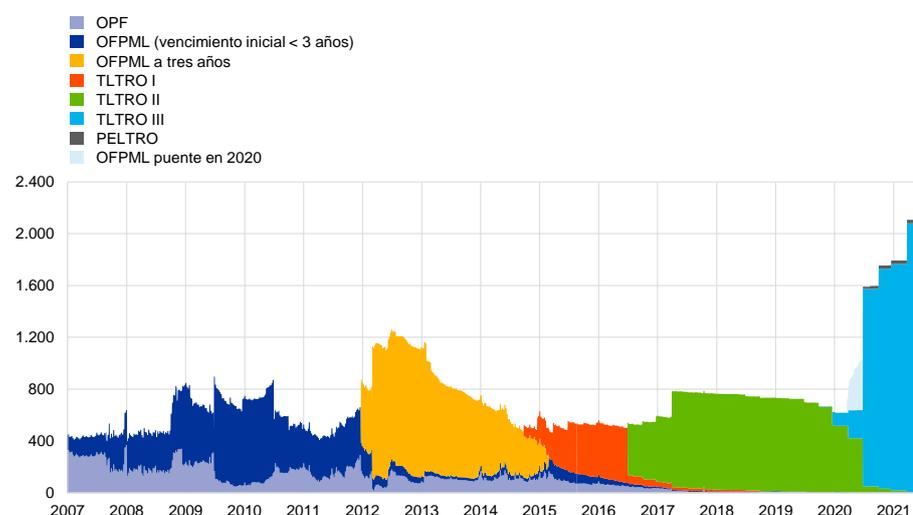
⁵ Para más detalles, véase [Nota de prensa del BCE de 10 de diciembre de 2020](#).

la fecha en las operaciones de financiación del Eurosistema. La financiación total recibida superó los 1,5 billones de euros después de la operación de junio de 2020 y, como consecuencia de las operaciones posteriores, se incrementó hasta los 2,2 billones de euros en junio de 2021 (gráfico 1). En este artículo se estudia de qué manera ha afectado esta modalidad de financiación a plazo más largo con objetivo específico del banco central a las condiciones del crédito bancario y se cuantifica este efecto.

Gráfico 1

Financiación obtenida del Eurosistema

(mm de euros)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la evolución de la financiación obtenida del Eurosistema desagregada por las distintas operaciones de financiación. «OPF» se refiere a las operaciones principales de financiación; «OFPML (vencimiento inicial < 3 años)» a las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento inicial inferior a tres años, y «OFPML a tres años» a las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento inicial a tres años. «TLTRO I», «TLTRO II» y «TLTRO III» son los tres programas de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico. «PELTRO» se refiere a las operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia, y «OFPML puente en 2020» a las operaciones de financiación a plazo más largo introducidas para cubrir las necesidades de liquidez entre el anuncio de la recalibración de las TLTRO en marzo de 2020 y la primera operación posterior en junio de 2020.

El artículo se organiza como sigue. El recuadro 1 arroja luz sobre el papel de las medidas de relajación de los criterios de admisión de los activos de garantía. En la sección 2 se explica cómo se transmite el estímulo proporcionado por las TLTRO III a los prestatarios finales a través de los bancos. El recuadro 2 se centra en el impacto del programa en los tipos de interés del mercado monetario. En la sección 3 se documenta hasta qué punto han contribuido las TLTRO III a la relajación de las condiciones del crédito bancario, considerando su eficiencia frente a otras medidas de política y la posibilidad de que se produzcan efectos secundarios. En el recuadro 3 se analiza el impacto de las TLTRO III en el exceso de liquidez, y en la sección 4 se presentan las principales conclusiones del artículo.

Conclusiones

Las TLTRO III han sido efectivas para proteger la transmisión de la política monetaria a través del canal bancario durante la pandemia. Las TLTRO

anteriores ya respaldaron las condiciones de financiación de los hogares y las empresas mucho antes de que la pandemia de COVID-19 afectara a la zona del euro. Las recalibraciones de las TLTRO III en la primera mitad de 2020 otorgaron un mayor papel al programa como baluarte fundamental contra el deterioro del mecanismo de transmisión de la política monetaria a través del canal bancario en un contexto de tensión financiera sin precedentes en el sistema bancario de la zona del euro. La mayor inyección de liquidez en la historia del BCE —en junio de 2020—, seguida de la amplia participación en las operaciones posteriores, ha proporcionado liquidez del banco central a tipos de interés atractivos a condición de que los bancos de la zona cumplan objetivos de concesión de crédito ambiciosos, pero alcanzables. El impulso procedente de las mejoras introducidas en las operaciones se transmitió de distintas maneras a las condiciones crediticias y trascendió los criterios de concesión explícitos recogidos en el programa. Ello ha contribuido a garantizar unas condiciones de financiación favorables para los hogares y las empresas durante la pandemia. Como el estímulo proporcionado a las condiciones crediticias a través de los bancos suele transmitirse con un desfase, el impacto final de las TLTRO aún no se ha materializado por completo.

No existe evidencia de que el estímulo proporcionado por las TLTRO se haya diluido o haya causado efectos secundarios importantes hasta ahora, ya que el programa interactúa de forma positiva con el paquete de medidas de política monetaria más amplio. Al brindar apoyo a los márgenes de los préstamos, el programa proporcionó a los bancos flexibilidad suficiente para conceder crédito al sector privado sin que necesariamente aumentaran sus riesgos, en especial en un contexto de demanda sin precedentes derivada de las necesidades urgentes de liquidez que experimentaron las empresas en las fases iniciales de la pandemia. Asimismo, se dispone de evidencia de que el diseño de las TLTRO garantizó que el estímulo llegara a los hogares y a las empresas como se pretendía, sin quedar excesivamente diluido por usos no justificados de los fondos, como la concesión de crédito a los Gobiernos. La eficacia de estas operaciones en la transmisión de las condiciones favorables a los sectores a los que se dirigían se vio notablemente respaldada por la contribución de otros instrumentos de política monetaria, como las compras de activos, la *forward guidance* y la política de tipos de interés negativos, así como las medidas de relajación de los criterios de admisión de los activos de garantía, que se aplicaron de forma simultánea a las TLTRO, y por la de otras áreas, como las políticas micro- y macroprudencial o la política fiscal, a través, por ejemplo, de la provisión de avales públicos.

Las TLTRO que ofrecen financiación condicionada a tipos de interés inferiores al tipo de la facilidad de depósito son un instrumento eficaz y flexible de la orientación acomodaticia de la política monetaria próxima al límite inferior efectivo, en especial en un entorno caracterizado por un alto grado de incertidumbre. El establecimiento de un objetivo específico es un rasgo fundamental de las operaciones, que incrementa los incentivos para que los bancos concedan préstamos. La fijación de un tipo de interés condicional en las TLTRO por debajo del tipo de la facilidad de depósito ha creado margen adicional para relajar las condiciones de financiación de las entidades de crédito en un entorno de tipos negativos y constituye un respaldo eficaz frente a tensiones en el acceso de los

bancos a la financiación de mercado. Además, el estrecho vínculo con el tipo de interés de la facilidad de depósito ha permitido que la política de tipos negativos continuara estimulando la concesión de préstamos, incluso cuando los tipos de los depósitos siguieron reduciéndose.

[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
2018	3,7	2,9	1,3	0,6	6,7	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,3	1,4	0,0	6,0	1,5	2,0	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,3	-3,4	-9,8	-4,7	2,3	-6,3	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2020 III TR	7,8	7,5	16,9	5,4	3,0	12,6	1,2	1,6	1,2	0,6	0,2	2,3	0,0
IV TR	1,9	1,1	1,3	2,8	2,6	-0,4	1,2	1,5	1,2	0,5	-0,8	0,1	-0,3
2021 I TR	0,8	1,5	-1,6	-1,1	0,6	-0,3	1,9	1,7	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1
II TR	.	1,6	4,8	0,5	1,3	2,2	3,8	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
2021 Mar	-	-	-	-	-	-	2,4	1,8	2,6	0,7	-0,4	0,4	1,3
Abr	-	-	-	-	-	-	3,4	2,4	4,2	1,5	-1,1	0,9	1,6
May	-	-	-	-	-	-	3,9	2,9	5,0	2,1	-0,8	1,3	2,0
Jun	-	-	-	-	-	-	4,1	3,2	5,4	2,5	-0,5	1,1	1,9
Jul	-	-	-	-	-	-	.	.	5,4	2,0	-0,3	1,0	2,2
Ago ³⁾	-	-	-	-	-	-	3,0

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)							Importaciones de mercancías ¹⁾				
	Índice PMI compuesto						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
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,2	5,5
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,5
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,6	-4,5	-4,7
2020 III TR	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	8,4	8,7	8,1
IV TR	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	4,6	4,9	4,2
2021 I TR	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,3	1,6	7,2
II TR	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	2,2	1,8	2,5
2021 Mar	55,3	59,7	56,4	49,9	53,1	53,2	53,6	55,9	51,7	4,3	1,6	7,2
Abr	57,5	63,5	60,7	51,0	54,7	53,8	54,4	58,5	53,3	4,3	1,7	7,2
May	59,0	68,7	62,9	48,8	53,8	57,1	54,4	60,5	53,6	4,4	2,7	6,1
Jun	56,1	63,7	62,2	48,9	50,6	59,5	52,9	57,2	51,7	2,2	1,8	2,5
Jul	54,9	59,9	59,2	48,8	53,1	60,2	53,2	55,5	51,4	.	.	.
Ago	51,3	55,4	54,8	45,5	47,2	59,0	50,7	51,5	49,5	.	.	.

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

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

2) Excluida la zona del euro.

2 Evolución financiera

2.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

	Zona del euro 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
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	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021 Feb	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,50	0,19	-0,09
Mar	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,49	0,19	-0,08
Apr	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,48	0,19	-0,07
May	-0,56	-0,48	-0,56	-0,54	-0,51	-0,48	0,15	-0,09
Jun	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,51	-0,48	0,13	-0,09
Jul	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,49	0,13	-0,08
Ago	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,12	-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	
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	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021 Feb	-0,61	-0,65	-0,67	-0,55	-0,25	0,41	1,33	0,78	-0,69	-0,66	-0,26	0,32
Mar	-0,64	-0,69	-0,72	-0,62	-0,28	0,41	1,68	0,82	-0,75	-0,73	-0,32	0,37
Abr	-0,63	-0,68	-0,70	-0,57	-0,18	0,50	1,57	0,80	-0,73	-0,70	-0,21	0,53
May	-0,63	-0,68	-0,69	-0,54	-0,15	0,53	1,54	0,75	-0,72	-0,67	-0,16	0,57
Jun	-0,65	-0,69	-0,70	-0,56	-0,20	0,49	1,40	0,68	-0,72	-0,68	-0,22	0,45
Jul	-0,66	-0,75	-0,80	-0,75	-0,44	0,31	1,16	0,52	-0,83	-0,86	-0,50	0,16
Ago	-0,68	-0,73	-0,77	-0,68	-0,39	0,34	1,24	0,56	-0,79	-0,79	-0,43	0,16

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	
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	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021 Feb	410,0	3.667,1	873,5	258,5	168,5	90,7	146,1	751,4	785,6	372,8	253,9	851,8	3.883,4	29.458,8
Mar	422,4	3.813,3	911,1	271,6	168,4	97,0	159,1	774,6	770,1	367,2	264,5	838,1	3.910,5	29.315,3
Abr	440,1	3.987,3	952,7	286,0	177,2	93,2	161,5	807,2	835,4	387,5	267,3	874,0	4.141,2	29.426,8
May	443,8	4.003,6	959,5	290,0	183,0	94,8	167,8	808,7	811,7	384,1	278,3	870,2	4.169,6	28.517,1
Jun	455,3	4.105,8	958,5	305,3	188,6	97,4	168,5	831,8	850,4	375,9	287,2	883,4	4.238,5	28.943,2
Jul	453,8	4.062,6	979,0	300,5	190,2	91,2	162,2	835,4	875,2	372,0	290,2	896,1	4.363,7	28.118,8
Ago	468,5	4.177,0	1.014,5	303,3	191,9	91,6	169,0	865,0	938,2	380,0	303,6	922,1	4.454,2	27.692,7

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	
2020 Ago	0,02	0,35	0,18	0,71	5,20	15,88	5,33	5,35	5,88	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40
Sep	0,02	0,35	0,19	0,70	5,23	15,86	5,08	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
Oct	0,02	0,35	0,20	0,69	5,18	15,82	5,14	5,26	5,80	2,03	1,37	1,56	1,27	1,36	1,64	1,36
Nov	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,78	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35
Dic	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,78	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32
2021 Ene	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,81	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,49	1,29	1,35	1,60	1,33
Feb	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,74	5,05	5,25	5,86	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,58	1,31
Mar	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,77	4,88	5,12	5,72	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31
Abr	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,16	5,17	5,78	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,59	1,31
May	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,75	5,16	5,31	5,93	2,04	1,32	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
Jun	0,01	0,34	0,16	0,59	4,88	15,70	5,16	5,15	5,77	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
Jul ^(p)	0,01	0,34	0,19	0,59	4,78	15,57	5,29	5,24	5,85	1,98	1,35	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32

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	
2020 Ago	0,00	-0,20	0,39	1,83	1,84	1,90	1,94	1,56	1,39	1,49	1,29	1,31	1,20	1,51
Sep	0,00	-0,20	0,26	1,88	1,91	2,10	1,94	1,54	1,43	1,49	1,22	1,31	1,31	1,51
Oct	0,00	-0,21	0,26	1,82	1,91	2,20	1,96	1,55	1,46	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
Nov	-0,01	-0,20	0,42	1,83	1,97	2,00	1,98	1,57	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
Dic	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,01	1,94	1,94	1,61	1,42	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021 Ene	-0,01	-0,14	0,39	1,84	2,14	2,00	1,92	1,61	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,50
Feb	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48
Mar	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,97	2,02	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
Abr	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,98	1,57	1,44	1,40	1,32	1,33	1,38	1,56
May	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,87	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46
Jun	-0,02	-0,31	0,27	1,84	1,89	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
Jul ^(p)	-0,02	-0,31	0,14	1,72	1,82	2,14	2,00	1,59	1,44	1,37	1,26	1,32	1,16	1,47

Fuente: BCE.

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

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

2 Evolución financiera

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas
Corto plazo														
2018	1.215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1.530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021 Ene	1.587	496	142	.	100	718	131	495	246	46	.	38	121	43
Feb	1.547	477	145	.	103	702	121	372	165	45	.	32	103	27
Mar	1.587	487	150	.	95	726	130	460	218	51	.	31	118	43
Abr	1.560	475	145	.	98	706	136	413	180	40	.	39	107	47
May	1.532	463	147	.	100	692	130	409	187	47	.	37	105	33
Jun	1.538	482	147	.	90	694	126	449	216	55	.	34	105	39
Largo plazo														
2018	15.745	3.688	3.162	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.313	3.817	3.398	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.201	3.892	3.126	.	1.451	8.006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 Ene	17.311	3.897	3.130	.	1.455	8.093	736	315	90	52	.	21	133	19
Feb	17.505	3.905	3.187	.	1.453	8.209	751	324	57	84	.	18	144	19
Mar	17.701	3.968	3.227	.	1.469	8.274	763	371	107	94	.	27	125	17
Abr	17.704	3.954	3.217	.	1.465	8.308	760	316	64	77	.	17	146	12
May	17.844	3.945	3.250	.	1.488	8.393	768	271	46	69	.	22	121	12
Jun	18.010	3.968	3.288	.	1.504	8.472	779	330	74	77	.	28	135	15

Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas				
Saldo vivo											
2018	16.960,6	4.190,4	3.332,3	.	1.318,6	7.445,8	673,5	7.024,3	465,0	1.099,2	5.460,1
2019	17.595,6	4.367,4	3.578,4	.	1.406,0	7.557,2	686,5	8.587,9	538,4	1.410,6	6.639,0
2020	18.730,5	4.347,3	3.270,9	.	1.548,7	8.720,3	843,3	8.448,7	469,3	1.321,5	6.658,0
2021 Ene	18.898,3	4.393,8	3.271,7	.	1.555,0	8.810,9	866,8	8.331,8	446,6	1.317,4	6.567,8
Feb	19.052,7	4.382,0	3.331,2	.	1.555,9	8.911,4	872,2	8.649,0	520,6	1.407,6	6.720,8
Mar	19.287,7	4.455,4	3.376,5	.	1.564,2	8.999,1	892,5	9.237,8	542,9	1.467,6	7.227,3
Abr	19.263,7	4.429,0	3.361,6	.	1.563,5	9.013,8	895,8	9.457,6	554,3	1.467,6	7.435,6
May	19.376,4	4.408,6	3.396,8	.	1.587,7	9.085,1	898,3	9.665,6	575,7	1.508,7	7.581,2
Jun	19.548,2	4.449,2	3.434,9	.	1.594,0	9.165,9	904,1	9.792,4	564,8	1.521,4	7.706,3
Tasa de crecimiento											
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,2	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	7,2	1,2	1,4	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,0	3,1	0,8
2021 Ene	7,2	0,4	1,5	.	11,7	11,3	25,5	1,3	-0,1	4,5	0,7
Feb	7,5	-0,3	2,8	.	10,8	11,8	25,1	1,5	-0,1	4,7	0,9
Mar	8,3	2,2	2,9	.	11,9	11,9	24,5	1,7	1,4	5,0	1,1
Abr	6,8	0,9	3,4	.	8,2	10,2	19,5	2,0	1,4	5,3	1,5
May	5,3	0,1	3,8	.	5,5	8,1	12,2	2,3	1,4	6,1	1,6
Jun	4,3	-0,4	3,1	.	4,3	6,6	9,6	2,5	1,8	6,4	1,7

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	Deflactor del PIB real	CLUM reales ²⁾	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	99,9	95,5	94,1	90,6	80,9	89,2	117,3	94,9
2019	98,1	93,1	92,9	88,8	79,1	86,6	115,4	92,3
2020	99,6	93,4	94,1	89,2	78,9	87,5	119,4	93,8
2020 III TR	101,1	94,7	95,3	90,0	79,0	87,9	121,7	95,4
IV TR	101,2	94,6	95,4	90,2	75,9	87,8	122,3	95,5
2021 I TR	100,7	94,6	95,2	89,8	75,1	87,5	121,7	95,3
II TR	100,5	94,1	95,0	.	.	.	121,9	94,9
2021 Mar	100,3	94,1	94,7	-	-	-	121,2	94,8
Abr	100,6	94,2	95,0	-	-	-	121,9	95,1
May	100,8	94,3	95,1	-	-	-	122,3	95,2
Jun	100,2	93,7	94,8	-	-	-	121,5	94,5
Jul	99,7	93,5	94,2	-	-	-	120,8	94,2
Ago	99,3	93,2	93,9	-	-	-	120,4	93,9
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2021 Ago	-0,3	-0,3	-0,4	-	-	-	-0,4	-0,3
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2021 Ago	-2,1	-1,7	-1,9	-	-	-	-1,7	-2,0

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
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
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2020 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
IV TR	7,901	7,559	26,667	7,443	360,472	124,607	4,505	0,903	4,8718	10,268	1,078	1,193
2021 I TR	7,808	7,572	26,070	7,437	361,206	127,806	4,546	0,874	4,8793	10,120	1,091	1,205
II TR	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206
2021 Mar	7,747	7,578	26,178	7,436	365,612	129,380	4,599	0,859	4,8884	10,169	1,106	1,190
Abr	7,805	7,568	25,924	7,437	360,583	130,489	4,561	0,865	4,9231	10,162	1,103	1,198
May	7,811	7,523	25,558	7,436	353,647	132,569	4,528	0,863	4,9250	10,147	1,097	1,215
Jun	7,739	7,498	25,454	7,436	349,937	132,631	4,501	0,859	4,9238	10,117	1,094	1,205
Jul	7,654	7,503	25,636	7,437	357,257	130,349	4,562	0,856	4,9255	10,198	1,086	1,182
Ago	7,624	7,496	25,470	7,437	351,843	129,284	4,569	0,853	4,9232	10,216	1,076	1,177
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2021 Ago	-0,4	-0,1	-0,6	0,0	-1,5	-0,8	0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,9	-0,4
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2021 Ago	-7,0	-0,2	-2,7	-0,1	0,8	3,1	3,8	-5,3	1,8	-0,9	-0,1	-0,5

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)												
2020 II TR	28.147,8	28.214,2	-66,5	11.309,8	9.464,6	9.868,7	11.969,9	-66,0	6.130,3	6.779,7	905,0	15.309,0
III TR	28.066,2	28.063,8	2,5	11.116,0	9.314,9	10.009,8	12.055,5	-91,9	6.122,8	6.693,4	909,6	15.148,3
IV TR	28.335,8	28.453,7	-118,0	10.976,2	9.408,4	10.700,4	12.347,1	-75,2	5.854,6	6.698,3	879,8	14.809,7
2021 I TR	29.619,9	29.737,7	-117,8	11.320,4	9.605,4	11.436,4	13.070,4	-115,2	6.128,8	7.061,9	849,5	15.416,3
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2021 I TR	259,8	260,9	-1,0	99,3	84,3	100,3	114,7	-1,0	53,8	61,9	7,5	135,2
Transacciones												
2020 III TR	184,7	86,7	98,0	24,7	-2,3	96,2	78,8	-31,8	92,3	10,3	3,4	-
IV TR	31,2	-94,7	125,8	-97,9	13,5	355,0	-239,9	-19,6	-208,4	131,8	2,1	-
2021 I TR	513,5	428,7	84,8	70,6	7,7	259,7	165,4	7,2	179,1	255,5	-3,0	-
II TR	215,2	119,3	95,9	-1,4	38,0	241,7	49,6	12,5	-45,1	31,6	7,5	-
2021 Ene	328,5	283,3	45,2	61,6	19,5	95,9	92,0	13,7	158,2	171,8	-0,9	-
Feb	119,8	101,0	18,8	21,5	4,9	84,2	-2,7	-1,0	16,7	98,8	-1,6	-
Mar	65,2	44,4	20,8	-12,5	-16,7	79,6	76,2	-5,6	4,2	-15,1	-0,5	-
Abr	209,2	208,4	0,8	38,8	13,9	62,2	46,0	4,6	102,9	148,5	0,7	-
May	84,6	47,9	36,7	19,1	12,4	64,9	-6,8	-2,3	1,6	42,3	1,4	-
Jun	-78,7	-137,1	58,4	-59,2	11,7	114,7	10,4	10,2	-149,6	-159,2	5,3	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2021 Jun	944,6	540,0	404,6	-4,0	56,9	952,6	53,8	-31,7	17,8	429,3	10,0	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2021 Jun	8,0	4,6	3,4	0,0	0,5	8,1	0,5	-0,3	0,2	3,6	0,1	-

Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾	
					Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Precios corrientes (mm de euros)												
2018	11.601,3	11.130,8	6.221,6	2.369,0	2.431,1	1.176,6	747,5	500,5	109,1	470,5	5.581,2	5.110,7
2019	11.976,8	11.568,0	6.375,6	2.456,4	2.647,2	1.247,0	772,3	621,2	88,8	408,8	5.764,1	5.355,4
2020	11.391,2	10.966,2	5.902,0	2.573,4	2.484,6	1.206,4	684,6	586,5	6,1	425,1	5.179,6	4.754,5
2020 III TR	2.915,4	2.775,1	1.529,3	649,2	619,3	309,1	180,2	128,1	-22,6	140,3	1.302,8	1.162,5
IV TR	2.924,1	2.784,5	1.485,8	660,6	639,3	316,0	184,0	137,5	-1,2	139,5	1.365,6	1.226,0
2021 I TR	2.936,6	2.804,3	1.473,2	662,3	642,7	322,1	186,0	132,9	26,1	132,3	1.396,0	1.263,7
II TR	3.006,7	2.883,3	1.535,3	669,4	656,1	332,3	188,2	133,7	22,5	123,4	1.452,1	1.328,7
en porcentaje del PIB												
2020	100,0	96,3	51,8	22,6	21,8	10,6	6,0	5,1	0,1	3,7	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2020 III TR	12,6	10,5	14,4	5,6	13,9	14,7	25,1	0,0	-	-	16,6	11,8
IV TR	-0,4	-0,3	-3,1	0,7	2,8	1,8	1,9	6,4	-	-	4,1	4,8
2021 I TR	-0,3	-0,4	-2,1	-0,5	-0,2	0,5	1,1	-3,7	-	-	0,7	0,4
II TR	2,2	2,3	3,7	1,2	1,1	1,3	0,7	1,3	-	-	2,2	2,3
tasas de variación interanual												
2018	1,9	1,8	1,5	1,1	3,0	3,8	3,8	0,4	-	-	3,6	3,7
2019	1,5	2,4	1,3	1,8	6,5	2,8	2,0	22,0	-	-	2,4	4,5
2020	-6,3	-6,2	-7,9	1,4	-7,2	-5,0	-12,2	-5,9	-	-	-9,0	-9,0
2020 III TR	-4,0	-4,2	-4,5	2,9	-4,2	-3,1	-8,1	-1,3	-	-	-8,6	-9,4
IV TR	-4,4	-6,5	-7,5	3,3	-10,2	-0,6	-4,9	-30,7	-	-	-4,8	-9,2
2021 I TR	-1,2	-3,9	-5,4	2,9	-6,2	2,7	6,1	-31,5	-	-	-0,5	-6,1
II TR	14,3	12,2	12,6	7,1	18,2	18,9	29,8	3,7	-	-	24,8	20,4
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2020 III TR	12,6	10,2	7,5	1,3	2,9	1,5	1,4	0,0	-1,6	2,4	-	-
IV TR	-0,4	-0,3	-1,6	0,2	0,6	0,2	0,1	0,3	0,6	-0,1	-	-
2021 I TR	-0,3	-0,4	-1,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,8	0,1	-	-
II TR	2,2	2,2	1,9	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,1	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2018	1,9	1,7	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
2019	1,5	2,3	0,7	0,4	1,3	0,3	0,1	0,9	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,3	-6,0	-4,2	0,3	-1,6	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2020 III TR	-4,0	-4,0	-2,4	0,6	-0,9	-0,3	-0,5	-0,1	-1,3	0,0	-	-
IV TR	-4,4	-6,3	-4,0	0,7	-2,4	-0,1	-0,3	-2,0	-0,6	1,9	-	-
2021 I TR	-1,2	-3,7	-2,8	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	-0,1	2,5	-	-
II TR	14,3	11,8	6,5	1,7	3,8	2,0	1,7	0,2	-0,2	2,5	-	-

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)												
2018	10.396,3	175,5	2.056,7	528,0	1.961,2	502,3	477,5	1.169,0	1.210,5	1.958,6	357,2	1.204,9
2019	10.735,3	179,2	2.096,6	563,3	2.036,9	531,8	480,4	1.204,7	1.250,3	2.023,9	368,2	1.241,5
2020	10.259,1	177,2	1.963,8	553,2	1.797,6	544,9	468,5	1.213,2	1.166,2	2.053,5	321,2	1.132,1
2020 III TR	2.624,8	44,3	504,0	142,6	473,3	140,0	116,8	305,9	294,4	519,7	83,8	290,7
IV TR	2.631,9	44,0	519,9	146,8	458,5	139,6	116,7	306,3	301,0	521,7	77,4	292,1
2021 I TR	2.646,6	44,3	531,9	146,2	453,2	141,8	118,8	307,1	303,5	522,8	77,0	290,1
II TR	2.699,1	45,5	535,0	149,8	477,9	145,4	117,3	309,7	307,5	529,6	81,3	307,7
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2020	100,0	1,7	19,1	5,4	17,5	5,3	4,6	11,8	11,4	20,0	3,1	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2020 III TR	12,5	0,9	16,3	15,1	23,3	7,7	2,7	3,0	11,8	9,4	23,8	13,3
IV TR	-0,4	0,4	3,4	2,1	-3,7	-0,7	-0,4	-0,4	1,7	-1,3	-11,5	-0,5
2021 I TR	0,1	-2,1	1,0	-1,0	-1,2	2,1	1,2	-0,3	0,6	0,0	-0,6	-3,4
II TR	1,9	1,1	0,5	1,1	4,8	2,4	0,3	1,0	1,5	1,7	6,6	4,8
<i>tasas de variación interanual</i>												
2018	1,9	-0,8	1,9	2,4	1,4	6,8	0,1	1,4	4,1	0,7	1,1	1,7
2019	1,5	1,9	0,3	2,0	2,3	5,2	0,6	1,6	1,5	1,0	1,7	1,5
2020	-6,3	-0,2	-6,9	-5,7	-13,3	1,1	-1,6	-1,0	-8,0	-2,6	-17,0	-6,8
2020 III TR	-4,0	0,5	-5,1	-3,7	-9,2	3,0	-1,0	-0,3	-7,3	0,4	-11,5	-3,6
IV TR	-4,4	-0,4	-1,3	-1,1	-12,4	1,3	-1,3	-1,1	-5,7	-1,2	-21,8	-4,1
2021 I TR	-1,3	0,1	3,3	0,7	-8,1	3,9	1,1	-0,2	-2,6	0,9	-16,5	-0,7
II TR	14,3	0,4	22,0	17,7	22,9	11,8	3,9	3,4	16,1	9,9	16,1	14,1
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2020 III TR	12,5	0,0	3,1	0,8	3,8	0,4	0,1	0,4	1,3	1,9	0,7	-
IV TR	-0,4	0,0	0,7	0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,4	-
2021 I TR	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
II TR	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,2	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2018	1,9	0,0	0,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,0	-
2019	1,5	0,0	0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,3	0,0	-1,3	-0,3	-2,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,9	-0,5	-0,6	-
2020 III TR	-4,0	0,0	-1,0	-0,2	-1,8	0,2	0,0	0,0	-0,9	0,1	-0,4	-
IV TR	-4,4	0,0	-0,2	-0,1	-2,3	0,1	-0,1	-0,1	-0,7	-0,2	-0,7	-
2021 I TR	-1,3	0,0	0,6	0,0	-1,5	0,2	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,6	-
II TR	14,3	0,0	4,1	0,9	3,7	0,7	0,2	0,4	1,8	2,0	0,5	-

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>													
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
<i>tasas de variación interanual</i>													
2018	1,5	1,8	0,1	-0,5	1,4	2,7	1,5	3,8	-1,0	2,0	2,8	1,3	0,2
2019	1,2	1,4	0,1	-1,8	1,1	2,1	1,2	3,3	-0,4	1,5	1,2	1,5	0,5
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-3,1	-1,9	0,7	-3,6	1,4	-0,7	-0,1	-2,3	0,8	-3,3
2020 III TR	-2,0	-2,0	-1,9	-2,9	-2,7	1,0	-4,2	1,0	-0,8	0,5	-3,3	0,7	-3,5
IV TR	-1,8	-1,8	-1,4	-2,2	-2,4	0,8	-4,6	1,5	-0,6	1,0	-2,1	1,0	-3,7
2021 I TR	-1,8	-1,9	-1,3	-0,4	-2,2	1,5	-5,6	2,3	-0,7	0,9	-1,6	1,3	-4,9
II TR	1,9	2,2	0,0	3,1	-0,4	4,8	0,3	4,5	0,5	1,6	4,4	2,4	1,5
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2018	100,0	81,0	19,0	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	13,8	21,8	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,0	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,2	5,7
<i>tasas de variación interanual</i>													
2018	1,7	2,0	0,0	0,0	1,3	3,4	1,4	3,9	-0,9	2,6	3,2	1,3	0,4
2019	1,0	1,3	-0,3	-2,7	0,6	1,9	1,0	3,5	-0,2	1,8	1,0	1,6	0,5
2020	-7,7	-6,9	-11,0	-3,7	-7,4	-6,3	-13,6	-1,8	-2,9	-6,5	-7,8	-2,0	-13,1
2020 III TR	-4,6	-4,5	-5,4	-2,1	-5,6	-0,8	-8,8	-2,0	-1,9	-2,9	-6,5	0,0	-5,7
IV TR	-6,2	-5,6	-8,6	-2,4	-5,4	-2,8	-13,1	-0,5	-1,6	-2,9	-5,4	-0,7	-11,9
2021 I TR	-2,9	-3,1	-2,0	1,8	-1,3	5,0	-11,4	2,0	0,6	2,4	-1,8	2,0	-8,6
II TR	16,1	14,9	21,6	6,9	15,0	24,9	23,2	11,6	5,6	18,0	18,1	8,3	24,3
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2018	0,1	0,2	-0,1	0,5	-0,1	0,7	-0,1	0,1	0,1	0,6	0,4	-0,1	0,2
2019	-0,2	-0,1	-0,4	-0,9	-0,5	-0,1	-0,3	0,2	0,1	0,3	-0,2	0,0	0,0
2020	-6,3	-5,5	-9,4	-0,6	-5,7	-6,9	-10,4	-3,1	-2,2	-6,4	-5,6	-2,8	-10,1
2020 III TR	-2,7	-2,5	-3,5	0,9	-3,0	-1,8	-4,8	-3,0	-1,1	-3,3	-3,3	-0,7	-2,2
IV TR	-4,5	-3,9	-7,2	-0,1	-3,1	-3,6	-8,9	-2,0	-1,1	-3,9	-3,4	-1,7	-8,5
2021 I TR	-1,1	-1,2	-0,7	2,1	0,9	3,4	-6,1	-0,2	1,2	1,5	-0,1	0,7	-3,9
II TR	13,9	12,4	21,7	3,7	15,4	19,2	22,8	6,8	5,1	16,1	13,2	5,7	22,5

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 2020			100,0		80,6		19,4		51,4		48,6			
2018	163,438	3,9	13,380	8,2	3,8	10,913	7,3	2,467	17,2	6,879	7,9	6,501	8,6	2,1
2019	164,209	3,6	12,406	7,6	3,3	10,102	6,7	2,304	16,0	6,352	7,2	6,054	7,9	2,2
2020	162,523	3,6	12,743	7,8	3,0	10,266	6,9	2,477	17,7	6,553	7,6	6,189	8,2	1,7
2020 III TR	163,000	3,7	13,832	8,5	3,1	11,127	7,5	2,706	19,2	7,096	8,2	6,737	8,9	1,7
IV TR	163,169	3,6	13,144	8,1	3,2	10,665	7,1	2,479	17,9	6,756	7,8	6,388	8,4	1,9
2021 I TR	162,171	3,7	13,643	8,4	3,2	10,985	7,4	2,658	18,7	6,932	8,0	6,711	8,9	2,1
II TR	.	.	13,043	8,0	.	10,471	7,0	2,572	17,9	6,577	7,5	6,467	8,5	2,1
2021 Feb	-	-	13,161	8,1	-	10,596	7,2	2,566	18,5	6,772	7,8	6,390	8,5	-
Mar	-	-	13,070	8,1	-	10,480	7,1	2,589	18,4	6,610	7,6	6,460	8,6	-
Abr	-	-	13,321	8,2	-	10,652	7,2	2,669	18,7	6,715	7,7	6,605	8,7	-
May	-	-	13,124	8,0	-	10,557	7,1	2,567	17,9	6,639	7,6	6,485	8,5	-
Jun	-	-	12,684	7,8	-	10,205	6,8	2,479	17,2	6,375	7,3	6,309	8,3	-
Jul	-	-	12,334	7,6	-	9,995	6,7	2,339	16,5	6,152	7,1	6,182	8,1	-

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													
2018	0,8	1,1	0,6	1,2	1,5	-1,4	1,7	2,7	1,6	1,4	2,0	0,7	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	-4,3	2,4	1,0	3,7	0,8	1,8
2020	-8,6	-9,0	-7,4	-13,2	-4,7	-5,2	-5,8	-10,7	-0,9	3,6	-2,4	-14,4	-25,0
2020 III TR	-6,8	-7,2	-5,6	-11,8	-2,1	-4,1	-2,3	-7,7	2,5	2,5	3,7	-4,9	-6,9
IV TR	-1,5	-1,6	1,5	-3,3	-2,6	-1,8	-1,1	-1,7	1,5	4,5	1,3	-13,8	-9,2
2021 I TR	3,5	3,6	4,9	5,1	0,4	0,6	3,0	6,8	2,4	2,6	3,2	-5,2	3,4
II TR	22,1	23,8	25,3	29,0	16,5	7,6	16,5	45,6	11,7	1,9	18,5	29,4	53,8
2021 Feb	-1,8	-2,0	-0,7	-2,7	-2,7	-2,2	-5,2	1,3	-1,3	2,6	-3,2	-11,9	-20,8
Mar	12,0	12,8	13,9	17,3	6,5	4,0	20,0	23,5	13,8	-0,4	28,0	18,6	88,2
Abr	39,7	42,9	38,6	64,6	26,2	13,7	45,6	68,9	23,6	3,8	42,8	62,1	262,5
May	20,6	22,4	23,9	27,4	14,5	6,2	12,2	47,6	8,6	0,2	14,0	28,3	49,5
Jun	9,7	10,5	15,7	6,3	10,4	2,9	2,8	26,8	5,4	1,9	7,1	11,6	5,4
Jul	.	.	.	.	.	.	.	28,0	3,1	1,1	4,8	0,6	.
tasas de variación intermensual (d.)													
2021 Feb	-1,2	-1,1	-0,9	-2,5	0,5	-1,6	-1,8	1,4	4,3	-0,6	8,9	4,7	-1,1
Mar	0,6	0,7	0,9	-0,4	2,7	1,6	4,0	3,3	4,1	2,0	6,2	-0,8	0,2
Apr	0,7	0,6	0,8	0,9	2,1	2,0	-0,2	3,1	-3,8	-1,6	-6,0	-1,0	-0,4
May	-1,1	-0,8	-0,1	-2,5	-1,7	-2,5	-0,4	-1,4	4,1	-0,6	8,2	8,1	1,7
Jun	-0,3	-0,4	0,1	-1,5	1,2	-0,6	-1,7	3,6	1,8	-1,2	3,4	2,7	-0,6
Jul	.	.	.	.	.	.	.	3,8	-2,3	-0,7	-3,5	-1,6	.

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

3 Actividad económica

3.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)				
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de producción
		Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	99,3	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2018	111,8	6,7	83,7	-4,8	7,2	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,7	-5,2	82,0	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,2	-14,4	74,0	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2020 III TR	88,5	-13,6	74,2	-14,4	-10,6	-11,3	-18,0	85,9	52,4	56,0	51,1	52,4
IV TR	91,4	-8,8	76,9	-15,6	-8,3	-10,9	-15,4	85,7	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 I TR	95,3	-2,4	80,0	-13,7	-5,9	-16,6	-14,8	85,8	58,4	58,5	46,9	49,9
II TR	114,3	11,7	82,7	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,2	63,1	62,7	54,7	56,8
2021 Mar	100,9	2,1	-	-10,8	-2,3	-12,2	-9,6	-	62,5	63,3	49,6	53,2
Abr	110,5	10,9	82,5	-8,1	3,0	-3,0	2,2	86,5	62,9	63,2	50,5	53,8
May	114,5	11,5	-	-5,1	4,9	0,5	11,3	-	63,1	62,2	55,2	57,1
Jun	117,9	12,8	-	-3,3	5,2	4,7	17,9	-	63,4	62,6	58,3	59,5
Jul	119,0	14,5	82,9	-4,4	4,0	4,4	18,9	88,0	62,8	61,1	59,8	60,2
Ago	117,5	13,7	-	-5,3	5,5	4,6	16,8	-	61,4	59,0	59,0	59,0

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
2018	12,5	93,4	1,8	2,1	6,1	2,7	4,7	35,6	5,8	76,9	2,0	7,1	1,5
2019	13,0	93,7	1,9	2,6	5,1	6,1	3,8	35,4	5,9	76,3	2,1	6,2	1,8
2020	19,6	96,2	-0,2	4,1	-4,9	5,0	4,7	31,1	4,1	83,9	3,2	-14,2	2,0
2020 II TR	17,1	94,9	-3,3	3,3	-15,1	4,1	4,3	32,1	4,8	81,9	2,2	-27,5	1,7
III TR	18,2	95,6	1,0	3,7	-3,3	3,6	4,2	31,6	4,3	82,8	2,7	-14,8	1,9
IV TR	19,8	96,2	0,6	4,2	0,4	5,1	4,7	31,1	4,1	83,7	3,2	-20,6	2,0
2021 I TR	20,8	96,4	0,2	4,9	6,8	7,5	4,6	32,0	4,8	84,7	3,9	-11,2	2,2

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	
2020 III TR	953,0	884,9	68,0	548,3	455,8	194,0	187,0	181,8	179,1	28,9	63,0	11,5	10,4
IV TR	1.011,9	924,6	87,4	581,3	479,0	220,1	193,4	181,1	173,7	29,5	78,5	23,6	24,5
2021 I TR	1.051,4	948,8	102,5	603,7	497,3	224,1	201,9	193,8	174,4	29,8	75,2	15,2	11,7
II TR	1.048,3	990,0	58,3	615,1	544,4	224,6	197,9	178,9	177,1	29,7	70,6	16,4	11,5
2021 Ene	353,8	307,5	46,3	200,8	157,7	75,5	65,9	67,8	58,8	9,7	25,1	4,2	3,6
Feb	351,1	316,8	34,4	200,9	164,1	74,5	66,9	65,7	58,9	10,1	26,9	3,7	3,7
Mar	346,4	324,6	21,8	202,0	175,5	74,2	69,1	60,3	56,7	10,0	23,2	7,3	4,4
Abr	349,5	327,0	22,5	204,6	179,2	75,1	66,0	59,1	58,3	10,8	23,5	4,6	3,5
May	349,1	335,2	13,9	206,2	182,8	74,1	67,7	59,6	61,2	9,2	23,5	5,2	3,0
Jun	349,7	327,8	21,8	204,2	182,5	75,4	64,2	60,2	57,5	9,8	23,6	6,6	4,9
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2021 Jun	4.064,6	3.748,4	316,2	2.348,4	1.976,5	862,7	780,1	735,6	704,3	117,9	287,4	66,6	58,1
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2021 Jun	34,5	31,8	2,7	19,9	16,8	7,3	6,6	6,2	6,0	1,0	2,4	0,6	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>													
2020 III TR	-8,7	-11,4	531,7	248,4	108,3	165,4	448,3	469,3	242,7	84,8	133,9	359,9	34,2
IV TR	-2,8	-5,9	568,3	265,4	114,1	178,1	478,3	492,5	261,7	86,7	135,0	379,3	35,3
2021 I TR	0,7	0,4	582,1	280,2	114,9	174,5	470,9	512,8	284,6	91,0	129,9	372,2	46,1
I TR	34,3	33,4	594,8	.	.	.	486,6	555,3	.	.	.	396,4	.
2021 Ene	-8,9	-14,1	191,7	92,4	37,5	57,7	155,6	163,7	89,7	29,2	41,8	119,1	14,0
Feb	-2,3	-2,8	192,6	92,3	39,1	57,3	161,5	169,2	93,4	30,0	42,8	126,3	15,6
Mar	12,6	19,5	197,8	95,5	38,3	59,5	153,8	179,9	101,5	31,9	45,3	126,7	16,5
Abr	46,7	37,8	197,9	94,9	39,5	60,2	164,5	184,6	105,8	30,5	45,8	133,0	16,9
May	35,0	34,8	199,2	97,1	38,9	58,9	162,8	185,4	107,0	30,6	44,6	133,3	17,9
Jun	23,7	28,1	197,7	.	.	.	159,3	185,3	.	.	.	130,1	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2020 III TR	-7,1	-6,9	98,5	100,1	95,5	99,7	97,9	101,8	97,1	106,1	110,4	104,3	81,2
IV TR	-1,5	-1,0	104,3	105,9	99,6	106,4	103,4	105,5	102,6	107,6	110,9	109,1	84,7
2021 I TR	0,8	0,3	104,5	108,3	100,7	101,7	100,4	104,9	103,3	112,0	105,5	105,2	83,8
II TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Dic	3,8	3,5	104,9	106,8	101,4	105,3	103,2	104,9	101,8	108,9	109,5	109,9	86,7
2021 Ene	-7,9	-10,8	103,6	107,3	98,6	102,0	99,5	102,3	100,6	107,1	103,1	101,7	85,0
Feb	-1,9	-3,3	104,1	107,4	103,4	100,4	103,7	103,8	101,5	111,1	104,2	107,0	85,1
Mar	11,5	15,7	105,7	110,2	100,0	102,6	97,9	108,5	107,7	117,8	109,3	106,8	81,5
Abr	41,6	25,0	104,4	107,2	103,4	103,2	103,6	109,8	110,3	112,2	109,3	110,6	83,2
May	29,4	20,5	104,7	108,9	100,8	101,5	102,2	109,6	110,1	112,7	107,1	111,0	86,3

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

4 Precios y costes

4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾						Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total, excluidos energía y alimentos											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
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
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2020 III TR	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	-0,1	-0,2	-2,0	0,2	0,9	-0,1	-0,1	0,4
IV TR	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,7	-0,8	0,5	0,3	-0,4	0,5
2021 I TR	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,4	0,6	-0,3	1,6	6,5	0,6	1,0	1,4
II TR	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,5	0,4	1,5	-0,2	3,7	0,2	1,8	2,4
2021 Mar	106,5	1,3	0,9	1,3	1,3	0,2	0,0	0,2	-0,3	2,6	0,1	1,3	1,4
Abr	107,1	1,6	0,7	2,1	0,9	0,2	0,2	1,4	0,0	0,7	0,0	1,5	2,2
May	107,4	2,0	1,0	2,6	1,1	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,8	0,1	1,9	2,4
Jun	107,7	1,9	0,9	2,8	0,7	0,2	0,2	-0,3	0,2	1,3	0,1	1,8	2,5
Jul	107,6	2,2	0,7	3,3	0,9	0,6	0,3	0,3	1,2	2,0	0,1	2,0	3,5
Ago ³⁾	108,0	3,0	1,6	.	1,1	0,3	0,3	0,8	0,1	1,0	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 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
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	
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4	
2020 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	
IV TR	1,7	1,2	3,5	-2,4	-0,3	-7,8	1,2	1,2	-0,6	-1,5	0,6	1,3	
2021 I TR	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5	
II TR	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6	
2021 Mar	1,1	1,0	1,6	1,4	0,3	4,3	1,3	1,2	1,5	-0,7	1,3	1,4	
Abr	0,6	0,9	-0,3	3,0	0,4	10,4	1,4	1,3	0,5	0,1	0,6	1,4	
May	0,5	0,7	0,0	3,8	0,7	13,1	1,4	1,3	1,2	-0,1	0,8	1,6	
Jun	0,5	0,8	-0,3	4,1	1,2	12,6	1,4	1,3	0,7	-0,1	0,1	1,7	
Jul	1,6	1,5	1,9	4,3	0,7	14,3	1,3	1,1	1,7	0,7	0,3	1,7	
Ago ³⁾	2,0	1,7	2,9	.	2,7	15,4	.	.	.	.	.	.

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 residenciales 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			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,5	4,9	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	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	5,4	1,7
2020 III TR	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,9	5,3	1,1
IV TR	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	6,0	-0,9
2021 I TR	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,8	6,3	.
II TR	109,3	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	.	.	.
2021 Feb	105,6	1,5	1,0	1,2	2,5	1,0	-0,2	-0,9	0,6	2,3	-	-	-
Mar	106,9	4,4	3,5	2,4	4,5	1,2	0,5	-0,1	0,9	10,3	-	-	-
Abr	107,9	7,6	5,8	3,6	7,0	1,4	1,0	0,8	1,1	20,6	-	-	-
May	109,3	9,6	7,2	4,9	9,3	1,8	2,0	2,0	1,3	25,1	-	-	-
Jun	110,8	10,2	7,4	5,6	10,7	2,0	2,4	2,6	1,4	25,5	-	-	-
Jul	113,4	12,1	8,3	6,7	12,6	2,5	2,6	2,7	1,9	28,9	-	-	-

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

1) Únicamente ventas interiores.

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

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

4.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB							Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)						
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exporta- ciones ¹⁾		Importa- ciones ¹⁾	Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali- men- tación	No alimen- tación	Total	Ali- men- tación	No alimen- tación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2018	103,6	1,5	1,9	1,5	1,9	2,0	1,5	2,2	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,6	-6,2	5,7
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,9	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3
2020	107,0	1,6	1,1	0,5	3,4	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,1	-1,8
2020 III TR	106,6	1,0	0,7	0,1	2,1	1,0	-1,9	-2,8	36,5	1,9	1,5	2,4	-0,7	-2,2	1,0
IV TR	107,3	1,2	0,8	0,0	2,6	0,5	-1,4	-2,5	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,1	6,2
2021 I TR	108,1	1,6	1,6	1,1	2,2	1,1	0,9	0,8	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,1	24,6
II TR	108,3	0,6	1,6	1,5	-1,5	2,2	4,2	7,0	57,0	38,2	20,1	56,4	35,6	20,1	54,4
2021 Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	54,8	28,3	16,2	40,4	24,4	13,9	36,9
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	54,1	35,4	17,5	54,0	33,8	19,4	51,4
May	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	41,0	20,5	61,9	37,2	19,1	59,5
Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	60,7	38,2	22,2	53,4	35,9	21,9	52,1
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	62,9	36,9	26,8	46,0	36,1	27,4	45,5
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	59,5	30,3	29,8	30,7	31,9	31,9	31,8

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

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

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

4 Precios y costes

4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)				Tendencias de los precios de los consumos de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,3	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2018	11,5	7,5	9,6	12,6	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,2	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,3	1,6	-0,8	-5,8	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2020 III TR	-1,7	0,9	-0,6	-7,8	12,4	49,4	52,9	49,3	47,7
IV TR	1,6	2,6	-2,7	-7,8	7,0	56,7	52,6	51,6	48,3
2021 I TR	10,7	5,0	-1,8	-3,8	8,1	74,0	54,0	56,5	48,6
II TR	30,0	18,2	8,5	15,7	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
2021 Mar	17,5	8,2	1,0	0,3	11,8	79,7	55,6	60,9	50,5
Abr	24,2	14,1	5,2	8,4	17,2	82,2	57,6	64,3	50,9
May	29,9	17,5	9,4	16,7	19,2	87,1	59,6	69,1	52,6
Jun	36,0	23,1	10,9	21,9	24,7	88,5	63,2	71,1	55,6
Jul	35,5	26,1	12,2	25,7	31,2	89,2	63,1	71,9	55,4
Ago	37,3	27,4	11,7	27,5	34,4	87,0	63,3	68,6	54,7

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	
2018	104,3	2,4	2,3	2,7	2,5	2,1	2,0
2019	106,8	2,4	2,6	1,9	2,3	2,7	2,2
2020	110,1	3,1	3,6	1,4	2,8	3,7	1,8
2020 III TR	105,1	1,7	2,2	0,0	1,5	2,2	1,7
IV TR	116,4	2,8	3,4	0,7	2,3	4,0	1,9
2021 I TR	104,7	1,6	2,2	-0,9	1,3	1,9	1,4
II TR	.	.	.	.	.	.	1,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html 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												
2018	103,4	1,9	1,3	1,4	2,3	2,3	-0,1	1,1	3,9	1,4	2,7	2,1
2019	105,3	1,8	-0,9	2,2	1,7	0,7	0,9	0,8	2,0	2,5	2,8	1,6
2020	109,9	4,4	-2,3	2,9	5,0	6,0	0,6	0,5	1,6	5,7	6,0	13,5
2020 III TR	108,3	2,7	-2,4	1,0	6,4	4,0	-1,7	-0,3	3,6	5,2	2,8	9,9
IV TR	109,7	3,6	-1,4	-1,2	3,4	4,9	1,6	1,5	4,3	5,1	5,8	22,2
2021 I TR	110,0	1,3	1,7	-3,2	4,8	1,2	0,2	1,5	4,3	2,8	2,5	15,2
II TR	109,3	-3,8	5,6	-10,6	-0,8	-6,8	0,1	-1,0	8,7	-2,1	-4,0	-2,6
Remuneración por asalariado												
2018	105,3	2,2	1,0	2,0	2,1	2,2	2,8	2,3	3,3	2,7	2,0	3,0
2019	107,5	2,1	2,8	1,4	1,7	1,8	2,8	1,7	2,1	2,8	2,2	2,8
2020	106,7	-0,7	0,6	-2,4	-1,6	-4,7	0,3	-0,4	0,7	-0,5	2,5	-2,6
2020 III TR	108,6	0,6	1,0	-1,5	1,4	-1,5	0,2	-0,5	2,8	0,9	2,4	0,9
IV TR	109,1	0,9	0,5	-0,1	1,5	-3,6	1,3	0,8	2,2	1,2	3,5	-0,8
2021 I TR	109,2	1,9	2,2	2,2	3,9	-1,5	1,8	3,3	3,2	1,8	2,1	1,2
II TR	110,2	8,0	2,7	9,5	11,3	14,2	7,1	2,4	10,6	8,9	3,0	11,4
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2018	101,8	0,3	-0,3	0,5	-0,2	-0,1	2,9	1,2	-0,6	1,2	-0,7	0,9
2019	102,1	0,3	3,8	-0,8	0,0	1,1	1,8	0,9	0,1	0,3	-0,6	1,1
2020	97,1	-4,9	3,0	-5,1	-6,3	-10,1	-0,3	-0,9	-0,9	-5,8	-3,4	-14,2
2020 III TR	100,2	-2,0	3,4	-2,4	-4,6	-5,3	2,0	-0,2	-0,7	-4,1	-0,4	-8,2
IV TR	99,4	-2,7	1,9	1,1	-1,9	-8,1	-0,2	-0,7	-2,1	-3,7	-2,2	-18,8
2021 I TR	99,3	0,6	0,5	5,6	-0,8	-2,7	1,6	1,8	-1,1	-1,0	-0,4	-12,2
II TR	100,8	12,2	-2,7	22,5	12,2	22,5	7,0	3,4	1,7	11,2	7,2	14,4
Remuneración por hora trabajada												
2018	105,0	2,0	0,7	2,0	1,0	1,9	2,6	2,3	2,5	2,0	2,1	2,6
2019	107,3	2,2	3,3	1,9	1,8	1,9	2,5	1,4	2,0	2,9	2,2	3,0
2020	112,8	5,1	2,8	3,1	4,1	5,7	2,8	1,2	5,8	4,6	4,8	6,5
2020 III TR	111,1	3,2	0,9	1,5	2,5	3,6	3,0	0,1	5,7	4,2	2,8	3,2
IV TR	113,4	5,0	2,1	2,8	3,5	5,5	2,4	1,4	6,1	4,1	4,9	6,5
2021 I TR	114,2	3,1	0,9	1,0	0,3	5,5	2,2	2,1	3,6	2,3	1,6	4,4
II TR	113,0	-3,9	-1,9	-4,3	-5,6	-5,8	0,9	-1,8	0,4	-2,4	-1,8	-5,5
Productividad del trabajo por hora												
2018	102,0	0,2	-0,8	0,6	-0,9	0,0	2,8	1,1	-1,2	0,9	-0,6	0,7
2019	102,5	0,5	4,7	-0,3	0,1	1,3	1,6	0,8	-0,2	0,4	-0,6	1,2
2020	104,0	1,5	3,6	0,6	0,7	0,4	2,9	1,3	5,8	-0,2	-0,6	-4,5
2020 III TR	103,4	0,7	2,6	0,6	-2,9	-0,5	5,2	0,9	2,7	-0,8	0,4	-6,1
IV TR	104,7	1,9	2,0	4,4	1,8	0,8	1,8	0,3	1,9	-0,3	-0,5	-11,3
2021 I TR	104,9	1,7	-1,6	4,6	-4,1	3,7	1,8	0,5	-2,6	-0,8	-1,1	-8,6
II TR	104,4	-1,5	-6,1	6,1	-5,8	-0,3	0,2	-1,6	-12,4	-1,7	1,5	-6,6

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	10	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												
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	1.073,1	2.362,4	3.435,5	12.383,9	78,7	529,1	19,4	627,1	13.011,0
2020	1.359,2	8.898,4	10.257,6	1.039,9	2.447,3	3.487,2	13.744,9	100,6	647,0	28,4	776,0	14.520,9
2020 III TR	1.330,6	8.617,0	9.947,6	1.076,9	2.423,3	3.500,3	13.447,9	100,3	610,3	2,0	712,7	14.160,5
IV TR	1.359,2	8.898,4	10.257,6	1.039,9	2.447,3	3.487,2	13.744,9	100,6	647,0	28,4	776,0	14.520,9
2021 I TR	1.391,8	9.146,4	10.538,2	985,5	2.483,7	3.469,2	14.007,4	109,6	612,4	12,6	734,6	14.742,0
II TR	1.419,5	9.360,7	10.780,3	932,4	2.489,8	3.422,2	14.202,5	112,0	610,8	22,1	744,8	14.947,3
2021 Feb	1.390,5	9.068,1	10.458,7	984,3	2.472,4	3.456,7	13.915,3	108,8	608,8	30,8	748,4	14.663,7
Mar	1.391,8	9.146,4	10.538,2	985,5	2.483,7	3.469,2	14.007,4	109,6	612,4	12,6	734,6	14.742,0
Abr	1.402,4	9.182,3	10.584,7	965,6	2.486,4	3.451,9	14.036,7	109,3	608,7	20,3	738,3	14.774,9
May	1.411,7	9.241,0	10.652,6	964,3	2.486,3	3.450,5	14.103,2	107,2	609,7	28,4	745,4	14.848,5
Jun	1.419,5	9.360,7	10.780,3	932,4	2.489,8	3.422,2	14.202,5	112,0	610,8	22,1	744,8	14.947,3
Jul ^(a)	1.426,9	9.416,1	10.842,9	935,2	2.487,3	3.422,5	14.265,4	116,8	612,3	29,2	758,3	15.023,7
Operaciones												
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	664,9	4,1	-2,1	-56,6	-54,6	610,3
2020	137,6	1.255,9	1.393,5	-27,2	85,7	58,5	1.452,0	19,2	124,0	8,8	152,0	1.604,0
2020 III TR	27,7	269,0	296,8	5,6	22,9	28,5	325,3	5,9	29,9	-12,2	23,6	348,9
IV TR	28,6	296,1	324,7	-35,0	24,0	-10,9	313,8	-3,5	41,3	27,6	65,4	379,2
2021 I TR	32,6	235,5	268,1	-58,0	37,9	-20,1	247,9	8,0	-34,6	-14,2	-40,8	207,1
II TR	27,7	218,7	246,5	-52,0	6,2	-45,8	200,6	2,8	-1,0	9,4	11,2	211,8
2021 Feb	10,2	72,2	82,4	-19,8	15,5	-4,3	78,1	-2,7	-21,2	6,0	-17,9	60,2
Mar	1,2	69,3	70,6	-1,3	11,1	9,8	80,4	0,3	3,6	-17,5	-13,7	66,7
Abr	10,6	45,1	55,7	-17,5	2,8	-14,7	41,0	0,4	-3,7	7,7	4,4	45,4
May	9,3	60,9	70,2	-0,6	-0,1	-0,8	69,4	-1,9	1,6	8,5	8,3	77,7
Jun	7,8	112,7	120,5	-33,8	3,6	-30,3	90,3	4,3	1,1	-6,9	-1,5	88,7
Jul ^(a)	7,3	54,5	61,8	3,1	-2,5	0,5	62,4	4,8	1,5	7,2	13,5	75,8
Tasas de crecimiento												
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
2020	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	5,4	24,2	12,3
2020 III TR	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-93,3	11,9	10,4
IV TR	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	5,4	24,2	12,3
2021 I TR	10,0	14,2	13,7	-8,0	5,0	0,9	10,2	-3,6	14,9	-78,8	6,3	10,0
II TR	9,0	12,2	11,8	-13,0	3,8	-1,4	8,3	13,5	6,1	18,6	8,6	8,3
2021 Feb	12,4	17,1	16,4	-7,2	4,6	1,0	12,2	24,6	11,7	-16,7	13,5	12,2
Mar	10,0	14,2	13,7	-8,0	5,0	0,9	10,2	-3,6	14,9	-78,8	6,3	10,0
Abr	9,8	12,8	12,4	-9,2	4,6	0,3	9,1	13,6	11,7	-49,3	10,1	9,2
May	9,1	12,0	11,6	-11,5	4,1	-0,8	8,3	8,9	10,1	1,5	11,0	8,5
Jun	9,0	12,2	11,8	-13,0	3,8	-1,4	8,3	13,5	6,1	18,6	8,6	8,3
Jul ^(a)	8,9	11,3	11,0	-13,5	3,4	-1,8	7,6	5,1	3,9	219,6	7,7	7,6

Fuente: BCE.

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

5 Dinero y crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2018	2.334,0	1.901,2	277,3	147,9	7,6	6.645,3	4.035,6	517,8	2.090,6	1,3	996,1	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	1.032,6	217,1	468,0
2020	2.985,2	2.528,6	310,3	143,1	3,3	7.647,6	4.954,6	437,5	2.254,7	0,8	1.106,7	237,9	508,9
2020 III TR	2.958,3	2.481,3	323,3	146,9	6,9	7.491,0	4.816,7	446,5	2.226,9	1,0	1.058,2	240,4	469,6
IV TR	2.985,2	2.528,6	310,3	143,1	3,3	7.647,6	4.954,6	437,5	2.254,7	0,8	1.106,7	237,9	508,9
2021 I TR	3.071,4	2.618,4	301,3	143,8	7,8	7.825,3	5.109,5	422,2	2.292,9	0,8	1.127,1	209,4	492,0
II TR	3.105,4	2.667,0	290,0	139,7	8,7	7.908,0	5.199,4	407,5	2.300,4	0,7	1.171,3	219,3	490,9
2021 Feb	3.028,1	2.587,0	292,3	143,2	5,7	7.761,3	5.052,0	426,5	2.281,8	1,0	1.119,9	226,9	497,4
Mar	3.071,4	2.618,4	301,3	143,8	7,8	7.825,3	5.109,5	422,2	2.292,9	0,8	1.127,1	209,4	492,0
Abr	3.051,4	2.606,1	294,9	143,0	7,4	7.844,1	5.129,7	417,5	2.295,9	0,9	1.128,7	225,5	493,8
May	3.059,6	2.615,9	295,2	141,7	6,8	7.874,6	5.165,7	411,6	2.296,5	0,8	1.144,4	229,4	490,7
Jun	3.105,4	2.667,0	290,0	139,7	8,7	7.908,0	5.199,4	407,5	2.300,4	0,7	1.171,3	219,3	490,9
Jul ^(p)	3.109,6	2.681,4	284,7	135,8	7,7	7.939,1	5.234,2	399,0	2.305,1	0,8	1.183,2	232,1	491,4
Operaciones													
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	394,5	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2020	513,9	468,0	55,8	-6,9	-3,0	611,6	561,1	-53,8	104,4	-0,1	144,6	22,3	41,1
2020 III TR	94,7	88,6	6,5	-1,3	0,9	144,3	134,8	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
IV TR	32,1	51,8	-12,5	-3,7	-3,5	158,4	139,2	-8,5	27,9	-0,2	53,9	-1,9	39,2
2021 I TR	81,1	85,1	-9,0	0,7	4,4	176,3	152,6	-16,0	39,7	0,0	11,8	-29,1	-16,8
II TR	36,3	50,5	-11,1	-4,0	0,9	83,5	90,5	-14,5	7,6	-0,1	46,8	10,1	-1,0
2021 Feb	20,1	29,6	-9,5	1,0	-1,0	53,6	42,7	-4,7	15,4	0,2	4,8	-2,6	-10,6
Mar	39,0	28,2	8,2	0,6	2,1	62,5	56,4	-4,7	11,0	-0,2	1,3	-17,9	-5,5
Abr	-15,4	-8,7	-5,7	-0,7	-0,3	20,3	21,3	-4,3	3,1	0,1	7,4	16,5	2,0
May	9,4	10,8	0,7	-1,4	-0,6	30,9	36,3	-5,9	0,6	-0,2	17,2	4,0	-3,2
Jun	42,4	48,5	-6,1	-1,8	1,8	32,3	32,8	-4,4	3,9	0,0	22,3	-10,4	0,2
Jul ^(p)	11,8	18,8	-5,2	-0,7	-1,0	22,8	29,8	-8,6	1,5	0,1	12,0	12,7	0,5
Tasas de crecimiento													
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
2020	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,3	8,8
2020 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
IV TR	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,3	8,8
2021 I TR	18,0	19,8	15,2	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,1	-6,2	4,2
II TR	8,5	11,5	-8,3	-5,7	47,9	7,7	11,0	-11,8	4,6	-20,0	15,5	-2,8	5,4
2021 Feb	21,2	23,8	15,7	-4,4	9,1	9,5	13,4	-11,4	5,9	15,4	14,6	5,0	4,6
Mar	18,0	19,8	15,2	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,1	-6,2	4,2
Abr	12,8	14,8	4,7	-2,7	26,2	8,3	11,6	-10,4	5,4	4,0	8,8	-0,5	6,0
May	8,9	11,6	-5,8	-3,9	47,4	7,9	11,3	-11,3	4,9	-13,7	11,5	-0,7	6,5
Jun	8,5	11,5	-8,3	-5,7	47,9	7,7	11,0	-11,8	4,6	-20,0	15,5	-2,8	5,4
Jul ^(p)	6,9	10,4	-14,1	-5,5	47,0	7,3	10,6	-12,6	4,2	-28,6	15,0	-3,9	3,6

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⁾	6	7	8						9	10	11	12
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2018	4.684,1	1.008,4	3.664,3	13.416,5	11.123,0	11.483,4	4.404,9	5.741,9	849,8	126,4	1.519,9	773,6
2019	4.660,7	986,8	3.662,2	13.865,5	11.452,4	11.839,6	4.475,8	5.931,1	893,5	152,0	1.562,5	850,6
2020	5.925,4	996,1	4.917,3	14.343,2	11.927,3	12.301,1	4.723,6	6.119,9	916,1	167,7	1.549,9	866,0
2020 III TR	5.737,2	1.003,1	4.722,3	14.200,5	11.868,4	12.226,5	4.731,8	6.066,0	912,6	157,9	1.517,9	814,2
IV TR	5.925,4	996,1	4.917,3	14.343,2	11.927,3	12.301,1	4.723,6	6.119,9	916,1	167,7	1.549,9	866,0
2021 I TR	6.092,3	993,9	5.096,8	14.461,3	12.059,3	12.419,4	4.782,8	6.173,4	947,9	155,2	1.521,2	880,8
II TR	6.185,9	1.005,9	5.178,4	14.485,0	12.072,5	12.436,1	4.745,0	6.240,2	937,6	149,7	1.523,6	888,9
2021 Feb	5.986,6	993,7	4.991,3	14.394,1	11.973,3	12.337,0	4.731,6	6.153,5	941,7	146,5	1.549,4	871,4
Mar	6.092,3	993,9	5.096,8	14.461,3	12.059,3	12.419,4	4.782,8	6.173,4	947,9	155,2	1.521,2	880,8
Abr	6.098,7	1.002,7	5.093,7	14.417,2	12.037,9	12.393,8	4.751,4	6.191,4	944,6	150,4	1.505,5	873,8
May	6.133,9	1.004,4	5.127,7	14.455,7	12.064,9	12.415,6	4.745,8	6.213,8	948,2	157,1	1.505,0	885,8
Jun	6.185,9	1.005,9	5.178,4	14.485,0	12.072,5	12.436,1	4.745,0	6.240,2	937,6	149,7	1.523,6	888,9
Jul ^(p)	6.290,1	1.009,9	5.278,5	14.530,3	12.113,3	12.472,6	4.743,9	6.275,5	945,7	148,0	1.526,7	890,4
Operaciones												
2018	91,5	-28,2	119,7	375,0	307,5	382,6	124,1	166,1	-0,3	17,7	88,5	-21,1
2019	-87,2	-23,3	-64,3	452,1	378,3	424,9	115,6	200,4	41,2	21,1	30,5	43,4
2020	1.050,4	13,3	1.037,0	735,1	539,6	560,6	288,8	209,2	25,8	15,8	167,2	28,3
2020 III TR	262,5	-2,8	265,2	150,8	105,1	86,8	29,0	72,1	1,1	2,9	40,7	5,0
IV TR	177,0	-1,9	178,7	156,7	83,6	119,9	3,5	60,8	9,6	9,7	30,0	43,1
2021 I TR	162,2	-1,7	174,4	144,4	132,5	114,8	59,5	56,6	28,9	-12,6	3,7	8,2
II TR	109,8	11,9	97,2	46,5	37,9	37,9	-26,2	78,8	-9,2	-5,5	2,5	6,0
2021 Feb	60,9	5,1	55,8	36,7	31,3	31,3	9,9	18,9	4,6	-2,0	0,2	5,2
Mar	67,1	0,6	66,5	91,8	83,0	75,3	49,4	20,6	4,5	8,6	4,5	4,3
Abr	25,3	8,5	16,1	-20,6	-0,7	-8,8	-22,8	27,6	-0,8	-4,7	-12,6	-7,3
May	37,6	1,8	35,7	40,6	30,7	23,0	-3,9	23,1	4,7	6,7	-0,4	10,4
Jun	47,0	1,6	45,5	26,4	7,9	23,7	0,5	28,1	-13,2	-7,4	15,5	3,0
Jul ^(p)	77,9	4,0	74,0	44,2	42,1	46,0	10,7	23,8	9,3	-1,7	3,9	-1,7
Tasas de crecimiento												
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
2020	22,3	1,3	27,9	5,3	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2020 III TR	19,0	0,1	24,2	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,0	0,1
IV TR	22,3	1,3	27,9	5,3	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4
2021 I TR	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,4	-3,5	10,0	8,4
II TR	13,1	0,6	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,3	-3,5	5,1	7,6
2021 Feb	24,0	0,5	30,6	5,0	4,4	4,5	6,4	3,3	3,6	-2,5	10,4	3,8
Mar	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,4	-3,5	10,0	8,4
Abr	18,0	-0,5	22,9	4,0	3,3	3,2	2,6	4,3	0,8	-3,5	6,5	9,0
May	15,4	-0,2	19,4	3,5	2,8	2,7	1,5	4,3	0,6	1,8	5,1	9,6
Jun	13,1	0,6	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,3	-3,5	5,1	7,6
Jul ^(p)	12,4	1,1	15,1	3,4	3,0	3,0	1,2	4,5	4,3	-5,0	4,5	7,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

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

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

	Sociedades no financieras ²⁾				Hogares ³⁾					
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	Préstamos ajustados ⁴⁾					Préstamos ajustados ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2018	4.404,9	4.489,0	991,4	844,2	2.569,4	5.741,9	6.024,9	682,6	4.356,4	702,9
2019	4.475,8	4.577,9	967,4	878,0	2.630,4	5.931,1	6.224,0	720,1	4.524,6	686,4
2020	4.723,6	4.841,3	898,9	1.012,0	2.812,6	6.119,9	6.390,1	700,2	4.725,1	694,6
2020 III TR	4.731,8	4.845,5	930,0	1.014,7	2.787,2	6.066,0	6.334,0	702,4	4.667,6	696,0
IV TR	4.723,6	4.841,3	898,9	1.012,0	2.812,6	6.119,9	6.390,1	700,2	4.725,1	694,6
2021 I TR	4.782,8	4.900,8	895,4	1.017,5	2.869,9	6.173,4	6.435,8	695,4	4.785,0	693,1
II TR	4.745,0	4.865,3	831,7	972,1	2.941,1	6.240,2	6.496,9	693,5	4.851,1	695,6
2021 Feb	4.731,6	4.848,4	892,5	1.005,0	2.834,1	6.153,5	6.421,5	698,5	4.761,7	693,3
Mar	4.782,8	4.900,8	895,4	1.017,5	2.869,9	6.173,4	6.435,8	695,4	4.785,0	693,1
Abr	4.751,4	4.870,4	870,6	996,2	2.884,7	6.191,4	6.451,6	690,6	4.809,0	691,8
May	4.745,8	4.859,5	871,1	972,9	2.901,8	6.213,8	6.472,1	691,7	4.830,0	692,0
Jun	4.745,0	4.865,3	831,7	972,1	2.941,1	6.240,2	6.496,9	693,5	4.851,1	695,6
Jul ^(p)	4.743,9	4.857,3	828,3	966,5	2.949,2	6.275,5	6.533,2	696,0	4.875,0	704,6
Operaciones										
2018	124,1	176,3	18,0	32,8	73,3	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019	115,6	143,3	-13,2	43,6	85,3	200,4	217,2	41,0	168,6	-9,2
2020	288,8	325,1	-54,0	138,8	203,9	209,2	195,1	-11,8	210,8	10,2
2020 III TR	29,0	33,9	-22,5	15,9	35,6	72,1	59,7	5,8	65,0	1,3
IV TR	3,5	22,3	-25,5	-1,5	30,4	60,8	68,0	-1,7	61,6	1,0
2021 I TR	59,5	59,4	-3,6	5,8	57,4	56,6	51,0	-3,1	60,4	-0,7
II TR	-26,2	-26,8	-59,9	-42,3	76,0	78,8	72,7	3,1	72,9	2,8
2021 Feb	9,9	12,0	2,1	-0,6	8,3	18,9	19,9	1,7	16,7	0,4
Mar	49,4	50,4	2,2	12,3	34,9	20,6	16,7	-2,7	23,2	0,1
Abr	-22,8	-25,8	-21,4	-19,4	18,0	27,6	25,5	-0,7	28,1	0,1
May	-3,9	-11,6	1,1	-22,8	17,7	23,1	21,3	1,4	21,1	0,6
Jun	0,5	10,6	-39,6	-0,2	40,2	28,1	25,8	2,3	23,7	2,1
Jul ^(p)	10,7	8,2	-2,4	-4,0	17,2	23,8	28,6	1,4	23,3	-0,8
Tasas de crecimiento										
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	5,2	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2020 III TR	6,5	7,1	-3,9	17,3	6,9	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
IV TR	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021 I TR	4,6	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
II TR	1,4	1,8	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
2021 Feb	6,4	7,0	-4,8	14,2	7,8	3,3	3,0	-2,8	4,5	1,2
Mar	4,6	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
Abr	2,6	3,2	-9,9	3,6	6,8	4,3	3,8	0,4	5,4	1,3
May	1,5	1,9	-7,7	-2,6	6,2	4,3	3,9	0,7	5,4	0,7
Jun	1,4	1,8	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
Jul ^(p)	1,2	1,7	-11,4	-3,3	7,1	4,5	4,2	0,2	5,7	0,4

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

5 Dinero y crédito

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

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

	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM				
	Tenencias de la Administración Central ²⁾	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro				Activos exteriores netos	Otros			
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años		Capital y reservas	Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
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	364,2	7.058,9	1.946,1	50,1	2.156,5	2.906,1	1.455,5	452,3	178,9	187,2
2020	748,8	6.967,2	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,6	1.428,9	539,5	130,1	139,2
2020 III TR	806,2	7.039,6	1.934,3	43,0	2.059,7	3.002,6	1.569,1	499,5	139,9	147,3
IV TR	748,8	6.967,2	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,6	1.428,9	539,5	130,1	139,2
2021 I TR	699,4	6.892,4	1.897,4	41,2	1.984,7	2.969,1	1.392,7	387,4	127,3	130,3
II TR	657,0	6.847,8	1.868,6	40,4	1.953,6	2.985,3	1.448,8	332,4	123,7	134,5
2021 Feb	684,7	6.880,0	1.905,2	41,4	1.971,9	2.961,5	1.431,8	416,0	145,4	145,7
Mar	699,4	6.892,4	1.897,4	41,2	1.984,7	2.969,1	1.392,7	387,4	127,3	130,3
Abr	726,3	6.839,2	1.869,7	41,2	1.968,1	2.960,1	1.444,4	380,1	132,8	131,3
May	690,4	6.835,3	1.868,2	40,8	1.944,2	2.982,1	1.467,6	317,1	133,4	130,8
Jun	657,0	6.847,8	1.868,6	40,4	1.953,6	2.985,3	1.448,8	332,4	123,7	134,5
Jul ^(p)	683,2	6.893,5	1.860,3	39,4	1.966,8	3.027,0	1.483,4	296,6	133,4	133,2
Operaciones										
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,3	107,7	-5,3	-3,3	27,3	89,0	309,4	19,4	-2,7	-2,5
2020	321,6	-32,8	-14,6	-8,0	-99,3	89,2	-49,3	156,6	-48,8	-48,0
2020 III TR	69,2	10,8	-3,2	-1,1	6,0	9,0	26,9	-11,2	-19,3	-27,1
IV TR	-57,2	2,1	-4,0	-0,9	-43,9	50,9	-110,3	100,8	-9,8	-8,1
2021 I TR	-49,4	-31,9	-22,7	-0,9	-33,5	25,2	2,8	-183,6	-2,8	-8,8
II TR	-42,5	-19,9	-22,1	-0,7	-26,1	29,1	37,3	-44,1	-3,7	4,2
2021 Feb	5,9	4,2	-7,3	-0,5	-1,8	13,7	-2,9	-24,4	-2,0	-1,0
Mar	14,8	2,2	-9,7	-0,3	-1,1	13,2	-33,7	-41,4	-18,1	-15,4
Abr	26,9	-18,0	-20,0	0,0	-3,2	5,3	49,7	-0,1	5,5	0,9
May	-36,0	-27,4	-1,0	-0,3	-20,5	-5,6	-58,3	-58,3	0,6	-0,5
Jun	-33,4	25,5	-1,2	-0,4	-2,4	29,4	-6,8	14,3	-9,7	3,7
Jul ^(p)	26,2	-2,3	-8,0	-1,0	14,6	-8,0	12,0	-34,5	9,7	-1,3
Tasas de crecimiento										
2018	13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,3	1,6	-0,3	-5,9	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 III TR	91,8	-0,4	-0,6	-19,4	-3,1	2,1	-	-	-24,1	-25,6
IV TR	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 I TR	56,5	-0,3	-1,6	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
II TR	-10,6	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
2021 Feb	52,7	-0,9	-1,0	-13,9	-6,0	3,1	-	-	-18,3	-23,8
Mar	56,5	-0,3	-1,6	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
Abr	27,8	-0,3	-2,4	-10,8	-4,2	4,0	-	-	-29,2	-35,4
May	5,3	-0,9	-2,7	-9,6	-4,9	3,1	-	-	-32,1	-38,1
Jun	-10,6	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
Jul ^(p)	-9,6	-0,6	-3,0	-9,4	-3,9	3,6	-	-	-17,9	-23,5

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
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
2020	-7,2	-6,0	-0,3	-0,1	-0,9	-5,7
2020 II TR	-4,0	.	.	.	.	-2,4
III TR	-5,3	.	.	.	.	-3,8
IV TR	-7,3	.	.	.	.	-5,8
2021 I TR	-8,4	.	.	.	.	-6,9

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	
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	45,9	12,9	13,1	15,0	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2020	46,8	46,4	13,0	12,8	15,7	0,5	54,1	49,5	10,7	5,9	1,5	25,7	4,6
2020 II TR	46,7	46,2	13,1	12,9	15,4	0,5	50,6	46,6	10,4	5,7	1,6	24,2	4,0
III TR	46,7	46,2	13,0	12,9	15,5	0,5	52,0	47,8	10,5	5,8	1,6	24,9	4,2
IV TR	46,7	46,3	13,0	12,8	15,6	0,5	54,0	49,4	10,7	6,0	1,5	25,6	4,6
2021 I TR	46,7	46,2	13,0	12,7	15,7	0,5	55,1	50,4	10,8	6,1	1,5	25,9	4,7

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor		Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda		
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,1	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,7	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,0	28,4	41,3	84,2	1,5
2019	83,9	3,0	13,1	67,8	45,4	30,6	38,5	7,7	76,3	15,7	27,8	40,4	82,5	1,4
2020	98,0	3,2	14,3	80,5	54,9	39,4	43,1	11,6	86,4	19,7	31,7	46,6	95,9	2,1
2020 II TR	94,8	3,1	14,3	77,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	97,1	3,2	14,0	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	97,8	3,2	14,3	80,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 I TR	100,5	3,2	14,3	83,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores subyacentes¹⁾

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

	Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB ²⁾	Déficit (+)/ superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda								Diferencial entre interés y crecimiento	Pro memoria: Necesidad de financiación
			Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen	Otros		
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-2,4	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,3	1,0
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8
2019	-1,8	-1,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9
2020	14,1	5,7	2,3	2,4	2,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-0,1	6,1	9,5
2020 II TR	8,8	2,4	3,1	3,0	2,8	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,4	3,2	7,3
III TR	11,4	3,8	2,9	3,2	2,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,0	4,7	8,5
IV TR	13,9	5,8	2,2	2,4	2,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-0,2	5,9	9,5
2021 I TR	14,4	6,9	1,9	2,1	1,6	0,5	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	5,7	10,4

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 los ratios de deuda pública en relación con el PIB al final del período de referencia y un año antes.

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾							
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones			
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	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
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	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1	
2020	15,0	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8	
2020 II TR	15,3	13,9	5,0	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9	
III TR	15,9	14,5	4,7	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8	
IV TR	15,0	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8	
2021 I TR	15,7	14,3	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5	
2021 Feb	15,4	13,9	5,2	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,6	
Mar	15,7	14,3	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5	
Abr	15,8	14,4	5,1	1,4	0,4	7,9	1,7	1,0	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6	
May	15,7	14,3	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6	
Jun	15,6	14,2	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5	
Jul	15,3	14,0	5,2	1,3	0,3	7,9	1,6	0,5	-0,3	2,0	2,0	-0,1	0,5	

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									
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9
2018	-0,8	1,8	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,6	1,5
2020	-9,4	-4,2	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,2	-9,5	-5,7
2020 II TR	-6,1	-1,4	-3,1	-2,0	-2,7	-6,9	-6,7	-5,4	-2,4
II TR	-7,3	-2,9	-3,6	-3,4	-5,7	-8,2	-7,3	-7,4	-4,3
IV TR	-9,4	-4,5	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,2	-9,5	-5,7
2021 I TR	-9,3	-6,1	-4,7	-5,8	-12,3	-11,5	-10,3	-10,1	-7,6
Deuda pública									
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	98,0	134,4	99,2
2019	98,1	59,7	8,4	57,4	180,5	95,5	97,6	134,6	94,0
2020	114,1	69,8	18,2	59,5	205,6	120,0	115,7	155,8	118,2
2020 II TR	114,0	67,3	18,5	62,1	191,3	110,2	113,1	149,4	113,2
II TR	113,1	70,0	18,5	61,2	199,8	114,0	115,6	154,4	119,5
IV TR	114,1	69,7	18,2	58,4	205,6	119,9	115,1	155,8	119,1
2021 I TR	118,6	71,1	18,5	60,5	209,3	125,2	118,0	160,0	125,7

	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,4	0,4	1,8	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,4	-4,1	-10,1	-4,3	-8,9	-5,7	-8,4	-6,2	-5,4
2020 II TR	-1,6	-2,4	-2,2	-5,3	-1,3	-2,8	-1,9	-4,7	-3,4	-3,0
III TR	-3,4	-4,1	-2,9	-7,3	-2,5	-4,7	-4,2	-5,8	-4,5	-4,0
IV TR	-4,5	-7,4	-4,1	-10,2	-4,2	-8,8	-5,7	-8,4	-6,1	-5,4
2021 I TR	-6,3	-7,3	-3,0	-10,6	-5,8	-10,9	-6,8	-8,8	-6,8	-6,0
Deuda pública										
2017	39,0	39,1	22,3	48,5	56,9	78,5	126,1	74,1	51,5	61,2
2018	37,1	33,7	21,0	44,8	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,7
2019	37,0	35,9	22,0	42,0	48,7	70,5	116,8	65,6	48,2	59,5
2020	43,5	47,3	24,9	54,3	54,5	83,9	133,6	80,8	60,6	69,2
2020 II TR	43,0	41,3	23,9	50,1	55,0	82,2	125,7	78,2	59,9	68,9
III TR	44,7	45,9	26,0	52,8	55,1	78,6	130,5	78,4	60,2	67,2
IV TR	43,5	47,1	24,8	54,8	54,3	83,5	133,6	80,8	60,3	69,5
2021 I TR	45,7	45,6	28,1	59,0	54,9	87,4	137,2	86,0	60,3	70,3

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 8 de septiembre de 2021.

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-21-006-ES-N (edición electrónica)