

## Boletín Económico

Número 4 / 2020



# Índice

<b>Índice</b>	<b>2</b>
<b>Evolución económica y monetaria</b>	<b>3</b>
Rasgos básicos	3
1    Entorno exterior	9
2    Evolución financiera	18
3    Actividad económica	25
4    Precios y costes	32
5    Dinero y crédito	38
6    Evolución de las finanzas públicas	49
<b>Recuadros</b>	<b>53</b>
1    El impacto de las medidas de confinamiento por el Covid-19 sobre el comercio de servicios de turismo y viajes	53
2    Coronavirus (Covid-19): el miedo de los mercados implícito en los precios de las opciones	59
3    La pandemia de Covid-19 y el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación: evidencia basada en datos de encuestas	65
4    Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 29 de enero y el 5 de mayo de 2020	71
5    Evolución regional del mercado de trabajo durante la gran crisis financiera y la recuperación posterior	78
6    Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible	84
7    La crisis del Covid-19 y sus implicaciones para las políticas fiscales	89
<b>Artículos</b>	<b>94</b>
1    Actitudes de los ciudadanos con respecto al BCE, al euro y a la Unión Económica y Monetaria	94
2    El acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación desde la crisis financiera: evidencia basada en datos de encuestas	99
<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**En su reunión de política monetaria celebrada el 4 de junio, el Consejo de Gobierno decidió incrementar la dotación y ampliar el horizonte del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y reinvertir el principal de los valores que vayan venciendo, así como continuar con las compras en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y con sus reinversiones, y mantener los tipos de interés oficiales del BCE sin variación.** La información disponible confirma que la economía de la zona del euro está experimentando una contracción sin precedentes. La actividad económica ha registrado un descenso abrupto como consecuencia de la pandemia de coronavirus (Covid-19) y de las medidas adoptadas para contenerla. Las cuantiosas pérdidas de puestos de trabajo y de ingresos, y la incertidumbre excepcionalmente elevada sobre las perspectivas económicas se han traducido en una caída significativa del gasto en consumo y de la inversión. Aunque los datos procedentes de las encuestas y los indicadores en tiempo real muestran algunos signos de que la actividad económica ha tocado fondo en paralelo a la relajación gradual de las medidas de contención, la mejora observada hasta ahora ha sido tenue en comparación con la velocidad del desplome de los indicadores en los dos últimos meses. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro de junio de 2020, el crecimiento habría descendido a un ritmo sin precedentes en el segundo trimestre de este año y repuntaría de nuevo en el segundo semestre, respaldado fundamentalmente por el considerable apoyo de las políticas fiscales y monetarias. No obstante, las proyecciones indican una considerable revisión a la baja del nivel de la actividad económica y de las perspectivas de inflación durante todo el horizonte temporal contemplado, si bien el escenario de referencia está sujeto a un grado de incertidumbre excepcionalmente elevado. Aunque la inflación general está contenida por la bajada de los precios de la energía, se espera que las presiones sobre los precios sigan siendo débiles, debido a la acusada contracción del PIB real y al consiguiente incremento significativo de la capacidad productiva sin utilizar. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió adoptar una serie de medidas de política monetaria para dar apoyo a la economía durante su reapertura gradual y salvaguardar la estabilidad de precios a medio plazo.

## Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 4 de junio de 2020

**La epidemia de Covid-19 ha provocado un acusado deterioro de las perspectivas mundiales, como reflejan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de junio de 2020.** La pandemia de Covid-19 ha paralizado la economía global. Las medidas adoptadas por Gobiernos de todo el

El mundo para contener la propagación del virus han sido un factor determinante del acusado deterioro reciente de la actividad económica. Aunque varios países han empezado a relajar las medidas de contención últimamente, es probable que este proceso sea muy gradual. La actividad económica también se ha visto afectada adversamente, sobre todo en las economías emergentes, por la pronunciada caída de los precios de las materias primas, por el endurecimiento de las condiciones financieras y por los sustanciales flujos de salida de capitales. Los datos disponibles confirmán que los efectos económicos de las medidas de contención serán intensos y profundos. En vista de estas graves disrupciones globales, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de junio de 2020 apuntan a que el PIB real mundial (excluida la zona del euro) experimentará una contracción del 4 % este año. Tanto el ritmo como la magnitud de esta contracción son mayores que los observados en la Gran Recesión. Tras un fuerte retroceso en los dos primeros trimestres de 2020, la actividad global comenzará a recuperarse en el tercero y crecerá un 6 % y un 3,9 % en 2021 y 2022, respectivamente. El impacto sobre el comercio mundial será más severo, ya que las disrupciones logísticas y el cierre de las fronteras intensifican los efectos de la pandemia. Pese al notable deterioro de las perspectivas mundiales que señalan las proyecciones de junio, los riesgos para estas perspectivas siguen sesgados a la baja. Se ha de destacar que el impacto de la pandemia puede ser más intenso y duradero de lo esperado en la actualidad.

**Aunque las condiciones financieras se han relajado ligeramente en la zona del euro desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2020, no han vuelto a los niveles observados antes de la propagación del Covid-19 por todo el mundo.** Durante el período de referencia (del 12 de marzo al 3 de junio de 2020), la curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un desplazamiento al alza. La curva continúa invertida en los plazos cortos, aunque menos que el 12 de marzo, lo que indica que las expectativas de los participantes en el mercado de nuevos recortes de los tipos de interés oficiales han disminuido y han pasado a un futuro más lejano. Pese a la acomodación monetaria proporcionada a través del PEPP y de otras medidas de política monetaria, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron durante el período considerado. Los precios de los activos de riesgo se recuperaron, en parte, de las pérdidas incurridas en febrero y marzo, principalmente en un contexto de mejora de la percepción global del riesgo y de sensación de que los riesgos de cola de una crisis global inminente se han disipado en cierta medida. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo estable, en términos generales, y la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales reflejó la incertidumbre en torno a la pandemia de Covid-19.

**El PIB real de la zona del euro cayó un 3,8 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2020, y los últimos datos apuntan a una contracción adicional significativa en el segundo trimestre.** Los indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes confirman una contracción aguda de la economía de la zona del euro y un rápido empeoramiento de las condiciones de los mercados de trabajo. La pandemia de coronavirus y las medidas de contención necesarias han afectado gravemente a las manufacturas y a los servicios, erosionando la capacidad productiva de la economía de la zona del euro y la

demandas internas. Los indicadores más recientes sugieren que el descenso podría haber tocado fondo en mayo, con la reapertura gradual de algunas partes de la economía. En consecuencia, se espera que la actividad de la zona del euro se recupere en el tercer trimestre, a medida que sigan relajándose las medidas de contención, respaldada por unas condiciones de financiación favorables, el tono expansivo de la política fiscal y la reanudación de la actividad mundial, si bien la velocidad y la magnitud generales de la recuperación siguen siendo muy inciertas.

**En general, esta valoración se refleja también en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020.** En el escenario de referencia de las proyecciones se espera una caída del PIB real del 8,7 % en 2020 y un repunte del 5,2 % en 2021 y del 3,3 % en 2022. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, las perspectivas del crecimiento del PIB real se han revisado sustancialmente a la baja, en 9,5 puntos porcentuales, para 2020 y se han corregido al alza en 3,9 puntos porcentuales para 2021 y en 1,9 puntos porcentuales para 2022. Dada la excepcional incertidumbre existente actualmente en torno a las perspectivas, las proyecciones también incluyen dos escenarios alternativos<sup>1</sup>. En general, el alcance de la contracción y de la recuperación dependerá fundamentalmente de la duración y de la eficacia de las medidas de contención, del éxito de las políticas para mitigar el impacto negativo sobre las rentas y el empleo, y del grado en que la capacidad de oferta y la demanda interna se vean afectadas de forma permanente. En general, el Consejo de Gobierno considera que el balance de riesgos en torno a las proyecciones de referencia está orientado a la baja.

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 0,1 % en mayo, desde el 0,3 % de abril, debido principalmente a la caída de los precios de la energía.** Sobre la base de los precios actuales del petróleo y de los precios de los futuros sobre esa materia prima, es probable que la inflación general siga disminuyendo ligeramente en los próximos meses y que se mantenga contenida hasta final de año. A medio plazo, una demanda más débil generará presiones a la baja sobre la inflación, que se verán contrarrestadas solo parcialmente por las presiones al alza derivadas de las restricciones de oferta. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han permanecido en niveles muy bajos. Aunque los indicadores de expectativas de inflación basados en encuestas han descendido a corto y a medio plazo, las expectativas a largo plazo se han visto menos afectadas.

**Esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,3 % en 2020, el 0,8 % en 2021 y el 1,3 % en 2022 en el escenario de referencia.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja en 0,8 puntos porcentuales para 2020, en 0,6 puntos porcentuales para 2021 y en 0,3 puntos porcentuales para 2022. Se espera que la inflación anual medida por el

---

<sup>1</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2020](#)» publicadas en el sitio web del BCE el 4 de junio de 2020.

IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 0,8 % en 2020, el 0,7 % en 2021 y el 0,9 % en 2022.

**La pandemia de Covid-19 provocó una fuerte aceleración del crecimiento monetario, impulsada por las acuciantes necesidades de liquidez de las empresas para financiar los pagos corrientes y la marcada preferencia de los agentes económicos por las tenencias de efectivo por motivos de precaución.**

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 8,3 % en abril de 2020, frente al 7,5 % de marzo. El acusado crecimiento monetario refleja la creación de crédito bancario, determinada en gran medida por las agudas necesidades de liquidez existentes en la economía. Asimismo, la elevada incertidumbre económica está dando lugar a un desplazamiento hacia las tenencias de efectivo por motivos de precaución. El agregado monetario estrecho (M1), que incluye las formas más líquidas de dinero, sigue siendo el que más contribuye al avance del agregado monetario amplio. La evolución de los préstamos concedidos al sector privado continúa viéndose afectada por el impacto del coronavirus sobre la actividad económica. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras aumentó de nuevo hasta situarse en el 6,6 % en abril de 2020, desde el 5,5 % registrado en marzo, debido a la necesidad de las empresas de financiar sus gastos corrientes y su capital circulante en el contexto de una rápida reducción de los ingresos. Paralelamente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares descendió hasta el 3 % en abril, desde el 3,4 % de marzo, en un entorno de restricciones del consumo atribuibles a las medidas de contención, a la merma de la confianza y al deterioro de los mercados de trabajo. Las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, en particular las condiciones muy favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), deberían animar a los bancos a conceder préstamos a todas las entidades del sector privado. Junto con las medidas adoptadas por los Gobiernos nacionales y las instituciones europeas, las medidas del Consejo de Gobierno respaldan el acceso continuado a la financiación, también para los más afectados por las ramificaciones de la pandemia de coronavirus.

**La pandemia de Covid-19 está tenido un impacto significativo en las políticas fiscales de la zona del euro.** Las medidas de contención también han llevado a la introducción de paquetes de estímulo fiscal sin precedentes dirigidos a amortiguar los efectos económicos y a sentar las bases para una recuperación rápida. Como resultado, se prevé un aumento significativo del déficit presupuestario de las Administraciones Públicas en 2020, hasta el 8,5 % del PIB, frente al 0,6 % registrado en 2019. Aunque las proyecciones apuntan a que la ratio de déficit descenderá hasta el 4,9 % del PIB en 2021, todavía se situaría en el 3,8 % del PIB en 2022. En conjunto, se estima que el tono agregado de la política fiscal de la zona del euro será marcadamente expansivo en 2020, pero contractivo en 2021, ya que se espera que la mayoría de las medidas de apoyo se hayan retirado progresivamente para entonces. Pese a la orientación restrictiva de las políticas fiscales en 2021, se debe señalar que el saldo presupuestario total continuará siendo considerablemente negativo, ya que los instrumentos fiscales seguirán apoyando la recuperación económica, en buena parte a través de los estabilizadores automáticos. Sigue siendo fundamental una orientación ambiciosa y

coordinada de las políticas fiscales, en vista de la fuerte contracción de la economía de la zona del euro, aunque las medidas deberían tener un objetivo específico y ser temporales. En este sentido, tanto el paquete por importe de 540 mm de euros de las tres redes de seguridad refrendadas por el Consejo Europeo como la propuesta de la Comisión Europea sobre un plan de recuperación centrado en apoyar a las regiones y los sectores más gravemente afectados por la pandemia han sido acogidos de muy buen grado.

## El paquete de medidas de política monetaria

La combinación de dos factores principales hizo necesaria la adopción de medidas de política monetaria adicionales. En primer lugar, la revisión a la baja de las perspectivas de inflación relacionada con la pandemia representa una amenaza para el mandato de estabilidad de precios a medio plazo del Consejo de Gobierno. En segundo lugar, aunque las condiciones de los mercados financieros se han estabilizado bastante desde el anuncio del PEPP, las condiciones financieras del conjunto de la zona del euro siguen siendo significativamente más duras en estos momentos que en el período anterior a la pandemia, mientras que las perspectivas para la actividad económica y la inflación requieren unas condiciones financieras más holgadas.

En este contexto, el 4 de junio de 2020, el Consejo de Gobierno decidió adoptar un conjunto de medidas de política monetaria para respaldar el elevado grado de acomodación monetaria necesario para la convergencia sólida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo, en línea con su mandato.

1. El Consejo de Gobierno decidió incrementar la dotación del PEPP en 600 mm de euros, hasta un total de 1.350 mm de euros. En respuesta a la revisión a la baja de la inflación durante el horizonte de proyección relacionada con la pandemia, la ampliación del PEPP reforzará la orientación acomodaticia general de la política monetaria, respaldando las condiciones de financiación para la economía real, especialmente para las empresas y los hogares. Las compras continuarán realizándose con flexibilidad a lo largo del tiempo, entre distintas clases de activos y entre jurisdicciones. Ello permite al Consejo de Gobierno contener de manera efectiva los riesgos para la transmisión fluida de la política monetaria.
2. El Consejo de Gobierno decidió ampliar el horizonte de las compras netas en el marco del PEPP al menos hasta el final de junio de 2021. Esta medida alinea, en general, el horizonte de las compras con los horizontes de las demás medidas de política monetaria adoptadas en respuesta a la pandemia, como las TLTRO-III y las operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés). En todo caso, el BCE realizará compras netas de activos en el marco del PEPP hasta que el Consejo de Gobierno considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado.
3. El Consejo de Gobierno decidió reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2022.

En todo caso, la extinción gradual futura de la cartera PEPP se gestionará a fin de evitar interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

Las reinversiones ayudarán a eludir el riesgo de un endurecimiento no justificado de las condiciones financieras mientras la economía sigue recuperándose de la perturbación generada por la pandemia. Al mismo tiempo, es adecuado que la estrategia de reinversión del PEPP refleje su carácter temporal y su relación con la emergencia causada por la pandemia.

4. Además, continuarán efectuándose compras netas en el marco del APP a un ritmo mensual de 20 mm de euros, junto con las compras con una dotación de 120 mm de euros adicionales que se realizarán con carácter temporal hasta el final del año. El Consejo de Gobierno sigue esperando que las compras netas mensuales de activos en el contexto del APP prosigan durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos oficiales del BCE, y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.
5. El Consejo de Gobierno tiene la intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.
6. Por último, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Se espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hacia un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.

Las decisiones del Consejo de Gobierno, junto con el importante estímulo monetario ya existente, respaldarán la liquidez y las condiciones de financiación en la economía, contribuirán a mantener el flujo de crédito a las empresas y los hogares, y ayudarán a mantener unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores y jurisdicciones, a fin de apoyar la recuperación de la economía de los efectos del coronavirus. Al mismo tiempo, en el actual entorno económico en rápida evolución, el Consejo de Gobierno reitera su pleno compromiso de hacer todo lo que sea necesario de acuerdo con su mandato para apoyar a todos los ciudadanos de la zona del euro en estos momentos extremadamente difíciles. Ello se refiere sobre todo al papel del Consejo de Gobierno para asegurar que su política monetaria se transmita a todos los sectores de la economía y a todas las jurisdicciones en cumplimiento del mandato de estabilidad de precios del BCE. Por tanto, el Consejo de Gobierno sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos según proceda, a fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de forma sostenida, en línea con su compromiso de simetría.

## Entorno exterior

*La pandemia de coronavirus (Covid-19) ha paralizado la economía global. Las medidas adoptadas por Gobiernos de todo el mundo para contener la propagación del virus comportan un deterioro acusado de la actividad económica en el corto plazo. Aunque varios países han empezado a relajar las medidas de contención recientemente, es probable que este proceso sea muy gradual. La actividad económica también se está viendo afectada adversamente, sobre todo en las economías emergentes, debido a la pronunciada caída de los precios de las materias primas, al endurecimiento de las condiciones financieras y a los sustanciales flujos de salida de capitales. Los datos disponibles confirman que los efectos económicos de la pandemia y de las medidas de contención serán intensos y de amplio alcance. En vista de estas graves disrupciones globales, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020 indican que el PIB real mundial (excluida la zona del euro) experimentará una contracción del 4 % este año. Tanto el ritmo como la magnitud de esta contracción son mayores que los observados en la Gran Recesión. En cuanto a la actividad global, las proyecciones apuntan a que, tras sufrir un fuerte retroceso en los dos primeros trimestres de 2020, comenzará a recuperarse en el tercero. Este perfil implica un avance de la actividad mundial del 6 % y el 3,9 % en 2021 y 2022, respectivamente. El impacto sobre el comercio internacional será más acusado, ya que las perturbaciones logísticas y el cierre de las fronteras intensifican los efectos de la pandemia. Además, el comercio es procíclico y responde a la evolución de la actividad económica, especialmente en las fases contractivas. Pese al notable deterioro de las perspectivas mundiales que señalan las proyecciones de junio, los riesgos para estas perspectivas siguen sesgados a la baja. Lo más importante es que el impacto de la pandemia puede ser más intenso y duradero de lo esperado en la actualidad. Otros riesgos están relacionados, por ejemplo, con una mayor sensibilidad de los mercados financieros a las noticias, con cambios estructurales en las redes de suministro para la producción y con el riesgo de un aumento del proteccionismo comercial.*

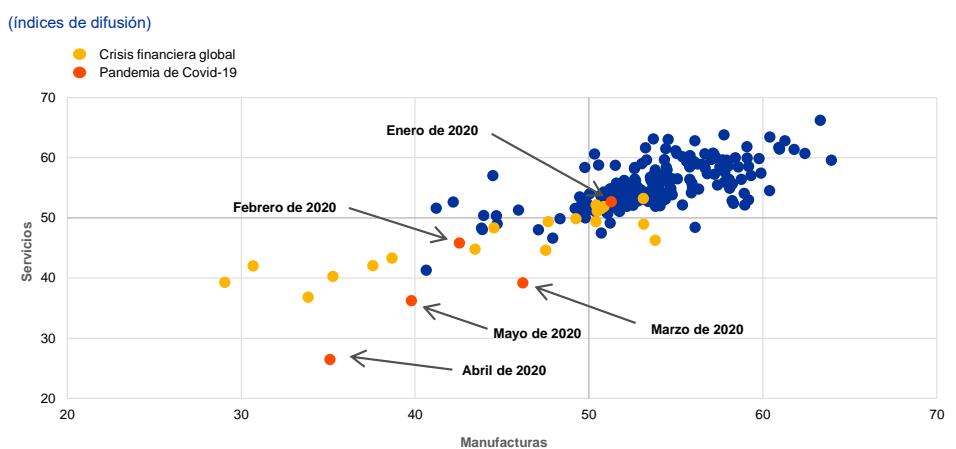
### Actividad económica y comercio mundiales

**La pandemia de Covid-19 ha paralizado la economía global.** Las medidas adoptadas por Gobiernos de todo el mundo para contener la propagación del virus comportan un deterioro acusado de la actividad económica en el corto plazo. China introdujo medidas a finales de enero, mientras que otros países las aprobaron más tarde, cuando el virus se extendió globalmente. Aunque varios países han empezado a relajar las medidas de contención recientemente, es probable que este proceso sea muy gradual. La actividad económica también se está viendo afectada adversamente, sobre todo en las economías emergentes, debido a la pronunciada caída de los precios de las materias primas, al endurecimiento de las condiciones financieras y a los sustanciales flujos de salida de capitales. Estas graves perturbaciones globales golpearon a la economía mundial en unos momentos en los que se vislumbraban signos crecientes de estabilización, tras un período de escaso dinamismo el año pasado. En concreto, en torno al cambio de año se observó una

recuperación incipiente de la actividad manufacturera y del comercio, encabezada por las grandes economías emergentes. Por otra parte, las favorables condiciones financieras globales vigentes en ese período, así como la relajación parcial del conflicto entre Estados Unidos y China tras la firma de la «primera fase» del acuerdo comercial, habían abierto la posibilidad de que la recuperación se consolidara antes de la irrupción de la pandemia.

**Datos de diferentes encuestas confirman que los efectos económicos derivados de la pandemia y de las medidas de contención serán intensos y de amplio alcance.** Si se consideran los datos por sectores del índice de directores de compras (PMI), se observan tres patrones. En primer lugar, el producto se desplomó en todos los sectores cuando se introdujeron estrictas medidas de contención. En segundo lugar, el impacto sobre los servicios fue mayor que sobre las manufacturas. Como las políticas de contención provocaron la supresión de la oferta y de la demanda a escala global, el producto en los dos sectores mencionados se ha deteriorado a un ritmo mucho más rápido que durante la Gran Recesión (véase gráfico 1). En tercer lugar, a medida que se reanude la producción, el producto se recuperará de los niveles muy bajos registrados, como ha sucedido recientemente en China. Con todo, esta recuperación solo es parcial, por varios motivos que están relacionados con la persistencia de restricciones a las actividades que requieren una interacción social estrecha, con cambios en el comportamiento de los consumidores debidos a la preocupación por la posibilidad de que se produzca una segunda oleada de contagios y con el elevado grado de incertidumbre que impide tomar decisiones de inversión. Esto, a su vez, reduce la demanda en el corto plazo y lastra la capacidad productiva a más largo plazo. El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) repuntó ligeramente en mayo, favorecido por los mejores resultados de las manufacturas y de los servicios, aunque sigue profundamente adentrado en terreno contractivo.

**Gráfico 1**  
PMI global de las manufacturas y de los servicios (excluida la zona del euro)



Fuentes: Markit y Haver Analytics.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2020. Los datos abarcan el período comprendido entre enero de 1999 y mayo de 2020. La muestra relativa a la crisis financiera global (puntos amarillos) se refiere al período transcurrido entre diciembre de 2007 y junio de 2009, y la relativa a la pandemia de Covid-19 (puntos rojos), a enero de 2020-mayo de 2020.

**El comportamiento más prudente de los consumidores se refleja en el acusado retroceso de los indicadores globales de confianza.** La confianza de los consumidores se ha debilitado de forma significativa en las últimas semanas, sobre todo en las economías avanzadas. Además, el deterioro del mercado de trabajo hará que los consumidores adopten un comportamiento más prudente caracterizado por un aumento del ahorro por motivo precaución y por una disminución del consumo, en particular de bienes duraderos.

**Las condiciones financieras experimentaron un endurecimiento acusado, aunque más recientemente se han relajado en cierta medida.** Al principio, el endurecimiento fue rápido y generalizado, y afectó por igual a los países avanzados y a los emergentes. Además, en las economías emergentes se han producido salidas sustanciales de flujos financieros, en términos tanto brutos como netos, aunque los datos más recientes sugieren una moderación de estas salidas, o incluso una reversión, en las últimas semanas. Pese a estos indicios de estabilización, las tensiones financieras siguen siendo elevadas, en parte debido al aumento de la incidencia de nuevos casos confirmados de Covid-19 y de fallecimientos en países emergentes. Cabe destacar que los inversores financieros huyeron de estas economías indiscriminadamente en la fase inicial de la crisis provocada por la pandemia, aunque las diferencias en los fundamentos macroeconómicos y las vulnerabilidades de los distintos países emergentes parecen haber cobrado ahora una importancia creciente para las decisiones de inversión.

**En general, las condiciones financieras siguen siendo considerablemente más restrictivas que antes de la irrupción de la pandemia, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.** Sin embargo, desde una perspectiva de más largo plazo, estas condiciones continúan siendo más favorables que en contracciones globales anteriores, incluidas la Gran Recesión y la recesión que se produjo tras el estallido de la burbuja tecnológica a principios de la década de 2000. Esto puede deberse, hasta cierto punto, a la rápida y enérgica respuesta de bancos centrales de todo el mundo. Se ha de destacar que es probable que las intervenciones de política monetaria hayan sido el principal determinante de la estabilización de los rendimientos de la deuda soberana y de las primas por plazo, pese al nivel inaudito de emisiones de deuda soberana a escala mundial que ha sido necesario efectuar como consecuencia de la pandemia. La incertidumbre aumentó de forma sustancial y continúa siendo elevada. Aunque es demasiado pronto para valorar el papel que ha desempeñado el alto grado de incertidumbre en la crisis actual, probablemente lastre las perspectivas de recuperación.

**De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystem de junio de 2020, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) se contraerá un 4 % este año.** Tanto el ritmo como la magnitud de esta contracción son muy superiores a los observados en la Gran Recesión. En cuanto a la actividad global, las proyecciones indican que, después de experimentar un fuerte retroceso en los dos primeros trimestres de 2020, comenzará a recuperarse en el tercero. A medida que se levanten los confinamientos, inicialmente la actividad repuntaría, aunque se parte del supuesto de que el ritmo general de la recuperación será gradual, debido al mantenimiento de medidas de distanciamiento social y también a

cambios en el comportamiento de los consumidores. A más largo plazo, de acuerdo con las proyecciones mencionadas, la actividad mundial avanzará un 6 % en 2021 y un 3,9 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, el crecimiento mundial se ha revisado considerablemente a la baja para este año, mientras que, en un horizonte de medio plazo se espera que experimente un leve aumento. Estas revisiones suponen asimismo que el nivel del producto mundial se mantendrá por debajo de la trayectoria prevista en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020. En las economías emergentes se espera una recuperación más moderada que la observada después de fases contractivas anteriores. Esta previsión refleja la combinación de perturbaciones negativas que están afectando a estas economías en la coyuntura actual —incluida la crisis provocada por la pandemia—, unas condiciones financieras restrictivas, perturbaciones con efectos negativos sobre la relación real de intercambio para los exportadores de materias primas, y considerables flujos de salida de capitales.

**En Estados Unidos se estima que el ritmo de contracción de la actividad económica se aceleró en el segundo trimestre de 2020.** El PIB real retrocedió un 5 %, en términos anualizados, en el primer trimestre, de acuerdo con la segunda estimación realizada. Esta contracción fue algo mayor que la indicada en la estimación de avance. Datos de mayor frecuencia sugieren que la ralentización económica se intensificó más en el segundo trimestre por las estrictas medidas de contención vigentes en todo el país en abril. A partir de finales de ese mes, los estados federales comenzaron a relajar gradualmente las citadas medidas, lo que debería contribuir a respaldar la recuperación en la segunda mitad de 2020. La recuperación se verá impulsada principalmente por un repunte de la demanda interna sustentado en el firme apoyo de las medidas de política económica aprobadas hasta ahora. Con todo, se prevé que la recuperación sea gradual, ya que la confianza de los consumidores se mantiene en niveles muy bajos, en un contexto de destrucción de empleo sin precedentes desde finales de marzo. En abril se destruyeron más de 22 millones de empleos y la tasa de paro se situó en el 14,7 %. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) experimentó un descenso acusado, hasta el 0,3 %, en abril, desde el 1,5 % del mes precedente. La inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta el 1,4 % en abril, desde el 2,1 % de marzo. Se espera que la inflación disminuya este año, ya que los efectos desinflacionistas de la perturbación de demanda prevalecerán sobre los efectos de signo contrario relacionados con las disrupciones de oferta, así como que aumente gradualmente hasta situarse más próxima al objetivo del 2 % de la Reserva Federal hacia el final del horizonte de proyección.

**En China, la recuperación prosigue en un contexto de notables dificultades.** Entre ellas se incluyen las débiles perspectivas de demanda externa en el corto plazo, como pone de manifiesto la acusada caída de los pedidos exteriores, y el repunte paulatino de la demanda interna. Esto último refleja las medidas de distanciamiento social aún vigentes, así como un comportamiento, en general, más prudente de los consumidores. El estímulo monetario y de política económica aprobado por las autoridades contribuirá a impulsar la actividad económica. De cara al futuro se prevé que la actividad se recupere a lo largo del horizonte de

proyección. Sin embargo, se considera que esta recuperación seguirá siendo moderada en comparación con el nivel de actividad previsto en las proyecciones de marzo.

**En Japón, la economía ha entrado en recesión técnica.** El retroceso de la actividad en el cuarto trimestre del año pasado se debió a la confluencia de perturbaciones adversas, entre ellas una caída de la demanda interna como consecuencia de la subida de los impuestos sobre el consumo, disrupciones en la producción causadas por fuertes tifones en octubre y la debilidad de la demanda externa. Posteriormente, en el contexto de la irrupción del Covid-19, el PIB real descendió de nuevo, un 0,9 %, en el primer trimestre de 2020. Los esfuerzos de las autoridades para contener la propagación del virus lastraron la demanda interna, en especial el consumo privado de servicios y de bienes semiduraderos. Se debe destacar que las exportaciones de servicios descendieron considerablemente, reflejo de la caída del gasto de los turistas extranjeros resultante de las restricciones de viaje impuestas en respuesta al brote. Las autoridades japonesas intensificaron su apoyo a una economía renqueante. En abril, el Banco de Japón aumentó los límites a las compras de papel comercial y de bonos corporativos, flexibilizó el acceso a facilidades de financiación para las empresas y compró deuda pública a corto y a largo plazo. Además, en su reunión de emergencia de mayo decidió poner en marcha una nueva medida de provisión de fondos para las entidades de crédito, con el fin de respaldar la concesión de crédito a las pequeñas y medianas empresas. A finales de ese mes, el Gobierno japonés aprobó un segundo paquete de estímulo fiscal, de un tamaño prácticamente similar al introducido en abril de 2020. Estas medidas deberían proporcionar un impulso adicional a la economía, que, según las proyecciones, se recuperará paulatinamente a partir de la segunda mitad de este año.

**En el Reino Unido, la situación económica se ha deteriorado de forma significativa.** El PIB real se redujo un 2 % en el primer trimestre de 2020, pese a que la economía estuvo paralizada solo los diez últimos días de marzo, mientras que la tasa de inflación interanual medida por los precios de consumo cayó hasta situarse en el 0,8 % en abril, un descenso acusado con respecto al 1,5 % del mes precedente. Aunque el programa de regulación temporal de empleo ha contribuido a su mantenimiento, la situación del mercado de trabajo ha empeorado notablemente. Datos experimentales de la oficina nacional de estadísticas (ONS, por sus siglas en inglés) sobre solicitantes de prestaciones —que incluyen a los parados, así como a los beneficiarios de prestaciones vinculadas a la realización de un trabajo— mostraron que, a mediados de abril, más de dos millones de ciudadanos estaban solicitando algún tipo de prestación, alrededor de un tercio más que durante la Gran Recesión. Datos de alta frecuencia señalan un deterioro adicional pronunciado en el segundo trimestre, lo que implica una recesión mucho más grave que la que se produjo a raíz de la crisis financiera global. El Gobierno ha anunciado la reapertura por fases de la economía, que se espera que impulse una recuperación gradual en los próximos meses.

**En los países de Europa Central y Oriental se espera una moderación sustancial de la actividad económica.** Muchos países de la región registraron un crecimiento negativo en el primer trimestre de 2020, en un contexto de disrupciones

de oferta y de caída de la demanda como consecuencia de las medidas de contención. En el segundo trimestre se espera una contracción mucho más profunda, reflejo de la interacción entre una debilidad más acusada de la demanda interna —ya que las medidas de contención permanecieron vigentes en abril— y la mayor atonía de la demanda externa, en especial de la procedente de los países de la zona del euro.

**En los grandes países exportadores de materias primas se espera que la actividad económica retroceda de forma precipitada.** En Rusia, la economía se ha visto sacudida por la evolución reciente de los mercados energéticos y por la pandemia de Covid-19, lo que ha afectado a la demanda externa. Asimismo, se ha observado un aumento considerable de nuevos casos de contagio en el país que ha hecho necesario endurecer las medidas adoptadas para contener la propagación del virus. Se prevé que los recortes de producción acordados por el grupo de países que integran la OPEP+ para estabilizar el mercado mundial de petróleo, así como la caída de los precios de las materias primas, frenen la inversión. En Brasil, la actividad económica se deterioró de forma acusada, como consecuencia de las medidas de confinamiento, la disruptión de las cadenas de suministro, la mayor debilidad de la demanda externa, los significativos flujos de salida de capitales y una perturbación con efectos negativos sobre la relación real de intercambio que reflejan la reducción de los precios de las materias primas. La intensificación de las tensiones políticas y el hecho de que este país sea uno de los más afectados por la pandemia pueden hacer más difícil prestar un apoyo eficaz de las políticas a la economía.

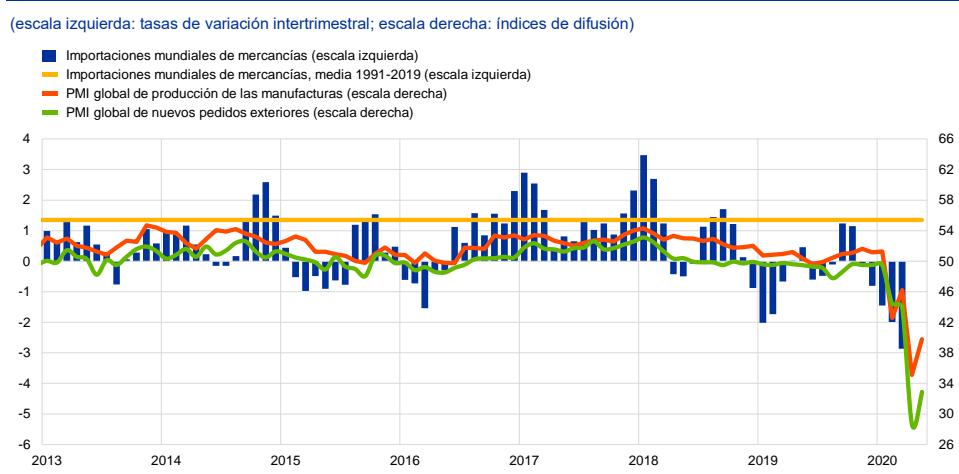
**En Turquía, la pandemia generó presiones de financiación, en un contexto de notables desequilibrios externos y necesidades de financiación.** La actividad se mantuvo vigorosa hasta finales de marzo. Posteriormente, la confianza comenzó a deteriorarse con rapidez, ya que se introdujeron medidas de contención y la demanda externa se contrajo de forma acusada. Al mismo tiempo, la aversión al riesgo de los inversores extranjeros en relación con las economías emergentes fue en aumento, y aparecieron presiones de financiación para este país. La lira turca se ha depreciado y las reservas del banco central han disminuido considerablemente. En la primera mitad del año se espera una fuerte contracción de la actividad, así como que la posterior recuperación sea muy gradual.

**El comercio mundial se verá afectado con más intensidad que la actividad, ya que las perturbaciones logísticas y el cierre de las fronteras agudizan el impacto de la caída de la demanda.** Además, la respuesta procíclica del comercio a la actividad económica tiende a intensificarse en las fases contractivas. Es probable que el desplome del comercio mundial de mercancías se vea ampliado por disruptiones en las cadenas globales y regionales de valor, ya que una proporción significativa de los intercambios comerciales de bienes intermedios —que representan alrededor del 40 % del comercio mundial— tiene repercusiones importantes para la transmisión internacional de las perturbaciones de demanda y de oferta. Ya se observa un retroceso acusado del comercio en las importaciones mundiales de mercancías, que descendieron un 2,9 % en el primer trimestre de 2020 (véase gráfico 2), la mayor caída intertrimestral desde la Gran Recesión. Al

mismo tiempo, el ritmo de reducción de las importaciones de mercancías fue prácticamente similar en las economías avanzadas y en las emergentes.

## Gráfico 2

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



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

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

**Como consecuencia de la naturaleza de la perturbación, el comercio de servicios se ha visto afectado de manera especialmente acusada.** Los nuevos datos disponibles sobre turismo y transporte, que en conjunto representan el grueso de los intercambios comerciales de servicios a escala global, indican un retroceso sin precedentes. Las llegadas de turistas internacionales se redujeron más del 50 % en marzo. Asimismo, el volumen de pasajeros en vuelos internacionales se ha reducido a menos de la mitad en comparación con el mismo período del año anterior.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, el crecimiento de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) se reducirá un 12,9 % este año, y en 2021 y 2022 aumentará un 8 % y un 4,3 %, respectivamente. Se prevé que la demanda externa de la zona del euro descienda un 15,1 % este año y que crezca un 7,8 % y un 4,2 % en 2021 y 2022, respectivamente. La pandemia ha afectado de forma considerable al comercio y, a tenor de las proyecciones, las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) solo retornarán a los niveles registrados en el cuarto trimestre de 2019 hacia el final del horizonte de proyección. En cuanto a la demanda externa de la zona del euro, se mantendrá por debajo de ese nivel durante todo el horizonte de proyección.

**El nivel de incertidumbre sobre el rumbo futuro de la economía mundial sigue careciendo de precedentes.** Este nivel está relacionado con la evolución de la pandemia de Covid-19 y con su impacto sobre el comportamiento de la economía, así como con las medidas de contención asociadas y el éxito de las medidas de política adoptadas. Para ilustrar la variedad de posibles efectos de la pandemia sobre la economía mundial, la proyección de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020 se complementa con dos escenarios, uno moderado y otro severo, que ilustrarían la

variedad de los efectos en torno a esa proyección<sup>2</sup>. La pandemia de Covid-19 también ha puesto en marcha algunos cambios que podrían lastrar la recuperación prevista de la economía mundial, entre ellos una mayor sensibilidad de los mercados financieros a las noticias o cambios estructurales en las redes de suministro para la producción. Estos riesgos, además de otros riesgos a la baja relacionados con las negociaciones del Brexit y la amenaza de aumento del proteccionismo comercial, siguen siendo importantes, aunque también es probable que estén supeditados a la trayectoria futura de la pandemia y las medidas aplicadas.

## Evolución mundial de los precios

**El acusado deterioro de las perspectivas de demanda mundial ha provocado una drástica caída de los precios del petróleo.** Los precios del Brent han registrado una ligera recuperación recientemente y se han situado por encima de los 30 dólares estadounidenses por barril, después de haberse desplomado hasta un nivel por debajo de los 20 dólares por barril a principios de abril. Este repunte parcial de los precios del crudo parece estar impulsado por las esperanzas de que se produzca una reversión del colapso repentino de la demanda global de crudo asociado a la pandemia, dado que China se está recuperando y que otros países están relajando paulatinamente las medidas de confinamiento. Los precios del petróleo también se vieron respaldados por la respuesta gradual de la oferta de crudo cuando entró en vigor el acuerdo de la OPEP+ a principios de mayo y la producción de Estados Unidos y de Canadá descendió por la paralización generalizada de la actividad. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, los supuestos relativos a los precios del crudo de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Euroistema de junio de 2020 son un 36 %, un 33,1 % y un 26,6 % más bajos para 2020, 2021 y 2022. Desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones de junio, el precio del crudo ha aumentado y, el 3 de junio, el Brent se situaba en 38,3 dólares por barril. De cara al futuro, es probable que los precios del crudo sigan siendo volátiles, reflejo de que las perspectivas económicas siguen sujetas a un grado muy elevado de incertidumbre y de que la utilización de la capacidad de almacenamiento es excepcionalmente alta.

**La inflación mundial se está viendo frenada por la fuerte caída de los precios del petróleo.** En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo descendió de forma acusada en abril, hasta el 0,9 %, desde el 1,7 % de marzo, como consecuencia de la pronunciada bajada de los precios del crudo y de la menor inflación subyacente (véase gráfico 3). A raíz del desplome de los precios del petróleo asociado a la pandemia, la tasa de variación interanual de los precios de la energía ya se situó en niveles negativos en marzo, y el ritmo de descenso se aceleró con intensidad en abril, hasta el 10,8 %, el mayor retroceso observado desde septiembre de 2015. En cambio, la inflación interanual de los precios de los

<sup>2</sup> Para más detalles, véase el recuadro titulado «[Escenarios alternativos de las perspectivas económicas de la zona del euro](#)» en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Euroistema, junio de 2020.

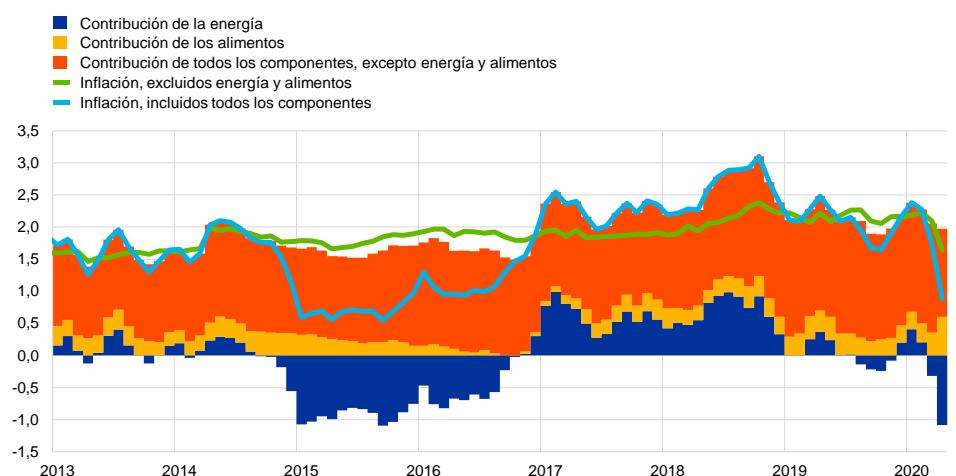
alimentos aumentó de nuevo en abril, hasta el 6,4 %, desde el 3,5 % del mes anterior. Al mismo tiempo, la inflación interanual subyacente medida por el IPC (excluidos la energía y los alimentos) se redujo hasta el 1,6 % en abril, desde el 2,1 % del mes precedente.

**De cara al futuro, la inflación mundial descenderá, debido a los precios más bajos del petróleo y a la mayor debilidad de la demanda.** Estos factores compensan con creces cualquier impacto inflacionista potencial derivado de la menor oferta, como consecuencia de cuellos de botella en la producción y en la logística. Es probable que la atonía de la demanda, el fuerte deterioro de los mercados de trabajo y la mayor holgura de la capacidad productiva reduzcan las presiones inflacionistas subyacentes a escala global. La bajada de los precios del crudo explica gran parte de la revisión a la baja de los precios de exportación (en moneda nacional) de los competidores de la zona del euro en 2020. Dado que se espera un incremento gradual de los precios del petróleo durante el horizonte de proyección, este impacto se disipará, y se prevé que los precios de exportación de los competidores de la zona retornen paulatinamente a su media de largo plazo hacia finales de 2021.

### 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 abril de 2020.

## 2

## Evolución financiera

*Aunque las condiciones financieras se han relajado levemente en la zona del euro desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2020, no han vuelto a los niveles observados antes de la propagación del coronavirus (Covid-19) por todo el mundo. Durante el período de referencia (del 12 de marzo al 3 de junio de 2020), la curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonía) registró un desplazamiento al alza. La curva continúa ligeramente invertida en los plazos cortos, aunque en menor medida que el 12 de marzo, lo que indica que las expectativas de los participantes en el mercado de nuevos recortes de los tipos de interés oficiales han disminuido y han pasado a un futuro más lejano. Pese a la acomodación monetaria proporcionada a través del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y de otras medidas de política, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron durante el período considerado debido al incremento de los tipos de interés libres de riesgo y a la ampliación de los diferenciales soberanos. Los precios de los activos de riesgo se recuperaron, en parte, de las pérdidas incurridas en febrero y marzo, principalmente en un contexto de mejora de la percepción global del riesgo y de sensación de que los riesgos de cola de una crisis global inminente se han disipado en cierta medida. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo estable, en términos generales, y la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales reflejó la incertidumbre en torno a la pandemia de Covid-19.*

**El eonía y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -45 y -54 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado<sup>3</sup>.** El exceso de liquidez aumentó en 398 mm de euros en el período de referencia y se situó en torno a los 2.163 mm de euros<sup>4</sup>. Este cambio refleja, principalmente, la introducción del PEPP junto al programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como los fondos obtenidos en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) y en las operaciones puente de financiación a plazo más largo (*LTRÓ bridge operations*).

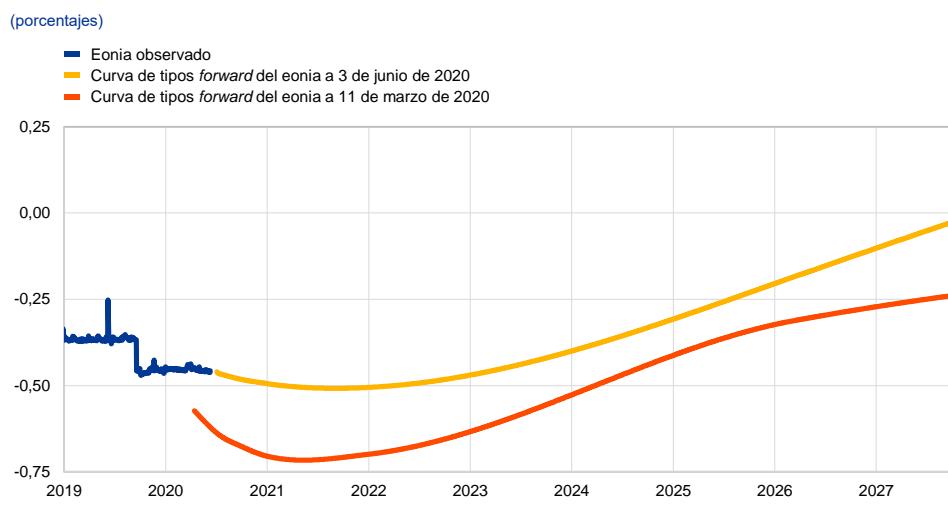
**La curva de tipos forward del eonía se desplazó al alza en los plazos cortos durante el período analizado, aunque sigue estando ligeramente invertida (véase gráfico 4).** Después de la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 12 de marzo, la curva se aplanó en los plazos más cortos, dado que los mercados difirieron las expectativas de un recorte inminente del tipo de interés de la facilidad de depósito. Con todo, la inversión de la curva en dichos plazos contrasta con el perfil plano de la curva observado antes de la propagación del virus, lo que indica

<sup>3</sup> La metodología de cálculo del eonía se modificó el 2 de octubre de 2019; ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «[Adiós eonía, hola €STR](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

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

que los participantes en el mercado siguen esperando reducciones adicionales de los tipos de interés oficiales.

**Gráfico 4**  
Tipos *forward* del eonia

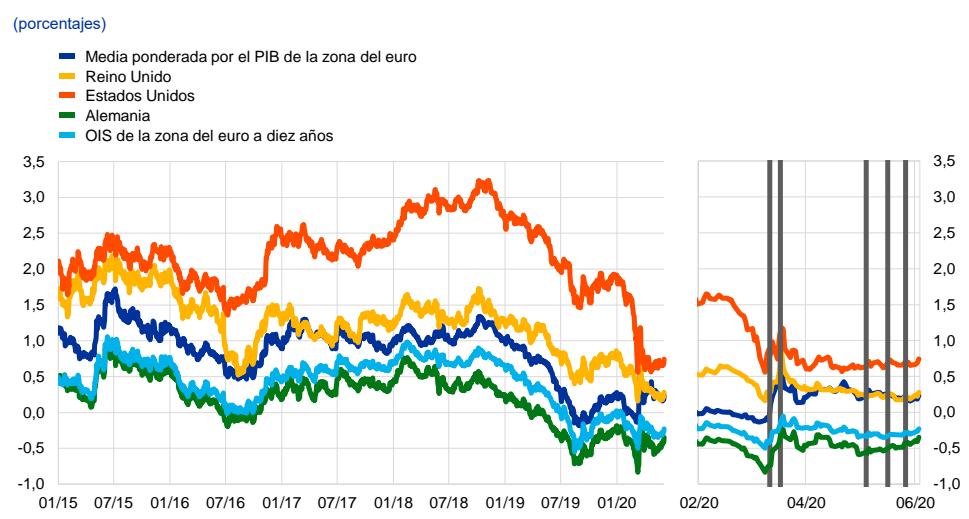


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

**Pese a la acomodación monetaria adicional proporcionada a través del PEPP y de otras medidas, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron durante el período de referencia (véase gráfico 5).** El rendimiento de los bonos soberanos a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 36 puntos básicos y se situó en el 0,24 %. Los rendimientos soberanos se vieron afectados por el aumento general de los tipos de interés libres de riesgo en el período considerado. Además, la ampliación de los diferenciales soberanos con respecto a los tipos de interés libres de riesgo también impulsó al alza el rendimiento de la deuda soberana a diez años ponderado por el PIB durante el período analizado. En contraposición con la subida que registraron en la zona del euro, en Estados Unidos, los rendimientos de los bonos soberanos a diez años se redujeron 13 puntos básicos, hasta situarse en el 0,75 %, y en el Reino Unido se mantuvieron estables, en el 0,28 % (incremento de 1 punto básico).

## Gráfico 5

### Rendimientos de la deuda soberana a diez años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. Las líneas verticales de color gris señalan (de izquierda a derecha) la reunión del Consejo de Gobierno de marzo (12 de marzo de 2020), el anuncio del PEPP (18 de marzo de 2020), la sentencia del Tribunal Constitucional Federal alemán (5 de mayo de 2020), la propuesta franco-alemana de creación de un fondo de recuperación europeo por importe de 500 mm de euros (18 de mayo de 2020) y la propuesta de la Comisión Europea de un instrumento de recuperación denominado «Next Generation EU», dotado con 750 mm de euros (27 de mayo de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 3 de junio de 2020.

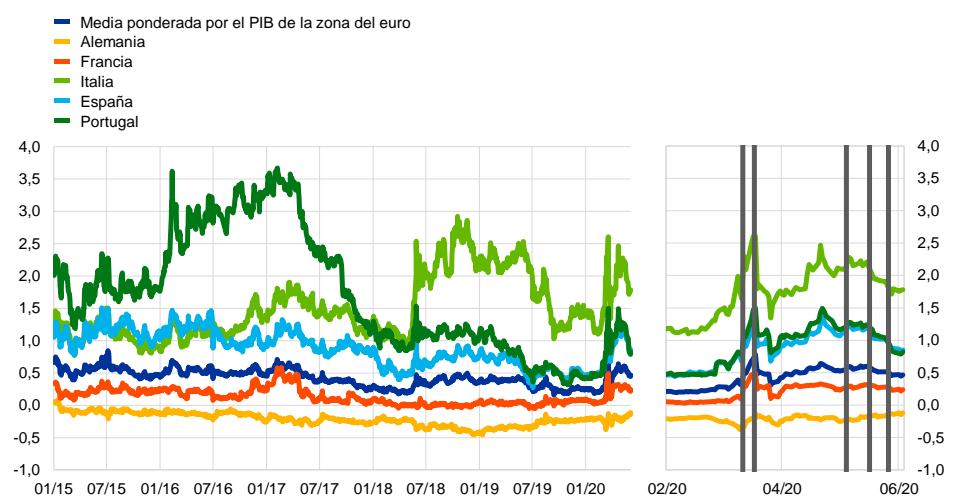
**Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto a los tipos swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) se redujeron tras el anuncio del PEPP, pero permanecen por encima de los valores observados cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno el 12 de marzo (véase gráfico 6).**

Los diferenciales de la deuda soberana alemana, francesa, italiana, española y portuguesa a diez años se ampliaron 20, 16, 14, 18 y 5 puntos básicos, hasta situarse en -0,12, 0,24, 1,78, 0,85 y 0,82 puntos porcentuales, respectivamente. En consecuencia, el diferencial de rendimiento de los bonos soberanos a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 16 puntos básicos, hasta 0,47 puntos porcentuales. Este incremento general va acompañado de cierta volatilidad. Las actuaciones relativas a la calificación de la deuda soberana —como la rebaja de la calificación de Italia (de BBB a BBB-) por parte de Fitch el 28 de abril—, la sentencia del Tribunal Constitucional Federal alemán sobre el programa de compras de valores públicos y los pasos vacilantes en relación con la financiación de una respuesta fiscal común al coronavirus contribuyeron a ampliar la mayoría de los diferenciales. Más recientemente, los diferenciales soberanos de Francia, Italia, España y Portugal se redujeron en el contexto de la propuesta franco-alemana de crear un fondo de recuperación y la propuesta «Next Generation EU» de la Comisión Europea.

## 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: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo swap del eonia (OIS) a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. Las líneas verticales de color gris señalan (de izquierda a derecha) la reunión del Consejo de Gobierno de marzo (12 de marzo de 2020), el anuncio del PEPP (18 de marzo de 2020), la sentencia del Tribunal Constitucional Federal alemán (5 de mayo de 2020), la propuesta franco-alemana de crear un fondo de recuperación europeo por importe de 500 mm de euros (18 de mayo de 2020) y la propuesta de la Comisión Europea de un instrumento de recuperación denominado «Next Generation EU», dotado con 750 mm de euros (27 de mayo de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 3 de junio de 2020.

**Los índices bursátiles del sector no financiero de la zona del euro anotaron subidas, recuperando una parte significativa de las pérdidas registradas en febrero y en marzo (véase gráfico 7).** Los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron en un 14 % durante el período de referencia, respaldados por la mejora de la percepción del riesgo y la sensación de que los riesgos de cola de una crisis global inminente se han disipado en cierta medida. La mejora de la percepción del riesgo compensó con creces otros factores que lastraron las cotizaciones, como las menores expectativas de crecimiento de los beneficios en todos los horizontes<sup>5</sup>. A escala global, el repunte más acusado se observó en los precios de las acciones de las sociedades no financieras estadounidenses, que avanzaron un 16 %. En cambio, las cotizaciones del sector bancario de la zona del euro retrocedieron un 5 % durante el período considerado, mientras que se incrementaron un 8 % en Estados Unidos.

<sup>5</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Coronavirus (Covid-19): el miedo de los mercados implícito en los precios de las opciones», en este Boletín Económico.

## Gráfico 7

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

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de marzo de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 3 de junio de 2020.

**Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron hasta mediados de marzo, pero han vuelto a retroceder parcialmente desde entonces, tras la adopción del PEPP (véase gráfico 8).** Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y de la deuda del sector financiero con respecto al tipo de interés libre de riesgo se incrementaron 81 y 112 puntos básicos, respectivamente, entre el comienzo del período analizado y el 24 de marzo, hasta alcanzar un máximo de 185 y 239 puntos básicos en el período. Desde entonces, los diferenciales de los valores de renta fija privada han ido descendiendo lentamente hasta situarse en 121 y 146 puntos básicos. En conjunto, la ampliación refleja, en gran medida, el aumento de las primas en exceso de los bonos, pero los determinantes fundamentales del riesgo de crédito, medidos por las calificaciones crediticias y las frecuencias de impago esperadas, también se han deteriorado.

### Gráfico 8

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

(puntos básicos)

- Instituciones financieras
- Sociedades no financieras



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

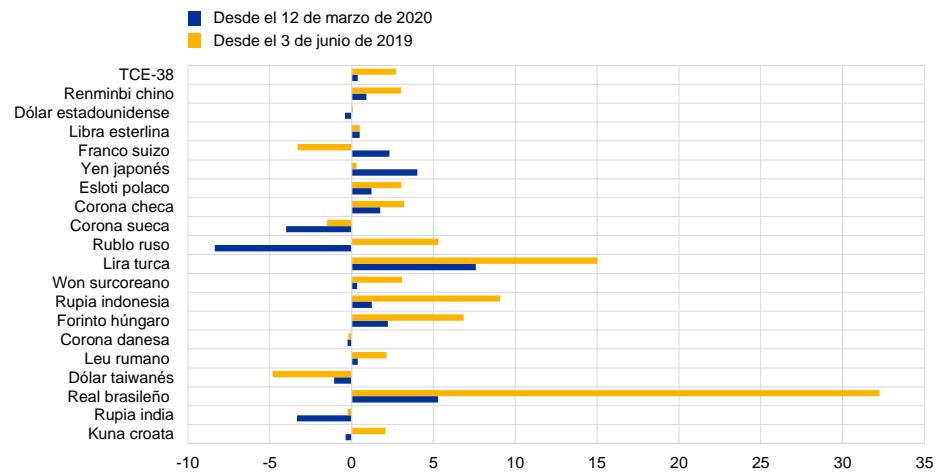
Notas: Los diferenciales se calculan como los diferenciales de los *asset swaps* con respecto al tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (pero con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de marzo de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 3 de junio de 2020.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro apenas varió, en términos generales (véase gráfico 9).** El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se fortaleció un 0,4 % durante el período analizado. Con respecto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el euro se apreció frente a la mayoría de las monedas principales, en particular el yen japonés (4 %) y el franco suizo (2,3 %). El euro también se apreció frente a las monedas de Brasil y Turquía y frente a la mayoría de las monedas de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro. Esta evolución se vio parcialmente contrarrestada por una ligera depreciación frente al dólar estadounidense (0,4 %). El euro perdió valor frente al rublo ruso (8,4 %) y a la corona sueca (4 %), revirtiendo, en cierta medida, una fuerte apreciación registrada anteriormente tras la incertidumbre generada por la pandemia de Covid-19.

### Gráfico 9

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE

Notas: El TCE-38 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 3 de junio de 2020.

### 3

## Actividad económica

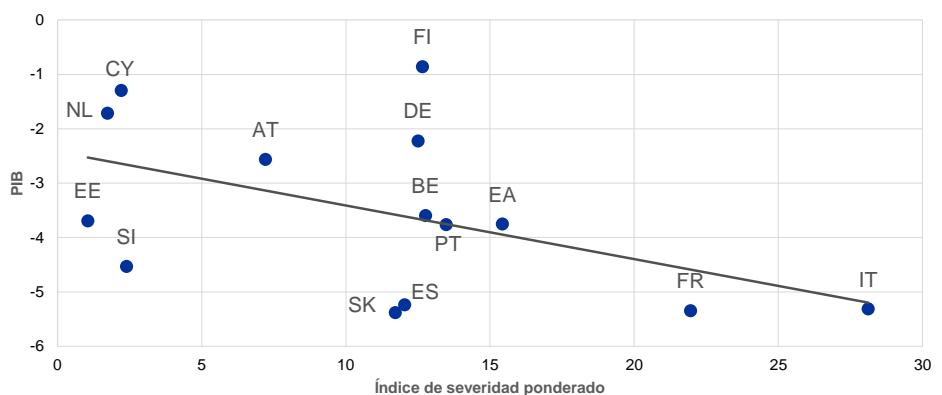
*El crecimiento del PIB real de la zona del euro registró una caída sin precedentes en el primer trimestre de 2020, en el contexto de las medidas de confinamiento estricto aplicadas por los países de la zona para contener la propagación del coronavirus (Covid-19). Aunque, recientemente, los indicadores de alta frecuencia y los resultados de las últimas encuestas han señalado una ligera mejora de la actividad económica, dado que los países han comenzado a relajar las medidas de confinamiento implementadas, el acusado impacto sobre la actividad observado en abril y mayo apunta a un nuevo descenso en el segundo trimestre de 2020. De cara al futuro se espera que la actividad económica de la zona del euro se recupere en la segunda mitad de 2020, respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por el tono expansivo de las políticas fiscales y por la reanudación de la actividad mundial, si bien la velocidad y la magnitud generales de la recuperación siguen siendo muy inciertas. El escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020 contempla un retroceso anual del PIB real del 8,7 % en 2020 y un repunte del 5,2 % en 2021 y del 3,3 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado sustancialmente a la baja —en 9,5 puntos porcentuales— para 2020 y se han corregido al alza en 3,9 puntos porcentuales para 2021 y en 1,9 puntos porcentuales para 2022.*

**La actividad de la zona del euro experimentó una contracción sin precedentes en el primer trimestre de 2020, en un entorno de medidas de contención del Covid-19 y de niveles extremos de incertidumbre asociada.** El PIB real registró un descenso histórico del 3,8 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2020, en el contexto de las medidas de confinamiento estricto aplicadas por la mayoría de los países de la zona del euro desde mediados de marzo. La contracción causada por el Covid-19 fue heterogénea en los distintos países y sectores. Entre las economías de mayor tamaño de la zona del euro, la caída de la actividad económica fue más pronunciada en Francia, Italia y España que en Alemania y los Países Bajos. El crecimiento económico de los países de la zona en el primer trimestre de 2020 muestra una correlación negativa con el grado de severidad de las medidas de distanciamiento social y de confinamiento adoptadas para contener la propagación del Covid-19 (véase gráfico 10). En general, el impacto de las medidas de confinamiento provocó una contracción intensa de la producción industrial en la zona del euro, que registró un retroceso intermensual sin precedentes, del 11,3 %, en marzo de 2020, y del 3,3 % en el primer trimestre de 2020. Del mismo modo, según datos de encuestas correspondientes al primer trimestre de 2020, la utilización de la capacidad productiva disminuyó de manera acusada en el sector manufacturero, en 11 puntos porcentuales, hasta el 69,7 %, mientras que en los servicios se redujo en torno a 5 puntos porcentuales, hasta el 85,6 %.

## Gráfico 10

### PIB real y grado de severidad de la respuesta de los Gobiernos al Covid-19 en el primer trimestre de 2020

(tasas de variación intertrimestral e índice de severidad ponderado)



Fuentes: Eurostat, Oxford COVID-19 Government Response Tracker y cálculos del BCE.

Notas: El índice diario para cada país se pondera por el número de días con distintos grados de severidad en el primer trimestre de 2020. En este gráfico, la zona del euro representa una media diaria ponderada por el PIB de los países para los que se dispone de datos.

**Los mercados de trabajo de la zona del euro se han visto intensamente afectados por las medidas de contención del Covid-19.** El empleo retrocedió un 0,2 % en el primer trimestre de 2020, tras registrar un avance del 0,3 % en el cuarto trimestre de 2019. Este tímido descenso se debió principalmente a las medidas aplicadas<sup>6</sup>, como la introducción de programas de regulación temporal de empleo y un paquete de medidas complementarias dirigidas a evitar despidos y a apoyar a los autónomos. Estos programas limitan el aumento del número de trabajadores desempleados, al tiempo que dotan de mayor flexibilización al mercado laboral para afrontar fluctuaciones cíclicas. En la coyuntura actual, esto supone una reducción sustancial del número de horas trabajadas por asalariado durante un período de tiempo predeterminado<sup>7</sup>. En consecuencia, el empleo retrocedió menos que el PIB en el primer trimestre de 2020, lo que implica una caída acusada —del 3,5 %— de la productividad por persona ocupada en ese período.

**Los indicadores coyunturales recientes relativos al mercado de trabajo apuntan a un deterioro acusado de este mercado, mientras que el ligero incremento de la tasa de paro también refleja problemas estadísticos relacionados con los confinamientos y con el efecto mitigador de las medidas sin precedentes adoptadas para respaldar el empleo.** La tasa de paro de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 7,3 % en abril de 2020, desde el 7,1 % de marzo. Este incremento no recoge completamente el impacto adverso de la pandemia, ya que refleja el efecto de las medidas aplicadas para contener el Covid-19 en el mercado laboral (varios países no implementaron medidas de confinamiento hasta mediados de marzo), la adopción de políticas para apoyar el empleo y evitar

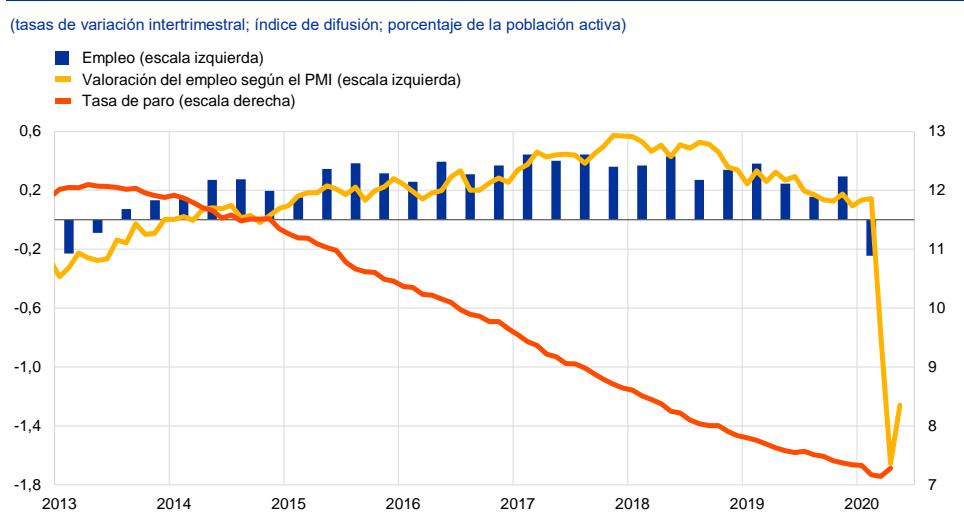
<sup>6</sup> Para evaluar la respuesta de las variables del mercado de trabajo a la gran crisis financiera desde una perspectiva regional, véase el recuadro titulado «Evolución regional del mercado de trabajo durante la gran crisis financiera y la recuperación posterior», en este Boletín Económico.

<sup>7</sup> Para más detalles, véase el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», en este Boletín Económico.

despidos permanentes, y problemas en la clasificación estadística durante el período de confinamiento. Los resultados de encuestas recientes, que proporcionan indicaciones más actualizadas sobre la evolución de este mercado, sugieren que en la actualidad se encuentra profundamente adentrado en terreno contractivo. No obstante, se observó una leve mejora en mayo de 2020, debido a cierta relajación inicial de las medidas de confinamiento durante ese mes (véase gráfico 11).

### Gráfico 11

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

**Una proporción elevada del consumo privado se ha desplomado desde mediados de marzo.** El comercio al por menor de la zona del euro se contrajo un 11 %, en tasa intermensual, en marzo de 2020. Estos datos reflejan solo parcialmente la disminución del gasto durante los confinamientos, que en la mayoría de los países de la zona no se introdujeron hasta mediados de marzo. Las ventas minoristas volvieron a caer en abril, a una tasa intermensual del 12 %, y el desplome en otras categorías de gasto —como automóviles y vacaciones— fue casi total. En mayo de 2020, la confianza de los consumidores de la zona del euro empezó a remontar cuando las medidas de confinamiento se fueron relajando progresivamente. Aunque el descenso de las rentas de los hogares ha sido limitado, es probable que la tasa de ahorro aumente de forma sustancial<sup>8</sup>. Esto refleja canales habituales, como el ahorro por motivo precaución (anticíclico) y restricciones de crédito, pero se dispone de evidencia que señala que también es consecuencia del «ahorro forzoso». Los hogares cuyas rentas no se vieron afectadas empezaron a acumular fondos considerables en sus depósitos bancarios porque no podían adquirir bienes y servicios no esenciales<sup>9</sup>. El ahorro acumulado podría destinarse a financiar un fuerte repunte del consumo de productos no

<sup>8</sup> Véase también el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», en este Boletín Económico.

<sup>9</sup> Véase «[L'impact de la crise de Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises](#)», Banque de France, 2020.

esenciales en la segunda mitad de 2020. No obstante, ello dependerá, en gran parte, de la incertidumbre que persista en torno a la crisis sanitaria y a las condiciones del mercado laboral, lo que podría dar lugar a un mayor ahorro por motivo precaución.

**La inversión empresarial se habría contraído más que el PIB en el primer trimestre de 2020, y se espera que siga disminuyendo en el segundo.** Ante las graves disrupciones de oferta que se produjeron desde mediados de marzo a causa del brote de Covid-19 en Europa, la producción de bienes de equipo registró una caída intertrimestral del 6,4 % en el primer trimestre de 2020 en la zona del euro, y la utilización de la capacidad productiva también se redujo. En términos intertrimestrales, la inversión, excluida la construcción, descendió un 4,1 % en Alemania, un 9,3 % en Francia (inversiones realizadas por sociedades no financieras), un 8,3 % en Italia, un 2,4 % en España y un 6,6 % en los Países Bajos. Además, la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro<sup>10</sup> muestra que la demanda de préstamos y líneas de crédito por parte de las empresas de la zona aumentó de forma sustancial en el primer trimestre de 2020, ya que las empresas recurrieron a la financiación bancaria con el fin de asegurar liquidez de emergencia para financiar los pagos corrientes (como el alquiler y los salarios), en un contexto de desplome de los ingresos. Al mismo tiempo, la demanda de préstamos con fines de inversión se redujo considerablemente. De cara al futuro, la acusada disminución de la confianza y de las expectativas de producción, así como el retroceso de las carteras de pedidos y de las ventas del sector de bienes de equipo en abril, junto con la elevada incertidumbre imperante, apuntan a una contracción pronunciada de la inversión en capital fijo en el segundo trimestre.

**Después de experimentar un deterioro notable en el primer trimestre de 2020, la inversión residencial de la zona del euro podría contraerse aún más en el segundo.** Si se analizan los datos nacionales disponibles para el primer trimestre, la inversión en construcción sufrió un retroceso importante en Francia (-13,8 %, en tasa intertrimestral), en Italia (-7,9 %) y en España (-9,6 %), mientras que registró una mejora sorprendente en Alemania (4,1 %) y en los Países Bajos (5,6 %). Esta evidencia apunta a un descenso sustancial de la inversión residencial de la zona del euro en el primer trimestre. Habida cuenta del desplome del índice de directores de compras (PMI) de producción de la construcción residencial, basado en encuestas, y del indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea en abril, es posible que el deterioro de los mercados de la vivienda de la zona del euro incluso se intensifique en el segundo trimestre. Por el lado de la oferta, la actividad de la construcción ha sido limitada, ya que las medidas de confinamiento paralizaron la actividad en este sector en varios países y el coste de los materiales ha aumentado. Por el lado de la demanda, este deterioro ha ido acompañado de una fuerte caída del indicador de la Comisión Europea de intención de gasto en reformas, así como de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro. Este debilitamiento de la demanda ha afectado incluso a aquellos países, como Alemania y los Países Bajos, que han aplicado las medidas de confinamiento menos estrictas.

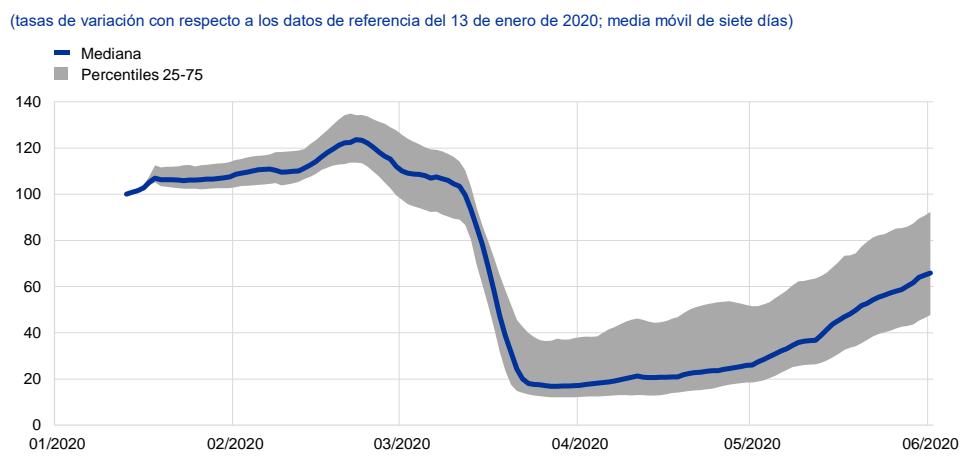
<sup>10</sup> Véase también «The euro area bank lending survey – First quarter of 2020», BCE, abril de 2020.

**La contracción del comercio de la zona del euro se habría acentuado en el segundo trimestre de 2020.** En el primero, los intercambios comerciales de bienes entre países de la zona del euro disminuyeron más que el comercio con países no pertenecientes a la zona, debido a las medidas de contención del Covid-19 adoptadas por los países de la zona a partir de marzo. En el segundo trimestre del año se espera una caída sin precedentes, como sugiere el desplome del índice de nuevos pedidos exteriores hasta un nivel de 18,9 en abril (desde 49,5 a principios de 2020). El mismo indicador adelantado —que señala que el índice se recuperará hasta situarse en 28,7 en mayo— apunta a la existencia de señales incipientes de una expansión muy gradual a partir de entonces. El comercio de la zona del euro está especialmente expuesto a la perturbación generada por el Covid-19, debido a ciertas características específicas. En primer lugar, Europa es un destino turístico importante y representa el 30 % de los ingresos mundiales por turismo. Por ello, la región se ha visto particularmente perjudicada por las prohibiciones de viajes, las restricciones a la movilidad y las medidas de confinamiento. Naturalmente, las repercusiones son más graves para los países de la zona del euro en los que el turismo supone un porcentaje elevado del PIB. En segundo lugar, el grado extraordinariamente elevado de incertidumbre y el consiguiente aplazamiento de las decisiones de inversión han afectado, en particular, al comercio de bienes duraderos, un componente clave de las exportaciones de la zona del euro. En tercer lugar, los efectos de contagio (*spillover*) y de retorno (*spillback*) a través de las redes de producción regionales transmiten y amplifican las perturbaciones en las distintas economías de la zona del euro, y pueden generar una reducción de los intercambios comerciales dentro de la zona más intensa que la de los flujos comerciales totales.

**A corto plazo se prevé una caída más pronunciada del crecimiento de la zona del euro en el segundo trimestre de 2020.** Aunque la mayoría de los países han comenzado a relajar las medidas de confinamiento estricto desde principios de mayo, los datos de alta frecuencia sugieren que la actividad solo ha mejorado ligeramente. Los indicadores de consumo de electricidad y de movilidad, por ejemplo, solo han registrado un modesto repunte desde entonces (véase gráfico 12), y los indicadores de opinión más convencionales también apuntan en esa dirección. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea experimentó una leve mejora y se situó en 67,5 en mayo, frente al mínimo histórico de 64,9 de abril, pero, en promedio, se mantiene muy por debajo del valor de 100,6 del primer trimestre de 2020. Además, pese a haberse recuperado desde el mínimo histórico de 13,6 de abril, el PMI *flash* compuesto de mayo se situó en 31,9, lo que sugiere que la actividad permaneció en terreno contractivo en el segundo trimestre de 2020. Sin embargo, se observaron ciertas diferencias entre sectores, dado que el índice de manufacturas aumentó hasta alcanzar un valor de 35,6, desde 18,1 en abril, mientras que el correspondiente a la actividad de los servicios continuó situado en un nivel más bajo —30,5—, frente a 12,0 en abril. Los indicadores de las encuestas de opinión empresarial de la Comisión Europea también apuntan a que la actividad seguirá siendo moderada en los próximos meses, aunque los sectores más afectados por las medidas de contención del Covid-19 —entre ellos, alimentación y bebida, servicios de alojamiento y vehículos de motor— mejorarán en cierta medida.

**Gráfico 12**

Movilidad en los países de mayor tamaño de la zona del euro



Fuente: Apple Mobility Trends Reports.

Notas: Consultas de información en Apple Maps relativas a itinerarios en automóvil, en transporte público y a pie en Alemania, Francia, Italia, España y Países Bajos. La última observación corresponde al 1 de junio de 2020.

**De cara al futuro se prevé un repunte de la actividad económica de la zona del euro en la segunda mitad de 2020, siempre que las medidas de contención se relajen.** La actividad de la zona del euro se recuperaría a partir del tercer trimestre a medida que sigan flexibilizándose las medidas de contención, respaldada por unas condiciones de financiación favorables, el tono expansivo de la política fiscal expansiva y la reanudación de la actividad mundial, si bien la velocidad y la magnitud generales de la recuperación siguen siendo muy inciertas. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020 prevén una caída anual del PIB real del 8,7 % en 2020 y un repunte del 5,2 % en 2021 y del 3,3 % en 2022 (véase gráfico 13). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, las perspectivas del crecimiento del PIB real se han revisado sustancialmente a la baja, en 9,5 puntos porcentuales, para 2020 y se han corregido al alza en 3,9 puntos porcentuales para 2021 y en 1,9 puntos porcentuales para 2022. No obstante, la elevada incertidumbre global en torno a la implementación de planes una vez finalizados los confinamientos y el alcance de la contracción y de la recuperación subsiguiente dependerán fundamentalmente de la duración y de la eficacia de las medidas de contención, del éxito de las políticas dirigidas a mitigar el impacto negativo sobre las rentas y el empleo, así como del grado en que la capacidad de oferta y la demanda interna se vean afectadas de forma permanente. En este contexto, además de las proyecciones macroeconómicas de referencia elaboradas por los expertos del Eurosistema, dos escenarios alternativos muestran el impacto de la pandemia de Covid-19. En el escenario moderado, en el que se consigue contener el virus, el PIB real se reduciría un 5,9 %, en tasa anual, en 2020, repuntaría un 6,8 % en 2021 y aumentaría un 2,2 % en 2022. En el escenario severo, que contempla un fuerte rebrote de la pandemia y la aplicación de nuevas

medidas de contención, la caída anual del PIB real sería del 12,6 % en 2020, con un repunte del 3,3 % en 2021 y un incremento del 3,8 % en 2022<sup>11</sup>.

**Gráfico 13**  
PIB real de la zona del euro (incluidas las proyecciones)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2020](#)», publicado en el sitio web del BCE el 4 de junio de 2020.

<sup>11</sup> Véase el recuadro titulado «Escenarios alternativos de las perspectivas económicas de la zona del euro» en el artículo «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2020](#)».

## 4

## Precios y costes

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro descendió hasta el 0,1 % en mayo de 2020, desde el 0,3 % de abril. Sobre la base de los precios actuales del petróleo y los precios de los futuros sobre esta materia prima, es probable que la inflación general siga reduciéndose ligeramente en los próximos meses y se mantenga contenida hasta final de año. A medio plazo, una demanda más débil generará presiones a la baja sobre la inflación, que se verán contrarrestadas solo parcialmente por las presiones al alza derivadas de las restricciones de oferta. Esta valoración se refleja también, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,3 % en 2020, el 0,8 % en 2021 y el 1,3 % en 2022. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja en 0,8, en 0,6 y en 0,3 puntos porcentuales, respectivamente. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 0,8 % en 2020, el 0,7 % en 2021 y el 0,9 % en 2022.

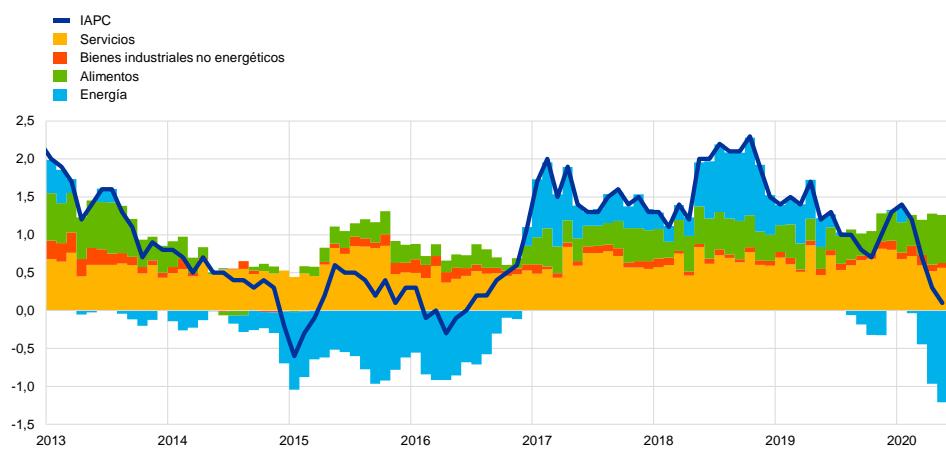
**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC siguió disminuyendo en mayo.** El descenso —desde el 0,3 % de abril hasta el 0,1 % registrado en mayo— reflejó, principalmente, una reducción de la tasa de variación de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, mientras que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, apenas varió. El menor ritmo de variación de los precios energéticos continuó siendo el principal determinante de la evolución de la inflación y reflejó aún la fuerte caída que experimentaron los precios del petróleo tras el comienzo de la pandemia global de coronavirus (Covid-19). En cambio, la tasa de avance de los precios de los alimentos —concretamente, la de los alimentos no elaborados— ha repuntado en el contexto de las diversas medidas de contención del Covid-19. Esta tasa se incrementó hasta el 3,6 % en abril y, aunque retrocedió ligeramente en mayo, hasta el 3,3 %, se mantiene en un nivel elevado. Según Eurostat, persistieron las dificultades en la recopilación de datos sobre precios en algunos países y para algunos productos, por lo que el porcentaje de imputaciones fue mayor de lo habitual. No obstante, este porcentaje fue menor en mayo que en abril, ya que, debido a la crisis del Covid-19, se imputaron los precios de aproximadamente una cuarta parte de la cesta que se utiliza para la estimación de avance del IAPC de la zona del euro, frente a alrededor de un tercio en abril<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Véanse la [nota de prensa de Eurostat](#) sobre la estimación de avance del IAPC correspondiente a mayo de 2020 y la [metodología del IAPC de Eurostat](#).

**Gráfico 14**

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Los indicadores de la inflación subyacente han mostrado una mayor capacidad de resistencia por el momento.** La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo en el 0,9 % en mayo, sin variación con respecto a abril, tras haber caído desde el 1 % de marzo y el 1,2 % de febrero. Otros indicadores de la inflación subyacente han proporcionado señales dispares (solo se dispone de datos hasta abril; véase gráfico 15). Si bien la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, apenas varió, el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador Supercore (inflación «supersubyacente»)<sup>13</sup> registraron un leve retroceso. Sin embargo, como se ha mencionado anteriormente, en la actualidad todas las medidas de la inflación subyacente están sujetas a una incertidumbre adicional, dado que sus datos de origen pueden verse afectados por las dificultades experimentadas en la recogida de datos y en la medición del IAPC.

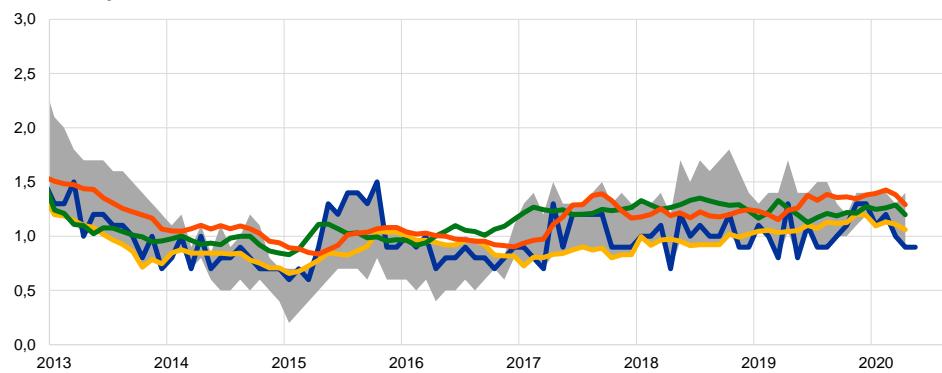
<sup>13</sup> Para más información sobre estos indicadores de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «[Measures of underlying inflation for the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

## Gráfico 15

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)

- IAPC, excluidos energía y alimentos
- IAPC, excluidos energía, alimentos, servicios relacionados con turismo y viajes, y artículos de vestir
- Supercore
- PCCI
- Rango de indicadores



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

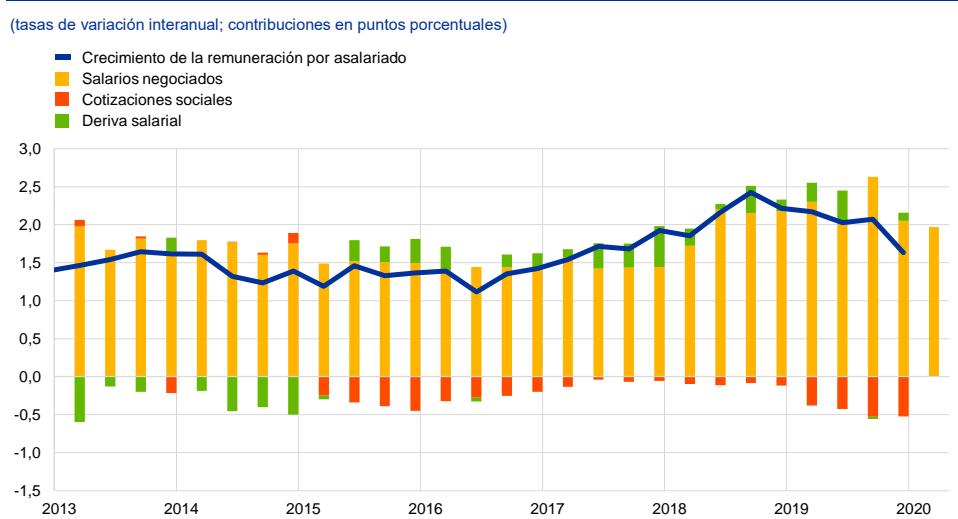
**Las presiones inflacionistas latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC indican un ligero debilitamiento en las fases posteriores de la cadena de producción.** La tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores, que es un indicador de las presiones inflacionistas en las fases posteriores de la cadena de producción, volvió a disminuir, hasta situarse en el 0,5 % en abril, desde el 0,6 % de marzo y el 0,7 % de febrero. La tasa interanual correspondiente a los precios de importación se redujo hasta el 0,1 % en marzo, frente al 0,5 % del mes anterior, lo que puede reflejar, en parte, ciertas presiones a la baja derivadas de la reciente apreciación del tipo de cambio efectivo del euro. En fases anteriores de la cadena de precios internos, la tasa de variación de los precios de los bienes intermedios cayó notablemente, como consecuencia de la transmisión de la bajada de los precios del petróleo y de los efectos del fortalecimiento del euro. En el caso de los bienes intermedios, el ritmo de variación de los precios de producción descendió hasta el -2,7 % en abril, desde el -1,8 % de marzo y el -1,2 % de febrero, mientras que la inflación de los precios de importación experimentó una fuerte caída y se situó en el -1,3 % en marzo, frente al -0,1 % de febrero.

**El crecimiento de los salarios disminuyó.** La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 1,7 % en el cuarto trimestre de 2019, frente al 2,1 % del tercer trimestre (véase gráfico 16). El impacto que las políticas de empleo activadas en respuesta a la pandemia, como los programas de regulación temporal de empleo, puedan tener sobre los indicadores del crecimiento salarial en el futuro dependerá del tratamiento que se dé a esos programas en las estadísticas

oficiales<sup>14</sup>. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro se situó en el 2 % en el primer trimestre de 2020, ligeramente por debajo del 2,1 % observado en el cuarto trimestre de 2019. Es posible que el crecimiento de los salarios negociados se esté manteniendo por el momento porque refleja los acuerdos adoptados en el pasado, mientras que las variaciones del crecimiento de los salarios reales tendrán su reflejo en la deriva salarial.

### Gráfico 16

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2020 para los salarios negociados y al cuarto trimestre de 2019 para los demás componentes.

**Tras caer hasta mínimos históricos en torno a mediados de marzo, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se recuperaron hasta situarse ligeramente por encima del nivel observado al comienzo del período analizado, por lo que se mantuvieron en niveles muy moderados (véase gráfico 17).** Despues de registrar un mínimo histórico del 0,72 % el 23 de marzo de 2020, el tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años se recuperó en cierta medida y se situó en el 1,02 % el 3 de junio de 2020. La probabilidad (neutral al riesgo) implícita en las opciones de una deflación en los próximos cinco años se disparó hasta alcanzar niveles sin precedentes en marzo de 2020. Pese a cierta mejora reciente, este indicador permanece en torno a los máximos observados en el período 2015-2016. Parte del incremento de esta probabilidad refleja los acusados descensos que ha experimentado el precio del petróleo recientemente. Al mismo tiempo, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2020, que se llevó a cabo en la primera semana de abril de 2020, así como las últimas encuestas publicadas de *Consensus Economics* y del Barómetro de la Zona del Euro, las expectativas de inflación a largo

<sup>14</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», en este Boletín Económico.

plazo basadas en indicadores de opinión se mantuvieron en abril en mínimos históricos o en niveles próximos a ellos.

**Gráfico 17**

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 3 de junio de 2020.

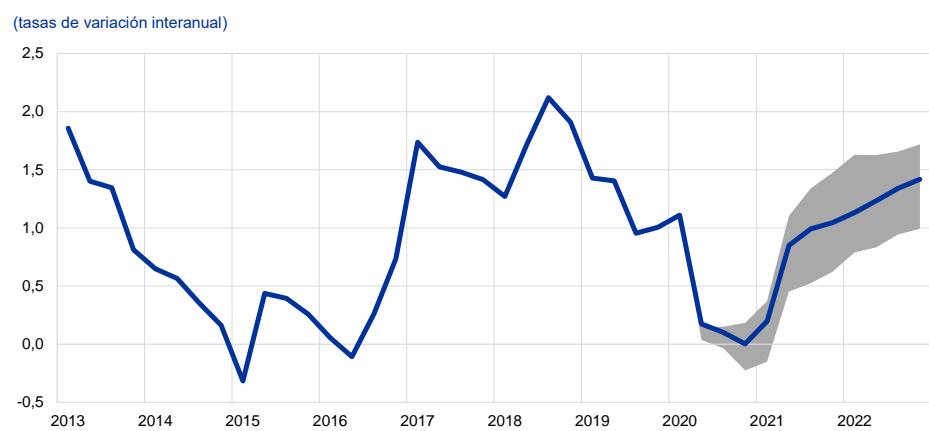
**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema de junio de 2020 prevén unas perspectivas de inflación significativamente más débiles durante el horizonte de proyección.**

Las proyecciones de referencia sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 0,3 % en 2020, el 0,8 % en 2021 y el 1,3 % en 2022, lo que supone revisiones a la baja de 0,8, de 0,6 y de 0,3 puntos porcentuales, respectivamente, en comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2020 (véase gráfico 18). En el corto plazo, el reciente desplome de los precios del petróleo implica una fuerte caída de la inflación medida por el IAPC general hasta niveles en torno a cero en los próximos trimestres, antes de que los efectos de comparación en el componente energético provoquen un repunte automático a principios de 2021. También se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, disminuya en el corto plazo, pero en menor medida que la inflación general. Los efectos desinflacionistas serían generalizados en los precios de los servicios y los bienes, ya que la demanda seguirá siendo débil. Sin embargo, se espera que estos efectos se vean parcialmente contrarrestados por las presiones de costes relacionadas con la escasez y las perturbaciones de oferta. En el medio plazo, la inflación aumentaría, dado que se supone que el precio del petróleo repuntará y la demanda se irá recuperando. Según las proyecciones, la inflación media medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, disminuirá hasta situarse en el 0,8 % en 2020, registrará una caída adicional, hasta el 0,7 %, en 2021 y aumentará hasta el 0,9 % en 2022. Por último, dado el elevado grado de incertidumbre, los expertos del Eurosystema han preparado dos escenarios

alternativos para la inflación<sup>15</sup>. En el escenario moderado, la inflación general alcanzaría el 1,7 % en 2022, mientras que, en el escenario severo, se situaría en el 0,9 % al final del horizonte de proyección.

### Gráfico 18

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



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystem para la zona del euro, junio de 2020», publicado en el sitio web del BCE el 4 de junio de 2020.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2020 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2022 (proyecciones). Los intervalos en torno a las proyecciones centrales se basan en las diferencias entre las cifras observadas y proyecciones anteriores elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «[New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)», BCE, diciembre de 2009. La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones fue el 25 de mayo de 2020.

<sup>15</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Alternative scenarios for the euro area economic outlook» en el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystem para la zona del euro, junio de 2020](#)», publicado en el sitio web del BCE el 4 de junio de 2020.

## 5

## Dinero y crédito

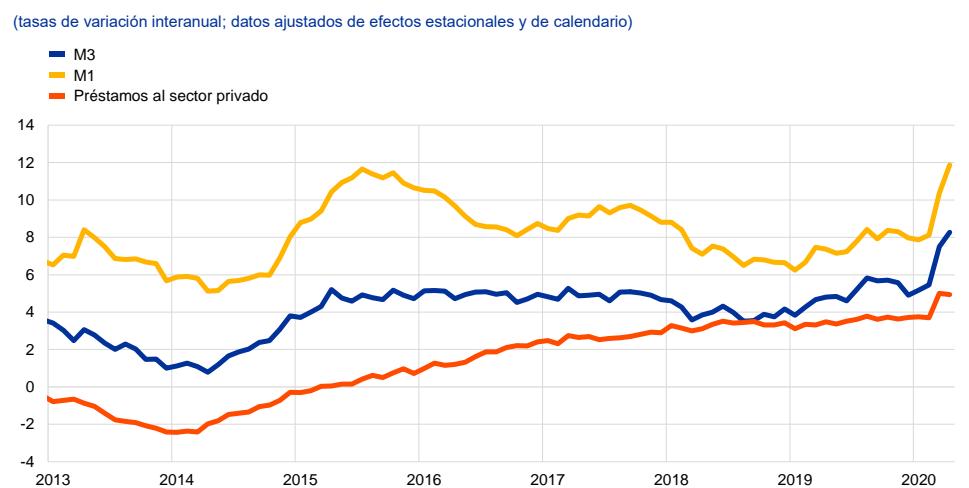
*La pandemia de coronavirus (Covid-19) causó una fuerte aceleración del crecimiento monetario, impulsada por las acuciantes necesidades de liquidez de las empresas para financiar los pagos corrientes y la marcada preferencia de los agentes económicos por la liquidez por motivos de precaución, ante la notable incertidumbre en torno a la pandemia. El crédito interno fue la principal fuente de creación de dinero, impulsado por los préstamos a sociedades no financieras y por las compras netas de deuda pública por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM). Las oportunas e importantes medidas adoptadas por autoridades monetarias, fiscales y supervisoras respaldaron la concesión de crédito bancario en condiciones favorables a la economía de la zona del euro. Ello también elevó la financiación externa total de las empresas de la zona del euro en el primer trimestre de 2020, mientras que la financiación en los mercados registró cifras más moderadas, ya que el coste de los valores de renta fija aumentó significativamente en ese período. Los tipos de interés de los préstamos bancarios alcanzaron mínimos históricos, por lo que el coste total de la financiación mediante deuda de las empresas continuó siendo favorable.*

**Las tenencias de efectivo por motivos de precaución y las acuciantes necesidades de liquidez se tradujeron en una fuerte aceleración del crecimiento monetario.** La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a repuntar y se situó en el 8,3 % en abril —frente al 7,5 % de marzo—, aproximadamente 3 puntos porcentuales por encima de la tasa registrada febrero, es decir, antes de que la pandemia de Covid-19 se propagara de forma generalizada en la zona del euro (véase gráfico 19). Este ascenso se debió a los abundantes flujos mensuales de marzo (los mayores desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria) y de abril. La dinámica monetaria obedeció a una combinación de factores, que incluyen las necesidades de liquidez de las empresas, la preferencia por las tenencias de efectivo por motivos de precaución en un período de acusada incertidumbre y la necesidad de los inversores institucionales de contar con colchones de liquidez para hacer frente a posibles reembolsos. El elevado crecimiento monetario también fue resultado de las importantes medidas de apoyo que los responsables de las políticas monetaria y fiscal y las autoridades regulatorias y supervisoras adoptaron para garantizar que la economía disponga de liquidez suficiente para afrontar la pandemia. En este contexto, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario más líquido (M1), que comprende los depósitos a la vista y el efectivo en circulación, alcanzó el 11,9 % en abril, tras el 10,4 % observado en marzo, y se situó casi 4 puntos porcentuales por encima de su nivel de febrero.

**Los depósitos a la vista siguieron siendo el componente que más contribuyó al crecimiento monetario.** La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista aumentó hasta el 12,5 % en abril, en comparación con el 10,9 % de marzo. El avance de los depósitos estuvo impulsado, sobre todo, por los depósitos de las empresas. Esta acumulación de depósitos, que refleja la creación preventiva de colchones de liquidez ante la enorme incertidumbre en torno a la pandemia, fue el

resultado del sustancial volumen de financiación recibida de las entidades de crédito, de la emisión de bonos corporativos y, en cierta medida, del apoyo directo en forma de liquidez por parte de los Gobiernos. Al mismo tiempo, la heterogeneidad que se observa entre jurisdicciones en los depósitos de las empresas puede indicar diferencias en el grado de materialización de las necesidades de liquidez de las sociedades hasta la fecha, que están relacionadas, en parte, con el distinto momento de propagación de la pandemia en los diferentes países. También los intermediarios financieros distintos de las IFM (que incluyen los fondos de inversión) y los hogares incrementaron sus depósitos, los primeros con el fin de acumular colchones de liquidez para hacer frente a posibles reembolsos y los últimos fundamentalmente por precaución, pero también debido a las oportunidades más limitadas para consumir durante el período de confinamiento. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación continuó aumentando y se situó en el 8 % en abril, frente al 7 % de marzo, lo que refleja la tendencia al acopio de efectivo en un período de gran incertidumbre. Los instrumentos negociables (M3 – M2) realizaron una aportación total negativa a la evolución mensual de M3 en abril. La recomposición de carteras observada en marzo, con salidas de capital de los fondos del mercado monetario y un incremento de las tenencias por parte de las instituciones financieras no monetarias (entidades distintas de IFM) de valores representativos de deuda a corto plazo emitidos por entidades bancarias, se revirtió parcialmente en abril.

**Gráfico 19**  
M3, M1 y préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

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

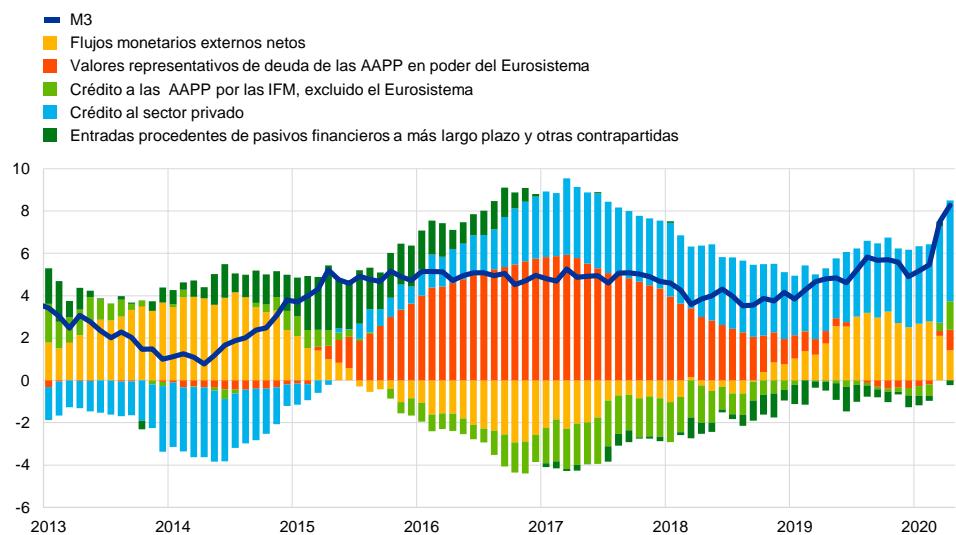
**El crédito interno tanto al sector privado como al público impulsó la creación de dinero.** Después de un acusado incremento en marzo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado volvió a aumentar levemente en abril (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 20), como consecuencia del notable avance de los préstamos a empresas y de la mayor adquisición de bonos corporativos, mientras que los flujos negativos de los préstamos a entidades distintas de IFM contrarrestaron parcialmente el fuerte flujo de préstamos a

empresas. Además del crédito al sector privado, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por el sector bancario (excluido el Eurosistema) al sector público repuntó sustancialmente en abril (véase la parte de color verde claro de las barras del gráfico 20). Pese al refuerzo de los programas de compra de activos del Eurosistema, las entidades de crédito de la zona del euro (excluido el Eurosistema) adquirieron, en términos netos, grandes cantidades de deuda pública, fundamentalmente de origen doméstico, en parte como consecuencia del considerable incremento de las emisiones netas de deuda pública para hacer frente a la pandemia. Asimismo, las salidas monetarias de la zona del euro aumentaron en abril, debido a las ventas de bonos soberanos de la zona del euro por parte de no residentes. El volumen relativamente moderado de los flujos monetarios externos netos se explica por la combinación de flujos de salida por repatriación en el caso de no residentes en la zona del euro y flujos de entrada por repatriación de residentes en la zona del euro, en consonancia con el habitual sesgo doméstico de los inversores durante períodos de elevada incertidumbre (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 20). Además del aumento del crédito a las Administraciones Públicas de la zona del euro concedido por las IFM (excluido el Eurosistema), las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) del BCE y, especialmente, del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) contribuyeron significativamente al crecimiento de M3 (véase la parte en color rojo de las barras del gráfico 20), lo que refleja el fuerte respaldo de la política monetaria para estabilizar los mercados financieros y aliviar los riesgos para la transmisión de la política monetaria y para las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro durante la pandemia. Los pasivos financieros a más largo plazo tuvieron una incidencia prácticamente neutral sobre el crecimiento monetario (véase la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 20).

## Gráfico 20

### M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

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

**La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado aumentó con fuerza entre febrero y abril de 2020, como consecuencia de la caída de los ingresos de las empresas y de la financiación por motivos de precaución que recibieron en el contexto de la pandemia de Covid-19.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado permaneció prácticamente estable en el 4,9 % en abril, tras el acusado incremento que registró en marzo, hasta el 5 %, desde el 3,7 % de febrero (véase gráfico 19). El avance se debió íntegramente a los préstamos a empresas, cuya tasa de crecimiento interanual volvió a repuntar, hasta situarse en el 6,6 % en abril, frente al 5,5 % de marzo y el 3 % de febrero (véase gráfico 21). El sustancial fortalecimiento de los préstamos a empresas en la mayoría de los países de la zona del euro se debió a las disposiciones de líneas de crédito y a la considerable demanda de nuevos préstamos para cubrir obligaciones de pago corrientes en un período de caída de los ingresos durante el confinamiento provocado por el Covid-19, así como a la financiación recibida por motivos de precaución para cubrir posibles déficits de liquidez. También fue reflejo de las importantes medidas públicas —como los avales públicos para préstamos—, destinadas a respaldar la liquidez y la solvencia de las empresas durante los próximos meses. Después de la fuerte demanda de crédito a corto plazo registrada en marzo, las empresas incrementaron considerablemente su demanda de préstamos a medio y largo plazo en abril, al quedar patente que la pandemia iba a prolongarse en el tiempo y dado que los programas públicos de apoyo comprenden principalmente préstamos con vencimiento a medio plazo como máximo. Las entidades de crédito también señalaron el repunte de la demanda de préstamos de las empresas en la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) de abril de 2020, en la que este se atribuyó fundamentalmente a las necesidades de financiación para el capital circulante, mientras que las necesidades

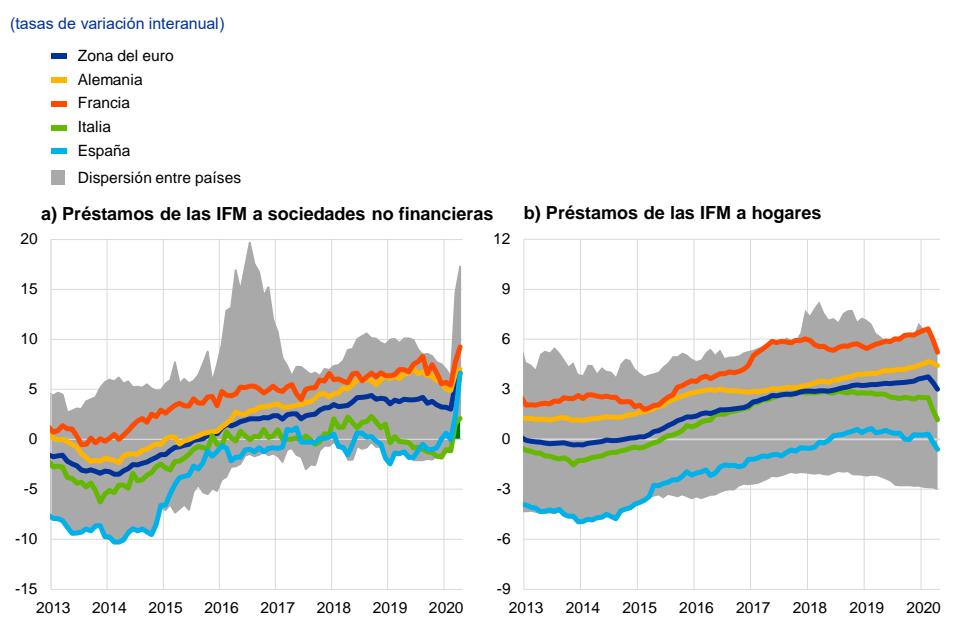
de financiación para la inversión en capital fijo descendieron. Las oportunas y amplias medidas de política adoptadas respaldaron la provisión de préstamos en condiciones favorables en el primer trimestre de 2020, como confirman los resultados de dicha encuesta, según la cual el endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos a empresas fue contenido en el primer trimestre de 2020 y también ligero en comparación con el que se produjo durante la crisis financiera y la crisis de deuda soberana.

**La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se moderó, lo que evidencia la gran incertidumbre en torno al impacto de la pandemia.** A diferencia de los préstamos a empresas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares volvió a reducirse ligeramente, hasta el 3 % en abril, desde el 3,4 % de marzo. Esta moderación refleja la incertidumbre de los hogares sobre la incidencia de la pandemia en su renta disponible y en sus perspectivas de empleo. Aunque la tasa de avance interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo prácticamente estable en abril y se situó en el 3,9 %, frente al 4 % de marzo, la correspondiente al crédito al consumo se hundió hasta el 1,3 % en abril, tras alcanzar el 3,8 % en marzo y el 6,2 % en febrero. Esta evolución es acorde con el retroceso sin precedentes que registraron la confianza de los consumidores y el comercio minorista durante el período de confinamiento por el Covid-19. La caída de la demanda de préstamos de los hogares se confirmó también en los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2020.

Además, se observó una considerable heterogeneidad en el crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares entre los países de la zona del euro. Esta disparidad refleja, entre otros aspectos, los distintos crecimientos económicos de estos dos sectores y las diferencias en su disponibilidad de otras fuentes de financiación y en su nivel de endeudamiento, aunque el patrón fue bastante parecido en los países de mayor tamaño.

## Gráfico 21

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



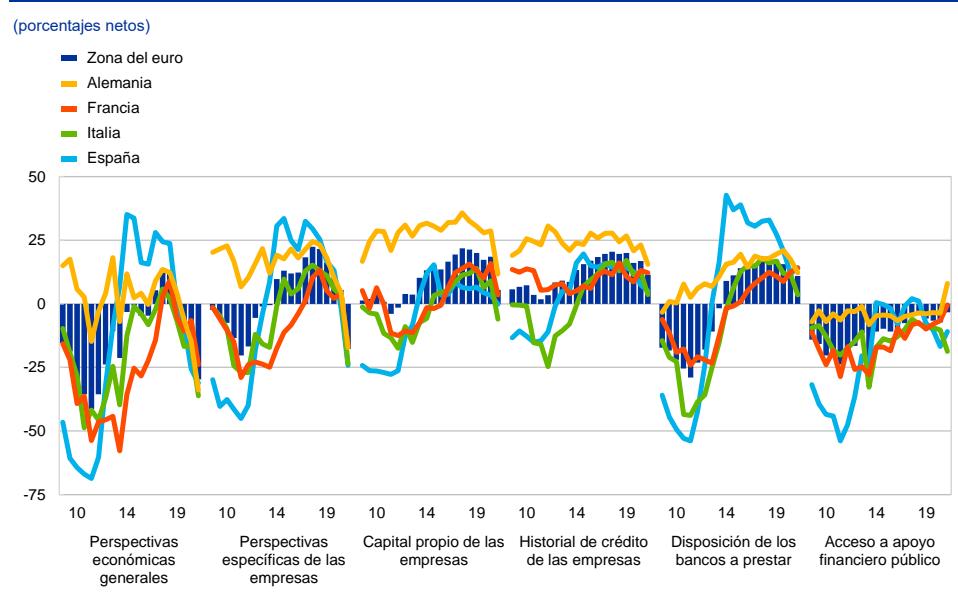
Fuente: BCE.

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

Según la Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro (SAFE) de mayo de 2020, las pequeñas y medianas empresas (pymes), que dependen de manera crítica de los bancos para financiarse, señalaron un deterioro de la disponibilidad de préstamos, debido fundamentalmente al empeoramiento de las perspectivas económicas en el período de seis meses finalizado en marzo de 2020 (véase gráfico 22). El deterioro fue generalizado en todos los países. Esta evolución negativa para las pymes se observó en todos los sectores principales, pero especialmente en los sectores industrial, de servicios y comercial, mientras que la construcción se vio menos afectada. Por primera vez desde septiembre de 2014, las pymes indicaron que la debilidad de sus propias perspectivas de ventas y de beneficios también estaba lastrando la disponibilidad de fondos externos, pese a la mayor disposición de los bancos a conceder crédito y a la disminución neta de los tipos de interés bancarios (véanse el recuadro titulado «La pandemia de Covid-19 y el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación: evidencia basada en datos de encuestas» y el artículo titulado «El acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación desde la crisis financiera: evidencia basada en datos de encuestas» en este Boletín Económico). La continua disposición de los bancos a conceder préstamos es acorde con la evidencia de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro y con los nuevos flujos de crédito, que sugieren que el crédito a las pymes continuó siendo robusto y que no se observaron diferencias notables en los préstamos a grandes empresas en el primer trimestre de 2020.

**Gráfico 22**

Factores que afectan a la disponibilidad de préstamos bancarios para pymes



Fuente: BCE (SAFE).

Nota: Los datos se refieren a las rondas 3 (marzo-septiembre de 2010) a 22 (octubre de 2019-marzo de 2020) de la encuesta SAFE.

**El aumento de los costes de financiación de la deuda de las entidades de crédito siguió contenido gracias a las medidas de política monetaria.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro, que había disminuido hasta niveles muy bajos en febrero de 2020, se incrementó en marzo, en el contexto de la propagación de la pandemia de Covid-19 (véase gráfico 23). Este incremento se debió a la presión alcista sobre la rentabilidad de los bonos bancarios en respuesta al aumento de los rendimientos de la deuda soberana, y presentó considerables diferencias entre jurisdicciones. Además, la preocupación por un efecto negativo de la pandemia en los niveles de capital de las entidades de crédito está pesando sobre sus costes de financiación en los mercados. Aunque los bancos han reforzado notablemente su capacidad de resistencia desde la crisis financiera global, la pandemia de coronavirus lastrará su nivel de capital por la reducción de las valoraciones de los activos y por la necesidad de dotar mayores provisiones por insolvencias<sup>16</sup>. Al mismo tiempo, el deterioro de los costes de financiación de la deuda de los bancos se mantuvo contenido en términos globales. Los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro, que representan el grueso de su financiación, permanecieron en su mínimo histórico en marzo de 2020, contribuyendo así a las favorables condiciones de financiación de la deuda de los bancos. Las condiciones de financiación de las entidades de crédito también se están beneficiando de la provisión de liquidez en condiciones muy favorables a través de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), así como de los efectos positivos del APP y del PEPP sobre los rendimientos de la deuda, incluida una caída de estos tras el anuncio del PEPP del 18 de marzo. Se reduce así el riesgo de una amplificación negativa de los

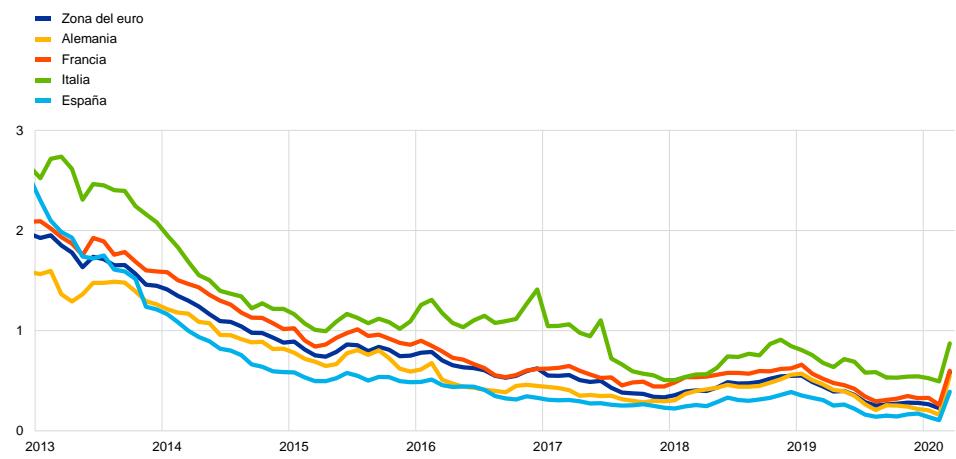
<sup>16</sup> Véase [Financial Stability Review](#), BCE, mayo de 2020.

efectos entre el sector real y el sector financiero de la economía durante la pandemia.

**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. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2020.

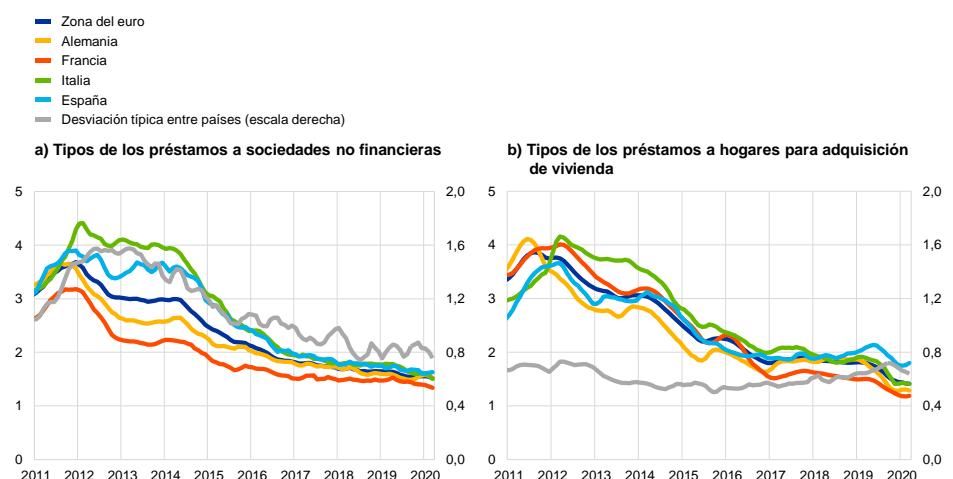
**Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas marcaron nuevos mínimos históricos, pero es probable que aumenten algo en los próximos meses.** Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las empresas y a los hogares para adquisición de vivienda se situaron en nuevos mínimos históricos, del 1,46 % y del 1,39 %, respectivamente, en marzo (véase gráfico 24). Esta evolución fue generalizada en los países de la zona del euro y refleja la transmisión retardada de los movimientos de los tipos de mercado a los tipos del crédito bancario. Al mismo tiempo, dado el incremento de los costes de financiación de las entidades de crédito y el uso de tipos de interés de referencia del mercado para fijar los precios de los préstamos bancarios, como el euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro), que subió durante el período considerado, es probable que en los próximos meses se produzca cierta presión al alza sobre los tipos de interés de dichos préstamos. Probablemente, estos tipos también se verán presionados al alza por los graves efectos económicos de la pandemia sobre los ingresos de las empresas, por las perspectivas de empleo de los hogares y por la solvencia global de los prestatarios. El endurecimiento de las condiciones aplicadas a los préstamos por la percepción de riesgo, que señalaron los bancos en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, apunta ya en esa dirección. Asimismo, el apoyo a la liquidez, por ejemplo mediante aplazamientos del pago de impuestos y moratorias de deuda, avales para préstamos y programas de apoyo al mercado laboral, frenará parte del deterioro de la solvencia de los prestatarios durante la crisis y ejercerá un efecto amortiguador sobre los tipos de interés del crédito bancario. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se mantuvo contenido en marzo de 2020. Esto respalda la evidencia anteriormente citada sobre los nuevos préstamos, que sugiere que los efectos de la pandemia de

Covid-19 observados hasta la fecha sobre los préstamos a pymes y a grandes empresas (que se reflejan en los datos sobre préstamos de pequeña y gran cuantía) son comparables en líneas generales.

#### Gráfico 24

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

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

#### Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó considerablemente en el primer trimestre de 2020 (véase panel a) del gráfico 25).

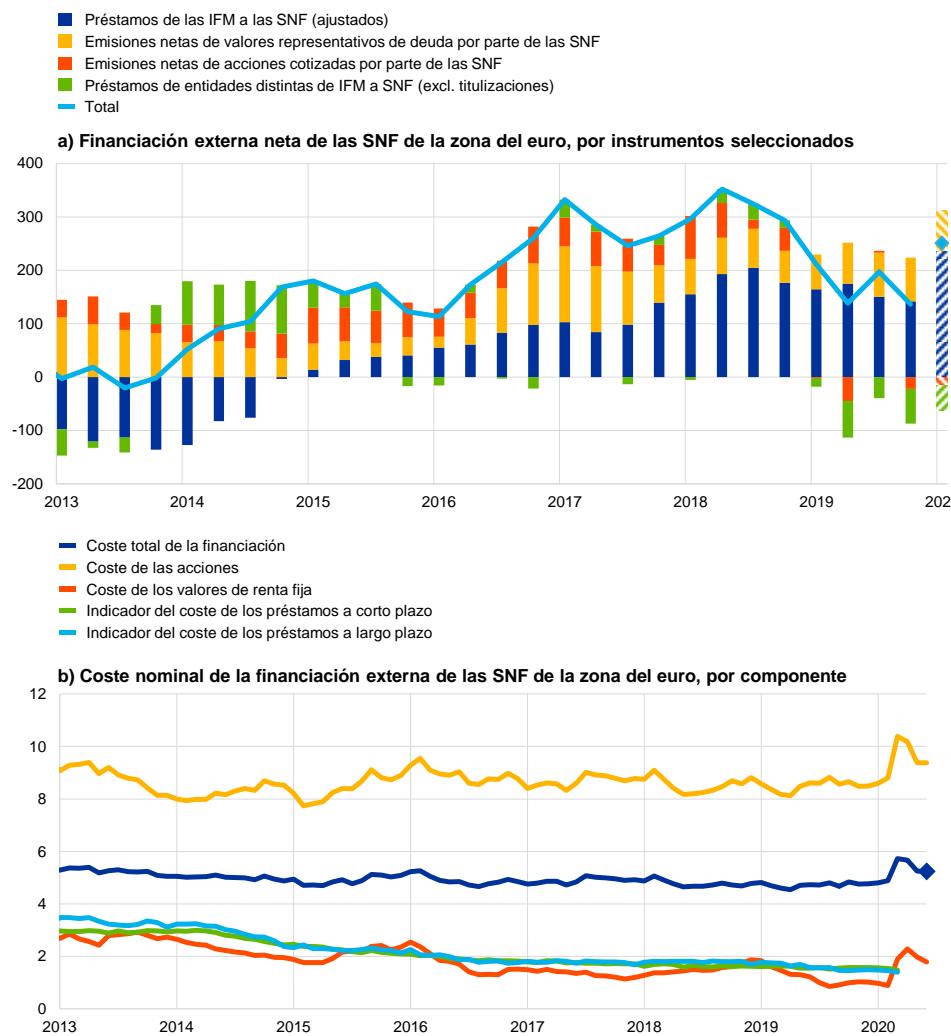
Este aumento se debió, en gran medida, al crecimiento excepcionalmente fuerte del crédito bancario a las empresas en marzo, apoyado por disposiciones de líneas de crédito y planes de ayudas públicas. La demanda de préstamos bancarios también se vio respaldada por unos tipos de interés más favorables en comparación con el coste de los valores de renta fija. Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las empresas mantuvieron su fortaleza en el primer trimestre de 2020, pese a la ampliación de los diferenciales al final del trimestre, gracias a los programas de compras de activos (APP y PEPP) del BCE, que incluyen compras netas de bonos corporativos. En cambio, las emisiones netas de acciones cotizadas permanecieron en niveles reducidos, frenadas por la actividad todavía moderada de fusiones y adquisiciones y por un incremento del coste de las acciones a partir de niveles ya elevados. Los préstamos del sector financiero no bancario (entidades distintas de IFM) permanecieron en territorio negativo en el cuarto trimestre de 2019 y en el primero de 2020, lo que apunta a un descenso, en términos interanuales, de las emisiones de bonos corporativos a través de vehículos de financiación de las empresas ubicados en otros países de la zona del euro (filiales que no pertenecen al sector de las IFM y que conceden préstamos a sus matrices). En conjunto, los flujos totales de financiación externa fueron más elevados en el primer trimestre de 2020 que durante la crisis financiera y la de la deuda soberana. Esta evolución es coherente con las condiciones más favorables del crédito bancario y del mercado de

deuda, reforzadas por las oportunas e importantes medidas adoptadas por las autoridades monetarias, supervisoras y fiscales.

**Gráfico 25**

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

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



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

Notas: Panel a): La financiación externa neta es la suma de los préstamos de las IFM, las emisiones netas de valores representativos de deuda, las emisiones netas de acciones cotizadas y los préstamos de entidades distintas de IFM. Los préstamos de IFM están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Los préstamos de entidades distintas de IFM incluyen los préstamos otorgados por otras instituciones financieras y empresas de seguros y fondos de pensiones, netos de titulizaciones. La barra rayada y el rombo de color azul claro representan la previsión actual para el primer trimestre de 2020. Panel b): El coste total de la financiación de las SNF se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. El rombo de color azul oscuro indica el coste total de financiación previsto actualmente para junio de 2020, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de marzo de 2020. Las últimas observaciones del panel a) corresponden al cuarto trimestre de 2019 para los datos de las cuentas de la zona del euro; las estimaciones para el primer trimestre de 2020 están basadas en datos de partidas del balance (BSI) del BCE y de valores (SEC), y en Dealogic. Las últimas observaciones del panel b) corresponden al 2 de junio de 2020 para el coste de los valores de renta fija (datos diarios), al 29 de mayo para el coste de las acciones (datos semanales) y a marzo de 2020 para el coste del crédito (datos mensuales).

**El coste de financiación de las sociedades no financieras se incrementó en el primer trimestre de 2020, pero se estima que ha disminuido desde entonces (véase panel b) del gráfico 25).** En marzo de 2020, como consecuencia de la elevada volatilidad de los mercados financieros, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que

incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, se situó en el 5,7 %, 95 puntos básicos por encima de su nivel de diciembre de 2019 y unos 120 puntos básicos más que en abril de 2019, cuando la serie marcó su mínimo histórico. Sin embargo, se estima que, entre marzo y el final del período de referencia (2 de junio de 2020), el coste total de la financiación disminuyó 50 puntos básicos, hasta el 5,2 %. Esto refleja una caída considerable del coste de las acciones, merced a la bajada de las primas de riesgo, así como un ligero descenso del coste de los valores de renta fija.

## 6

## Evolución de las finanzas públicas

*La pandemia de coronavirus (Covid-19) está teniendo un impacto significativo en las políticas fiscales de la zona del euro. La irrupción de la crisis dio lugar a un incremento inmediato de los costes directos destinados a tratar de abordar las consecuencias para la salud pública. Sin embargo, desde una perspectiva macroeconómica, gran parte del impacto está relacionado con las medidas de contención adoptadas, que están imponiendo una carga económica considerable a las empresas, a los trabajadores y a los hogares. Estas medidas también han llevado a la introducción de paquetes de estímulo fiscal sin precedentes dirigidos a amortiguar las repercusiones económicas y a sentar las bases para una recuperación rápida. Como resultado, se prevé un aumento significativo del déficit presupuestario de las Administraciones Públicas en 2020, hasta el 8,5 % del PIB, frente al 0,6 % registrado en 2019. Aunque las proyecciones apuntan a que la ratio de déficit descenderá hasta el 4,9 % del PIB en 2021, todavía se situaría en el 3,8 % del PIB en 2022, ya que el lastre que supone tardará más tiempo en desaparecer por completo. El amplio conjunto de medidas fiscales implementadas en 2020 se ha plasmado en el consiguiente deterioro del saldo primario ajustado de ciclo, así como en una contribución negativa del componente cíclico, reflejo del empeoramiento de la situación macroeconómica. Se espera que la mejora subsiguiente esté impulsada por la retirada progresiva de las medidas de emergencia y por el incremento correspondiente del saldo primario ajustado de ciclo, mientras que la mejoría del ciclo económico sería más lenta. Los países de la zona del euro también han proporcionado apoyo mediante la concesión de avales públicos a préstamos por un importe equivalente a casi el 20 % del PIB con el fin de reforzar la liquidez de las empresas. Si bien, a priori, estas garantías no afectarán necesariamente a los déficits, son un pasivo contingente considerable que podría tener un impacto adverso sobre estos si se ejecutan. Como reflejo de las medidas fiscales aplicadas y del deterioro de la situación económica, se prevé que la ratio agregada de deuda de la zona del euro se incremente de forma acusada en 2020 y que se mantenga en un nivel elevado a lo largo de 2022. En vista de la pronunciada contracción de la economía de la zona del euro, sigue siendo fundamental una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales, aunque las medidas deberían tener un objetivo específico y ser temporales. En este sentido, tanto el paquete por importe de 540 mm de euros de las tres redes de seguridad refrendadas por el Consejo Europeo como la propuesta de la Comisión Europea sobre un plan de recuperación centrado en apoyar a las regiones y los sectores más gravemente afectados por la pandemia han sido acogidos de muy buen grado.*

**Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá sustancialmente en 2020, pero se recuperará de forma parcial en 2021 y en 2022<sup>17</sup>.** Sobre la base de estas proyecciones, se prevé que la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumente

<sup>17</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2020», publicadas en el sitio web del BCE el 4 de junio de 2020.

desde el 0,6 % del PIB en 2019 hasta el 8,5 % en 2020, y que después desciende hasta el 4,9 % y el 3,8 % en 2021 y 2022, respectivamente (véase gráfico 26). La reducción del saldo presupuestario en 2020 sería atribuible, principalmente, al deterioro del saldo primario ajustado de ciclo resultante de la adopción de medidas de apoyo económico por un importe equivalente a alrededor del 3,5 % del PIB, del que la mayor parte es gasto adicional, en concreto en forma de programas de ayuda al empleo, medidas de apoyo a las empresas y a los hogares, e incremento del gasto sanitario. También obedecería a un efecto adverso y de gran magnitud del componente cíclico a medida que la economía de la zona del euro entra en recesión<sup>18</sup>. Se espera que la mejora subsiguiente esté impulsada por una recuperación del saldo primario ajustado de ciclo, dado que la mayor parte de las medidas de apoyo se habrían retirado progresivamente a finales de 2020, mientras que se prevé que la contribución del ciclo económico mejore de forma más gradual.

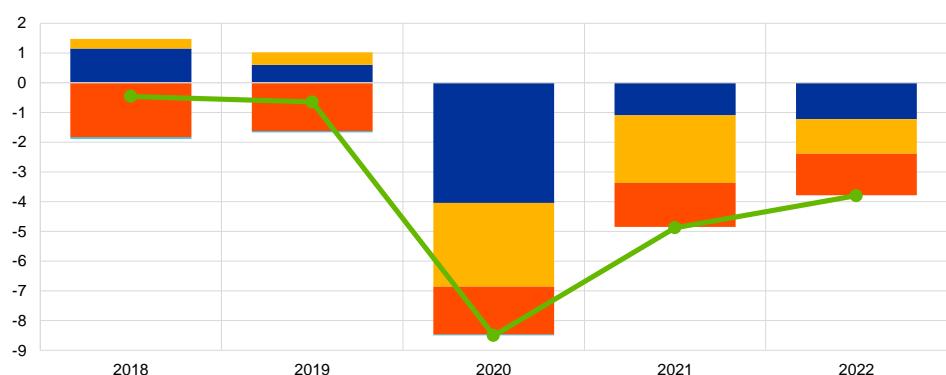
**Además de proporcionar apoyo fiscal a sus economías, los países de la zona del euro han proporcionado un respaldo sustancial con la concesión de avales públicos a préstamos, con el fin de reforzar la liquidez de las empresas.** En total, estas garantías ascienden a alrededor del 20 % del PIB para la zona del euro en su conjunto, pero su importe varía sustancialmente de unos países a otros. Los avales constituyen pasivos contingentes para los Gobiernos y se traducirán en un incremento del gasto público por el importe por el que se ejecuten. No obstante, en la coyuntura actual es muy difícil cuantificar a cuánto ascenderá dicho importe a medio y a largo plazo.

**Gráfico 26**

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)

- Saldo primario ajustado de ciclo (excluidas ayudas al sector financiero)
- Componente cíclico
- Pagos por intereses
- Ayudas al sector financiero
- Saldo presupuestario



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

**Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de junio de 2020, las perspectivas fiscales de la zona del euro para el período**

<sup>18</sup> Cabe señalar que el nivel de incertidumbre en torno a la descomposición en ciclo y tendencia es inusualmente elevado en la coyuntura actual.

**2020-2022 son mucho más negativas que las de las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2020.** El saldo presupuestario de las Administraciones Pùblicas en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado a la baja en 7,4 puntos porcentuales en 2020, y en 3,3 y 2,3 puntos porcentuales en 2021 y en 2022, respectivamente. Estas revisiones responden sobre todo a la reducción del saldo primario y a un componente cíclico más débil de lo esperado, mientras que el gasto por intereses se ha corregido al alza, aunque mucho menos.

**Se considera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será muy acomodaticia en 2020, pero contractiva en 2021, dado que se prevé que la mayor parte de las medidas de apoyo se habrán retirado progresivamente para entonces<sup>19</sup>.** Según las estimaciones, la orientación de la política fiscal fue ligeramente expansiva en 2019, pero se espera que sea muy acomodaticia (4,8 % del PIB) en 2020. En cambio, será contractiva (2,9 % del PIB) en 2021, ya que la mayor parte de las medidas de apoyo adoptadas durante la pandemia se habrán retirado de forma gradual ese año. Pese a la orientación restrictiva de las políticas fiscales planeadas para 2021, se debe señalar que el saldo presupuestario total continuará siendo considerablemente negativo, ya que los instrumentos fiscales seguirán apoyando la recuperación económica, en buena parte a través de los estabilizadores automáticos. Se prevé que la política fiscal tenga una orientación prácticamente neutral en 2022.

**Como consecuencia de la pandemia de Covid-19, se prevé que la ratio agregada de deuda pública se incremente de forma acusada y se sitúe en el 101,3 % del PIB en 2020, y que después descienda muy gradualmente.** El aumento proyectado para 2020, de 17,2 puntos porcentuales con respecto a 2019, se debe principalmente a la combinación de unos déficits primarios elevados y a un diferencial tipo de interés-crecimiento muy negativo, pero también a un ajuste sustancial entre déficit y deuda que refleja, sobre todo, las medidas relacionadas con la pandemia. En 2021 y 2022, la reducción de los déficits primarios, que, no obstante, seguirán siendo significativos, se verá compensada con creces por la contribución favorable del aumento de los diferenciales tipo de interés-crecimiento, ya que, a tenor de las proyecciones, la actividad económica se recuperará (véase gráfico 27). Por consiguiente, la ratio de deuda se situaría en niveles muy próximos al 100 % del PIB a finales de 2022, lo que supone una revisión al alza de 17,3 puntos porcentuales respecto a las proyecciones de marzo de 2020.

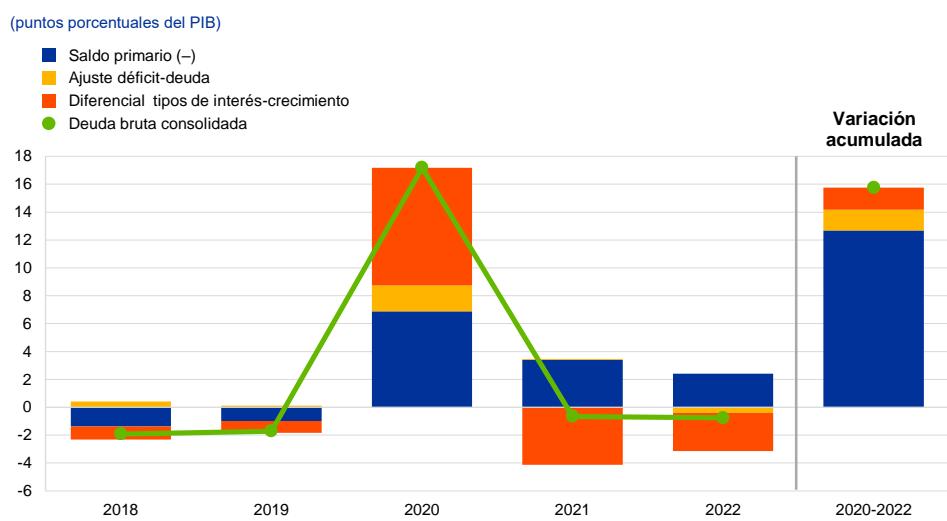
**En vista de la fuerte contracción de la economía de la zona del euro, sigue siendo fundamental una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales.** Las medidas que se adopten en respuesta a la situación de emergencia causada por la pandemia deben tener, en la medida de lo posible, un objetivo específico y ser de naturaleza temporal. Las tres redes de seguridad refrendadas por el Consejo Europeo para los trabajadores, para las empresas y para los

<sup>19</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado «*The euro area fiscal stance*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

Estados, concretadas en un paquete por un importe de 540 mm de euros, proporcionan un importante apoyo financiero en este contexto. Al mismo tiempo, es necesario realizar firmes esfuerzos adicionales en el momento oportuno para preparar e impulsar la recuperación. Por lo tanto, la propuesta de la Comisión Europea sobre un plan de recuperación centrado en apoyar a las regiones y los sectores más gravemente afectados por la pandemia, en reforzar el mercado único y en forjar una recuperación sostenible y próspera ha sido acogida de muy buen grado.

**Gráfico 27**

Factores determinantes de la variación de la deuda pública



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

## Recuadros

### 1 El impacto de las medidas de confinamiento por el Covid-19 sobre el comercio de servicios de turismo y viajes

Tobias Schuler

**Las medidas de confinamiento adoptadas para contener la pandemia de coronavirus (Covid-19) están teniendo un impacto significativo en el comercio de servicios de la zona del euro, en particular en el turismo y los viajes, y en el transporte de pasajeros.** En marzo de 2020, las exportaciones y las importaciones de servicios descendieron un 10,6 % y un 3,3 %, respectivamente, con respecto al año anterior, según los datos de la balanza de pagos más recientes disponibles. En varios sectores heterogéneos, los que conllevan un contacto físico se han visto gravemente afectados. El índice de directores de compras para Europa<sup>20</sup> sugiere que los sectores de servicios turísticos y recreativos, así como los de transporte, fueron los que registraron los retrocesos más intensos de la actividad en abril de 2020.

**El sector mundial de turismo y viajes ha experimentado graves disrupciones, por ejemplo como consecuencia de las restricciones a la movilidad y del cierre de las atracciones turísticas.** Más de 110 países han suspendido las llegadas de viajeros y casi todos han impuesto algún tipo de restricción. En algunos países se han prohibido completamente los desplazamientos, mientras que en otros se han aplicado prohibiciones solo a los procedentes de zonas con un número elevado de contagios. El turismo, especialmente los viajes internacionales, se están viendo seriamente afectados. Incluso después de haber levantado las estrictas medidas de confinamiento, la propia pandemia está provocando efectos persistentes sobre el sector, debido a la aversión al riesgo y a un cambio en las preferencias.

**Los viajes y el turismo como parte del comercio de servicios de la zona del euro**

**El turismo consiste en realizar viajes con fines de ocio o de negocio, y tiene varias fases y componentes, como la planificación del viaje, el transporte, el alojamiento, la manutención y las compras, los desplazamientos locales y las visitas a lugares turísticos<sup>21</sup>.** El turismo internacional se registra en la balanza de pagos de un país como exportaciones e importaciones de servicios de turismo y viajes, y de transporte. Según la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y

<sup>20</sup> Véase la [nota de prensa](#) publicada por Markit el 8 de mayo de 2020.

<sup>21</sup> Las definiciones de los conceptos de viajes y turismo figuran en la sexta edición del [Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional](#) (MBP6) y en las [Recomendaciones Internacionales para Estadísticas de Turismo de la Organización Mundial del Turismo de las Naciones Unidas](#) (OMT). Aunque las definiciones de viajes (MBP6) y turismo (OMT) se solapan en gran medida, los conceptos estadísticos difieren en dos aspectos. En primer lugar, «viajes» incluye las compras realizadas por trabajadores transfronterizos temporales, que no se consideran gasto en turismo. En segundo lugar, el turismo incluye las adquisiciones de servicios de transporte (internacional) de pasajeros, que en el MBP6 se engloban en el transporte en lugar de en los servicios de viaje.

Posición de Inversión Internacional (MBP6), «turismo y viajes comprende principalmente los bienes y servicios adquiridos en una economía por no residentes (...) durante sus visitas a esa economía» de duración inferior a un año, y excluye el transporte internacional de viajeros, que se incluye en los servicios de pasajeros de la sección de transporte.

**En términos netos, el comercio de turismo y viajes aportó 42 mm de euros al superávit de 68 mm de euros de la balanza de servicios de la zona del euro en 2019.** Las exportaciones de servicios a países de fuera de la zona ascendieron a 988 mm de euros, de los que 124 mm de euros procedían del comercio de servicios turísticos y viajes (el 17 % del volumen total). El sector de transporte —que representa el 16 %— incluye el transporte tanto de carga como de pasajeros, y este último supuso el 23 % de las exportaciones y el 15 % de las importaciones en 2019. Las importaciones se cifraron en 920 mm de euros, y las rúbricas principales fueron el transporte (16 %) y el turismo y viajes (13 %).

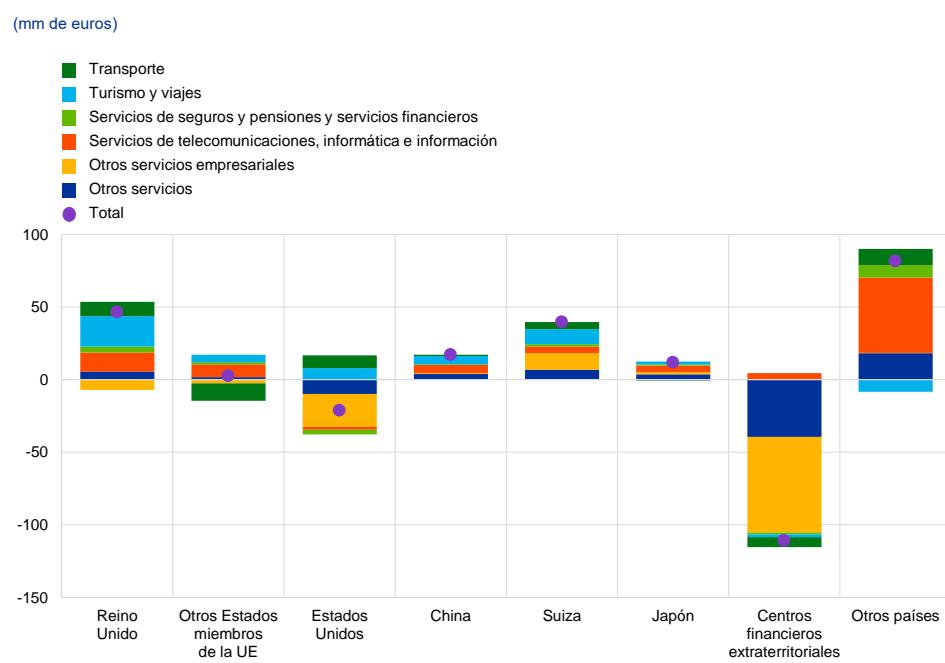
**La zona del euro está expuesta al comercio de servicios en ramas que se han visto intensamente afectadas por la crisis, en las que registró un superávit en 2019.** La desagregación geográfica de las balanzas de servicios (véase gráfico A) muestra las categorías de servicios en la zona del euro por principales socios comerciales. La zona del euro arrojó, en conjunto, un superávit en el comercio de servicios de turismo y viajes, que está especialmente expuesto, ya que el sector se encuentra entre los más perjudicados. El Reino Unido, Suiza y Estados Unidos fueron los países que más contribuyeron a dicho superávit en 2019. La incidencia en otros sectores, como los servicios de seguros y pensiones y los servicios financieros, así como los servicios de telecomunicaciones, informática e información, ha sido menor<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> El superávit de los servicios de telecomunicaciones, informática e información se registró principalmente frente al Reino Unido, a otros Estados miembros de la UE y a otros países. En cambio, la zona del euro arrojó un déficit en la rúbrica de otros servicios empresariales, fundamentalmente frente a centros financieros extraterritoriales y a Estados Unidos. La zona del euro es un importador neto de «otros servicios», una categoría que incluye los cargos por el uso de la propiedad intelectual y que se ve afectada de forma acusada por las operaciones internas de las empresas multinacionales. Para más detalles, véase el artículo titulado «*Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective*», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2020.

## Gráfico A

### Desagregación geográfica de la balanza de servicios de la zona del euro en 2019



Fuente: BCE.

Notas: Otros servicios empresariales comprenden los servicios de investigación y desarrollo, servicios de consultoría profesional y en administración, y servicios técnicos, servicios relacionados con el comercio y otros servicios empresariales no incluidos en las categorías anteriores. Otros servicios se refieren a servicios de manufactura sobre insumos físicos pertenecientes a otros, servicios de mantenimiento y reparaciones, construcción, cargos por el uso de la propiedad intelectual, bienes y servicios públicos, servicios personales, culturales y recreativos, y la categoría «servicios sin clasificar».

## La crisis del sector de transporte de pasajeros

**El sector aéreo está afrontando serias dificultades, ya que las medidas de contención del Covid-19 han afectado con intensidad a los desplazamientos internacionales.** El transporte aéreo, que es, con diferencia, el que mayor peso tiene en las exportaciones e importaciones nominales de transporte de pasajeros<sup>23</sup>, se ha visto particularmente afectado. Importantes aeropuertos de la zona del euro (sobre todo París, Ámsterdam y Frankfurt) son centros de conexión en los viajes internacionales. El impacto sobre el transporte fluvial y marítimo, por carretera y por ferrocarril ha sido menor<sup>24</sup>.

**La capacidad de transporte aéreo de pasajeros se ha reducido de forma significativa desde la irrupción del Covid-19 (véase gráfico B).** La capacidad programada de transporte aéreo de pasajeros<sup>25</sup> ha disminuido un 65 % a escala global. En Estados Unidos, la reducción fue del 72 %, y en Japón del 48 %. En China, la capacidad cayó un 71 %, y desde entonces se ha recuperado hasta situarse en el

<sup>23</sup> Basado en las estadísticas de comercio internacional de servicios (ITS, por sus siglas en inglés).

<sup>24</sup> Los servicios de viaje en crucero, muy afectados por las medidas de contención, se incluyen en la partida «viajes» en las estadísticas de comercio internacional de servicios.

<sup>25</sup> La capacidad programada de transporte aéreo de pasajeros a escala global incluye tanto la capacidad nacional como la internacional. Como consecuencia de las restricciones a la movilidad, el tráfico aéreo internacional se ve afectado más intensamente que el nacional.

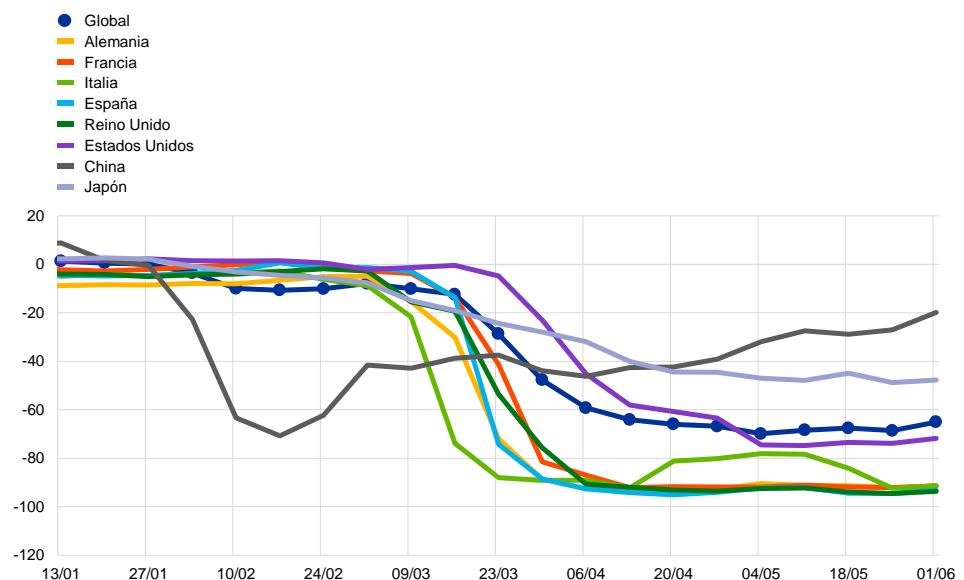
20 % por debajo de los niveles de 2019. En Italia, España, Francia y Alemania, esta capacidad se desplomó más del 90 % en comparación con el mismo período de 2019 (según datos publicados el 1 de junio de 2020).

**El colapso de la capacidad de transporte aéreo de pasajeros en las distintas regiones carece de precedentes en la historia de la aviación.** Los ingresos por transporte aéreo de pasajeros se redujeron alrededor de un 15 % tras los atentados terroristas de septiembre de 2001 y tardaron entre dos y tres años en recuperarse totalmente en Estados Unidos y en Europa<sup>26</sup>. Despues del brote de SARS de 2002-2003 los ingresos disminuyeron en torno a dos terceras partes y no se recuperaron hasta un año después<sup>27</sup>. No obstante, la caída de la actividad internacional de las aerolíneas como consecuencia del Covid-19 es mucho más amplia y profunda, y es probable que tenga consecuencias más duraderas para el sector que estos episodios anteriores.

#### Gráfico B

#### Capacidad de transporte aéreo programada a escala global en 2020

(tasas de variación con respecto al mismo período de 2019)



Fuente: OAG Schedules Analyser.

Notas: Los datos semanales se comparan con los de la misma semana de 2019. La última observación corresponde al 1 de junio de 2020.

<sup>26</sup> Estimación basada en las millas y kilómetros recorridos por pasajeros de pago, respectivamente, del Departamento de Transporte de Estados Unidos y la Asociación de Aerolíneas Europeas. Las millas y kilómetros por pasajeros de pago se calculan multiplicando el número de pasajeros de pago por la distancia recorrida.

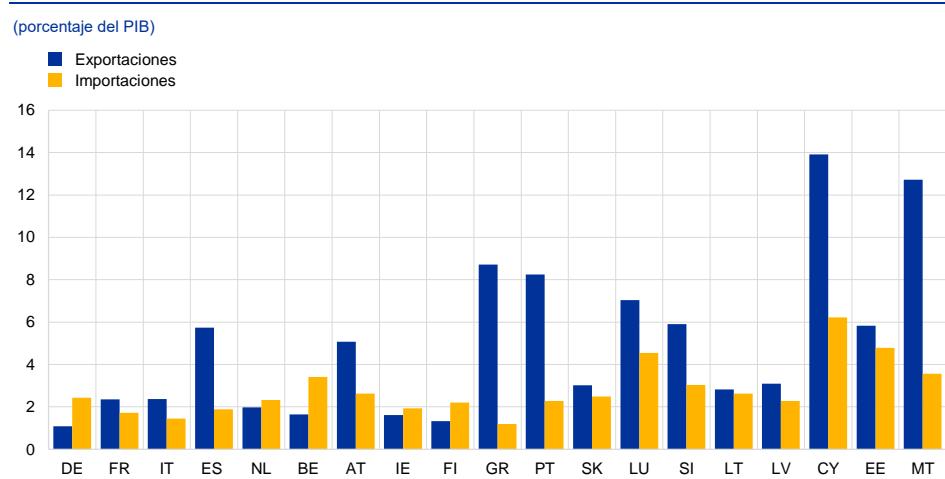
<sup>27</sup> Estimación basada en datos facilitados por la Asociación Internacional de Transporte Aéreo y la Organización de Aviación Civil Internacional.

## El impacto sobre el sector de turismo y viajes en cada país de la zona del euro

**Las exportaciones de servicios de turismo y viajes desempeñan un papel importante en varios países de la zona del euro (véase gráfico C).** Estas exportaciones consisten principalmente en servicios de alojamiento y de hostelería prestados a los viajeros. Los mayores exportadores en términos de ingresos son España, Francia, Italia y Alemania, en los que más de la mitad de las exportaciones de servicios de turismo y viajes tienen como destino países de fuera de la zona del euro. Austria, Países Bajos, Grecia y Portugal son también importantes destinos turísticos en la zona del euro, con un mayor peso de los dos primeros en términos de exportaciones a países pertenecientes a la zona. En términos relativos, las exportaciones de este tipo de servicios son también significativas en el caso de Chipre, Malta, Grecia y Portugal.

### Gráfico C

Exportaciones e importaciones de turismo y viajes en porcentaje del PIB de los países de la zona del euro en 2018



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las exportaciones y las importaciones incluyen el comercio con países pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro.

**La mayoría de los países de la zona del euro gastan entre el 2 % y el 4 % del PIB en el extranjero, un gasto que se registra como importaciones de servicios de turismo y viajes.** Alemania es, con diferencia, el mayor importador de estos servicios en términos absolutos. Las importaciones de servicios de turismo y viajes en relación con el PIB de Bélgica, Luxemburgo y Chipre son importantes en términos relativos, dadas sus interconexiones con otras economías vecinas.

**Según las estimaciones, los países de la zona del euro más expuestos al impacto de la pandemia en términos de exportaciones netas de servicios de turismo y viajes son Chipre, Malta, Grecia y Portugal.** También se espera que las exportaciones netas de estos servicios acaben viéndose afectadas de forma acusada en España, Austria, Luxemburgo y Eslovenia. En cambio, se prevé que las exportaciones netas de Alemania y Bélgica se beneficien ligeramente, ya que son destacados importadores de servicios de turismo y viajes.

**En los países que dependen de los viajes y el turismo, la pandemia de Covid-19 está teniendo un impacto intenso y persistente sobre el conjunto de la economía.** Los viajes aportan beneficios directos a través de las actividades comerciales que se desarrollan a lo largo su cadena de valor (es decir, planificación del viaje, transporte, alojamiento, manutención y compras, desplazamientos locales y visitas a lugares turísticos), así como beneficios indirectos a través de la demanda y el crecimiento que genera en muchos otros sectores. Las medidas de confinamiento adoptadas para contener la pandemia y los efectos de confianza están teniendo una incidencia significativa en las empresas y en los empleados del sector de turismo y viajes, que es intensivo en mano de obra.

## Coronavirus (Covid-19): el miedo de los mercados implícito en los precios de las opciones

Miguel Ampudia, Ursel Baumann y Fabio Fornari

### Introducción

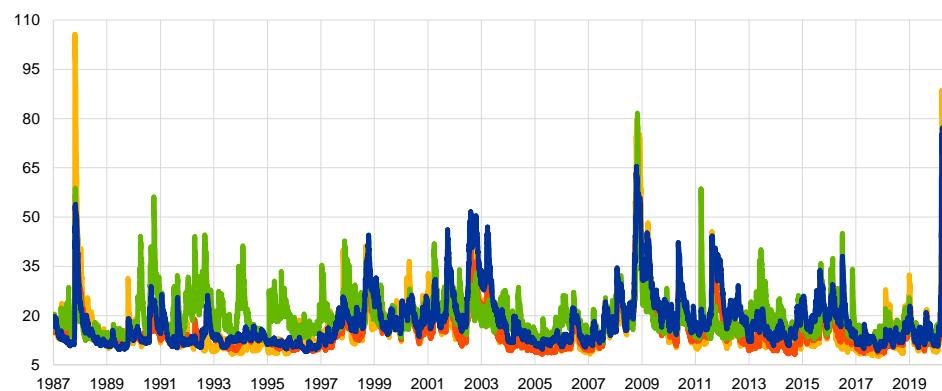
**Los mercados bursátiles de todo el mundo se han desplomado desde finales de febrero, momento en el que los inversores internacionales empezaron a preocuparse por la propagación del coronavirus fuera de China y su impacto sobre la economía mundial.** Aunque estos mercados se han recuperado parcialmente desde entonces, el Euro Stoxx 50 retrocedió un 12,3 % en la semana terminada el 28 de febrero, la mayor pérdida semanal en términos porcentuales desde la crisis financiera global de 2008. El S&P 500 cayó más del 11 %, en una semana igualmente catastrófica. En conjunto, los mercados bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos cedieron en torno a un 35 % de su valor entre el máximo registrado el 19 de febrero y el mínimo marcado el 23 de marzo.

### Gráfico A

#### Desviación típica del rendimiento de las acciones

(porcentajes anualizados)

- Zona del euro
- Estados Unidos
- Reino Unido
- Japón



Fuentes: Cálculos de los autores y Refinitiv.

Notas: Estimaciones basadas en modelos de la desviación típica del rendimiento diario de las acciones de cuatro índices: el Euro Stoxx 50, el S&P 500, el FTSE 100 y el Nikkei 225. Datos diarios. Las últimas observaciones corresponden al 13 de abril de 2020.

**La caída de los precios de las acciones ha producido un gran aumento de la varianza de su rendimiento.** La desviación típica del rendimiento diario de las acciones que componen los principales índices de la zona del euro, de Estados Unidos, del Reino Unido y de Japón se sitúa en niveles comparables a los picos asociados al crac bursátil de octubre de 1987 y a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 (véase gráfico A). Las recientes turbulencias han tenido un carácter claramente global, como muestra el considerable aumento de la desviación

típica en todos los índices. Esto también se refleja en el acusado incremento, hasta valores próximos a la unidad, de las correlaciones bilaterales del rendimiento de las acciones de los cuatro índices principales, lo que pone de manifiesto la presencia de un factor común en este rendimiento. La resultante falta de oportunidades de diversificación también amplifica las pérdidas potenciales para los inversores internacionales.

**El aumento de la aversión al riesgo, que vino a sumarse al incremento de los riesgos, puede haber intensificado las ventas masivas de acciones en los mercados bursátiles y de una amplia gama de activos en general.** Tras las significativas ventas masivas iniciales en los mercados financieros, los responsables de elaborar las políticas se plantean una cuestión importante al evaluar la respuesta a la crisis, que es la persistencia del impacto de las restricciones relacionadas con el coronavirus sobre el riesgo financiero, las condiciones financieras y, en última instancia, la actividad económica real. Una de las principales vías de propagación de esta perturbación han sido las interconexiones de los mercados financieros y, en especial, el desplome sincronizado de las bolsas mundiales. Las ventas masivas pueden haber obedecido al aumento de la cantidad percibida de riesgo presente en los mercados, a la mayor aversión de los inversores a asumir riesgos, o a una combinación de ambos factores. Conocer el origen primordial de la caída de los precios de las acciones (y de los activos financieros en general) puede ayudar a los responsables de elaborar las políticas a entender su persistencia y a evaluar las medidas de respuesta. El objetivo de este recuadro es analizar las variaciones en la cantidad y el precio de los riesgos (de cola) utilizando una estimación de la aversión al riesgo de cola basada en el precio de las opciones sobre acciones.

### Densidades neutrales al riesgo

**La función de densidad neutral al riesgo de una cotización es la estimación que hace el mercado de la distribución de probabilidad del nivel futuro de dicha cotización, ajustada por la presencia de la aversión al riesgo de los inversores.** Así pues, la función de densidad neutral al riesgo refleja tanto las actitudes frente al riesgo como las expectativas de precio de los inversores. Las densidades neutrales al riesgo pueden considerarse densidades físicas cuya forma se ha modificado con el fin de dar mayor prominencia a aquellas situaciones del mercado mundial que se asocian a resultados particularmente adversos y que, como tales, se traducen en una utilidad marginal más baja para los inversores<sup>28</sup>. La función de densidad neutral al riesgo de los rendimientos futuros se obtiene de los precios diarios de las opciones de compra (*call*) y de venta (*put*) negociadas en el

---

<sup>28</sup> Esta modificación hace que los inversores sean neutrales al riesgo en el sentido de que todos los flujos de efectivo futuros procedentes de cualquier activo pueden descontarse utilizando tipos libres de riesgo.

Euro Stoxx 50<sup>29</sup>. Estas opciones están disponibles diariamente para más de un vencimiento, lo que permite estimar la función de densidad neutral al riesgo para el abanico de vencimientos disponible.

**En las primeras fases del brote del virus en Europa, surgió el miedo a un crac bursátil, pero, después del anuncio de políticas de estímulo significativas, la probabilidad esperada de un alza de las cotizaciones aumentó, aun cuando los riesgos de mercado se mantenían en niveles elevados.** El gráfico B muestra la función de densidad neutral al riesgo del rendimiento de las acciones del Euro Stoxx 50, calculada a partir de las opciones y con un horizonte de hasta un año, en las tres fechas siguientes: i) el 21 de febrero, justo antes de que el brote del virus irrumpiera en Europa con plena fuerza; ii) el 28 de febrero, una semana más tarde, y iii) el 20 de marzo, tras del anuncio de políticas de estímulo significativas en la zona del euro y en Estados Unidos. Ya se puede observar un marcado aumento de la varianza de la distribución —así como un engrosamiento de la cola izquierda— en la semana terminada el 28 de febrero, que señala el crecimiento del miedo a un crac bursátil<sup>30</sup>. El 20 de marzo, después de que se hubieran anunciado medidas de política monetaria y fiscal significativas y de que los mercados bursátiles ya hubieran caído bruscamente, la cola más baja de la función de densidad neutral al riesgo se mantenía prácticamente sin variación, pero la distribución pasó a estar más inclinada al alza, lo que sugiere un incremento de la recuperación esperada del rendimiento de las acciones<sup>31</sup>.

<sup>29</sup> Véase D. Breeden y R. Litzenberger, «Prices of State-contingent Claims Implicit in Option Prices», *The Journal of Business*, vol. 51, n.º 4, 1978, pp. 621-651, donde los autores muestran que la segunda derivada de una función del precio de la opción de compra (*call*)/venta (*put*) con respecto al precio de ejercicio corresponde a la función de densidad neutral al riesgo. Para una explicación detallada del método seguido para realizar los cálculos, véase S. Figlewski, «Estimating the Implied Risk-Neutral Density for the US Market Portfolio», en T. Bollerslev, J. Russell y M. Watson (eds.), *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honor of Robert F. Engle*, Oxford University Press, Oxford, Reino Unido, 2010.

<sup>30</sup> El fuerte aumento de la varianza, en un contexto en que los inversores descontaban una probabilidad más elevada de las dos colas, ensombreció el incremento de la asimetría.

<sup>31</sup> La imagen resultante es similar en el caso del rendimiento de las acciones calculado a partir de las opciones con vencimientos a corto plazo, es decir, con una vida residual de entre 10 y 20 días.

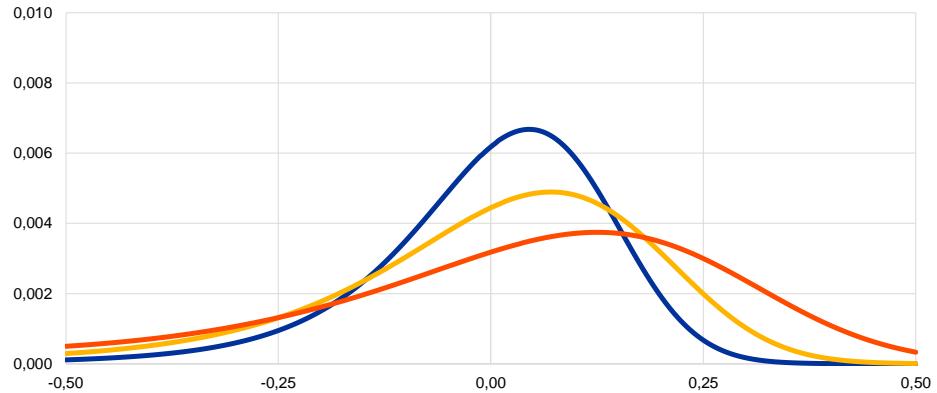
## Gráfico B

### Función de densidad neutral al riesgo implícita en las opciones del Euro Stoxx 50

Para opciones con un horizonte a un año aproximadamente

(densidades)

- 21 de febrero de 2020
- 28 de febrero de 2020
- 20 de marzo de 2020



Fuentes: Cálculos de los autores y Refinitiv.

Nota: Función neutral al riesgo del rendimiento futuro obtenida de los precios diarios de las opciones de compra y de venta negociadas en el Euro Stoxx 50.

## Indicador de la aversión al riesgo de cola

**Es posible obtener un indicador de las preferencias de riesgo o de la aversión al riesgo de los inversores comparando la función de densidad neutral al riesgo con una estimación de la densidad física del rendimiento de las acciones.** Las densidades neutral al riesgo y física están relacionadas entre sí a través del *kernel* de precios, que incorpora las preferencias de riesgo de los inversores. La densidad física representa la mejor valoración de los inversores sobre las probabilidades de evolución futura de los precios. Las expectativas de densidades físicas no pueden determinarse a partir de los precios de mercado, ya que estos también incorporan las preferencias de riesgo de los inversores. Los investigadores han recurrido a métodos estadísticos para estimar dichas densidades<sup>32</sup>. Para ello, se utiliza un modelo diario multivariante de heterocedasticidad condicional autorregresiva generalizada (GARCH, por sus siglas en inglés)<sup>33</sup>.

<sup>32</sup> Véase, por ejemplo, G. Barone-Adesi, R. F. Engle y L. Mancini, «A GARCH Option Pricing Model with Filtered Historical Simulation», *The Review of Financial Studies*, vol. 21, n.º 3, 2008, pp. 1223-1258.

<sup>33</sup> Los modelos GARCH tienen en cuenta los episodios de volatilidad que suelen observarse en las series de rendimientos de activos financieros, especialmente en períodos de tensión. En cada fecha, se simulan varias sendas futuras de los rendimientos de las acciones utilizando este modelo, hasta el vencimiento de la opción más larga negociada dicho día en el mercado. A partir de estos rendimientos, para un vencimiento dado, se construye su densidad física futura mediante una estimación *kernel*. Se estima la densidad física esperada del rendimiento de las acciones simulando su primer y segundo momento, utilizando todos los errores históricos de los residuos estandarizados obtenidos al escalar las tasas de variación de un índice bursátil con su desviación típica condicional sobre la base del modelo GARCH. Dado que este método puede sobrevalorar la varianza de los errores en presencia de las políticas de estímulo, una alternativa sería dar más peso a los errores registrados en la fase inicial del programa de compra de activos en 2015 o reducir la varianza de los errores para emular un descenso de los riesgos esperados.

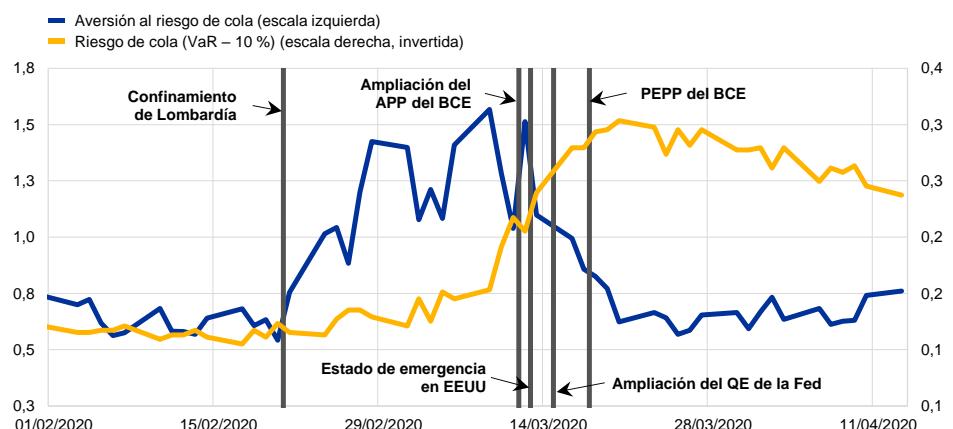
**El indicador de la aversión al riesgo de cola se construye comparando las colas izquierdas de las distribuciones neutral al riesgo y física.** Los inversores tienen aversión al riesgo si asignan una mayor probabilidad neutral al riesgo a eventos adversos en comparación con la densidad física. Dado que los inversores con aversión al riesgo de cola están dispuestos a pagar una prima para protegerse frente a la desutilidad asociada a resultados adversos, las probabilidades neutrales al riesgo sobrevalorarán las probabilidades físicas correspondientes para eventos de cola negativos. Se examina el comportamiento de las colas izquierdas de las densidades tanto neutral al riesgo como física para los rendimientos de las acciones en un horizonte de tres meses. El índice de aversión al riesgo de cola negativo por parte de los inversores se calcula como el área situada a la izquierda del punto en la función de densidad neutral al riesgo que corresponde al percentil 10 más bajo de la distribución física de los rendimientos (normalizado por 0,1, es decir, el área correspondiente en la densidad física)<sup>34</sup>. Un índice de aversión al riesgo de cola por encima de uno indica que los inversores temen la materialización de los eventos de cola negativos y, por tanto, están dispuestos a protegerse frente a ellos pagando más de lo que estaría justificado teniendo en cuenta su probabilidad histórica<sup>35</sup>. En cambio, un valor del índice de entre cero y uno podría considerarse compatible con una situación en la que el apetito de riesgo es elevado.

### Gráfico C

#### Indicador de aversión al riesgo de cola y riesgo de cola del Euro Stoxx 50

Para opciones con un horizonte de entre 10 y 20 días

(índice)



Fuentes: Cálculos de los autores y Refinitiv.

Notas: «APP» es el programa de compra de activos y «ampliación del APP» hace referencia a las medidas anunciadas por el BCE el 12 de marzo de 2020. «PEPP» es el programa de compras de emergencia frente a la pandemia anunciado el 18 de marzo de 2020. «QE» corresponde al programa de expansión cuantitativa (*quantitative easing*) y «VaR» significa valor en riesgo (percentil 10). Las últimas observaciones corresponden al 13 de abril de 2020.

<sup>34</sup> El procedimiento es el siguiente: i) se determina el rendimiento asociado al percentil 10 más bajo en la distribución física; ii) se busca este rendimiento en la distribución neutral al riesgo y se calcula el área de su izquierda, y iii) se divide esta área por 0,1 (que representa el área situada a la izquierda del percentil 10 en la distribución física).

<sup>35</sup> Cuando el indicador es inferior a uno, los inversores siguen queriendo protegerse frente a la materialización de los eventos de cola negativos, pero solo a un precio más bajo que el que se desprende de la probabilidad histórica. Un indicador igual a uno corresponde a un inversor neutral al riesgo.

**La aversión estimada al riesgo de cola aumentó sensiblemente a partir de la segunda mitad de febrero y, a mediados de marzo, coincidiendo con la introducción de las medidas de política a ambos lados del Atlántico, invirtió su trayectoria y retornó a los niveles de principios de febrero.** En el gráfico C se presenta el indicador del riesgo de cola estimado, junto con una medida del riesgo de cola, definida como el percentil 10 (invertido) de la distribución física de los rendimientos del Euro Stoxx 50. Al inicio, dado que el coronavirus se circunscribía principalmente a algunas regiones de China, parece que los mercados se mostraron bastante confiados, en el sentido de que la aversión al riesgo de cola no aumentó casi. No obstante, cuando la pandemia irrumpió en Europa, la disposición de los inversores a asumir riesgos disminuyó de manera apreciable, como reflejó el incremento del índice de aversión al riesgo de cola a partir del 21 de febrero —el comienzo del confinamiento en algunas partes de la región italiana de Lombardía—. Alrededor de mediados de marzo, el precio del riesgo de cola izquierda empezó a bajar de nuevo, al anunciarse un paquete de medidas de política monetaria y fiscal a ambos lados del Atlántico. En cambio, el propio riesgo de cola se mantuvo estable en general hasta principios de marzo, después comenzó a crecer significativamente y se mantuvo en niveles elevados incluso tras la introducción de las medidas de estímulo. Una interpretación de estos desarrollos es que las medidas articuladas por los bancos centrales y los Gobiernos han sido capaces de sostener el apetito de riesgo de los inversores, frenando así el ascenso inicial del precio del riesgo y reconduciéndolo al valor registrado hacia mediados de febrero. El precio del riesgo se redujo pese al aumento de la cantidad de riesgo, lo que contribuyó significativamente a minimizar el impacto de la perturbación en los mercados financieros.

### 3

## La pandemia de Covid-19 y el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación: evidencia basada en datos de encuestas

Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando y Juan Ángel García

**La irrupción de la pandemia de coronavirus (Covid-19) ha afectado de forma dramática a la actividad económica mundial.** En un intento por ralentizar la propagación de los contagios por Covid-19, los Gobiernos de todo el mundo han introducido medidas de distanciamiento social y de confinamiento y han cancelado los actos públicos. Se han cerrado las fronteras, incluso dentro de Europa. Además, la incertidumbre en torno a la evolución futura de la pandemia y la disrupción de las cadenas de producción pueden haber contribuido a amplificar el impacto de la perturbación combinada de oferta y de demanda. La actividad de muchas empresas se ha visto seriamente alterada, lo que ha tenido un efecto adverso sin precedentes sobre el crecimiento económico a escala global.

**La última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) muestra un deterioro de la actividad de las pequeñas y medianas empresas (pymes) en el período de referencia, comprendido entre octubre de 2019 y marzo de 2020<sup>36</sup>.** Como la encuesta se llevó a cabo entre el 2 de marzo y el 8 de abril, las empresas pudieron dar cierta cuenta del impacto de la crisis actual. No obstante, es posible que los resultados relacionados con las preguntas retrospectivas de la encuesta solo reflejen algunos efectos parciales de la crisis, ya que el período de referencia prácticamente había finalizado antes de que esta se intensificara.

**En retrospectiva, las pymes de la zona del euro indicaron una reducción de su cifra de negocios por primera vez desde principios de 2014.** En términos netos<sup>37</sup>, la variación señalada fue del –2 % (frente al 20 % de la encuesta anterior) para la zona del euro en su conjunto (véase gráfico A). Pese a que se observan ciertas diferencias entre países, el deterioro fue generalizado. Las caídas más pronunciadas se registraron en Italia, seguida de Eslovaquia, Grecia y España, mientras que el porcentaje de pymes alemanas y francesas que, en conjunto, señalaron un aumento de su cifra de negocios fue mucho menor.

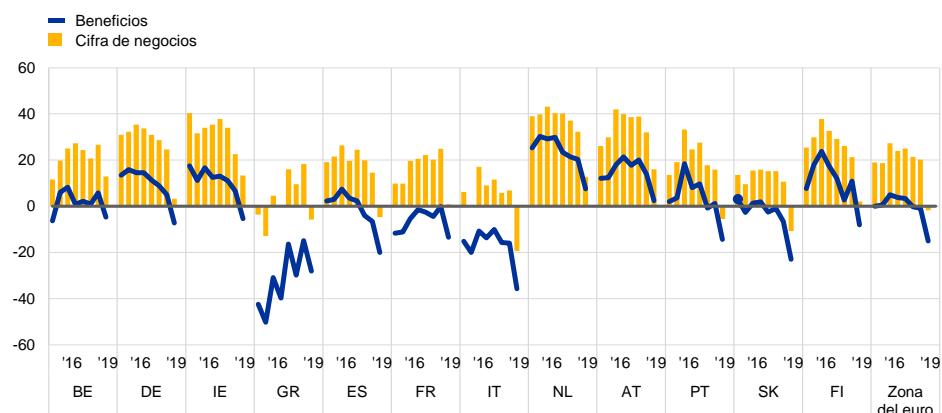
<sup>36</sup> La 22.<sup>a</sup> encuesta SAFE se realizó entre el 2 de marzo y el 8 de abril de 2020 y abarcó el período comprendido entre octubre de 2019 y marzo de 2020. El tamaño total de la muestra fue de 11.236 empresas de la zona del euro, de las que 10.287 (el 92 %) tenían menos de 250 empleados. Para una descripción más detallada de los últimos resultados, véase «Survey on the Access to Finance of Enterprises», BCE, mayo de 2020. Asimismo, el artículo titulado «Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data», incluido en este Boletín Económico, proporciona evidencia adicional sobre los resultados de la encuesta en los diez últimos años.

<sup>37</sup> «Términos netos» o «porcentaje neto» se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican que han registrado un aumento de un factor determinado y el de aquellas que señalan una disminución.

## Gráfico A

## Variación de la cifra de negocios y de los beneficios de las pymes en los países de la zona del euro

(en los seis meses anteriores: porcentaje neto de encuestados)



Fuentes: BCE y Comisión Europea, SAFE.

Notas: Las empresas encuestadas son pymes. Las cifras se refieren a las olas 15.<sup>a</sup> (abril-septiembre de 2016) a 22.<sup>a</sup> (octubre de 2019-marzo de 2020) de la encuesta. El porcentaje neto es la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican que han registrado un aumento de un factor determinado y el de aquellas que señalan una disminución.

**La rentabilidad de las pymes también disminuyó en los distintos países y sectores económicos.** En un contexto de deterioro de la cifra de negocios, los elevados costes laborales (señalados por el 46 % de las empresas en términos netos) y de otros insumos (45 %) hicieron mella en los beneficios de las pymes en toda la zona del euro (–15 %, frente al –1 %), pese a la existencia de unas condiciones de financiación acomodaticias. La disminución de los beneficios fue especialmente acusada en las pymes griegas, españolas, italianas y eslovacas. A nivel sectorial, la industria parece haber sido el sector más afectado por el retroceso de los beneficios (–20 %, frente al –7 %), en particular en Italia. En cuanto al sector comercial, en términos netos, un 19 % de las pymes de la zona del euro también señalaron un descenso de sus beneficios, porcentaje que alcanzó el 37 % en Italia y el 30 % en España.

**El debilitamiento de la situación financiera y el deterioro del entorno macroeconómico suscitaron inquietud entre las pymes sobre su acceso a la financiación.** Las pymes de la zona del euro —en particular las españolas, italianas y portuguesas— consideraron que la caída de la cifra de negocios y de los beneficios constituía un impedimento para la obtención de financiación externa ( $-18\%$ , frente al  $5\%$ ) por primera vez desde septiembre de 2014. Por otra parte, las pymes también percibían que la evolución de las perspectivas económicas generales había afectado negativamente a su acceso a la financiación ( $-30\%$ , frente al  $-13\%$ ), un porcentaje que no se había observado desde marzo de 2013. El deterioro fue generalizado en los distintos países —especialmente en Alemania, Italia y Finlandia— y sectores, con un porcentaje del  $-31\%$  en la industria, del  $-21\%$  en la construcción, del  $-31\%$  en los servicios y del  $-30\%$  en el comercio. Además, en comparación con las empresas más grandes, las pymes, y en particular las microempresas, parecían estar más preocupadas por el impacto adverso que

tendrían en su acceso a la financiación externa sus propias perspectivas de ventas y de beneficios.

**Las expectativas de las empresas sobre el acceso a la financiación en un futuro próximo arrojaron más luz sobre la gravedad de la crisis del Covid-19.**

La declaración de la pandemia por la Organización Mundial de la Salud (OMS) el 11 de marzo y el endurecimiento posterior de las medidas de confinamiento en la zona del euro coincidieron en buena medida con el trabajo de campo de la última encuesta SAFE. Como consecuencia, es posible que las respuestas a preguntas retrospectivas reflejen solo parcialmente las disrupciones de la actividad empresarial. Sin embargo, el componente prospectivo de la encuesta captó el deterioro en curso y esperado de las condiciones económicas.

**Sobre la base de las respuestas diarias, las expectativas en la zona del euro comenzaron a deteriorarse aceleradamente poco después de la declaración de pandemia de la OMS, a la que siguieron los confinamientos y los controles fronterizos en buena parte de Europa.** Las fechas de las respuestas de las empresas encuestadas durante el trabajo de campo se utilizaron para analizar el cambio en sus expectativas desde la irrupción de la pandemia<sup>38</sup>. El día en que la OMS declaró la pandemia, el 17 % de las empresas, en promedio, esperaba un deterioro de la disponibilidad de préstamos bancarios y de líneas de crédito, y el 20 % tenía las mismas expectativas para el crédito comercial (véase gráfico B). Cuando se anunció el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) del BCE, el 18 de marzo, estos porcentajes ya se situaban en el 41 % para los préstamos bancarios, el 43 % para las líneas de crédito y el 46 % para el crédito comercial.

---

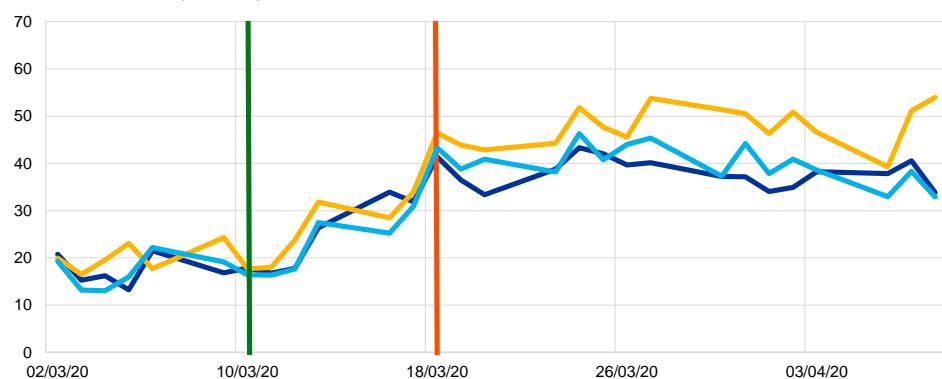
<sup>38</sup>. Los porcentajes representados en el gráfico están condicionados por los efectos producidos en cada país para reflejar los diferentes niveles de emergencia de los distintos países.

## Gráfico B

Empresas que esperaban un deterioro de la disponibilidad de financiación externa en los seis meses siguientes durante el trabajo de campo

(porcentajes estimados)

- Préstamos bancarios
- Crédito comercial
- Anuncio del PEPP
- Líneas de crédito
- Declaración de pandemia por la OMS



Fuentes: BCE y Comisión Europea, SAFE.

Notas: Los porcentajes estimados se refieren a efectos fijos de tiempo de una regresión de mínimos cuadrados ponderados controlando por efectos fijos de tiempo y de país. Las tres últimas observaciones (6-8 de abril) corresponden a una submuestra de países (Alemania, Grecia, España, Francia y Eslovaquia), dado que las encuestas realizadas en los demás países ya habían concluido el 3 de abril.

**El deterioro de las expectativas de acceso a la financiación pareció estabilizarse tras el anuncio del PEPP, al menos con respecto a los préstamos bancarios y a las líneas de crédito.** Aunque no se puede inferir el impacto directo del anuncio del PEPP sobre las expectativas de las empresas, el pesimismo de estas acerca de los productos bancarios habría disminuido en cierta medida a partir de esa fecha. En cambio, las expectativas de disponibilidad de crédito comercial continuaron deteriorándose durante un período algo más prolongado, debido, sobre todo, a las tensiones existentes en las relaciones de suministro habida cuenta de los retrasos esperados en el cobro de las deudas comerciales por el efecto de la crisis.

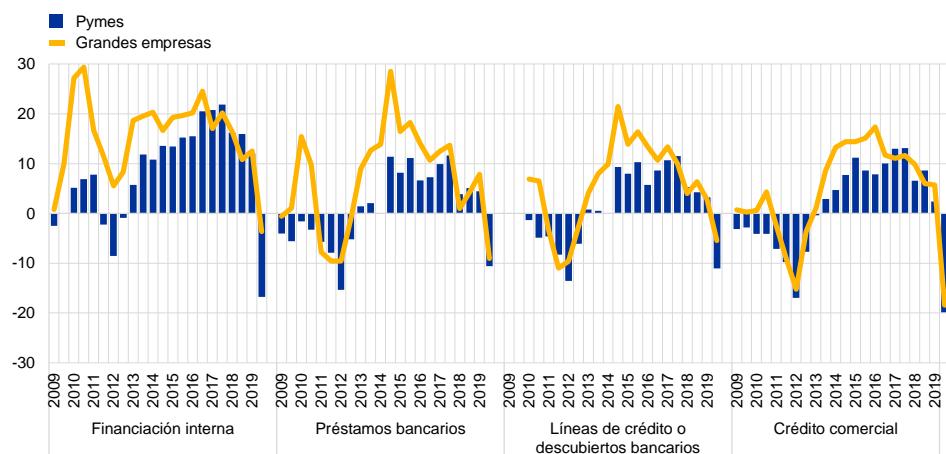
**Las expectativas de las empresas en torno a la disponibilidad de financiación en los seis meses siguientes registraron un acusado deterioro con respecto a la tendencia positiva observada desde el final de la crisis de la deuda soberana (véase gráfico C).** Aunque el empeoramiento de las expectativas de disponibilidad de fuentes de financiación tanto interna como externa es evidente, se aprecian diferencias entre ambas<sup>39</sup>.

<sup>39</sup> Las empresas del sector servicios parecen ser las más pesimistas de todas, posiblemente debido a los efectos particularmente adversos de las medidas de confinamiento sobre este sector. En cuanto al tamaño de las empresas, según la encuesta, las microempresas son las más afectadas, mientras que las grandes empresas señalaron un deterioro menor.

### Gráfico C

#### Cambio en las expectativas de disponibilidad de financiación de las empresas de la zona del euro

(en los seis meses siguientes; porcentaje neto de encuestados)



Fuentes: BCE y Comisión Europea, SAFE.

Notas: Sobre la base de empresas para las que el instrumento de financiación correspondiente es relevante. Las cifras se refieren a las olas 1.ª (abril-septiembre de 2009) a 22.ª (octubre de 2019-marzo de 2020) de la encuesta.

**Por lo que respecta a las fuentes de financiación interna, en términos netos, las pymes señalaron una caída sustancial de las expectativas de disponibilidad de fondos (–17 %, frente al 12 %).** Es probable que estas expectativas reflejen la previsión de dificultades para la actividad económica, lo que tiene implicaciones importantes para la rentabilidad de las empresas. Con la excepción de los Países Bajos, el deterioro es generalizado en los distintos países, y los porcentajes más elevados se registraron en Portugal (–26 %), Francia (–23 %) e Italia (–21 %). En general, el empeoramiento de las expectativas de disponibilidad de financiación interna es mayor que el nivel más bajo indicado durante la crisis de la deuda soberana (entre abril y septiembre de 2012), cuando el 9 % de las pymes señaló un descenso.

**Las expectativas de disponibilidad de fuentes de financiación externa también empeoraron, aunque en menor medida que las relativas a la financiación interna.** En términos netos, las pymes de la zona del euro señalaron una caída (–11 %) de la disponibilidad de productos bancarios, concretamente de préstamos, líneas de crédito y descubiertos bancarios. El deterioro relativamente menor en comparación con la financiación interna podría reflejar los efectos positivos de las medidas de política monetaria acomodaticia y de los diversos programas públicos anunciados desde el inicio de la pandemia. En cuanto al crédito comercial, en conjunto, las pymes prevén una reducción significativa (–20 %) de su disponibilidad, lo que podría ser indicativo de la interrupción esperada de las operaciones ordinarias, que, a su vez, afectaría a las relaciones entre las empresas. Las pymes españolas, italianas, portuguesas y eslovacas indicaron los mayores descensos de las expectativas de disponibilidad de financiación externa. La caída de las expectativas de acceso futuro a los préstamos bancarios fue todavía más limitada que en 2012, cuando, en términos netos, el 15 % de las pymes señalaron un deterioro de la disponibilidad esperada. Sin embargo, el deterioro referente al crédito

comercial ya es algo más acusado que en la anterior crisis de 2012, cuando el porcentaje neto de pymes que esperaban una contracción era del 17 %.

## 4

# Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 29 de enero y el 5 de mayo de 2020

Pamina Karl y Marco Weïller

**En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante los dos primeros períodos de mantenimiento de reservas de 2020, comprendidos entre el 29 de enero y el 5 de mayo.** En respuesta a la crisis del coronavirus (Covid-19), y ante el aumento de la volatilidad en los mercados financieros, el Eurosistema decidió adoptar un conjunto de medidas para relajar las condiciones de financiación y respaldar la liquidez disponible para todos los sectores y jurisdicciones durante los dos períodos de mantenimiento analizados.

**Como parte de las medidas de provisión de liquidez relacionadas con el Covid-19, el Eurosistema anunció modificaciones en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) vigentes e introdujo una serie de operaciones de subasta adicionales, así como un amplio paquete de medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía para las entidades de contrapartida del Eurosistema.** El 12 de marzo se relajaron las condiciones de las TLTRO III y se introdujo una nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo adicionales (OFPML adicionales) con el fin de proporcionar un apoyo de liquidez inmediato a las entidades de crédito y de salvaguardar las condiciones en los mercados monetarios. Estas medidas se diseñaron para servir como mecanismo de respaldo durante las recientes turbulencias. Las OFPML adicionales se realizan semanalmente y vencerán el 24 de junio de 2020, cubriendo de esta forma el período hasta la liquidación de la cuarta operación TLTRO III<sup>40</sup>.

**En relación con las compras de activos, el 12 de marzo se acordó realizar de forma temporal adquisiciones netas de activos por valor de 120 mm de euros adicionales en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y, además, el 18 de marzo el BCE anunció un nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), por importe de 750 mm de euros, que estará vigente como mínimo hasta finales de 2020.** El objetivo de estas compras adicionales es hacer frente a los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria en la zona del euro derivados de la crisis del Covid-19. Estas compras se llevarán a

---

<sup>40</sup> Posteriormente, el 30 de abril, se introdujeron ajustes adicionales a las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), así como nuevas operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés) con el fin de prestar más apoyo a la economía real y de suavizar las condiciones de los mercados monetarios. Estas dos medidas afectarán a la provisión de liquidez a partir del tercer período de mantenimiento de 2020.

cabo con flexibilidad y pueden ampliarse si la crisis se prolonga más allá de finales de este año<sup>41</sup>.

**Con el fin de mejorar las condiciones en los mercados mundiales de financiación en dólares estadounidenses, el Eurosistema, en coordinación con la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, el Banco de Canadá y el Banco Nacional de Suiza, aumentó la provisión de liquidez en dólares a través de las líneas swap en dólares estadounidenses vigentes.** Asimismo, el BCE acordó líneas swap para proporcionar liquidez en euros con algunos bancos centrales de la UE. El 15 de marzo se anunciaron las medidas coordinadas para aumentar la actual provisión de liquidez en dólares estadounidenses, que consistieron en reducir el precio de la liquidez en dólares y en introducir una operación adicional en dólares con un vencimiento de 84 días. Además, a partir del 20 de marzo, se aumentó la frecuencia de las operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses con vencimiento de siete días, que pasaron a ser diarias en lugar de semanales. Estas medidas ayudaron a relajar significativamente las condiciones en los mercados de financiación en dólares estadounidenses.

## Necesidades de liquidez

**Las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 1.613,4 mm de euros en el período analizado (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»).** Esta cifra fue 107,7 mm de euros superior a la registrada en el período de referencia anterior (es decir, los dos últimos períodos de mantenimiento de 2019). Los factores autónomos netos aumentaron en 106,3 mm de euros, hasta situarse en 1.477,8 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas mínimas se incrementaron en 1,4 mm de euros, hasta alcanzar los 135,7 mm de euros.

**Los principales determinantes de la liquidez en los dos primeros períodos de mantenimiento de 2020 fueron el aumento de los depósitos de las Administraciones Públicas, la demanda de billetes, las compras de activos y la nueva serie de OFPML adicionales.** La absorción de liquidez por los factores autónomos se incrementó en 106,3 mm de euros, en promedio, debido principalmente al excepcional aumento de los depósitos de las Administraciones Públicas (101,7 mm de euros), que obedeció a una gestión prudente de la tesorería de este sector en respuesta al Covid-19. En el mismo contexto, la mayor demanda de billetes contribuyó a absorber otros 27,7 mm de liquidez, dado que la disminución estacional tras el final de año que registraron las tenencias de billetes durante el primer período de mantenimiento fue contrarrestada por el ascenso de las mismas en el segundo período de mantenimiento. Sin embargo, el incremento neto de 23,7 mm de euros de los factores autónomos del activo tuvo un ligero efecto compensador. Los activos netos denominados en euros se redujeron en 51,9 mm de

<sup>41</sup> De hecho, el 4 de junio, el Consejo de Gobierno del BCE decidió incrementar la dotación del PEPP en 600 mm de euros y ampliar el horizonte al menos hasta el final de junio de 2021.

euros, mientras que los activos exteriores netos aumentaron en 75,6 mm de euros y compensaron parcialmente la absorción de liquidez por parte de los depósitos de las Administraciones Públicas y los billetes. La dinámica en el lado del activo durante el segundo período de mantenimiento respondió fundamentalmente a la mayor demanda en las operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses, cuyo saldo vivo total ascendía a 142 mm de euros al final de segundo período de mantenimiento de 2020.

### Cuadro A

#### Situación de liquidez del Eurosistema

##### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020				Período de referencia anterior: 30 de octubre de 2019 a 28 de enero de 2020
	Primer y segundo período de mantenimiento	Primer período de mantenimiento: 29 de enero a 17 de marzo	Segundo período de mantenimiento: 18 de marzo a 5 de mayo	Séptimo y octavo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>2.510,3</b> <b>(+130,0)</b>	<b>2.421,8</b> <b>(+46,9)</b>	<b>2.598,7</b> <b>(+176,9)</b>	<b>2.380,2</b> <b>(-0,4)</b>	
Billetes en circulación	1.299,5 <b>(+27,7)</b>	1.277,1 <b>(-5,1)</b>	1.321,9 <b>(+44,7)</b>	1.271,8 <b>(+20,0)</b>	
Depósitos de las AAPP	321,5 <b>(+101,7)</b>	268,6 <b>(+56,7)</b>	374,4 <b>(+105,8)</b>	219,8 <b>(-62,7)</b>	
Otros factores autónomos <sup>1</sup>	889,3 <b>(+0,6)</b>	876,1 <b>(-4,8)</b>	902,5 <b>(+26,3)</b>	888,7 <b>(+42,3)</b>	
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	<b>1.595,6</b> <b>(+85,5)</b>	<b>1.506,7</b> <b>(+17,5)</b>	<b>1.684,5</b> <b>(+177,8)</b>	<b>1.510,1</b> <b>(+284,9)</b>	
Exigencias de reservas mínimas	135,7 <b>(+1,4)</b>	135,7 <b>(+1,2)</b>	135,7 <b>(+0,1)</b>	134,3 <b>(+1,7)</b>	
Facilidad de depósito	258,2 <b>(+1,8)</b>	244,6 <b>(-10,0)</b>	271,8 <b>(+27,2)</b>	256,4 <b>(-253,6)</b>	
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0 <b>(+0,0)</b>	0,0 <b>(+0,0)</b>	0,0 <b>(+0,0)</b>	0,0 <b>(+0,0)</b>	

Fuente: BCE.

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

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

**Activo**

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020					Período de referencia anterior: 30 de octubre de 2019 a 28 de enero de 2020
	Primer y segundo período de mantenimiento	Primer periodo de mantenimiento: 29 de enero a 17 de marzo	Segundo periodo de mantenimiento: 18 de marzo a 5 de mayo	Séptimo y octavo período de mantenimiento		
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.032,8</b> <b>(+23,7)</b>	<b>1.025,1</b> <b>(+29,7)</b>	<b>1.040,5</b> <b>(+15,5)</b>	<b>1.009,1</b> <b>(+55,1)</b>		
Activos exteriores netos	846,7	(+75,6)	767,1	(-1,4)	926,3	(+159,2)
Activos netos denominados en euros	186,1	(-51,9)	257,9	(+31,1)	114,2	(-143,7)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>3.467,2</b> <b>(+195,0)</b>	<b>3.284,0</b> <b>(+25,9)</b>	<b>3.650,5</b> <b>(+366,5)</b>	<b>3.272,2</b> <b>(-22,4)</b>		
Operaciones de mercado abierto	3.467,2	(+195,0)	3.284,0	(+25,9)	3.650,5	(+366,5)
Operaciones de subasta	741,8	(+97,7)	617,3	(-1,8)	866,3	(+249,0)
OPF	1,0	(-1,3)	1,4	(-1,5)	0,6	(-0,8)
OFPML a tres meses	3,1	(-0,3)	4,0	(-0,3)	2,3	(-1,7)
Operaciones TLTRO II	471,1	(-118,8)	510,8	(-0,0)	431,4	(-79,4)
Operaciones TLTRO III	150,4	(+101,9)	101,1	(+0,0)	199,7	(+98,6)
OFPML adicionales	116,2	(+116,2)	0,0	(+0,0)	232,4	(+232,4)
Carteras en firme	2.725,4	(+97,3)	2.666,7	(+27,6)	2.784,2	(+117,6)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	1,1	(-0,9)	1,3	(-0,4)	0,9	(-0,5)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,9	(-0,0)	2,9	(+0,0)	2,9	(-0,0)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	273,0	(+9,2)	269,9	(+5,1)	276,1	(+6,3)
Programa para los mercados de valores	42,2	(-5,6)	43,9	(-4,0)	40,6	(-3,3)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	29,9	(+1,7)	28,5	(-0,0)	31,2	(+2,7)
Programa de compras de valores públicos	2.150,7	(+50,8)	2.126,5	(+18,9)	2.174,9	(+48,4)
Programa de compras de bonos corporativos	199,0	(+15,6)	193,7	(+8,0)	204,4	(+10,7)
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	26,6	(+26,6)	0,0	(+0,0)	53,2	(+53,2)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

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

## Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020					Período de referencia anterior: 30 de octubre de 2019 a 28 de enero de 2020	
	Primer y segundo período de mantenimiento	Primer período de mantenimiento: 29 de enero a 17 de marzo	Segundo período de mantenimiento: 18 de marzo a 5 de mayo	Séptimo y octavo período de mantenimiento			
<b>Necesidades de liquidez agregadas<sup>1</sup></b>	1.613,4 (+107,7)	1.532,6 (+18,3)	1.694,2 (+161,6)	1.505,7 (-53,7)			
<b>Factores autónomos netos<sup>2</sup></b>	1.477,8 (+106,3)	1.397,0 (+17,2)	1.558,5 (+161,6)	1.371,4 (-55,4)			
<b>Exceso de liquidez<sup>3</sup></b>	1.853,8 (+87,3)	1.751,3 (+7,5)	1.956,3 (+205,0)	1.766,5 (+31,3)			

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Periodo de referencia actual: 29 de enero de 2020 a 5 de mayo de 2020					Período de referencia anterior: 30 de octubre de 2019 a 28 de enero de 2020	
	Primer y segundo período de mantenimiento	Primer período de mantenimiento: 29 de enero a 17 de marzo	Segundo período de mantenimiento: 18 de marzo a 5 de mayo	Séptimo y octavo período de mantenimiento			
OPF	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	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)	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)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (-0,05)	
EONIA <sup>1</sup>	-0,451 (+0,00)	-0,454 (-0,00)	-0,449 (+0,01)	-0,454 (-0,05)			
€STR	-0,536 (+0,00)	-0,539 (+0,00)	-0,533 (+0,01)	-0,539 (-0,04)			

Fuente: BCE.

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

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

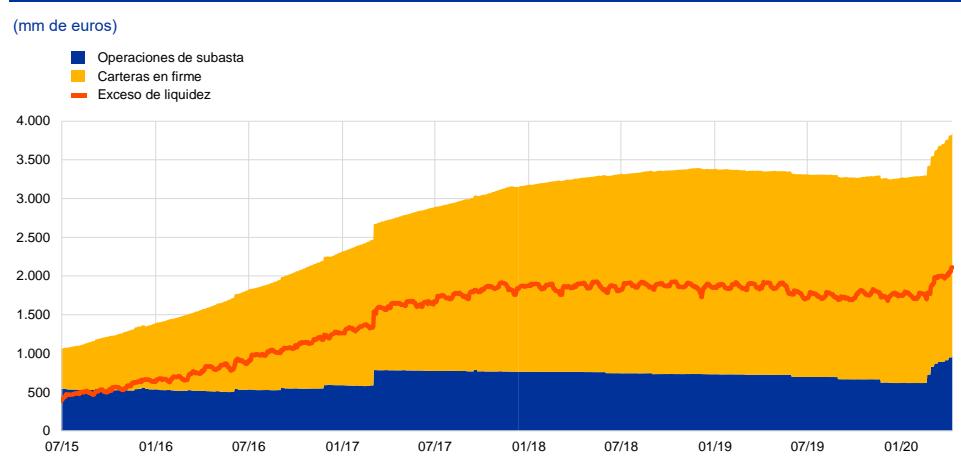
## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto —incluidas tanto las operaciones de subasta como las carteras mantenidas con fines de política monetaria— aumentó en 195 mm de euros, hasta un importe de 3.467,2 mm de euros (véase gráfico A).** El incremento total del exceso de liquidez en los dos primeros períodos de mantenimiento de 2020 se debió, en proporciones similares, a las operaciones de subasta y a las compras en firme del Eurosistema. Las fuentes principales de esta liquidez adicional fueron las OFPML adicionales y las compras de activos en el

marco del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y del nuevo PEPP.

#### 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 5 de mayo de 2020.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de subasta aumentó 97,7 mm de euros con respecto al período de referencia anterior.** Aunque se mantuvo casi sin variación en el primer período de mantenimiento de 2020 (-1,8 mm de euros), aumentó 249 mm de euros en el segundo período de mantenimiento, debido principalmente a la financiación de 232,4 mm de euros recibida mediante las nuevas OFPML. Además, los reembolsos de las TLTRO II por importe de 93 mm de euros y la liquidez recibida en las TLTRO III por valor de 115 mm de euros se liquidaron el 25 de marzo, lo que supuso una inyección neta de liquidez de 19,2 mm de euros, en promedio, en el segundo período de mantenimiento. La liquidez injectada a través de las operaciones principales de financiación (OPF) disminuyó 1,3 mm de euros con respecto al período de referencia anterior. Esta reducción se debió, sobre todo, a los elevados volúmenes de OPF durante dicho período anterior, que abarcaba el final del año, y es acorde, en general, con las variaciones del pasado año. El saldo vivo de las OFPML a tres meses descendió ligeramente (0,3 mm de euros).

**Al mismo tiempo, las carteras en firme aumentaron 97,3 mm de euros y pasaron de 2.628,2 mm de euros a 2.725,4 mm de euros, debido a la reanudación de las compras netas de activos aumentadas en el marco del APP, después del acuerdo de una dotación adicional de 120 mm de euros hasta el final de 2020 y del comienzo de las compras en el marco del nuevo PEPP.** Las tenencias de valores adquiridos en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP) y del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) se incrementaron, en promedio, en 50,8 mm de euros (hasta 2.150,7 mm de euros) y en 15,6 mm de euros (hasta 199 mm de euros), respectivamente, en consonancia con los importes anunciados de las compras. Asimismo, el 26 de marzo, el Eurosistema inició sus adquisiciones en el marco del

nuevo PEPP. La liquidez media inyectada en este programa durante el segundo período de mantenimiento ascendió a 53,2 mm de euros al final del período, lo que equivale a compras semanales de casi 18 mm de euros.

### Exceso de liquidez

**El exceso medio de liquidez aumentó en 87,3 mm de euros y pasó de 1.766,5 mm de euros a 1.853,8 mm de euros (véase gráfico A).** Este incremento es resultado de la creciente inyección de liquidez a través de las operaciones de política monetaria (incluidas las carteras en firme), que ascendió a 195 mm de euros, mientras que los factores autónomos absorbieron liquidez por valor de 106,3 mm de euros en la zona del euro.

**Además, aunque el exceso de liquidez mantenido en la facilidad de depósito del Eurosistema aumentó, su peso relativo disminuyó nuevamente debido al sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de liquidez.** Dado que solo los saldos que mantienen las instituciones financieras en cuentas corrientes, hasta el importe máximo permitido, están exentos de la aplicación de la remuneración negativa del tipo de la facilidad de depósito, las instituciones financieras continúan acumulando fondos en sus cuentas corrientes, que crecieron 85,5 mm de euros, en detrimento de la facilidad de depósito, que aumentó solo 1,8 mm de euros.

### Evolución de los tipos de interés

**El €STR se mantuvo prácticamente estable en los dos primeros períodos de mantenimiento.** El Consejo de Gobierno mantuvo sin variación el tipo de interés de la facilidad de depósito y los tipos de interés de las operaciones principales de financiación y de la facilidad marginal de crédito del BCE durante este período. En consecuencia, el €STR permaneció estable en un nivel de –53,6 puntos básicos (+0,3 puntos básicos en comparación con el período de referencia anterior). El eonia, que desde octubre de 2019 se calcula sumando un diferencial fijo al €STR, evolucionó de forma paralela al €STR.

## 5

# Evolución regional del mercado de trabajo durante la gran crisis financiera y la recuperación posterior

Vasco Botelho, Claudia Foroni y Lara Vivian

**En este recuadro se analiza la evolución regional del factor trabajo en la zona del euro entre 2007 —año en el que se alcanzó el nivel máximo de actividad económica antes de la crisis financiera global— y 2018.** Para el análisis se utilizan los indicadores regionales del mercado de trabajo disponibles en ARDECO, la base de datos regional anual de la Comisión Europea<sup>42</sup>. A efectos comparativos, las regiones se dividen en cuatro grupos (o cuartiles) diferenciados en función de la distribución del PIB per cápita de 2007 en cada país (véase figura A). Estos grupos se mantienen fijos a lo largo del tiempo.

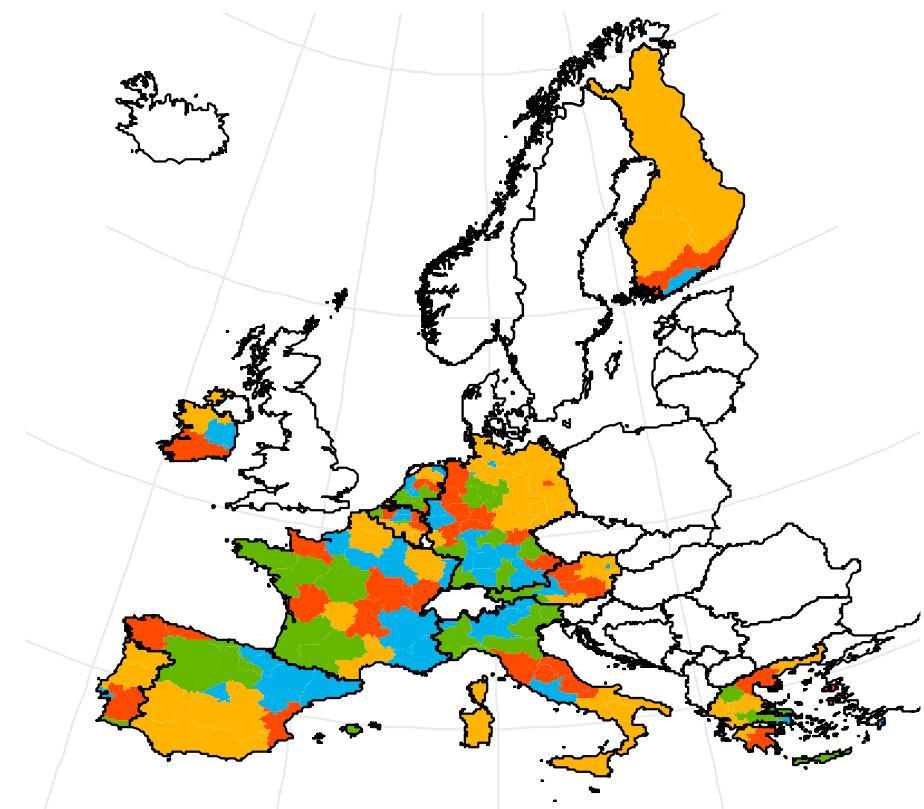
---

<sup>42</sup> La base de datos ARDECO fue creada por la Dirección General de Política Regional y Urbana de la Comisión Europea, y el Centro Común de Investigación se encarga de mantenerla y actualizarla. Este recuadro utiliza los datos actualizados a 7 de abril de 2020 y se centra en las regiones no ultraperiféricas clasificadas en el nivel 2 de la Nomenclatura de las Unidades Territoriales Estadísticas (NUTS 2) de 2016. Los países considerados en el análisis son Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Las cifras presentadas relativas al conjunto de la zona del euro se refieren a la agregación de las regiones de estos once países (zona del euro 11), que junto con Luxemburgo y Eslovenia componían la zona del euro en 2007.

**Figura A**

Zona del euro: distribución regional del PIB per cápita en 2007

■ 25 % inferior  
■ 25 %-50 %  
■ 50 %-75 %  
■ 25 % superior



Fuentes: ARDECO y cálculos del BCE.

Nota: Las regiones se han agrupado en función de la distribución del PIB per cápita de 2007 en cada país.

**En 2018, el total de horas trabajadas se había recuperado hasta alcanzar los niveles registrados antes de la crisis solo en las regiones del tramo superior de la distribución del PIB per cápita, mientras que, en las demás regiones, los niveles seguían siendo inferiores a los de 2007<sup>43</sup>.** La evolución de las horas totales trabajadas fue asimétrica durante el período 2007-2018 y, en las regiones correspondientes al 25 % inferior, se perdieron más empleos durante la fase recesiva de los que se ganaron durante la recuperación posterior (véase gráfico A)<sup>44</sup>. Entre 2007 y 2018 el total de horas trabajadas se redujo un 5,6 % en las regiones del cuartil inferior, pero se incrementó un 3,2 % en las del cuartil superior. En los dos cuartiles intermedios, este total mostró un perfil similar al del

<sup>43</sup> Los resultados no están determinados por la asignación de las regiones a los distintos cuartiles de la distribución del PIB per cápita por país en 2007, dado que los resultados del análisis descrito en este recuadro siguen siendo válidos cuando las regiones se agrupan según la distribución del PIB per cápita de la zona del euro en su conjunto en 2007, o cuando se elimina un país del análisis.

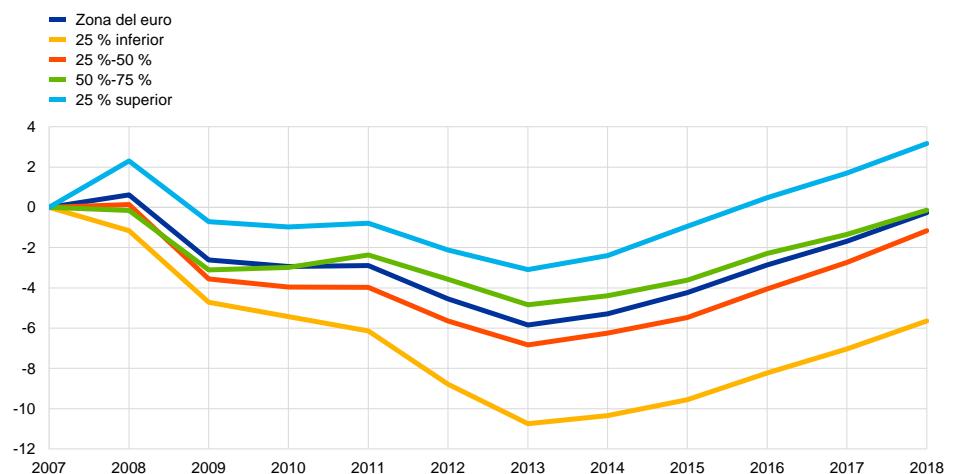
<sup>44</sup> Durante la fase de contracción (2007-2013), la tasa media de crecimiento interanual del total de horas trabajadas fue del -0,5 % en las regiones del 25 % superior, del -0,8 % en las del grupo situado por encima de la mediana, del -1,1 % en las del grupo inferior a la mediana y del -1,8 % en las correspondientes al 25 % inferior. En el conjunto de la zona del euro, el descenso medio interanual de las horas totales trabajadas se situó en el -0,97 % entre 2007 y 2013. Durante el período de recuperación, el ritmo de avance del total de horas trabajadas en las regiones del grupo del 25 % superior fue más rápido (1,2 %) que en las demás regiones (en torno al 1 % anual).

agregado de la zona del euro, y en 2018 había retorna a niveles cercanos a los observados en 2007. Como resultado, la proporción sobre las horas totales trabajadas de las regiones del cuartil superior aumentó 1,4 puntos porcentuales (del 38,7 % en 2007 al 40,1 % en 2018), mientras que en las regiones del cuartil inferior disminuyó 1,2 puntos porcentuales (del 23,2 % en 2007 al 22 % en 2018).

#### Gráfico A

#### Evolución regional del total de horas trabajadas entre 2007 y 2018

(eje de ordenadas: tasa de crecimiento logarítmico con respecto a los niveles observados en 2007)



Fuentes: ARDECO y cálculos del BCE.

Notas: Las regiones se han agrupado en función de la distribución del PIB per cápita de 2007 en cada país. Las cifras correspondientes a la zona del euro se agregan utilizando datos de los once países de la zona enumerados en la nota 1 a pie de página.

**El menor descenso del total de horas trabajadas en las regiones más ricas durante la recesión, así como la evolución relativamente homogénea de las distintas regiones durante la recuperación, puede atribuirse a las variaciones de la tasa de empleo, a la disminución de las horas medias trabajadas durante el período de recesión y a las diferencias regionales en el crecimiento de la población durante los dos períodos, en consonancia con la migración de trabajadores de las regiones más pobres a las más ricas.** El gráfico B muestra cómo contribuyeron los distintos factores a la dinámica del total de horas trabajadas en los cuatro grupos de regiones<sup>45</sup>. Desde el punto de vista cuantitativo, la tasa de empleo es el determinante más importante de las variaciones del total de horas trabajadas, puesto que, en todos los grupos regionales, explica más del 50 % del descenso de las horas totales trabajadas durante el período de recesión y de su aumento durante la recuperación. La mayor contribución se produjo durante el período de recuperación de las regiones del 25 % inferior. La reducción de las horas medias trabajadas fue también un factor importante que influyó en la disminución del total de horas trabajadas durante el período de recesión en todas las regiones, aunque su estabilización regional después de 2013 limitó su impacto durante el período de recuperación. Los canales de la tasa de empleo y de las horas medias

<sup>45</sup> Las variaciones de largo plazo en el total de horas trabajadas durante un período específico pueden reexpresarse como la suma de la tasa de crecimiento de la población durante ese período, de las variaciones de la tasa de actividad, de las variaciones de la tasa de empleo y de la tasa de crecimiento de las horas medias trabajadas por persona ocupada.

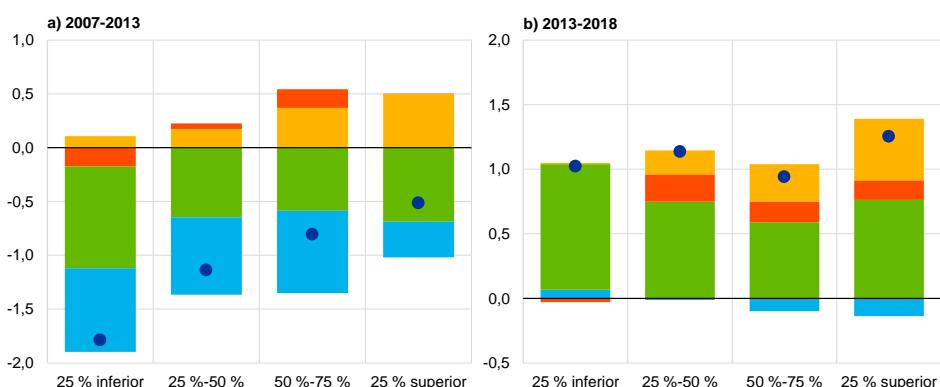
trabajadas evolucionaron de forma similar, en términos cualitativos, en todos los grupos regionales. La evolución de la tasa de actividad y del crecimiento de la población contribuyó con más intensidad al incremento del total de horas trabajadas en las regiones más ricas que en las más pobres. La tasa de crecimiento de la población aumentó monótonamente con la distribución del PIB per cápita, con tasas de crecimiento medias anualizadas que oscilaron entre el 0,1 % de las regiones situadas en el 25 % inferior y el 0,5 % de las regiones del 25 % superior, mientras que las diferencias en el crecimiento de la población entre regiones se acentuaron durante la fase de recuperación. Por último, la tasa de actividad reflejó las mismas variaciones que el crecimiento de la población, aunque su contribución fue cuantitativamente menor en los dos períodos. Estos patrones son acordes con la existencia de flujos migratorios de las regiones más pobres a las más ricas, con el consiguiente aumento de la población y de la tasa de actividad en estas últimas en detrimento de las primeras. Por otro lado, los flujos migratorios contribuyen a un repunte inicial de la tasa de empleo y de las horas medias trabajadas en las regiones más pobres, mientras que, en las más ricas, el impacto de la migración sobre estas dos variables puede verse mitigado o amplificado por factores de demanda.

#### Gráfico B

#### Determinantes de las variaciones de largo plazo en el total de horas trabajadas por regiones

(eje de ordenadas: contribución a la tasa de crecimiento del total de horas trabajadas, en %; eje de abscisas: grupos de regiones)

- Horas totales trabajadas
- Población
- Tasa de actividad
- Tasa de empleo
- Horas medias trabajadas



Fuentes: ARDECO y cálculos del BCE.

Notas: Las regiones se han agrupado en función de la distribución del PIB per cápita de 2007 en cada país. Las cifras correspondientes a la zona del euro se agregan utilizando los datos de los once países de la zona enumerados en la nota 1 a pie de página.

**La ampliación de la brecha existente en la remuneración de los asalariados entre regiones obedece, principalmente, a la dispersión regional de las variaciones de largo plazo en el total de horas trabajadas, siendo las tasas de crecimiento de la remuneración por hora trabajada comparables, en términos generales, entre las distintas regiones (véase cuadro A).** La proporción sobre la remuneración de asalariados de las regiones del 25 % superior aumentó en 0,7 puntos porcentuales entre 2007 y 2018, y pasó del 45,2 % en 2007 al 45,9 %

en 2018. En las regiones del 25 % inferior, el porcentaje se redujo en, aproximadamente, 0,9 puntos porcentuales durante el mismo período (del 18,1 % en 2007 al 17,2 % en 2018). Sin embargo, el incremento de la brecha en la remuneración de los asalariados entre regiones se debe, sobre todo, a la evolución regional del factor trabajo. La tasa de crecimiento de la remuneración por hora trabajada es, de hecho, comparable en todas las regiones y, durante el período de contracción, en las regiones correspondientes al 25 % más rico fue incluso más baja que en las demás. Esta evolución puede atribuirse al hecho de que la oferta de trabajo aumentó en las regiones ricas como resultado de los flujos migratorios no solo de las regiones más pobres a las más ricas, sino también de los procedentes de fuera de la zona del euro. La tasa de avance similar de la remuneración por hora trabajada en las distintas regiones puede estar relacionada con el fuerte incremento de la oferta de trabajo en las regiones más ricas y con el menor descenso de las horas medias trabajadas en las demás regiones durante el período de contracción. La evolución de la remuneración por hora trabajada también puede estar vinculada a la composición por países y sectores de los grupos regionales y, por tanto, al impacto de las políticas de empleo durante la gran crisis financiera y la recuperación posterior, como los programas de regulación temporal de empleo y los acuerdos sobre negociación colectiva<sup>46</sup>.

#### Cuadro A

Crecimiento del total de horas trabajadas y de la remuneración de los asalariados en toda la zona del euro

	2007-2013 (tasa de crecimiento logarítmico anual, en %)			2013-2018 (tasa de crecimiento logarítmico anual, en %)		
	Remuneración de los asalariados (total)	Total de horas trabajadas	Remuneración por hora trabajada (media)	Remuneración de los asalariados (total)	Total de horas trabajadas	Remuneración por hora trabajada (media)
<b>Total</b>	0,47	-0,97	1,44	1,88	1,12	0,77
<b>25 % superior</b>	0,66	-0,51	1,17	1,98	1,25	0,73
<b>Por encima de la mediana</b>	0,72	-0,81	1,53	1,74	0,94	0,80
<b>Por debajo de la mediana</b>	0,39	-1,14	1,53	2,02	1,13	0,88
<b>25 % inferior</b>	-0,24	-1,79	1,55	1,66	1,02	0,64

Fuentes: ARDECO y cálculos del BCE.

Notas: Las regiones se han agrupado en función de la distribución del PIB per cápita de 2007 en cada país. Las cifras correspondientes a la zona del euro se agregan utilizando los datos de los once países de la zona enumerados en la nota 1 a pie de página.

**En general, la evolución del total de horas trabajadas en la zona del euro entre 2007 y 2018 fue muy heterogénea entre regiones: las más ricas estuvieron menos afectadas por el período de recesión, mientras que las más pobres no lograron converger en la fase de recuperación.** Estos patrones dispares entre regiones pueden atribuirse a las variaciones de la tasa de empleo, a la disminución

<sup>46</sup> Los programas de regulación temporal de empleo pueden haber influido en el aumento de la remuneración por hora trabajada al permitir mayor flexibilidad en la reducción de las horas medias trabajadas por los empleados durante el período de contracción y proteger al mismo tiempo los salarios de los trabajadores en ese mismo período. Asimismo, los acuerdos nacionales sobre negociación colectiva también pueden explicar, en parte, el mayor crecimiento de los salarios por hora observado en los dos cuartiles inferiores en comparación con las regiones de los dos cuartiles superiores.

de las horas medias trabajadas durante el período de recesión y a la estabilidad de las diferencias regionales en el crecimiento de la población durante los períodos de recesión y recuperación. La migración desde las regiones más pobres hacia las más ricas dentro de la zona del euro es probablemente uno de los factores que explican estas tendencias y, a su vez, podría haber contribuido a acentuar las diferencias regionales en la remuneración de los asalariados entre 2007 y 2018. Asimismo, la brecha entre las regiones más ricas y las más pobres en el crecimiento acumulado del total de horas trabajadas, del empleo y de la remuneración de los asalariados se amplió en varios países de la zona del euro entre 2007 y 2018, y se sumó a la heterogeneidad observada entre países en los patrones del mercado de trabajo. El impacto desigual sobre las horas totales trabajadas, el empleo y la remuneración podría estar relacionado también con las diferencias observadas en la composición sectorial de los distintos grupos de regiones, dado que los sectores que experimentaron la mayor caída del empleo y de los salarios acumulados suelen estar situados en las regiones con un nivel más bajo de PIB per cápita, mientras que los sectores prósperos se concentran, principalmente, en las regiones más ricas.

## 6

# Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible

António Dias da Silva, Maarten Dossche, Ferdinand Dreher, Claudia Foroni y Gerrit Koester

**Los programas de regulación temporal de empleo están siendo instrumentos clave para amortiguar el impacto económico de la pandemia de coronavirus (Covid-19).** Varios países de la zona del euro han puesto en marcha programas de reducción de jornada o de suspensión temporal de empleo<sup>47</sup> o los han revisado, con el fin de limitar las pérdidas de ingresos de los hogares y los costes salariales de las empresas<sup>48</sup>. Estos programas también prestan apoyo a la recuperación económica: preservan las relaciones laborales con el objeto de que los trabajadores estén disponibles y las empresas estén preparadas para reanudar la actividad cuando se levanten las medidas de confinamiento. Existe abundante evidencia de que programas de apoyo de este tipo frenan considerablemente las pérdidas de empleo en la zona del euro, en comparación con países en los que tales mecanismos son escasos (como Estados Unidos) o inexistentes<sup>49</sup>. Estos programas están concebidos para subsanar caídas transitorias de la actividad y de la demanda, si bien deben equilibrarse con la necesaria reestructuración económica y la reasignación de empleo entre sectores y empresas.

**En este recuadro se estiman las tasas de cobertura y se calculan las tasas de reemplazamiento de los programas de los cinco países de mayor tamaño de la zona del euro.** Estas economías representan más del 80 % de la remuneración de los asalariados de toda la zona. La combinación de las tasas de reemplazamiento con el número de personas acogidas a estos programas permite calcular el impacto de la reducción de jornada en la renta disponible de los hogares durante la pandemia. Para elaborar proyecciones macroeconómicas es importante comprender los efectos de los programas actuales y previstos de regulación temporal de empleo. Por consiguiente, es necesario realizar un seguimiento de su impacto cuando se disponga de más información sobre las coberturas reales.

**Los efectos de los programas de reducción de las horas trabajadas sobre las pérdidas de renta varían en función de la proporción de la reducción de jornada.** El gráfico A muestra que se prevé que un empleado medio sujeto a un

<sup>47</sup> Los cambios en los programas de regulación temporal de empleo existentes se han centrado, en general, en la tramitación más rápida de las solicitudes, en la ampliación del posible grupo de beneficiarios del programa, en la exención del pago de contribuciones a la Seguridad Social, en la ampliación de la cobertura a los trabajadores temporales o en la modificación de la duración del programa.

<sup>48</sup> A raíz de la propagación de la pandemia de coronavirus en Europa, la Comisión Europea también presentó una propuesta de Reglamento del Consejo relativo a la creación de un «Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE)».

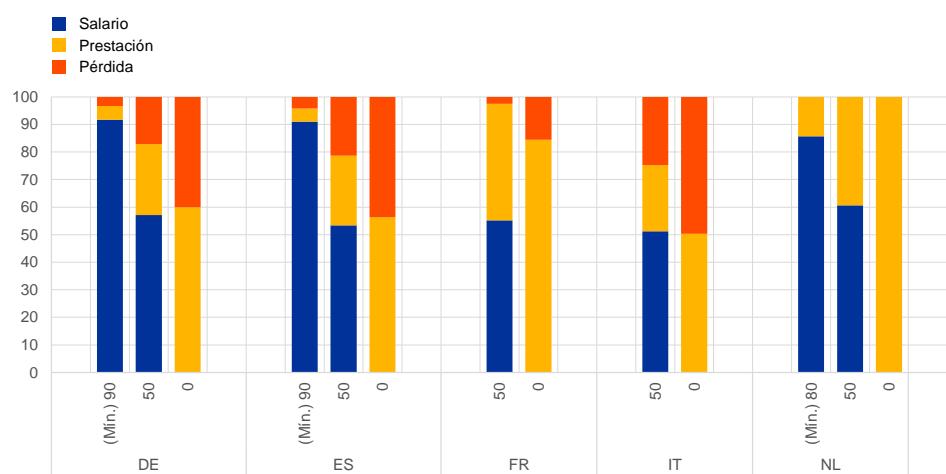
<sup>49</sup> Para un análisis de los programas de regulación temporal de empleo durante la crisis actual, véanse, por ejemplo, G. Giupponi y C. Landais, «Building effective short-time work schemes for the COVID-19 crisis», *VOX-EU*, 1 de abril de 2020, o A. Adams-Prassl, T. Boneva, M. Golin y C. Rauh, «Inequality in the Impact of the Coronavirus Shock: Evidence from Real Time Surveys», *IZA Discussion Paper Series*, n.º 13183, 2020.

programa de este tipo —por ejemplo, en Alemania<sup>50</sup>, Italia o España— afronte una pérdida de salario neto de alrededor del 25 % si trabaja la mitad de su jornada laboral ordinaria y en torno al 50 % si se suspende su actividad (al margen de normas adicionales de empresas o sectores específicos). La duración máxima de los programas varía considerablemente de unos países a otros.

#### Gráfico A

##### Tasas de reemplazamiento de asalariados por niveles medios de ingresos salariales

(porcentaje de sueldos y salarios netos por asalariado en porcentaje de horas trabajadas en jornada ordinaria a tiempo completo)



Fuentes: Estimaciones del BCE basadas en normativa nacional y en información aportada por los bancos centrales nacionales.

Notas: Los cálculos muestran los ingresos salariales netos de hogares sin hijos durante los primeros meses de percepción de la prestación. «Min.» refleja la reducción mínima de las horas trabajadas exigida para obtener la prestación.

**En función de cómo estén diseñados los programas nacionales, sus efectos sobre las medidas de la remuneración por asalariado y de la remuneración por hora trabajada pueden variar sustancialmente entre los países de la zona del euro.** Mientras que, en Alemania y en España, las prestaciones se abonan directamente a los trabajadores, en los Países Bajos, Francia e Italia, los empresarios reciben un subsidio para financiar sus pagos a los empleados. Es posible que estos programas se reflejen de forma diferente en las estadísticas de los distintos países dependiendo de la clasificación establecida por Eurostat. Si los empleados cobran directamente las prestaciones y estas se registran como transferencias sociales, y los sueldos y salarios se reducen en proporción al número de horas trabajadas, estos programas pueden mostrar un descenso acusado de la remuneración por asalariado. En cambio, en los países en los que el programa se basa en un subsidio abonado a los empresarios, que siguen pagando todo el salario por menos horas trabajadas, el programa puede implicar una remuneración más alta por hora trabajada.

**Es probable que en los cinco países de mayor tamaño de la zona del euro haya un porcentaje considerable de empleados sujetos a reducciones de jornada o a regulaciones temporales de empleo.** Las estimaciones preliminares (gráfico B) basadas en distintas fuentes sugieren que puede haber unos diez

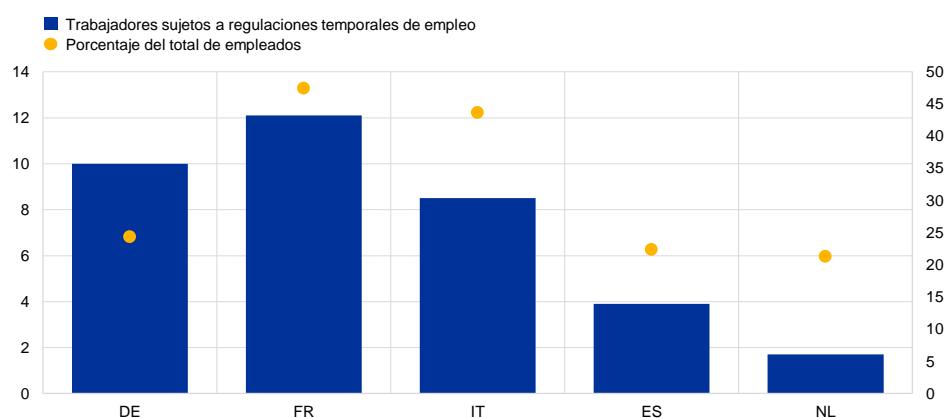
<sup>50</sup> En Alemania se prevé introducir normativa especial para 2020: a partir del cuarto mes de reducción de jornada, la proporción de pérdida de renta compensada por el programa aumenta al 70 % para los beneficiarios sin hijos a los que se les haya aplicado una reducción de jornada del 50 %, como mínimo.

millones de empleados acogidos a estos programas en Alemania (el 24 % de los asalariados) y alrededor de doce millones en Francia (el 47 %). Se estima que el número equivalente de trabajadores en esta situación es de 8,5 millones en Italia (el 44 % de los empleados), 3,9 millones en España (el 23 %) y 1,7 millones en los Países Bajos (el 21 %). Dado que algunos de estos países aún no han publicado datos oficiales, estas cifras deben considerarse con cautela. En este recuadro se utilizan con fines ilustrativos para calibrar los efectos renta de las medidas adoptadas. Además, las cifras probablemente constituyen un límite superior, reflejo de las tasas de cobertura durante el período de vigencia de las medidas de confinamiento. En este recuadro no se analizan las medidas adicionales de los Gobiernos dirigidas a ayudar a los trabajadores autónomos.

### Gráfico B

#### Estimaciones del número de empleados sujetos a regulaciones temporales de empleo

(escala izquierda: millones de empleados; escala derecha: porcentaje de empleados)



Fuente: Estimaciones del BCE basadas en información proporcionada por el IAB (Alemania), Dares (Francia), el INPS (Italia), Factiva (España) y el UWV (Países Bajos).

Nota: Estimaciones basadas en los datos recopilados hasta mediados de mayo de 2020.

**El impacto preciso de la reducción de la jornada de trabajo sobre la renta de los hogares es todavía incierto.** El número de personas acogidas a programas de este tipo no solo ha ido cambiando con rapidez, sino que sigue sin conocerse la reducción exacta de las horas trabajadas por beneficiario. Para analizar la importancia de estos programas para la renta disponible de los hogares, en el gráfico C se presentan dos ilustraciones que muestran un período de impacto elevado (aplicable *durante* los confinamientos) y un período de impacto reducido (con medidas de contención relativamente menos estrictas y aplicable *después de* los confinamientos), basadas en cálculos para los cinco países de mayor tamaño de la zona del euro. En general, las características de estos dos períodos están en línea con el escenario *intermedio* relativo a la actividad de la zona en el segundo trimestre de 2020, que contempla el levantamiento de las medidas de confinamiento estricto a lo largo de mayo de 2020<sup>51</sup>.

<sup>51</sup> Véase el escenario intermedio en el recuadro titulado «Escenarios alternativos relativos al impacto de la pandemia de Covid-19 en la actividad económica de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2020.

**Las prestaciones por regulación temporal de empleo están amortiguando de forma significativa el impacto del Covid-19 sobre la renta disponible de los hogares.** Si no existiesen estas prestaciones, la caída de las rentas del trabajo de los hogares de la zona del euro resultante de la disminución de las horas trabajadas podría haber sido de hasta un –22 % durante los confinamientos (gráfico C, período de impacto elevado)<sup>52</sup>. No obstante, gracias a las prestaciones por regulación temporal de empleo, la caída de los ingresos salariales netos debería ser solo del –7 %, aunque se ha de reconocer que existen diferencias importantes entre trabajadores y países. Como las rentas del trabajo representan alrededor de dos tercios de la renta disponible de los hogares, cabe esperar que los programas de regulación temporal de empleo supongan un colchón de aproximadamente el 10 % de su renta disponible (esto es, sin tener en cuenta la renta mixta y las rentas de la propiedad). Tras la finalización de los confinamientos, el período de impacto reducido muestra que la pérdida de ingresos salariales netos podría descender hasta el –3 %, mientras que las prestaciones por reducción de jornada disminuirían con rapidez.

**Dado que los programas de regulación temporal de empleo contribuyen a proteger el empleo durante la crisis, también atenúan la mayor incertidumbre sobre la evolución de las rentas.** Estos programas no solo ayudan a que las familias conserven sus rentas, sino también a que las empresas mantengan su liquidez. En consecuencia, hasta que se inicie la recuperación económica, las pérdidas de empleo deberían ser menores. Las actuaciones de política pública también pueden contribuir a paliar los efectos adversos de la pandemia de coronavirus sobre el gasto de los hogares reduciendo la incertidumbre acerca de las rentas de los hogares.

---

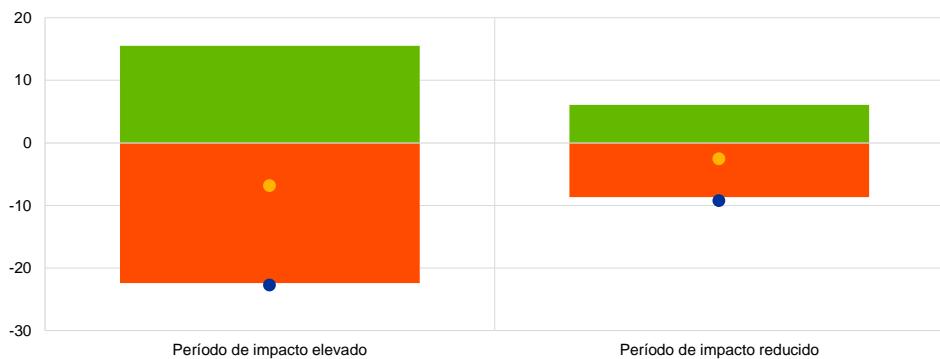
<sup>52</sup> Se supone que, por cada persona beneficiaria, las horas trabajadas se reducen un 75 %, en promedio. Este supuesto de reducción de jornada es, por ejemplo, mayor que la reducción real de las horas trabajadas de los beneficiarios de prestaciones por este motivo en Alemania durante la crisis financiera. No obstante, parece razonable, dada la considerable disminución de las horas trabajadas en varios sectores durante el confinamiento.

### Gráfico C

#### Regulación temporal de empleo y rentas del trabajo en la zona del euro

(tasas de variación, contribuciones en puntos porcentuales)

- Total de horas trabajadas
- Ingresos salariales netos
- Rentas del trabajo (regulación de empleo excluida)
- Prestaciones por regulación de empleo



Fuentes: Las estimaciones del BCE para (los cinco países de mayor tamaño de) la zona del euro se basan en información preliminar sobre el número de trabajadores con regulación temporal de empleo proporcionada por el IAB (Alemania), Dares (Francia), el INPS (Italia), Factiva (España) y el UWV (Países Bajos).

Notas: El período de impacto elevado utiliza el número estimado de empleados con regulación temporal de empleo del gráfico B y parte de un supuesto de reducción de las horas trabajadas del 75 %, en promedio, por beneficiario. En el período de impacto reducido se considera solo a la mitad de los empleados afectados en el escenario de impacto elevado y una reducción menor de la jornada, del 60 %, en promedio, por beneficiario.

## La crisis del Covid-19 y sus implicaciones para las políticas fiscales

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Nadine Leiner-Killinger

**La pandemia de coronavirus (Covid-19) ha impuesto cargas sin precedentes a las economías y a las finanzas públicas de los países de la zona del euro que requerirán una respuesta contundente de la UE, además de las actuaciones emprendidas en el ámbito nacional.** El 20 de mayo, la Comisión Europea publicó sus recomendaciones específicas por país en materia de política económica y fiscal en el marco del Semestre Europeo 2020<sup>53</sup>. El 27 de mayo presentó propuestas para establecer un fondo de recuperación con el fin de impulsar la recuperación mediante inversiones y reformas estructurales en el futuro<sup>54</sup>. En este recuadro se analiza cómo se están coordinando las políticas fiscales nacionales en el Semestre Europeo de este año y se explica que, para asegurar una recuperación uniforme de los países de la zona del euro y evitar la fragmentación, se necesitará un apoyo considerable, además del que ya se ha proporcionado a escala nacional.

**En respuesta a la grave perturbación provocada por el Covid-19, todos los países de la zona del euro han introducido paquetes fiscales.** Estos paquetes incluyen medidas discrecionales de estímulo fiscal, la concesión de garantías públicas a préstamos de instituciones financieras a empresas, y otras medidas de apoyo a la liquidez. Un componente importante de las medidas discretionales adoptadas está relacionado con el apoyo a las empresas, en particular para proteger el empleo<sup>55</sup>. Los países también han puesto el foco en el gasto sanitario y en medidas de apoyo a los desempleados y a otros grupos vulnerables a través de transferencias sociales. Por el lado de los ingresos, los aplazamientos de los pagos de impuestos y de cotizaciones sociales tienen por objeto, fundamentalmente, proporcionar apoyo a la liquidez de los hogares y las empresas. De acuerdo con las *Previsiones económicas de primavera de 2020* de la Comisión Europea, las medidas discretionales de política fiscal ascienden al 3,25 % del PIB a escala agregada de la zona del euro. Además, la concesión de garantías públicas a préstamos a empresas y otras medidas de apoyo a la liquidez suponen en torno al 20 % del PIB de la zona del euro, según los planes presupuestarios de los Gobiernos recogidos en los programas de estabilidad que se publicaron a finales de abril<sup>56</sup>. Sin embargo, estos planes ponen de manifiesto diferencias importantes en el tamaño de los paquetes adoptados en los distintos países, sobre todo en lo que respecta al importe de las garantías públicas otorgadas. Estas diferencias aumentan

<sup>53</sup> Para más detalles, véase *2020 European Semester: Country Specific Recommendations / Commission Recommendations*. El Consejo ECOFIN aprobó estas recomendaciones el 9 de junio.

<sup>54</sup> Para más detalles, véase «*El momento de Europa: reparar los daños y preparar el futuro para la próxima generación*».

<sup>55</sup> Véase también el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», en este Boletín Económico.

<sup>56</sup> Para más información, véase *2020 European Semester: National Reform Programmes and Stability/Convergence Programmes*.

el riesgo de una recuperación desigual en la zona del euro y de fragmentación entre las economías que la integran.

**Para facilitar una respuesta inmediata de alcance suficiente para esta crisis excepcional, el 23 de marzo, el Consejo ECOFIN activó la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.** En caso de producirse una recesión económica grave en la zona del euro o en la UE en su conjunto, y siempre que no se ponga en peligro la sostenibilidad de la deuda, la activación de esta cláusula permite que los países se aparten de la exigencia de ajuste presupuestario que normalmente se aplicaría con arreglo a las reglas fiscales de la UE<sup>57</sup>. El Consejo ECOFIN subrayó que el apoyo resultante debe concebirse, como consideren los Estados miembros, para ser oportuno, temporal y específico.

**La profundidad de la perturbación causada por el Covid-19 y la magnitud de la respuesta de política fiscal han dado lugar a un drástico deterioro y heterogeneidad de las posiciones fiscales.** A tenor de las previsiones económicas de primavera de 2020 de la Comisión Europea, el déficit presupuestario de la zona del euro aumentará hasta alcanzar el 8,5 % del PIB en 2020, desde el 0,6 % del PIB del año pasado. Aunque once países arrojaron superávits presupuestarios en 2019, se espera que todos los países de la zona del euro registren déficits superiores al valor de referencia del 3 % del PIB este año. Las previsiones señalan que Bélgica, España, Francia e Italia —que estaban entre los países con ratios elevadas de deuda pública en relación con el PIB cuando comenzó la crisis— serán los países con déficits más elevados (véanse gráficos A y B). Para el agregado de la zona del euro se prevé que esta ratio aumente de forma acusada —16,7 puntos porcentuales, hasta el 102,7 % del PIB— en 2020, con una heterogeneidad considerable entre países. Los incrementos más pronunciados de las ratios de deuda se producirán en las economías en las que estas ratios se situaban en torno al 100 % del PIB al inicio de la crisis. Se espera que solo seis países de la zona del euro (Estonia, Luxemburgo, Letonia, Lituania, Malta y Eslovaquia) mantengan unas ratios de deuda inferiores al valor de referencia del 60 % del PIB en 2020. En 2021, bajo el supuesto de que las políticas no se modificarán, las ratios de déficit y de deuda en relación con el PIB descenderían, aunque permanecerían muy por encima de los niveles anteriores a la crisis.

**La Comisión considera que ningún país de la zona del euro cumple el criterio de déficit público establecido en el Tratado actualmente, y que varios tampoco cumplen el criterio de deuda<sup>58</sup>.** Sin embargo, habida cuenta del grado de

<sup>57</sup> Para más detalles, véase la Declaración de los ministros de Hacienda de la UE sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento habida cuenta de la crisis de la COVID-19 de 23 de marzo de 2020.

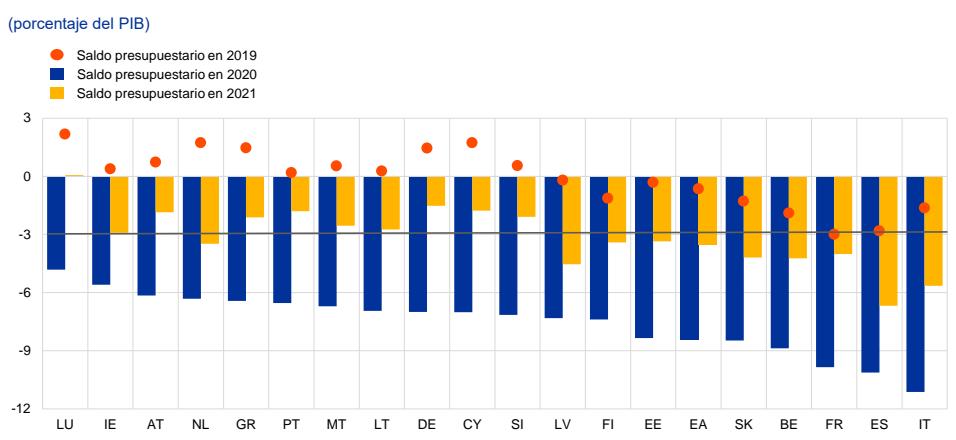
<sup>58</sup> La Comisión Europea adoptó un informe de conformidad con el artículo 126, apartado 3, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea para cada Estado miembro, a excepción de Rumanía (véase *Excessive deficit procedures – overview*). En estos informes se evalúa el cumplimiento del criterio de déficit por los Estados miembros en 2020 sobre la base de sus planes presupuestarios o de las previsiones económicas de primavera de 2020 de la Comisión Europea. La Comisión concluye que ningún país, excepto Bulgaria, cumple el criterio de déficit. Además, en los informes relativos a Bélgica, Chipre, Francia, Grecia, Italia y España también se examina el cumplimiento del criterio de deuda en 2019 a partir de los datos de cierre publicados. La Comisión considera que Bélgica, Francia y España no han cumplido el criterio de deuda, mientras que Chipre y Grecia sí lo han hecho. En cuanto a Italia, la Comisión Europea determina que no se dispone de evidencia suficiente sobre si cumple o no cumple el criterio de deuda.

incertidumbre excepcionalmente elevado existente acerca de la evolución económica, «particularmente a la hora de diseñar una orientación creíble para la política fiscal»<sup>59</sup>, en estos momentos la Comisión no recomienda la apertura de procedimientos de déficit excesivo. La Comisión volverá a evaluar las situaciones presupuestarias de los Estados miembros en meses posteriores del año sobre la base de sus previsiones económicas de otoño de 2020 y de los proyectos de planes presupuestarios para 2021 de los países de la zona del euro.

**Todos los países tendrán que seguir ayudando a sus economías a recuperarse de esta grave perturbación, al tiempo que deben seguir velando por la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo.** En las recomendaciones de política fiscal de la Comisión para 2020-2021 se señala que, en línea con la cláusula general de salvaguardia, los países deben «tomar todas las medidas necesarias para combatir la pandemia, sostener la economía y respaldar la posterior recuperación de forma eficaz». Posteriormente, «cuando las condiciones económicas lo permitan», se recomienda a los países que apliquen «políticas fiscales que tiendan a alcanzar posiciones fiscales prudentes a medio plazo y garantizar la sostenibilidad de la deuda, fomentando al mismo tiempo la inversión». Cuando la grave contracción económica finalice, y antes de que surjan dudas sobre la sostenibilidad de la deuda en el medio plazo, habrá que suspender la aplicación de esta cláusula del Pacto y las políticas fiscales deberán reanudar los ajustes establecidos en él.

#### Gráfico A

#### Saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas, 2019-2021

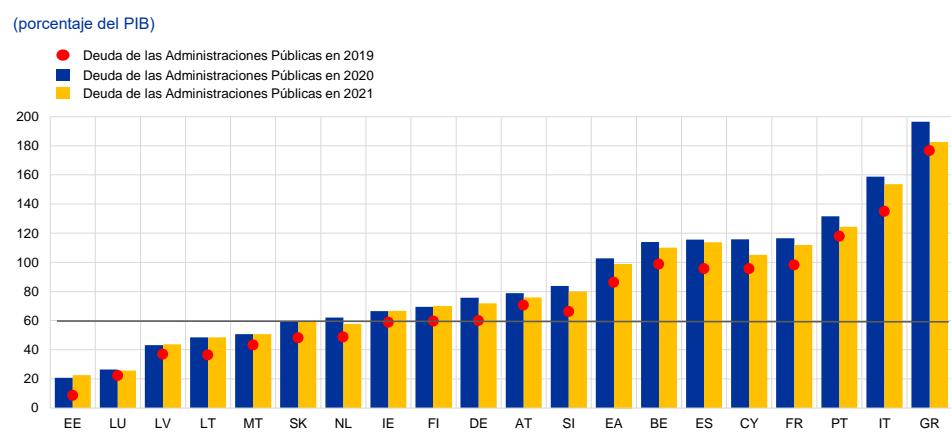


Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

<sup>59</sup> Véase la Comunicación de la Comisión: Semestre Europeo de 2020: Recomendaciones específicas por país.

## Gráfico B

### Deuda de las Administraciones Públicas, 2019-2021



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

**Es necesaria una respuesta europea contundente para apoyar la recuperación y evitar la fragmentación económica de la zona del euro, y ya se han dado los primeros pasos.** Se han establecido mecanismos de protección para trabajadores, empresas y países, que representan un paquete de ayudas de hasta 540 mm de euros. En primer lugar, un instrumento de apoyo temporal para atenuar los riesgos de desempleo en una emergencia (SURE, por sus siglas en inglés) concederá préstamos a Estados miembros, y espera lograr fondos para financiar los programas de regulación temporal de empleo nacionales y parte del gasto sanitario mientras dure la emergencia. Se otorgarán préstamos a los Estados miembros por un importe máximo de 100 mm de euros con condiciones favorables, con cargo al presupuesto de la UE en la medida de lo posible y respaldados por las garantías aportadas por los Estados miembros<sup>60</sup>. En segundo lugar, se creará un fondo de garantía paneuropeo de 25 mm de euros para potenciar las actividades del Banco Europeo de Inversiones (BEI). Esto permitiría apoyar la financiación empresarial con 200 mm de euros, también a través de los bancos nacionales de desarrollo<sup>61</sup>. En tercer lugar, como medida de apoyo a los países de la zona del euro, se ha establecido un instrumento de apoyo ante la crisis pandémica basado en la línea de crédito precautorio existente del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), la línea de crédito precautorio condicionada (ECCL, por sus siglas en inglés). Se concederá acceso a financiación por importe del 2 % del PIB de 2019 del Estado miembro respectivo, con una dotación total de 240 mm de euros. El único requisito para acceder a la línea de crédito es que los Estados miembros que la soliciten se comprometan a utilizarla para apoyar la financiación nacional de los costes directos e indirectos de la atención sanitaria, del tratamiento y de la prevención de la crisis del Covid-19<sup>62</sup>.

<sup>60</sup> Véase «Reglamento (UE) 2020/672 del Consejo, de 19 de mayo de 2020, relativo a la creación de un instrumento europeo de apoyo temporal para atenuar los riesgos de desempleo en una emergencia (SURE) a raíz del brote de COVID-19» (DO L 159 de 20.5.2020, p. 1).

<sup>61</sup> Véase «El Consejo de Administración del BEI aprueba un fondo de garantía paneuropeo de 25.000 millones de euros como respuesta a la crisis de la COVID-19».

<sup>62</sup> Véase «ESM Pandemic Crisis Support».

**Con todo, es necesario realizar esfuerzos adicionales para preparar y apoyar la recuperación a escala de la UE.** El 27 de mayo, la Comisión Europea presentó sus propuestas sobre un plan de recuperación que incluye un instrumento denominado «Next Generation EU», que está integrado en un marco financiero plurianual reforzado (MFF, por sus siglas en inglés). Este instrumento de recuperación podrá conceder subvenciones y préstamos por importe de 500 mm de euros y 250 mm de euros, respectivamente, a los Estados miembros, principalmente con el fin de apoyar las inversiones y las reformas estructurales. Se dará prioridad a las inversiones estratégicas a largo plazo con el objeto de favorecer la transición ecológica y digital. De cara al futuro es importante que los Estados miembros de la UE alcancen pronto un acuerdo sobre los importantes esfuerzos necesarios para apoyar sus economías.

# Artículos

## 1 Actitudes de los ciudadanos con respecto al BCE, al euro y a la Unión Económica y Monetaria

Stephanie Bergbauer, Nils Hernborg, Jean-François Jamet, Eric Persson y Hanni Schölermann

*En este artículo, basado en la literatura sobre la confianza en las instituciones, se analizan la situación, la evolución y el desglose sociodemográfico de la confianza de los ciudadanos en el BCE y su apoyo al euro. Partiendo de una novedosa tipología de actitudes con respecto a la Unión Económica y Monetaria (UEM) y utilizando microdatos procedentes de las encuestas del Eurobarómetro desde la introducción de la moneda única, se analiza la prevalencia de defensores y detractores de la UEM a lo largo del tiempo y en los distintos países de la zona del euro. Asimismo, se estudian las características sociodemográficas, las percepciones económicas y, con carácter más amplio, el sentimiento europeo dentro de estos grupos. Así pues, el artículo proporciona información sobre los factores que determinan las actitudes de los ciudadanos con respecto al BCE, al euro y a la UEM, y ayuda a identificar posibles vías para reforzar la confianza. El análisis indica que el apoyo popular a la UEM —concretamente, la confianza en el BCE— depende, en gran medida, de cómo perciben los ciudadanos su situación personal y el contexto económico general, así como de sus actitudes más generales con respecto a la Unión Europea, mientras que otros indicadores sociodemográficos parecen tener menos relevancia.*

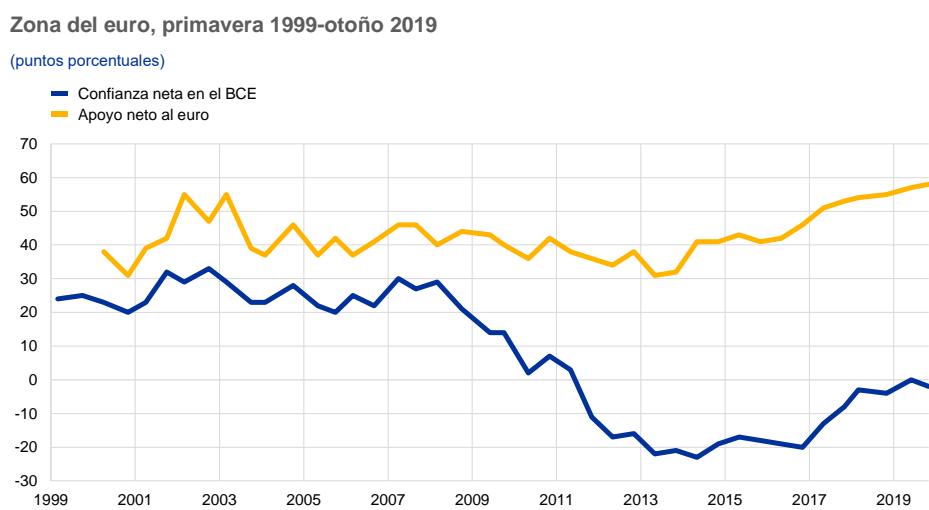
### Introducción

**Como consecuencia de la crisis financiera y de deuda soberana, la integración económica y monetaria pasó al primer plano de los debates políticos nacionales y europeos.** En este artículo se analiza el impacto de este fenómeno en la opinión pública. A tal fin, presenta la evolución de las actitudes de los ciudadanos con respecto a la Unión Económica y Monetaria (UEM) europea, atendiendo a dos dimensiones principales: su apoyo al euro como el resultado más tangible de la integración económica y monetaria a escala europea, y su confianza en el Banco Central Europeo (BCE) como institución encargada de definir y ejecutar la política monetaria de la zona del euro y de salvaguardar la estabilidad de la moneda única europea.

**Si bien el euro y el BCE están estrechamente relacionados a nivel institucional, la opinión pública con respecto a ambos ha seguido tendencias diferentes desde la crisis.** El apoyo de los ciudadanos al euro se mantuvo estable en niveles elevados incluso en el punto álgido de la crisis. En cambio, la confianza pública en el BCE se redujo significativamente durante la crisis y desde entonces se está recuperando con lentitud. En otoño de 2019, el porcentaje de ciudadanos de la zona del euro a favor de la moneda única se situaba en el 76 % —después de haber

ido aumentando prácticamente sin interrupción desde la primavera de 2016—, mientras que el 18 % mostraba su rechazo al euro. Sin embargo, el porcentaje de encuestados de la zona del euro que expresaron su confianza en el BCE era del 42 % en total, frente al 44 % que afirmó que no confiaba en la institución<sup>63</sup>. Como resultado, la confianza neta en el BCE permanece en territorio negativo, mientras que el apoyo neto al euro se ha incrementado de forma continuada desde 2013 y alcanzó un máximo histórico en otoño de 2019 (véase gráfico 1).

**Gráfico 1**  
Confianza neta en el BCE y apoyo neto al euro



Fuentes: Eurobarómetro, cálculos propios.

Notas: El apoyo neto al euro se calcula como el porcentaje de respuestas «a favor» menos el porcentaje de respuestas «en contra» a la pregunta «Indica si estás a favor o en contra de lo siguiente: una unión económica y monetaria europea con una moneda única, el euro». La confianza neta se calcula como el porcentaje de encuestados que respondieron «Tiendo a confiar» menos el correspondiente a los que contestaron «Tiendo a no confiar» a la pregunta «Indica si tiendes a confiar o no en estas instituciones: el Banco Central Europeo». Los que respondieron «No sé» se han excluido en los dos casos.

**En este artículo se examina con más detalle esta divergencia entre el apoyo de los ciudadanos al euro y su confianza en el BCE.** ¿Quiénes son los ciudadanos que respaldan la moneda única, pero no confían en el BCE? ¿En qué se diferencian de los que son partidarios del euro y confían en el BCE? Para dilucidar estas cuestiones, se presenta una tipología con cuatro grupos de actitudes frente a la UEM que se basa en combinaciones diferentes de las opiniones de los ciudadanos con respecto al euro y al BCE. A partir de los datos extraídos de encuestas del Eurobarómetro, se analiza la prevalencia de los distintos grupos en el público general de la zona del euro desde que se introdujo la moneda única en 1999 hasta 2019<sup>64</sup>. Se estudia la variación que se observa, por regiones y países de la zona del euro, entre los distintos grupos sociodemográficos y en función de las percepciones económicas y las orientaciones sociopolíticas de los ciudadanos.

<sup>63</sup> Comisión Europea, *Autumn 2019 Standard Eurobarometer (EB 92) – Public opinion in the European Union*, primeros resultados (trabajo de campo realizado en octubre de 2019), noviembre de 2019.

<sup>64</sup> Por razones relacionadas con la disponibilidad de datos, en este análisis no se pueden evaluar los posibles cambios en la opinión pública con respecto al euro y al BCE en el contexto de la pandemia de coronavirus (Covid-19) que comenzó a principios de 2020.

## Conclusiones

**La confianza en el BCE y el apoyo al euro han seguido tendencias divergentes en los últimos años.** El porcentaje de la población de la zona del euro partidaria del euro se mantuvo relativamente estable durante la crisis económica y financiera que comenzó en 2008-2009, y a finales de 2019 había aumentado hasta alcanzar un máximo histórico. En cambio, el porcentaje de ciudadanos que confían en el BCE disminuyó cuando se inició la crisis financiera, y después se recuperó parcialmente, hasta situarse en un nivel neutral.

**Esta desconexión puede examinarse más a fondo a través de la tipología de actitudes con respecto a la UEM.** Aunque los partidarios de la UEM representan el porcentaje más elevado de la población de la zona del euro, incluso durante la crisis, la proporción de detractores del BCE se incrementó notablemente en dicho período, y la de los que se oponen a la UEM también aumentó. En cambio, el porcentaje de detractores del euro ha permanecido en un nivel relativamente bajo. Esta evolución ilustra con bastante claridad que los ciudadanos establecen una distinción entre el euro y el BCE, y tienen expectativas diferentes respecto de ambos. También pone de manifiesto que los factores que determinan el apoyo al BCE difieren de los que influyen en el apoyo al euro. Al mismo tiempo, la caída de la confianza en el BCE desde los niveles muy favorables observados antes de la crisis ha de considerarse parte de una tendencia más general de deterioro de la confianza en las instituciones públicas que ha surgido en Europa tras la crisis financiera global.

**El desglose del apoyo a la UEM por características sociodemográficas arroja luz sobre qué grupos tienden a estar a favor de la UEM y cuáles no.** El estudio de la tipología del apoyo a la UEM en función de diferentes características sociodemográficas —en particular, la geografía, la edad y el nivel de educación, así como las percepciones de los encuestados con respecto a la situación económica y financiera, y sus actitudes más generales con respecto a la UE— revela qué sectores de la población de la zona del euro son más o menos propensos a apoyar a la UEM. Aunque en este análisis, univariante, no se estima la intensidad de las correlaciones ni se controla por los factores de confusión, los patrones que muestra a lo largo del tiempo permiten deducir las razones que podrían explicar la divergencia entre la confianza en el BCE y el apoyo al euro.

**El análisis sugiere que el apoyo popular a la UEM —en particular, la confianza en el BCE— depende, en gran medida, de cómo perciben los ciudadanos su situación financiera personal y la situación económica general.** Las percepciones sobre la economía nacional y europea y sobre la situación financiera personal presentan una alta correlación con el apoyo a la UEM y, en particular, con la confianza en el BCE. La distribución geográfica del apoyo a la UEM corrobora también esta conclusión, ya que señala una proporción notablemente más elevada de detractores de la UEM y del BCE en los países de la zona del euro más afectados por la crisis. Asimismo, el apoyo a la UEM varía en gran medida en función del nivel de educación y de la ocupación. Los que tienen un nivel de formación más alto y ocupan puestos más cualificados —determinantes importantes de la situación económica personal— son más partidarios de la UEM, aunque

recientemente se ha observado un repunte del porcentaje de detractores del BCE con independencia del nivel educativo.

**En cambio, otros indicadores sociodemográficos parecen ser menos relevantes para el apoyo a la UEM.** No existe una diferencia sustancial en los patrones de apoyo a la UEM entre géneros o grupos de edad, salvo, quizás, la contada excepción de los nacidos antes de 1946. Estos representan una proporción más reducida del conjunto de partidarios de la UEM, pero un porcentaje más elevado de los que respondieron «No sé». Entre los indicadores sociodemográficos considerados, se observa que el interés político es más relevante, dado que el apoyo a la UEM parece algo mayor entre los encuestados que se interesan más por la política.

**Pese a que el nivel alto y continuado de apoyo al euro es positivo para la moneda única, la sensibilidad del apoyo al BCE permite extraer importantes lecciones sobre la opinión de los ciudadanos con respecto a la actuación del banco central.** Las conclusiones respaldan la hipótesis de que el apoyo al BCE está estrechamente relacionado con las percepciones de los resultados económicos, pero también con factores cognitivos e intereses materiales relacionados con el nivel de educación o con la ocupación. Si bien el análisis muestra que la confianza en el BCE es sensible a los resultados económicos —posiblemente incluso a los que están fuera del control del BCE—, también sugiere que aquella puede mejorar si la institución facilita información sobre sus funciones y objetivos y si continúa cumpliendo su mandato de mantener la estabilidad de precios, salvaguardando así el poder adquisitivo de los ciudadanos.

**La confianza en el BCE podría reforzarse mediante una comunicación más inclusiva e iniciativas para que el público conozca mejor el mandato y las funciones del BCE.** Concretamente, dada la heterogeneidad que se ha observado en el apoyo a la UEM y en el escepticismo con respecto al BCE entre países y dentro de cada país, así como entre distintos sectores de la población, la confianza en la institución podría mejorar haciendo que la comunicación sea más accesible a personas con diferentes niveles educativos y conocimientos previos, así como abordando las preocupaciones concretas de todos los ciudadanos de la zona del euro —como el papel que desempeña el BCE en los resultados económicos—. La heterogeneidad dentro de cada país pone de relieve la necesidad de que la información no llegue únicamente a las capitales. Asimismo, las medidas encaminadas a aumentar los conocimientos no solo sobre las finanzas personales, sino también sobre el funcionamiento de los mercados financieros y los bancos centrales —incluidos los servicios que prestan a los ciudadanos en su vida cotidiana, por ejemplo en el ámbito de los pagos o de la provisión de efectivo—, pueden acrecentar el conocimiento y la confianza de los ciudadanos con respecto al BCE y sus políticas.

**Las iniciativas dirigidas a mejorar la comunicación para promover la confianza en el BCE redundarán en su propio interés.** Aumentar la confianza en el banco central no solo contribuye a guiar las expectativas de inflación y a promover la confianza en la moneda, sustentando así la eficacia de la política monetaria, sino también a preservar la independencia del banco central, protegiéndola de las

presiones políticas. En el contexto de la UEM, contar con un banco central que inspire más confianza y que, por tanto, sea más eficaz favorece asimismo que los ciudadanos perciban la integración económica europea como un logro y, por consiguiente, que aumente el apoyo popular a los pasos significativos, de tipo económico y financiero, y también político, que se den en favor de una mayor integración. A su vez, estos pasos podrían reforzar la eficacia de la política del BCE y mejorar el bienestar general de los ciudadanos de la zona del euro.

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

## 2

# El acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación desde la crisis financiera: evidencia basada en datos de encuestas

Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando y Juan Ángel García<sup>65</sup>

## Introducción

**El endurecimiento de las condiciones financieras derivado de la crisis financiera global y de la crisis de deuda soberana que se produjo después en la zona del euro dificultó notablemente el acceso de las pequeñas y medianas empresas (pymes) a la financiación.** La encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) en la zona del euro, que el BCE y la Comisión Europea llevan realizando desde 2009, pone de manifiesto que las condiciones de financiación de las empresas han cambiado de forma significativa desde el inicio de la crisis financiera global<sup>66</sup>. Durante esta crisis y a lo largo de la crisis de deuda soberana posterior en la zona del euro, un porcentaje sustancial de pymes señalaron que el acceso a la financiación era uno de los problemas más acuciantes para su actividad. Por otra parte, empresas de distintos países y sectores se enfrentaban al mismo problema.

**Las medidas de política monetaria, incluidas las no convencionales, han contribuido a mejorar el acceso a la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro desde la crisis financiera global.** En este artículo se analiza la evidencia disponible sobre el impacto de algunas de las medidas no convencionales. Estas medidas —sobre todo las relacionadas con la financiación bancaria, pero también las asociadas a otras fuentes de financiación de las pymes— son fundamentales para comprender la evolución de sus condiciones de financiación durante los diez últimos años.

**Aunque las condiciones de financiación de las pymes han mejorado sustancialmente en los últimos años, estas afrontaban algunas dificultades importantes incluso desde antes del inicio de la pandemia de coronavirus (Covid-19) a finales de 2019.** Por ejemplo, los resultados de la SAFE señalan la persistencia de brechas de financiación —es decir, de diferencias entre las necesidades de financiación y la disponibilidad de financiación externa— en relación con instrumentos específicos, en particular con aquellos procedentes de los mercados. La diversificación entre instrumentos alternativos puede contribuir de forma notable a reforzar la capacidad de resistencia ante perturbaciones financieras

<sup>65</sup> Gianmarco Rimoldi prestó apoyo con los datos.

<sup>66</sup> A modo de referencia, en la encuesta realizada entre el 16 de septiembre y el 25 de octubre de 2019, el tamaño de la muestra para la zona del euro era de 11.204 empresas, de las que 10.241 (el 91 %) tenían menos de 250 empleados. Para información más detallada sobre la encuesta, véase [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html). La encuesta incluye una muestra de grandes empresas con el fin de evaluar mejor posibles condiciones/restricciones de financiación que afectan solo a las pymes.

y reales adversas. En consecuencia, en este artículo se presenta, por un lado, una clasificación de los patrones de financiación de las pymes a partir de un análisis basado en categorías (*cluster analysis*) —antes de la crisis generada por la pandemia— y, por otro, evidencia sobre las implicaciones de las decisiones de inversión de las empresas. Por ejemplo, las pymes suelen estar en una categoría (*cluster*) que principalmente se financia mediante emisiones de deuda a corto plazo con condiciones flexibles o mediante préstamos bancarios a largo plazo. Asimismo, la combinación de *leasing* (arrendamiento financiero con opción de compra)/*factoring* (cesión de una cartera de créditos) y de préstamos a corto plazo era particularmente importante para las pymes, frente a lo que ocurría en las empresas más grandes.

En el contexto de la crisis generada por el coronavirus, un aspecto destacable sería la aparición de nuevas restricciones de financiación en comparación con la serie actual de datos y con las opciones existentes para las pymes en la zona del euro. En un recuadro de este Boletín Económico se resumen los resultados de la última encuesta SAFE, realizada en marzo y abril de 2020, y se profundiza en las dificultades específicas que la crisis del coronavirus plantea para las pymes.

## Conclusiones

**Desde la crisis financiera global, la adopción de una serie de medidas de política monetaria no convencionales ha contribuido a facilitar el acceso de las pymes a la financiación.** En este artículo se ha descrito la evolución de las valoraciones de las empresas acerca de sus condiciones de financiación durante el período transcurrido hasta la irrupción de la crisis del coronavirus. En concreto, empresas de todos los países de la zona del euro indicaron que consideraban que, en general, las restricciones financieras habían disminuido a lo largo del período analizado.

**Pese a la mejora gradual observada desde mediados de la década de 2010, las pymes siguen teniendo dificultades para acceder a la financiación, por ejemplo en lo que respecta a la diversificación de las fuentes de financiación.** A partir de la evolución general de las condiciones de financiación de las empresas desde 2009, en este artículo se han examinado las opciones de financiación a disposición de las empresas a mediados de 2019 mediante un análisis basado en categorías. La taxonomía resultante pone de manifiesto que el porcentaje de empresas que recurrieran a instrumentos de mercado para financiar su actividad seguía siendo reducido. Esto es así pese a las restricciones observadas en sus fuentes de financiación tradicionales (es decir, el crédito bancario) durante la crisis y a los múltiples esfuerzos realizados posteriormente, desde 2015, para establecer una unión de los mercados de capitales (UMC), con el fin de facilitar la captación de fondos por parte de las pymes. De la taxonomía se desprende que las empresas exportadoras, más rentables, más innovadoras y con mayor potencial de crecimiento futuro, tendían a diversificar más sus instrumentos de financiación. Sin embargo, también solían señalar mayores brechas de financiación, en concreto, que

la disponibilidad de fuentes de financiación externa era, en general, menor que la que solicitaban.

**En este análisis se ponen de relieve algunos efectos importantes de las decisiones de política monetaria sobre el acceso de las pymes a la financiación en los últimos años.**

- En primer lugar, las medidas de política monetaria orientadas principalmente a respaldar el crédito bancario son cruciales para las pymes, en vista de que este es su principal fuente de financiación externa.
- En segundo lugar, el apoyo a la financiación bancaria es especialmente importante para financiar la inversión en capital fijo de las pymes, lo que puede desempeñar un papel relevante en la transmisión de la política monetaria.
- En tercer lugar, desde un punto de vista estructural, las iniciativas emprendidas a escala nacional o de la UE para facilitar el acceso a la financiación basada en instrumentos de mercado son de vital importancia. La diversificación de las fuentes de financiación favorecería la actividad y, en particular, la expansión de las empresas innovadoras, al tiempo que, en general, también reforzaría la capacidad de resistencia de las pymes en situaciones en las que la oferta de crédito tiende a agotarse.

**La irrupción de la pandemia ha generado nuevas dificultades, más acuciantes e inmediatas, para el acceso a la financiación de las pymes. En el recuadro 3 de este Boletín Económico se presenta información más detallada.**

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

# Estadísticas

## Índice

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

## Información adicional

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

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

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

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

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

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

## Símbolos utilizados en los cuadros

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

# 1 Entorno exterior

## 1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

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

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)						Importaciones de mercancías <sup>1)</sup>					
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global <sup>2)</sup>					
	Global <sup>2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores	Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	3,1	7,8
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,1	5,2
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	0,3	-1,1
2019 II TR	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,9	49,5	-0,6	-1,4	-0,1
III TR	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	1,2	1,5	1,1
IV TR	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,8	-3,1	0,6
2020 I TR	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,9	-3,1	-2,7
2019 Dic	51,6	52,7	49,3	48,6	52,6	50,9	51,2	51,8	49,5	-0,8	-3,1	0,6
2020 Ene	52,3	53,3	53,3	50,1	51,9	51,3	51,3	52,7	49,5	-1,5	-3,6	-0,1
Feb	45,0	49,6	53,0	47,0	27,5	51,6	42,6	45,8	44,4	-2,0	-2,8	-1,5
Mar	41,0	40,9	36,0	36,2	46,7	29,7	46,2	39,2	44,0	-2,9	-3,1	-2,7
Abr	28,9	27,0	13,8	25,8	47,6	13,6	35,1	26,7	28,6	-	-	-
May	-	-	-	27,8	54,5	31,9	39,8	-	32,9	-	-	-

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

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

2) Excluida la zona del euro.

## 2 Evolución financiera

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

Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) <sup>2)</sup>	Zona del euro <sup>1)</sup>						Estados Unidos	Japón
	Depósitos a la vista (eonia)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)			
	1	2	3	4	5	6	7	8
2017	-	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2019 Nov	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10
Dic	-0,54	-0,46	-0,45	-0,39	-0,34	-0,26	1,91	-0,06
2020 Ene	-0,54	-0,45	-0,46	-0,39	-0,33	-0,25	1,82	-0,05
Feb	-0,54	-0,45	-0,47	-0,41	-0,36	-0,29	1,68	-0,07
Mar	-0,53	-0,45	-0,48	-0,42	-0,36	-0,27	1,10	-0,09
Abr	-0,54	-0,45	-0,43	-0,25	-0,19	-0,11	1,09	-0,01
May	-0,54	-0,46	-0,46	-0,27	-0,14	-0,08	0,40	-0,03

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	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>					Zona del euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2019 Nov	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23
Dic	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020 Ene	-0,62	-0,65	-0,68	-0,64	-0,40	0,26	0,06	-0,11	-0,69	-0,71	-0,46	0,10
Feb	-0,68	-0,74	-0,79	-0,78	-0,57	0,16	0,13	-0,06	-0,80	-0,85	-0,64	-0,13
Mar	-0,70	-0,69	-0,71	-0,67	-0,41	0,28	0,49	0,22	-0,70	-0,73	-0,48	0,09
Abr	-0,54	-0,61	-0,71	-0,72	-0,46	0,16	0,47	0,16	-0,72	-0,85	-0,51	0,01
May	-0,57	-0,60	-0,63	-0,61	-0,36	0,24	0,48	0,14	-0,64	-0,69	-0,42	0,12

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)

Referencia	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Principales índices sectoriales													
	Índice amplio	50	Mate- riales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petró- leo y gas	Servicios finan- cieros	Industria	Tecnología	Aqua, gas y electri- cidad	Teleco- muni- caciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2019 Nov	398,4	3.693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3.107,2	23.278,1
Dic	400,9	3.715,3	799,3	290,0	755,9	322,8	165,1	716,0	598,5	341,8	295,3	862,5	3.178,9	23.660,4
2020 Ene	406,9	3.758,2	791,2	295,5	758,6	324,6	166,1	728,8	624,6	362,0	291,6	886,8	3.278,4	23.642,9
Feb	407,1	3.734,9	797,3	292,3	734,5	301,0	168,4	722,8	635,8	391,4	298,1	895,0	3.282,5	23.180,4
Mar	308,5	2.824,2	622,6	233,6	578,8	210,5	116,1	519,9	500,5	315,7	242,6	731,2	2.652,4	18.974,0
Abr	310,3	2.839,6	657,9	245,7	588,3	216,7	107,2	508,9	539,3	296,4	242,8	786,8	2.763,2	19.208,4
May	322,1	2.909,3	678,1	251,2	601,3	219,9	109,3	539,7	576,8	307,1	249,9	829,2	2.919,6	20.543,3

Fuente: Refinitiv.

## 2 Evolución financiera

### 2.4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a los hogares y a sus depósitos (nuevas operaciones)<sup>1), 2)</sup>

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda					Indicador sintético del coste de financiación				
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE <sup>3)</sup>		Por período inicial de fijación del tipo de interés			TAE <sup>3)</sup>						
		Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			De 1 a 5 años	De 5 a 10 años	Más de 10 años							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
2019 Abr	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,52	5,56	5,63	6,19	2,36	1,59	1,78	1,77	1,77	2,02	1,75			
May	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,53	5,61	5,76	6,34	2,33	1,57	1,80	1,73	1,74	1,99	1,72			
Jun	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,48	5,42	5,67	6,24	2,31	1,55	1,74	1,67	1,65	1,95	1,67			
Jul	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,44	5,74	5,73	6,30	2,34	1,55	1,72	1,59	1,57	1,90	1,61			
Ago	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,45	6,15	5,75	6,35	2,25	1,51	1,69	1,54	1,50	1,84	1,56			
Sep	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,46	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,44	1,77	1,48			
Oct	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,48	5,88	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44			
Nov	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,49	5,36	5,53	6,25	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47			
Dic	0,03	0,42	0,22	0,80	5,58	16,55	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41			
2020 Ene	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,63	5,63	5,69	6,24	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,72	1,43			
Feb	0,02	0,36	0,32	0,70	5,63	16,60	5,56	5,58	6,15	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41			
Mar <sup>(p)</sup>	0,02	0,36	0,30	0,69	5,60	16,24	5,55	5,45	5,90	2,10	1,39	1,55	1,36	1,36	1,65	1,39			

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación								
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros	Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
		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											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20		
2019 Abr	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62								
May	0,03	0,04	0,46	2,14	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57								
Jun	0,03	0,03	0,57	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55								
Jul	0,03	0,04	0,56	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56								
Ago	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52								
Sep	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54								
Oct	0,02	-0,03	0,43	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56								
Nov	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55								
Dic	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,55								
2020 Ene	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,32	2,10	1,63	1,57	1,44	1,11	1,25	1,28	1,55								
Feb	0,00	-0,12	0,33	2,07	1,99	2,29	2,11	1,57	1,54	1,41	1,11	1,22	1,25	1,52								
Mar <sup>(p)</sup>	0,00	-0,08	0,25	2,00	1,90	2,17	1,98	1,58	1,53	1,50	1,15	1,10	1,19	1,46								

Fuente: BCE.

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

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

## 2 Evolución financiera

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

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

	Saldos vivos								Emisiones brutas <sup>1)</sup>							
	Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas			
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no finan- cieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	Corto plazo	
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31		
2018	1.217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35		
2019	1.277	550	175	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38		
2019 Oct	1.356	579	178	.	106	424	69	425	184	69	.	52	75	45		
Nov	1.341	570	178	.	102	425	66	374	148	77	.	44	75	30		
Dic	1.277	550	175	.	84	406	61	318	113	88	.	37	45	35		
2020 Ene	1.363	597	172	.	99	422	73	499	208	77	.	56	100	57		
Feb	1.388	600	195	.	103	415	74	428	173	101	.	47	69	37		
Mar	1.383	546	198	.	104	450	86	401	111	78	.	47	103	61		
Largo plazo																
2017	15.353	3.560	3.059	.	1.223	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7		
2018	15.746	3.688	3.161	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6		
2019	16.311	3.818	3.396	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7		
2019 Oct	16.219	3.801	3.325	.	1.316	7.153	623	274	61	98	.	24	85	6		
Nov	16.365	3.832	3.404	.	1.330	7.172	628	275	63	109	.	26	71	6		
Dic	16.311	3.818	3.396	.	1.321	7.151	626	164	58	66	.	14	24	2		
2020 Ene	16.403	3.855	3.411	.	1.324	7.188	625	316	118	63	.	16	110	10		
Feb	16.488	3.867	3.409	.	1.338	7.244	630	261	72	56	.	22	101	10		
Mar	16.506	3.845	3.413	.	1.336	7.276	636	236	57	53	.	16	91	19		

Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas						
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Pùblicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras		
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Pùblicas			8	9	10	11	
	1	2	3	4	5	6	7	Saldo vivo						
2017	16.593,3	4.079,8	3.214,7	.	1.293,4	7.304,7	700,8	7.963,3	612,5	1.258,3	6.092,6			
2018	16.962,4	4.192,8	3.331,5	.	1.318,9	7.445,8	673,4	7.033,1	465,0	1.108,9	5.459,2			
2019	17.588,1	4.368,5	3.570,8	.	1.405,2	7.557,2	686,4	8.604,3	546,0	1.410,7	6.647,6			
2019 Oct	17.575,0	4.380,2	3.502,9	.	1.421,8	7.577,4	692,8	8.265,6	508,2	1.369,0	6.388,3			
Nov	17.706,2	4.401,6	3.581,5	.	1.431,5	7.597,7	693,9	8.511,9	524,1	1.401,7	6.586,2			
Dic	17.588,1	4.368,5	3.570,8	.	1.405,2	7.557,2	686,4	8.604,3	546,0	1.410,7	6.647,6			
2020 Ene	17.766,0	4.452,4	3.582,6	.	1.423,9	7.609,8	697,3	8.487,1	525,3	1.391,5	6.570,4			
Feb	17.876,0	4.467,3	3.604,2	.	1.441,7	7.659,1	703,6	7.763,6	488,4	1.238,7	6.036,5			
Mar	17.888,4	4.390,8	3.610,4	.	1.439,7	7.725,9	721,7	6.451,8	333,9	975,0	5.143,0			
Tasa de crecimiento														
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2			
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4			
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0			
2019 Oct	2,9	3,9	4,0	.	5,2	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,2			
Nov	3,0	3,8	4,8	.	6,3	1,3	1,6	-0,1	0,4	0,0	-0,2			
Dic	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0			
2020 Ene	3,1	4,1	4,8	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	-0,1	0,0			
Feb	3,2	3,6	5,3	.	6,0	1,5	2,4	0,0	0,5	-0,1	0,0			
Mar	2,8	1,7	4,8	.	4,4	2,1	3,5	0,0	0,1	-0,1	0,0			

Fuente: BCE.

## 2 Evolución financiera

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

	TCE-19						TCE-38				
	Nominal		IPC real		IPRI real		Deflactor del PIB real	CLUM reales <sup>2)</sup>	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8			
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	79,9	90,3	112,0	90,0			
2018	98,9	93,4	93,4	87,2	80,1	91,3	117,9	93,8			
2019	97,3	91,2	91,8	85,7	78,6	88,8	116,7	91,5			
2019 II TR	97,3	91,4	91,7	85,6	78,2	88,9	116,8	91,8			
III TR	97,7	91,4	91,8	86,0	78,9	89,1	116,9	91,5			
IV TR	97,0	90,4	91,4	85,5	78,1	88,2	116,2	90,5			
2020 I TR	96,7	89,7	91,2	-	-	-	116,6	90,2			
2019 Dic	96,7	90,1	91,4	-	-	-	116,0	90,2			
2020 Ene	96,2	89,3	91,0	-	-	-	115,5	89,4			
Feb	95,6	88,7	90,4	-	-	-	114,9	88,9			
Mar	98,1	91,0	92,3	-	-	-	119,3	92,1			
Abr	97,5	90,6	92,3	-	-	-	119,2	92,3			
May	97,7	90,7	92,9	-	-	-	119,2	92,1			
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2020 May	0,2	0,0	0,7	-	-	-	0,0	-0,2			
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2020 May	0,3	-0,8	1,2	-	-	-	1,9	0,2			

Fuente: BCE.

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

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

### 2.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Esloti polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2019 II TR	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
III TR	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
IV TR	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2020 I TR	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
2019 Dic	7,797	7,442	25,497	7,472	330,706	121,241	4,273	0,847	4,7779	10,483	1,093	1,111
2020 Ene	7,683	7,443	25,216	7,473	334,380	121,363	4,251	0,849	4,7788	10,554	1,076	1,110
Feb	7,630	7,454	25,051	7,471	337,171	120,026	4,277	0,841	4,7837	10,568	1,065	1,091
Mar	7,768	7,571	26,575	7,470	345,682	118,897	4,441	0,895	4,8282	10,875	1,059	1,106
Abr	7,686	7,593	27,262	7,462	356,688	116,970	4,544	0,875	4,8371	10,884	1,054	1,086
May	7,748	7,575	27,269	7,458	350,762	116,867	4,525	0,887	4,8371	10,597	1,057	1,090
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2020 May	0,8	-0,2	0,0	-0,1	-1,7	-0,1	-0,4	1,3	0,0	-2,6	0,3	0,4
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2020 May	1,0	2,1	5,8	-0,1	7,9	-4,9	5,3	1,7	1,6	-1,3	-6,5	-2,5

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 <sup>1)</sup>			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos		Pasivos	Activos		Pasivos	Activos		Pasivos	Activos		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2019 I TR	26.555,6	26.818,9	-263,3	11.090,1	9.070,3	9.137,7	11.200,9	-92,3	5.679,0	6.547,8	741,1	14.639,8
II TR	26.701,6	27.003,5	-301,9	10.941,0	9.050,9	9.242,1	11.374,0	-75,5	5.823,2	6.578,6	770,8	14.760,0
III TR	27.793,7	27.946,5	-152,8	11.333,5	9.364,6	9.630,7	11.849,2	-91,0	6.093,5	6.732,7	827,0	15.112,7
IV TR	27.555,9	27.618,4	-62,6	11.207,0	9.322,3	9.905,8	11.943,5	-48,5	5.678,0	6.352,7	813,6	14.517,2
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2019 IV TR	231,4	232,0	-0,5	94,1	78,3	83,2	100,3	-0,4	47,7	53,4	6,8	121,9
Transacciones												
2019 II TR	187,0	189,1	-2,1	-86,4	4,4	52,1	103,8	32,8	185,8	81,0	2,8	-
III TR	491,5	386,1	105,4	178,4	151,8	151,3	192,6	4,2	157,4	41,7	0,1	-
IV TR	-282,7	-365,5	82,8	-74,8	-46,1	140,1	9,7	-5,4	-340,0	-329,1	-2,5	-
2020 I TR	551,2	489,6	61,6	62,0	-8,0	-102,3	28,2	12,5	575,5	469,5	3,4	-
2019 Oct	60,6	13,3	47,2	5,9	-36,0	55,3	21,6	6,4	-7,9	27,8	0,9	-
Nov	47,4	21,0	26,3	21,8	52,6	55,6	15,3	0,3	-26,4	-46,9	-3,9	-
Dic	-390,6	-399,8	9,2	-102,4	-62,7	29,2	-27,2	-12,1	-305,7	-309,9	0,5	-
2020 Ene	400,3	395,2	5,1	21,1	4,2	86,7	121,7	8,0	283,5	269,3	1,0	-
Feb	162,6	118,4	44,2	32,7	9,7	30,0	27,3	13,0	88,0	81,4	-1,1	-
Mar	-11,7	-23,9	12,3	8,2	-21,9	-219,0	-120,8	-8,5	204,0	118,8	3,6	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2020 Mar	947,1	699,3	247,7	79,2	102,0	241,2	334,2	44,1	578,7	263,1	3,9	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2020 Mar	8,0	5,9	2,1	0,7	0,9	2,0	2,8	0,4	4,9	2,2	0,0	-

Fuente: BCE.

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

### 3 Actividad económica

#### 3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB													
	Total	Demanda interna								Saldo exterior <sup>1)</sup>				
		Total		Consumo privado		Consumo público		Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
		1	2	3	4	5	6	Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual		9	10	11
Precios corrientes (mm de euros)														
2017	11.200,9	10.709,5	6.036,4	2.296,9	2.306,0	1.102,1	708,5	488,9	70,2	491,4	5.295,9	4.804,5		
2018	11.561,5	11.062,7	6.207,6	2.363,3	2.408,1	1.175,6	743,8	481,8	83,7	498,8	5.547,7	5.048,9		
2019	11.906,7	11.434,6	6.362,1	2.444,8	2.605,5	1.253,5	767,6	577,1	22,1	472,1	5.719,3	5.247,2		
2019 I TR	2.950,9	2.819,8	1.575,6	603,3	628,2	310,5	190,7	125,2	12,6	131,1	1.422,8	1.291,7		
II TR	2.967,9	2.866,8	1.589,4	609,0	658,0	307,0	189,9	159,3	10,4	101,1	1.426,7	1.325,6		
III TR	2.987,2	2.851,8	1.596,7	613,8	641,9	315,1	192,5	132,4	-0,5	135,3	1.434,8	1.299,5		
IV TR	3.006,3	2.895,5	1.602,7	618,7	673,2	318,7	194,0	158,7	0,9	110,8	1.442,1	1.331,3		
en porcentaje del PIB														
2019	100,0	96,0	53,4	20,5	21,9	10,5	6,4	4,8	0,2	4,0	-	-		
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)														
tasas de variación intertrimestral														
2019 II TR	0,1	1,4	0,2	0,4	5,0	-1,0	0,0	27,2	-	-	0,0	2,7		
III TR	0,3	-0,6	0,5	0,6	-3,8	1,2	0,0	-18,0	-	-	0,6	-1,4		
IV TR	0,1	1,0	0,1	0,4	4,4	0,2	0,1	20,7	-	-	0,3	2,2		
2020 I TR	-3,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
tasas de variación interanual														
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,4	3,6	4,1	2,3	-	-	5,5	5,0		
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,3	4,3	-2,7	-	-	3,3	2,8		
2019	1,2	1,8	1,3	1,7	5,7	3,2	1,8	18,1	-	-	2,5	3,8		
2019 II TR	1,2	2,5	1,2	1,4	8,2	2,1	1,9	33,2	-	-	2,3	5,1		
III TR	1,3	1,2	1,5	2,0	3,1	3,0	0,7	7,1	-	-	2,7	2,6		
IV TR	1,0	1,8	1,2	1,8	6,4	2,0	0,8	25,5	-	-	1,9	3,8		
2020 I TR	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales														
2019 II TR	0,1	1,3	0,1	0,1	1,1	-0,1	0,0	1,2	0,1	-1,1	-	-		
III TR	0,3	-0,6	0,3	0,1	-0,8	0,1	0,0	-1,0	-0,2	0,9	-	-		
IV TR	0,1	0,9	0,1	0,1	0,9	0,0	0,0	0,9	-0,1	-0,8	-	-		
2020 I TR	-3,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales														
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	-	-		
2018	1,9	1,5	0,8	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-	-		
2019	1,2	1,7	0,7	0,3	1,2	0,3	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-		
2019 II TR	1,2	2,3	0,6	0,3	1,7	0,2	0,1	1,4	-0,3	-1,2	-	-		
III TR	1,3	1,1	0,8	0,4	0,6	0,3	0,0	0,3	-0,7	0,2	-	-		
IV TR	1,0	1,8	0,6	0,4	1,3	0,2	0,0	1,1	-0,6	-0,7	-	-		
2020 I TR	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

### 3 Actividad económica

#### 3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2017	10.040,0	176,3	1.991,5	503,1	1.909,9	468,8	465,9	1.132,7	1.143,5	1.897,7	350,5	1.160,9
2018	10.356,9	177,9	2.039,7	537,9	1.968,6	488,6	472,0	1.167,0	1.194,9	1.955,1	355,2	1.204,6
2019	10.665,6	179,8	2.048,8	580,4	2.031,8	513,8	480,6	1.205,5	1.240,7	2.020,3	364,0	1.241,1
2019 I TR	2.644,4	44,7	515,2	142,8	503,4	125,8	119,0	297,9	306,2	499,2	90,1	306,5
II TR	2.659,8	45,0	512,5	144,1	506,6	128,1	120,0	300,1	309,6	502,8	91,0	308,1
III TR	2.673,6	45,0	511,6	146,1	509,9	128,8	120,7	302,3	311,6	506,5	91,1	313,5
IV TR	2.693,7	45,2	513,1	148,0	512,8	131,3	120,8	305,2	313,6	512,0	91,6	312,6
en porcentaje del valor añadido												
2019	100,0	1,7	19,2	5,4	19,0	4,8	4,5	11,3	11,6	18,9	3,4	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
					tasas de variación intertrimestral							
2019 I TR	0,5	-0,3	-0,1	1,5	1,1	1,2	0,9	0,5	0,0	0,2	0,7	0,4
II TR	0,1	-0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,7	0,8	0,4	0,4	0,2	0,3	0,5
III TR	0,3	0,0	-0,4	0,6	0,3	1,5	0,7	0,4	0,3	0,3	0,1	0,8
IV TR	0,1	0,4	-0,7	0,0	0,2	1,1	0,3	0,4	0,2	0,4	0,0	0,0
					tasas de variación interanual							
2017	2,6	0,7	3,3	2,6	2,9	5,4	1,1	0,6	4,4	1,6	1,5	2,4
2018	2,0	1,3	1,8	3,3	2,0	4,5	1,4	1,6	3,3	1,0	0,4	1,6
2019	1,2	-0,5	-1,1	3,1	1,8	4,2	2,1	1,6	1,7	1,1	1,3	1,5
2019 I TR	1,4	-0,6	-0,4	4,6	2,0	4,5	1,7	1,5	1,9	1,1	1,1	1,2
II TR	1,2	-1,0	-1,0	3,2	1,6	4,0	2,1	1,7	1,8	1,1	1,5	1,2
III TR	1,2	-0,1	-1,2	3,1	1,9	3,8	2,1	1,7	1,9	1,1	1,4	2,0
IV TR	1,0	-0,4	-1,7	1,7	1,7	4,6	2,6	1,7	1,0	1,1	1,0	1,6
					contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales							
2019 I TR	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
II TR	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
III TR	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
IV TR	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
					contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales							
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2019 I TR	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
II TR	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
III TR	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
IV TR	1,0	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### 3 Actividad económica

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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

### 3 Actividad económica

#### 3.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

Población activa, millones <sup>1)</sup>	Sub-empleo, % de población activa <sup>1)</sup>	Desempleo												Tasa de vacantes <sup>2)</sup>		
		Total		Desempleo de larga duración, % de población activa <sup>1)</sup>	Por edad				Por sexo							
		Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino					
		1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% del total en 2016		100,0		81,8	18,3		52,2		47,8							
2017	161,860	4,1	14,585	9,0	4,4	11,946	8,1	2,640	18,6	7,556	8,7	7,029	9,4	1,9		
2018	162,485	3,7	13,211	8,1	3,8	10,823	7,3	2,388	16,8	6,809	7,8	6,402	8,5	2,1		
2019	163,297	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,291	7,2	5,977	7,9	2,3		
2019 II TR	163,084	3,5	12,237	7,5	3,3	10,031	6,7	2,205	15,4	6,289	7,2	5,947	7,9	2,3		
III TR	163,196	3,4	12,183	7,5	3,2	9,958	6,7	2,224	15,5	6,290	7,2	5,893	7,8	2,2		
IV TR	163,998	3,4	12,031	7,3	3,2	9,821	6,6	2,210	15,4	6,146	7,0	5,885	7,7	2,2		
2020 I TR	.	.	11,858	7,2	.	9,672	6,4	2,186	15,3	6,061	6,9	5,797	7,6	2,0		
2019 Nov	-	-	12,136	7,4	-	9,906	6,6	2,230	15,5	6,240	7,1	5,896	7,7	-		
Dic	-	-	12,093	7,3	-	9,875	6,6	2,218	15,4	6,254	7,1	5,838	7,6	-		
2020 Ene	-	-	12,075	7,3	-	9,848	6,5	2,227	15,5	6,186	7,0	5,889	7,7	-		
Feb	-	-	11,791	7,2	-	9,611	6,4	2,180	15,2	6,030	6,8	5,761	7,6	-		
Mar	-	-	11,708	7,1	-	9,557	6,4	2,150	15,1	5,967	6,8	5,740	7,6	-		
Abr	-	-	11,919	7,3	-	9,680	6,5	2,239	15,8	6,134	7,0	5,785	7,6	-		

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Sin desestacionalizar.

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

#### 3.5 Indicadores económicos a corto plazo

% del total en 2015	Producción industrial						Producción de la construcción	Índicador 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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
tasas de variación interanual													
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,7
2018	0,7	1,0	0,6	1,1	1,4	-1,5	2,0	2,7	1,6	1,4	1,9	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,9	1,4	-1,9	2,1	-4,3	2,3	0,8	3,6	0,8	1,8
2019 II TR	-1,3	-1,5	-2,3	-2,9	1,9	-0,2	2,3	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,1	-0,7
III TR	-1,6	-1,6	-3,2	-1,2	0,3	-1,9	1,2	-4,7	2,7	0,8	4,3	1,3	0,6
IV TR	-2,1	-2,1	-3,8	-2,9	2,0	-2,4	0,3	-5,8	2,0	0,5	3,5	-0,6	12,5
2020 I TR	-6,0	-5,9	-5,1	-9,9	-1,0	-5,7	-3,4	-5,6	-1,7	4,5	-5,7	-8,1	-27,3
2019 Nov	-1,3	-1,4	-2,9	-1,2	1,0	-1,5	1,3	-7,9	2,4	1,6	3,7	-1,4	10,0
Dic	-3,4	-3,6	-5,5	-4,9	1,8	-3,2	-2,3	-4,6	1,8	-0,4	3,9	-1,1	17,9
2020 Ene	-2,2	-1,4	-2,0	-2,0	0,5	-7,3	7,1	-1,4	2,3	1,0	3,2	-0,1	-5,8
Feb	-2,2	-2,0	-0,8	-4,3	0,7	-2,9	0,2	-1,4	2,5	3,7	2,2	-2,0	-6,3
Mar	-12,9	-13,5	-11,8	-21,5	-3,9	-6,7	-15,4	-13,9	-9,2	8,3	-21,7	-21,3	-60,3
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-79,6
tasas de variación intermensual (d.)													
2019 Nov	-0,5	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	0,8	0,7	-0,4	0,9	0,5	1,3	-1,2	2,7
Dic	-1,6	-1,5	-1,5	-3,2	-0,4	-1,5	-1,5	-0,6	-1,0	-0,9	-1,1	-0,3	7,6
2020 Ene	1,9	2,1	2,9	2,4	0,5	-1,0	4,0	2,3	0,8	0,8	0,9	2,0	-15,3
Feb	-0,1	0,0	1,0	-2,0	0,5	0,4	-0,5	-1,2	0,6	2,5	-0,4	-1,2	1,1
Mar	-11,3	-12,3	-11,0	-15,9	-4,0	-4,0	-14,1	-12,2	-11,2	5,0	-23,1	-20,8	-57,7
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-44,9

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)

Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)								Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Indicador de confianza industrial	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
		1	2		3		4	5				
1999-15	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 II TR	103,8	-4,0	82,2	-7,0	7,2	-0,6	11,7	90,6	47,7	48,5	53,1	51,8
III TR	102,0	-7,1	81,4	-6,8	5,1	0,0	9,7	90,4	46,4	47,0	52,8	51,2
IV TR	100,6	-9,2	80,9	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,2	46,4	46,7	52,3	50,7
2020 I TR	100,1	-8,1	75,3	-8,8	4,5	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
2019 Dic	100,9	-9,3	-	-8,1	5,7	0,7	11,3	-	46,3	46,1	52,8	50,9
2020 Ene	102,6	-7,0	80,8	-8,1	5,8	-0,1	11,0	90,3	47,9	48,0	52,5	51,3
Feb	103,4	-6,2	-	-6,6	5,4	-0,2	11,1	-	49,2	48,7	52,6	51,6
Mar	94,2	-11,2	-	-11,6	2,3	-8,6	-2,3	-	44,5	38,5	26,4	29,7
Abr	64,9	-32,5	69,7	-22,0	-16,1	-30,1	-38,6	85,6	33,4	18,1	12,0	13,6
May	67,5	-27,5	-	-18,8	-17,4	-29,7	-43,6	-	39,4	35,6	30,5	31,9

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

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

Tasa de ahorro (bruta)	Hogares							Sociedades no financieras					
	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patriomonio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento <sup>4)</sup>	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación	
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) <sup>1)</sup>	Tasas de variación interanual						Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	12,3	94,0	2,0	2,0	5,5	3,4	3,0	35,1	7,4	80,1	4,3	5,5	2,6
2017	12,0	93,9	1,4	2,3	5,2	4,7	4,7	34,3	7,1	77,5	4,6	8,2	3,0
2018	12,3	93,6	1,8	2,2	7,0	2,4	4,5	34,1	6,2	77,1	2,4	5,4	1,6
2019 I TR	12,6	93,4	2,1	2,4	7,9	3,5	3,9	33,9	6,3	77,3	2,3	7,6	1,6
II TR	12,8	93,4	2,3	2,5	4,4	4,0	3,8	33,7	5,9	78,0	1,6	16,6	1,3
III TR	13,0	93,5	2,5	2,6	4,3	4,5	3,5	33,6	5,9	78,7	1,7	-1,2	1,4
IV TR	13,1	93,7	1,1	2,6	3,8	5,4	3,5	33,4	5,9	77,4	2,2	-2,6	1,7

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

4) Definida como préstamos consolidados y pasivos materializados en valores representativos de deuda.

### 3 Actividad económica

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

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

	Cuenta corriente												Cuenta de capital <sup>1)</sup>	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria				
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019 II TR	1.066,0	1.001,7	64,3	592,5	521,0	245,4	234,5	201,4	183,4	26,7	62,9	9,3	24,7	
III TR	1.088,7	993,9	94,9	604,1	519,4	251,3	221,8	205,1	184,0	28,2	68,6	9,8	7,8	
IV TR	1.090,8	1.009,3	81,6	609,3	519,7	252,7	247,6	199,9	179,6	28,9	62,4	16,5	18,7	
2020 I TR	1.057,3	960,0	97,3	595,7	502,8	241,1	225,2	192,7	171,0	27,7	61,0	11,5	8,1	
2019 Oct	366,9	340,1	26,9	204,4	173,9	84,6	82,2	67,8	61,0	10,1	23,0	3,6	4,8	
Nov	363,3	335,5	27,8	201,5	172,6	84,3	82,6	68,2	60,3	9,4	20,1	3,7	5,0	
Dic	360,6	333,7	26,9	203,4	173,2	83,8	82,8	63,9	58,3	9,5	19,3	9,1	9,0	
2020 Ene	370,4	338,3	32,1	203,8	174,3	86,9	78,2	70,1	60,4	9,5	25,4	2,9	2,3	
Feb	363,9	326,1	37,8	204,7	173,4	84,0	79,0	65,5	55,9	9,7	17,8	4,6	2,4	
Mar	323,0	295,6	27,4	187,2	155,0	70,2	68,0	57,1	54,7	8,5	17,8	4,0	3,4	
transacciones acumuladas de 12 meses														
2020 Mar	4.302,8	3.964,8	338,0	2.401,7	2.062,9	990,5	929,1	799,2	718,0	111,5	254,9	47,0	59,3	
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB														
2020 Mar	36,1	33,3	2,8	20,2	17,3	8,3	7,8	6,7	6,0	0,9	2,1	0,4	0,5	

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

Exporta- ciones	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)						Importaciones (CIF)					
	Exporta- ciones	Importa- ciones	Total			Pro memoria: Manu- facturas	Total			Importaciones (CIF)			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	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)														
2019 II TR	2,1	2,5	582,3	276,1	120,3	175,8	486,5	532,1	303,0	85,9	134,9	381,7	65,8	
III TR	3,2	0,7	585,2	279,5	117,8	177,6	489,0	530,5	297,8	87,9	137,2	387,4	60,2	
IV TR	2,1	-1,9	591,2	276,9	125,3	178,9	496,5	526,3	292,2	86,6	138,2	385,3	60,7	
2020 I TR	-1,8	-4,1	575,9	.	.	.	478,9	508,1	.	.	.	368,6	.	
2019 Oct	4,5	-2,3	199,9	93,1	43,4	60,8	168,2	176,2	97,2	29,9	46,4	129,8	19,2	
Nov	-2,6	-4,0	194,4	91,4	40,5	58,9	163,9	175,8	97,7	28,6	46,4	129,0	20,2	
Dic	4,9	1,2	196,9	92,4	41,5	59,2	164,3	174,4	97,2	28,1	45,4	126,6	21,3	
2020 Ene	0,2	-0,4	196,7	93,7	39,1	60,2	164,8	178,1	100,5	28,8	46,0	129,1	22,2	
Feb	1,2	-1,8	198,4	93,4	41,2	60,9	166,3	172,8	97,2	27,0	46,0	126,9	20,0	
Mar	-6,2	-10,0	180,7	.	.	.	147,8	157,3	.	.	.	112,6	.	
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)														
2019 II TR	-1,4	-0,1	106,5	108,3	106,0	105,4	106,2	109,4	107,8	109,6	113,6	111,5	97,6	
III TR	1,0	1,7	106,8	109,6	103,4	106,1	106,2	109,7	108,3	111,3	113,1	111,9	96,7	
IV TR	-0,1	-1,7	107,2	108,5	108,5	105,8	107,1	107,5	105,7	105,8	112,5	109,9	96,5	
2020 I TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2019 Sep	3,3	3,9	107,2	109,4	103,4	106,3	106,2	109,3	107,1	110,3	115,4	111,4	95,7	
Oct	2,2	-0,9	109,2	109,8	112,8	108,8	109,3	108,5	105,9	111,5	113,4	111,5	93,1	
Nov	-4,3	-3,4	106,1	107,9	105,7	104,6	106,4	107,9	106,6	104,5	113,6	110,4	97,2	
Dic	2,1	-0,7	106,3	107,9	106,9	104,0	105,5	106,0	104,7	101,4	110,6	107,7	99,2	
2020 Ene	-2,7	-3,4	105,7	108,2	101,1	105,5	105,0	107,5	106,7	105,6	111,3	109,3	101,7	
Feb	-1,1	-2,1	107,2	108,9	107,4	106,8	106,7	106,9	106,6	99,9	113,0	109,3	100,3	

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 Consumo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Índice: 2015 = 100	Total				Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>							Pro memoria: Precios administrados	
	Total	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados		
										12	13		
% del total en 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	87,0	13,0
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2019 II TR	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,5	-0,1	0,1	1,6	0,7	1,3	2,4
III TR	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,3	0,1	-1,5	0,3	0,9	1,6
IV TR	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4	1,0	1,2
2020 I TR	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,7	1,3	0,2	-1,3	0,1	1,2	0,8
2019 Dic	105,4	1,3	1,3	1,0	1,8	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	1,3	1,3
2020 Ene	104,4	1,4	1,1	1,2	1,5	0,1	0,3	0,3	0,0	0,8	-0,1	1,5	0,8
Feb	104,6	1,2	1,2	0,9	1,6	0,0	0,2	1,0	0,1	-1,6	0,2	1,3	0,8
Mar	105,1	0,7	1,0	0,3	1,3	-0,3	0,3	0,0	0,0	-3,3	0,0	0,8	0,7
Abr	105,4	0,3	0,9	-0,4	1,2	-0,2	0,3	3,8	-0,2	-4,8	0,3	0,3	0,6
May <sup>3)</sup>	105,3	0,1	0,9	.	1,3	-0,2	0,2	-0,6	0,0	-1,7	0,0	.	.
Bienes													
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		Vivienda		Transporte		Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios
14	15	16	17	18	19		20	21	22	23	24	25	
% del total en 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4	
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8	
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	
2019 II TR	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5	
III TR	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5	
IV TR	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5	
2020 I TR	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5	
2019 Dic	2,0	2,0	2,1	0,4	0,5	0,2	1,6	1,5	2,5	-0,1	2,1	1,5	
2020 Ene	2,1	2,0	2,3	0,8	0,3	1,9	1,6	1,5	2,0	-0,2	1,5	1,5	
Feb	2,1	2,0	2,6	0,3	0,5	-0,3	1,5	1,4	2,0	0,0	1,8	1,5	
Mar	2,4	2,1	3,6	-0,9	0,5	-4,5	1,5	1,4	1,2	0,1	1,4	1,5	
Abr	3,6	2,3	7,6	-2,4	0,3	-9,7	1,4	1,3	0,7	-0,4	1,3	1,5	
May <sup>3)</sup>	3,3	2,4	6,5	.	0,2	-12,0	.	.	.	.	.	.	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

## 4 Precios y costes

### 4.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción <sup>1)</sup>										Construcción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>3)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>3)</sup>								
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía												
		Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo															
						Total	Alimen- tación, bebidas y tabaco	No ali- men- tación													
% del total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9	10	11	12	13							
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,7								
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,1								
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	1,9	4,0	4,9								
2019 II TR	104,8	1,6	1,0	1,0	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,2	5,8								
III TR	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,1	3,9	4,7								
IV TR	104,4	-1,2	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-5,9	1,7	4,1	4,7								
2020 I TR	103,8	-1,5	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,3	-	-	-								
2019 Nov	104,5	-1,3	-0,2	0,3	-1,4	1,4	1,7	2,3	0,7	-6,0	-	-	-								
Dic	104,5	-0,6	0,9	0,5	-1,1	1,5	2,0	2,9	0,7	-3,8	-	-	-								
2020 Ene	104,8	-0,6	1,1	0,5	-1,1	1,3	2,2	3,2	0,6	-4,1	-	-	-								
Feb	104,1	-1,3	0,3	0,5	-1,2	1,2	2,3	3,3	0,7	-6,7	-	-	-								
Mar	102,5	-2,8	-1,4	0,2	-1,9	1,0	2,3	3,4	0,6	-11,2	-	-	-								
Abr	100,4	-4,5	-3,1	-0,3	-2,7	1,0	1,7	2,5	0,5	-16,5	-	-	-								

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

### 4.3 Precios de las materias primas y deflactores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflactores 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 <sup>1)</sup>	Importa- ciones <sup>1)</sup>		Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>						
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali- men- tación	No ali- men- tación	Total	Ali- men- tación	No ali- men- tación				
										9	10	11	12	13	15				
% del total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6				
2017	101,8	1,0	1,4	1,3	1,4	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8				
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7				
2019	104,9	1,7	1,5	1,2	1,7	2,3	0,6	0,1	57,2	1,7	3,8	-0,1	2,6	7,5	-2,3				
2019 II TR	104,7	1,7	1,7	1,6	1,8	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9				
III TR	105,1	1,7	1,3	1,1	1,7	2,2	0,1	-1,1	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1				
IV TR	105,6	1,8	1,3	1,0	1,6	2,3	0,2	-0,8	56,5	3,9	9,1	-0,6	5,2	13,9	-3,6				
2020 I TR	-	-	-	-	-	-	-	-	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9				
2019 Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	59,3	6,6	11,6	2,2	7,0	14,7	-1,1				
2020 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	57,3	7,0	10,9	3,5	6,8	12,6	0,7				
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	50,5	2,1	8,0	-3,0	2,0	8,7	-4,9				
Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-3,2	3,9	-9,4	-4,3	1,4	-10,4				
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	21,5	-4,3	4,6	-12,1	-7,2	-1,8	-13,0				
May	-	-	-	-	-	-	-	-	28,4	-1,2	5,9	-7,5	-3,4	1,5	-8,7				

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

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

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

## 4 Precios y costes

### 4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios (datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)					Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,3	-	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2017	9,3	5,2	7,1	2,8	12,9	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,6	7,5	9,5	12,5	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,3	7,2	9,0	7,4	18,3	48,8	57,1	50,4	52,4
2019 II TR	4,8	7,2	9,2	6,6	19,8	50,6	57,1	51,2	52,3
III TR	1,9	6,6	8,4	4,9	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
IV TR	1,4	6,9	7,9	5,9	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0
2020 I TR	2,0	6,6	7,4	4,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7
2019 Dic	2,1	7,9	8,4	6,4	14,1	45,0	56,7	48,9	51,8
2020 Ene	2,9	8,6	10,4	6,8	14,9	45,6	57,6	48,6	51,8
Feb	3,5	7,4	9,1	5,9	14,3	47,1	56,8	48,1	52,1
Mar	-0,3	3,9	2,8	1,9	10,6	44,2	49,7	47,2	45,3
Abr	-7,5	-8,0	-9,9	-12,9	5,9	44,6	44,5	45,8	40,2
May	-8,6	-3,1	-8,7	-11,3	12,6	43,0	47,7	45,8	43,3

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

### 4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados <sup>1)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
% del total en 2018	1	2	3	4	5	6	7
	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2017	101,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7	1,5
2018	104,2	2,3	2,3	2,5	2,4	2,1	2,1
2019	106,9	2,6	2,6	2,5	2,5	2,7	2,3
2019 II TR	110,9	2,8	2,8	2,9	2,7	3,1	2,0
III TR	103,5	2,6	2,7	2,7	2,7	2,5	2,6
IV TR	113,2	2,4	2,3	2,4	2,3	2,6	2,1
2020 I TR	.	.	.	.	.	.	2,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 4 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades finan- cieras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesio- nales, administra- tivas y ser- vicios auxiliares	Administración pública, educa- ción, activida- des sanitarias y de ser- vicios sociales	Activida- des artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Costes laborales unitarios												
2017	106,2	0,7	-0,2	-0,6	0,8	0,4	0,0	-1,4	3,4	1,7	1,4	1,1
2018	108,1	1,8	0,1	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,7	3,4	2,2	2,3	2,5
2019	110,3	2,0	0,6	3,5	1,3	1,7	1,2	-1,1	2,7	1,6	2,7	1,9
2019 I TR	109,4	2,3	1,6	3,6	1,1	2,0	1,7	-0,7	5,1	1,8	2,6	1,6
II TR	110,0	2,1	-0,1	3,2	1,7	2,0	1,5	-0,9	3,2	1,7	2,6	2,3
III TR	110,6	1,9	-0,7	4,0	1,1	1,4	1,6	-1,2	2,3	1,3	2,6	1,7
IV TR	110,9	1,8	1,5	3,0	1,5	1,2	-0,2	-1,3	0,2	1,7	2,8	2,2
Remuneración por asalariado												
2017	111,3	1,7	1,1	1,5	1,9	1,5	2,0	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	1,8	1,9	1,9	2,4	2,6	1,6	3,2	2,7	2,0	2,6
2019	116,1	2,0	1,8	1,5	2,1	2,2	1,6	1,3	3,0	1,9	2,3	2,5
2019 I TR	115,4	2,3	1,5	1,9	2,4	2,7	2,0	1,4	4,0	1,9	2,3	2,5
II TR	115,9	2,1	1,8	1,1	2,2	2,3	1,4	1,8	3,2	2,4	2,2	3,1
III TR	116,7	2,1	1,2	2,0	2,0	2,3	1,8	1,1	3,2	1,9	2,3	2,1
IV TR	116,8	1,7	2,8	0,8	1,6	1,6	1,3	1,1	1,8	1,5	2,6	2,2
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2017	104,8	0,9	1,3	2,1	1,1	1,0	2,0	2,7	-1,1	0,7	0,4	0,5
2018	105,2	0,4	1,7	0,3	0,8	0,6	1,0	2,4	-0,2	0,5	-0,3	0,0
2019	105,3	0,0	1,2	-1,9	0,7	0,6	0,4	2,4	0,4	0,3	-0,3	0,5
2019 II TR	105,3	0,0	1,9	-2,0	0,6	0,3	-0,1	2,7	-0,1	0,6	-0,4	0,8
III TR	105,5	0,2	1,8	-1,9	0,9	0,9	0,2	2,3	0,9	0,7	-0,3	0,4
IV TR	105,3	-0,1	1,2	-2,2	0,1	0,5	1,5	2,4	1,6	-0,2	-0,3	0,0
2020 I TR	101,6	-3,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Remuneración por hora trabajada												
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	1,9	1,8	2,0	1,8	2,1	2,3	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,3	2,1	1,4	2,4	2,7	1,9	2,4	2,7	1,9	2,2
2019	118,1	2,1	1,4	1,9	2,3	2,3	2,6	0,9	2,8	2,1	1,9	2,7
2019 I TR	116,7	1,9	-0,4	2,0	1,7	2,2	2,6	0,9	4,2	1,9	1,7	2,2
II TR	117,4	2,2	2,4	1,8	2,4	2,4	2,5	1,4	3,4	2,5	1,9	3,6
III TR	118,2	2,3	1,4	2,5	2,6	2,6	2,8	0,7	2,3	2,3	1,8	2,5
IV TR	118,5	1,9	2,1	1,4	2,7	1,8	2,6	1,1	1,4	1,9	2,2	2,3
Productividad del trabajo por hora												
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,2	1,6	2,1	3,2	-0,9	0,9	1,0	1,0
2018	107,7	0,5	0,8	0,5	0,6	0,9	1,3	2,6	-0,8	0,5	-0,3	0,0
2019	107,8	0,2	0,9	-1,5	0,9	0,8	1,5	2,2	0,4	0,5	-0,7	0,7
2019 II TR	107,4	-0,3	-0,9	-1,6	0,6	0,4	1,1	1,7	-0,2	0,1	-0,8	0,6
III TR	107,5	0,3	2,0	-1,4	0,6	0,8	1,2	2,5	0,8	0,8	-0,6	1,2
IV TR	107,7	0,5	2,0	-1,5	1,5	1,4	1,4	2,0	0,2	1,1	-0,7	0,8
IV TR	107,6	0,2	0,7	-1,6	1,2	0,9	2,5	2,6	0,9	0,1	-0,5	0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 5 Dinero y crédito

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				7	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								
	1	2	3	4	5	6	Saldos vivos					
2017	1.112,0	6.638,1	7.750,1	1.196,6	2.261,8	3.458,3	11.208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11.867,5
2018	1.163,3	7.114,7	8.278,1	1.124,9	2.299,0	3.423,9	11.702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12.371,8
2019	1.219,6	7.724,2	8.943,8	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,2
2019 II TR	1.189,0	7.415,4	8.604,4	1.111,1	2.338,5	3.449,6	12.054,0	74,5	523,9	37,6	636,0	12.690,0
III TR	1.204,1	7.605,6	8.809,6	1.110,0	2.354,8	3.464,7	12.274,4	74,5	546,3	19,1	640,0	12.914,4
IV TR	1.219,6	7.724,2	8.943,8	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,2
2020 ITR	1.261,8	8.075,3	9.337,1	1.077,9	2.361,4	3.439,4	12.776,4	109,9	533,5	58,4	701,9	13.478,3
2019 Nov	1.216,9	7.715,8	8.932,6	1.081,4	2.359,5	3.440,9	12.373,5	73,4	530,6	26,0	630,0	13.003,5
Dic	1.219,6	7.724,2	8.943,8	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,2
2020 Enr	1.228,3	7.743,6	8.971,9	1.062,9	2.362,3	3.425,2	12.397,1	75,8	548,3	24,1	648,2	13.045,2
Feb	1.236,2	7.826,7	9.062,8	1.065,0	2.359,7	3.424,8	12.487,6	84,9	551,3	25,9	662,1	13.149,7
Mar	1.261,8	8.075,3	9.337,1	1.077,9	2.361,4	3.439,4	12.776,4	109,9	533,5	58,4	701,9	13.478,3
Abr <sup>(p)</sup>	1.276,8	8.231,0	9.507,8	1.071,4	2.376,7	3.448,1	12.956,0	94,6	542,8	45,2	682,6	13.638,6
Operaciones												
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,5	-22,7	530,9
2018	50,3	465,1	515,4	-74,0	45,2	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7
2019	56,3	603,1	659,4	-60,0	62,8	2,7	662,1	4,1	-1,8	-57,6	-55,3	606,8
2019 II TR	9,7	143,0	152,8	-4,4	20,3	15,9	168,6	0,4	3,2	-2,4	1,3	169,9
III TR	15,1	181,2	196,3	-4,6	14,8	10,2	206,5	-0,6	21,1	-18,1	2,5	209,0
IV TR	15,6	122,8	138,4	-38,0	8,1	-29,9	108,4	4,5	-16,0	-9,5	-21,1	87,4
2020 ITR	42,1	346,6	388,7	6,5	-2,5	4,0	392,7	31,1	2,0	48,6	81,6	474,4
2019 Nov	7,4	40,3	47,7	-14,0	0,2	-13,8	33,9	-6,5	1,4	-1,4	-6,5	27,4
Dic	2,8	12,9	15,7	-9,9	4,8	-5,1	10,7	5,5	-0,2	-18,1	-12,8	-2,1
2020 Ene	8,7	15,4	24,0	-8,3	-1,6	-9,9	14,1	-3,0	16,6	16,6	30,2	44,3
Feb	7,9	81,9	89,7	1,6	-2,6	-0,9	88,8	9,0	3,0	1,2	13,3	102,1
Mar	25,6	249,3	274,9	13,2	1,7	14,9	289,8	25,0	-17,6	30,7	38,1	327,9
Abr <sup>(p)</sup>	15,1	152,7	167,8	-7,7	15,3	7,5	175,3	-15,7	9,4	-13,0	-19,3	156,0
Tasas de crecimiento												
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,1	-3,3	4,7
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,4	-4,7	1,2	4,2
2019	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2019 II TR	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	1,1	-38,3	-2,8	4,6
III TR	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,4	1,1	5,7
IV TR	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2020 ITR	7,0	10,9	10,4	-3,6	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	56,7	10,1	7,5
2019 Nov	5,0	8,8	8,3	-4,7	2,7	0,3	5,9	-1,1	4,1	-47,4	-1,1	5,6
Dic	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2020 Ene	5,2	8,3	7,9	-5,7	2,4	-0,2	5,5	0,7	5,1	-53,0	-0,8	5,2
Feb	5,4	8,6	8,1	-5,6	2,0	-0,4	5,6	17,6	6,0	-47,6	2,5	5,5
Mar	7,0	10,9	10,4	-3,6	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	56,7	10,1	7,5
Abr <sup>(p)</sup>	8,0	12,5	11,9	-5,2	2,1	-0,3	8,4	27,8	3,1	22,0	6,7	8,3

Fuente: BCE.

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

## 5 Dinero y crédito

### 5.2 Depósitos en M3<sup>1)</sup>

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas <sup>4)</sup>
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2017	2.240,3	1.797,4	285,0	149,1	8,8	6.317,6	3.702,8	562,1	2.051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2.331,4	1.898,7	277,3	147,8	7,6	6.644,9	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2019 II TR	2.406,1	1.983,7	265,3	150,0	7,1	6.846,9	4.207,9	509,7	2.127,6	1,7	1.009,5	216,6	460,4
III TR	2.450,9	2.031,3	262,2	151,4	5,9	6.964,9	4.318,1	504,5	2.141,3	1,0	1.042,3	221,3	465,5
IV TR	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2020 I TR	2.609,4	2.190,9	263,2	147,5	7,7	7.161,4	4.530,5	472,0	2.158,3	0,6	1.152,1	226,4	475,3
2019 Nov	2.482,0	2.073,5	251,5	151,4	5,6	7.026,7	4.382,6	497,2	2.145,2	1,7	1.022,2	226,8	472,4
Dic	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2020 Ene	2.475,0	2.063,6	256,8	150,5	4,1	7.061,1	4.421,5	487,3	2.151,4	0,8	1.023,6	217,7	467,2
Feb	2.507,0	2.097,6	253,7	150,3	5,4	7.086,6	4.452,7	482,5	2.150,6	0,8	1.051,7	215,3	475,7
Mar	2.609,4	2.190,9	263,2	147,5	7,7	7.161,4	4.530,5	472,0	2.158,3	0,6	1.152,1	226,4	475,3
Abr <sup>(p)</sup>	2.714,4	2.277,0	284,5	146,6	6,3	7.242,0	4.596,7	467,1	2.177,3	0,8	1.121,0	230,3	466,0
Operaciones													
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	93,1	105,3	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,1	163,7	-18,8	1,8	-0,5	394,4	358,3	-25,7	62,3	-0,5	29,1	10,2	30,1
2019 II TR	29,7	30,7	-4,3	2,2	1,1	94,1	82,2	-5,1	16,7	0,3	31,6	4,0	-0,2
III TR	40,7	43,9	-2,9	1,0	-1,3	116,9	109,6	-6,0	13,9	-0,6	25,1	3,8	4,4
IV TR	28,8	34,6	-4,3	-2,2	0,7	76,7	76,9	-11,5	11,5	-0,2	-3,0	-6,9	1,8
2020 I TR	130,6	126,4	5,6	-2,5	1,2	119,5	134,2	-20,9	6,4	-0,3	112,4	11,7	7,4
2019 Nov	7,4	19,3	-9,1	-0,5	-2,4	31,1	33,0	-3,6	1,7	0,0	-28,3	3,8	6,0
Dic	-2,8	-8,8	6,3	-1,4	1,0	15,5	13,5	-4,2	7,1	-0,8	17,4	-12,1	-4,6
2020 Ene	-3,5	-0,7	-0,8	0,4	-2,4	19,5	25,5	-5,6	-0,4	0,0	-16,0	3,0	-0,7
Feb	31,3	33,6	-3,3	-0,2	1,3	25,2	30,9	-4,9	-0,8	0,0	27,5	-2,5	8,5
Mar	102,7	93,5	9,7	-2,7	2,3	74,9	77,8	-10,4	7,7	-0,2	100,9	11,1	-0,4
Abr <sup>(p)</sup>	103,5	85,1	20,8	-1,0	-1,4	80,2	65,9	-5,0	19,0	0,2	-33,6	3,7	-9,3
Tasas de crecimiento													
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,2	5,9	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,0	-1,9	4,6
2019	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2019 II TR	5,8	7,6	-4,6	2,5	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-1,0	-1,3	7,6
III TR	6,4	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,1	-10,1	3,6	4,3	6,6
IV TR	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 I TR	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,9	5,9	2,9
2019 Nov	7,0	9,8	-8,4	2,1	-24,6	6,3	9,4	-4,2	2,9	30,5	1,2	8,5	6,0
Dic	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 Ene	6,1	8,2	-5,3	1,2	-41,1	5,7	8,7	-6,0	2,7	-43,6	3,2	5,0	5,2
Feb	6,5	9,0	-7,6	1,2	-13,8	5,4	8,6	-6,8	2,3	-46,9	7,1	3,1	4,6
Mar	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,9	5,9	2,9
Abr <sup>(p)</sup>	13,7	16,1	5,5	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,3	8,1	1,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Dinero y crédito

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

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro									Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios		
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
					Total	Préstamos ajustados <sup>2)</sup>	6	7	8							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Saldos vivos																
2017	4.617,2	1.032,3	3.571,0	13.114,0	10.870,5	11.165,8	4.323,4	5.600,3	838,0	108,7	1.440,4	803,2				
2018	4.676,7	1.006,2	3.659,0	13.415,9	11.122,4	11.482,8	4.402,3	5.742,1	851,2	126,8	1.517,9	775,6				
2019	4.652,6	984,5	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9				
2019 II TR	4.640,2	1.000,7	3.627,9	13.640,4	11.290,6	11.667,0	4.462,4	5.825,8	870,3	132,1	1.546,6	803,2				
III TR	4.696,5	999,8	3.685,1	13.776,5	11.394,4	11.764,2	4.488,5	5.876,3	883,5	146,2	1.570,6	811,5				
IV TR	4.652,6	984,5	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9				
2020 I TR	4.774,9	1.006,9	3.756,2	14.047,3	11.688,4	12.063,7	4.601,8	5.966,6	958,5	161,5	1.558,7	800,3				
2019 Nov	4.639,2	1.000,9	3.626,5	13.854,2	11.439,1	11.808,0	4.492,2	5.912,9	888,2	145,8	1.570,8	844,3				
Dic	4.652,6	984,5	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9				
2020 Ene	4.670,2	994,2	3.664,2	13.912,8	11.511,9	11.874,9	4.483,9	5.961,1	913,4	153,5	1.547,1	853,8				
Feb	4.672,0	993,0	3.667,2	13.942,6	11.531,4	11.897,5	4.488,9	5.983,3	909,1	150,1	1.565,8	845,4				
Mar	4.774,9	1.006,9	3.756,2	14.047,3	11.688,4	12.063,7	4.601,8	5.966,6	958,5	161,5	1.558,7	800,3				
Abri <sup>(p)</sup>	4.962,6	1.015,5	3.935,3	14.124,7	11.728,0	12.103,8	4.671,0	5.960,8	939,4	156,8	1.610,8	785,9				
Operaciones																
2017	287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,4	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4				
2018	90,3	-28,4	118,7	374,8	307,3	382,1	123,6	166,3	-0,4	17,8	88,1	-20,6				
2019	-88,3	-23,5	-65,2	453,0	378,7	426,0	115,0	199,9	42,5	21,2	30,5	43,8				
2019 II TR	-49,5	-1,6	-48,2	123,8	105,6	126,5	51,7	38,8	16,6	-1,5	17,4	0,8				
III TR	-2,6	-0,9	-1,7	129,7	102,3	104,5	27,2	52,0	9,2	13,9	20,7	6,6				
IV TR	-5,2	-15,6	10,2	90,2	78,5	104,6	2,8	60,1	9,1	6,5	-7,8	19,5				
2020 I TR	133,8	21,8	112,0	229,5	247,9	240,3	135,6	41,8	61,6	8,8	15,4	-33,8				
2019 Nov	-9,6	-0,9	-8,9	33,8	15,6	21,8	-4,0	18,6	-5,9	6,9	9,2	9,1				
Dic	21,8	-17,1	38,9	22,6	25,9	47,5	-11,5	21,1	9,5	6,8	-8,4	5,0				
2020 Ene	-9,1	9,6	-18,7	44,8	57,9	35,3	10,5	30,5	15,9	0,8	-14,1	1,0				
Feb	6,7	-1,5	8,2	40,7	20,9	26,1	6,5	22,9	-5,0	-3,4	20,6	-0,9				
Mar	136,2	13,8	122,5	144,0	169,1	178,9	118,6	-11,6	50,7	11,4	8,9	-34,0				
Abri <sup>(p)</sup>	194,4	8,2	186,0	69,2	38,0	37,9	71,5	-5,4	-23,3	-4,7	47,5	-16,3				
Tasas de crecimiento																
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2				
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,1	-2,6				
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6				
2019 II TR	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,1	1,3				
III TR	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,3	2,6				
IV TR	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6				
2020 I TR	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,8				
2019 Nov	-1,4	-0,3	-1,7	3,2	3,2	3,6	2,6	3,3	3,6	16,2	2,9	4,2				
Dic	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6				
2020 Ene	-1,9	-1,3	-2,1	3,4	3,5	3,7	2,6	3,7	4,9	16,7	1,1	5,7				
Feb	-2,0	-1,0	-2,2	3,4	3,5	3,7	2,4	3,9	5,0	14,8	2,0	4,1				
Mar	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,8				
Abri <sup>(p)</sup>	6,2	1,5	7,5	4,4	4,7	4,9	6,0	3,0	7,5	21,1	6,4	-3,6				

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 nocial de tesorería (*notional cash pooling*) prestados por las IFM.

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

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

## 5 Dinero y crédito

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

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>				Hogares <sup>3)</sup>					
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	
	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>				Préstamos ajustados <sup>4)</sup>	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2017	4.323,4	4.358,7	986,2	821,2	2.516,1	5.600,3	5.867,4	654,8	4.216,4	729,0
2018	4.402,3	4.487,6	993,0	843,7	2.565,6	5.742,1	6.025,2	682,6	4.356,8	702,7
2019	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2019 II TR	4.462,4	4.554,2	977,6	867,2	2.617,6	5.825,8	6.115,2	703,6	4.426,6	695,6
III TR	4.488,5	4.581,9	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.165,7	711,2	4.473,5	691,6
IV TR	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2020 I TR	4.601,8	4.703,7	1.002,2	915,8	2.683,8	5.966,6	6.254,2	715,5	4.566,5	684,5
2019 Nov	4.492,2	4.588,1	972,4	883,1	2.636,7	5.912,9	6.201,6	716,4	4.506,6	690,0
Dic	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2020 Ene	4.483,9	4.582,1	965,3	877,1	2.641,5	5.961,1	6.243,4	724,3	4.549,6	687,2
Feb	4.488,9	4.586,3	957,4	880,0	2.651,5	5.983,3	6.264,7	728,4	4.567,3	687,6
Mar	4.601,8	4.703,7	1.002,2	915,8	2.683,8	5.966,6	6.254,2	715,5	4.566,5	684,5
Abri <sup>(p)</sup>	4.671,0	4.775,4	986,5	962,7	2.721,8	5.960,8	6.247,0	701,4	4.573,6	685,8
Operaciones										
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,6	45,0	134,0	-5,9
2018	123,6	175,7	18,6	32,7	72,3	166,3	188,6	41,3	134,3	-9,3
2019	115,0	144,7	-11,7	43,1	83,6	199,9	217,2	40,7	168,7	-9,4
2019 II TR	51,7	55,7	1,3	19,3	31,1	38,8	49,9	11,5	28,7	-1,4
III TR	27,2	34,0	3,6	6,3	17,3	52,0	54,9	8,4	46,5	-2,9
IV TR	2,8	21,7	-5,3	7,5	0,5	60,1	63,7	9,4	53,7	-2,9
2020 I TR	135,6	135,2	28,9	43,4	63,3	41,8	37,6	-2,9	45,9	-1,1
2019 Nov	-4,0	2,9	-10,2	6,4	-0,2	18,6	20,2	3,8	13,5	1,2
Dic	-11,5	2,0	2,0	4,2	-9,4	21,1	23,2	3,3	19,6	-1,8
2020 Ene	10,5	6,3	-11,0	3,2	18,4	30,5	19,6	4,5	24,9	1,1
Feb	6,5	7,5	-8,0	4,2	10,3	22,9	22,3	4,5	17,5	0,9
Mar	118,6	121,4	47,9	36,1	34,6	-11,6	-4,3	-11,9	3,5	-3,1
Abri <sup>(p)</sup>	71,5	72,7	-15,6	46,6	40,4	-5,4	-6,2	-13,9	7,1	1,4
Tasas de crecimiento										
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,0	2,9	3,0	3,2	6,4	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 II TR	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,5	3,4	-1,2
III TR	2,9	3,6	-0,8	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,6
IV TR	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 I TR	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
2019 Nov	2,6	3,4	-1,0	4,7	3,3	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,5
Dic	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 Ene	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,7	3,7	6,0	4,1	-1,2
Feb	2,4	3,0	-2,1	5,0	3,2	3,9	3,7	6,2	4,3	-1,0
Mar	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
Abri <sup>(p)</sup>	6,0	6,6	0,9	13,7	5,4	3,0	3,0	1,3	3,9	-0,9

Fuente: BCE.

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

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

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

4) Ajustados de 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 nocial del tesorería (*notional cash pooling*) prestados por las IFM.

## 5 Dinero y crédito

### 5.5 Contrapartidas de M3 distintas del crédito a residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

Tenencias de la Administración Central <sup>2)</sup>	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM				
	Total	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro				Activos exteriores netos	Otros			
		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 <sup>3)</sup>	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2017	342,7	6.771,1	1.967,5	59,8	2.017,5	2.726,2	933,7	316,3	143,5	92,5
2018	379,3	6.818,7	1.940,7	56,1	2.099,1	2.722,8	1.033,7	443,4	187,0	194,9
2019	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.460,4	428,9	178,9	187,2
2019 II TR	373,7	6.985,0	1.956,9	57,5	2.135,4	2.835,2	1.318,6	449,5	191,5	207,8
III TR	388,0	7.101,1	1.948,1	57,2	2.162,2	2.933,6	1.484,9	445,6	184,2	198,1
IV TR	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.460,4	428,9	178,9	187,2
2020 I TR	413,3	7.036,8	1.935,1	47,2	2.121,9	2.932,6	1.571,7	534,5	183,7	196,2
2019 Nov	369,1	7.078,6	1.951,8	52,6	2.162,7	2.911,5	1.491,5	466,4	211,8	224,8
Dic	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.460,4	428,9	178,9	187,2
2020 Ene	372,2	7.115,6	1.948,9	48,8	2.165,9	2.952,0	1.542,8	407,2	171,1	182,3
Feb	417,2	7.130,6	1.942,5	48,2	2.162,5	2.977,5	1.613,6	469,2	177,9	191,2
Mar	413,3	7.036,8	1.935,1	47,2	2.121,9	2.932,6	1.571,7	534,5	183,7	196,2
abr <sup>(p)</sup>	521,1	7.059,2	1.930,5	46,1	2.124,9	2.957,7	1.566,5	565,1	187,6	203,3
Operaciones										
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-96,1	-58,2	-61,2	-28,5
2018	40,5	51,2	-37,8	-4,9	16,0	77,9	89,0	32,3	16,2	23,6
2019	-28,2	107,3	-5,3	-3,0	27,5	88,1	310,7	10,4	-2,7	-2,5
2019 II TR	3,8	45,8	22,0	1,6	-0,6	22,7	99,9	45,3	-6,9	-4,5
III TR	14,6	12,7	-14,6	-1,0	4,8	23,6	93,5	15,8	6,9	7,4
IV TR	-37,5	4,7	-1,4	-3,3	-14,3	23,7	-0,4	-30,0	-5,3	-10,9
2020 I TR	63,2	-50,3	-9,3	-2,9	-44,9	6,9	71,3	52,6	4,7	9,1
2019 Nov	-11,3	17,4	1,2	-0,6	1,7	15,1	-16,8	26,1	-9,7	-11,3
Dic	-18,9	-4,3	-5,6	-1,3	3,0	-0,5	-30,9	-38,8	-32,8	-37,7
2020 Ene	22,1	-7,3	-2,7	-1,3	2,6	-5,9	42,6	-19,2	-7,8	-4,9
Feb	45,0	0,5	-6,8	-0,6	-5,0	12,8	58,1	42,1	6,8	9,0
Mar	-3,9	-43,6	0,1	-1,0	-42,6	-0,1	-29,5	29,7	5,8	5,0
abr <sup>(p)</sup>	107,9	-19,5	-5,4	-1,0	-2,1	-11,0	-62,4	43,2	4,0	7,0
Tasas de crecimiento										
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 II TR	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,1	3,4	-	-	5,1	6,7
III TR	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,2	3,1	-	-	6,9	11,0
IV TR	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 I TR	12,0	0,2	-0,2	-10,6	-2,5	2,7	-	-	-0,3	0,4
2019 Nov	-4,4	1,8	0,2	-2,6	1,2	3,3	-	-	11,1	12,8
Dic	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 Ene	-1,3	1,2	-0,1	-7,3	0,6	2,7	-	-	-11,5	-10,3
Feb	4,3	0,9	-0,3	-8,5	-0,7	3,0	-	-	-7,6	-6,9
Mar	12,0	0,2	-0,2	-10,6	-2,5	2,7	-	-	-0,3	0,4
abr <sup>(p)</sup>	42,3	0,0	-0,4	-12,9	-2,2	2,0	-	-	-6,6	-4,9

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

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

### 6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						Empleos de capital	
	Total	Recursos corrientes				Recu- ros ros de capital	Total	Empleos corrientes						
		Impues- tos di- rectos	Impues- tos indi- rectos	Cotiza- ciones sociales netas				Remu- neración de asala- riados	Consumo intermedio	Interes- ses	Presta- ciones sociales			
		1	2	3	4			9	10	11	12			
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8	
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7	
2019	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,5	3,7	
2019 I TR	46,5	46,0	12,9	13,1	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7	
II TR	46,5	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,4	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7	
III TR	46,4	45,9	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,5	9,9	5,3	1,7	22,5	3,8	
IV TR	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,6	3,7	

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

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

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

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

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores subyacentes<sup>1)</sup> (en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

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

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

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

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

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

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

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

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.6 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro (en porcentaje del PIB; flujos acumulados de un año y saldos vivos a fin de período)

	Bélgica 1	Alemania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	España 6	Francia 7	Italia 8	Chipre 9	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3	
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,9	-2,4	2,0	
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,7	
2019	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7	
2019 I TR	-1,1	1,8	-0,9	0,0	0,4	-2,5	-2,7	-2,2	-5,1	
II TR	-1,6	1,7	-0,9	0,4	0,6	-2,8	-3,0	-2,2	-4,9	
III TR	-1,8	1,5	-1,0	0,5	0,6	-2,7	-3,3	-2,0	2,2	
IV TR	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7	
Deuda pública										
2016	104,9	69,2	10,2	73,8	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4	
2017	101,7	65,3	9,3	67,7	176,2	98,6	98,3	134,1	93,9	
2018	99,8	61,9	8,4	63,5	181,2	97,6	98,1	134,8	100,6	
2019	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5	
2019 I TR	103,1	61,7	7,8	65,3	182,0	98,6	99,6	136,4	103,1	
II TR	102,3	61,1	9,1	63,9	179,5	98,6	99,6	137,8	107,0	
III TR	102,1	61,1	9,0	62,5	178,1	97,5	100,4	137,1	97,8	
IV TR	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,4	134,8	95,5	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
	Letonia 10	Lituania 11	Luxemburgo 12	Malta 13	Países Bajos 14	Austria 15	Portugal 16	Eslovenia 17	Eslovaquia 18	Finlandia 19
2016	0,2	0,2	1,8	1,0	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,3	1,3	-0,8	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	1,9	1,4	0,2	-0,4	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
2019 I TR	-0,9	0,2	3,8	1,6	1,5	-0,1	-0,2	0,5	-1,0	-1,1
II TR	-1,4	0,0	3,9	1,1	1,5	0,3	0,1	0,5	-1,0	-1,3
III TR	-1,1	-0,3	3,0	0,5	1,3	0,3	-0,1	0,6	-1,1	-2,0
IV TR	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
Deuda pública										
2016	40,9	39,7	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	63,2
2017	39,3	39,1	22,3	50,3	56,9	78,3	126,1	74,1	51,3	61,3
2018	37,2	33,8	21,0	45,6	52,4	74,0	122,0	70,4	49,4	59,6
2019	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4
2019 I TR	38,6	33,8	20,7	46,3	50,8	72,7	123,4	68,1	49,3	59,5
II TR	37,5	35,9	20,3	45,7	50,9	71,8	120,8	67,7	48,6	61,5
III TR	37,1	35,7	20,0	43,4	49,2	71,1	120,2	68,1	48,4	60,2
IV TR	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2020

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 3 de junio de 2020.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-20-004-ES-N (edición electrónica)