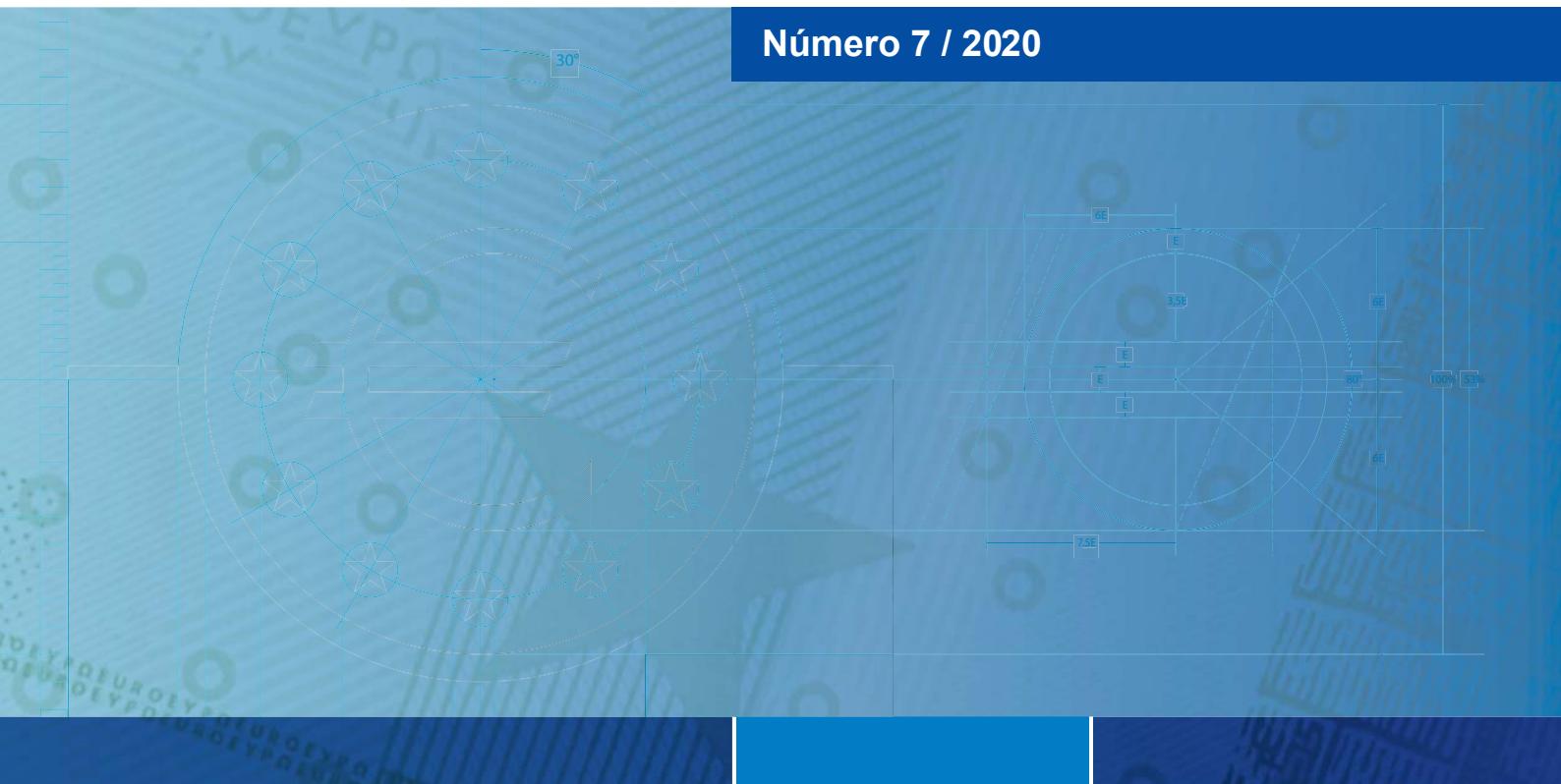


Boletín Económico

Número 7 / 2020



Índice

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	6
2 Evolución financiera	10
3 Actividad económica	14
4 Precios y costes	19
5 Dinero y crédito	23
Recuadros	27
1 Revisión del método de ponderación para las proyecciones relativas al entorno internacional	27
2 Nuevas estadísticas de la zona del euro sobre primas, siniestralidad y gastos de las empresas de seguros	32
3 Patrones de consumo y problemas de medición de la inflación durante la pandemia de Covid-19	36
Artículos	44
1 El impacto del Covid-19 en el producto potencial de la zona del euro	44
2 La integración financiera europea durante la crisis del Covid-19	46
3 Nuevas estadísticas de fondos de pensiones	53

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

El resurgimiento de los contagios por coronavirus (Covid-19) vuelve a plantear retos para la salud pública y para las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y de la zona del euro. La información disponible más reciente señala que la recuperación económica de la zona del euro está perdiendo impulso con más rapidez de lo esperado, tras un repunte fuerte, aunque parcial y desigual, de la actividad económica en los meses de verano. El incremento de los casos de Covid-19 y la consiguiente intensificación de las medidas de contención están lastrando la actividad, lo que constituye un claro deterioro de las perspectivas a corto plazo.

Los datos disponibles sobre la economía mundial apuntan a una rápida recuperación de la actividad global en el tercer trimestre, pero también a una ralentización del impulso. Después de retroceder de forma acusada en la primera mitad de 2020, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) y los indicadores de alta frecuencia registraron un repunte notable durante el tercer trimestre, aunque en septiembre se estabilizaron. Además de las débiles perspectivas del mercado de trabajo, la incertidumbre está repercutiendo en el comportamiento de los consumidores. El comercio mundial también se recuperó con fuerza en el tercer trimestre, tras la pronunciada y profunda contracción del segundo trimestre. La inflación mundial se mantuvo en niveles reducidos.

La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un leve desplazamiento a la baja y se mantuvo ligeramente invertida durante el período analizado. Pese a esta inversión, la curva no sugiere expectativas claras de los mercados de un recorte inminente de los tipos de interés. Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo disminuyeron de forma continuada en todos los países de la zona del euro, debido a las expectativas de adopción de más medidas de apoyo en los ámbitos monetario y fiscal. Los índices bursátiles experimentaron un retroceso significativo, en un contexto de fluctuaciones considerables durante el período de referencia. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo, en general, estable.

Los datos más recientes apuntan a un intenso repunte del producto de la zona del euro en el tercer trimestre de 2020, después de experimentar una contracción acusada, del 11,8 % en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. Con todo, los aumentos actuales de las tasas de contagio por coronavirus son un factor adverso para las perspectivas a corto plazo y es muy probable que se plasmen en una moderación significativa del crecimiento del producto en el último trimestre del año, como ya han indicado las encuestas recientes. Al mismo tiempo, la recuperación sigue siendo desigual en los distintos sectores, ya que la rama de servicios ha sido

la más afectada por la pandemia, en parte como resultado de su sensibilidad a las medidas de distanciamiento social. A más largo plazo, el mantenimiento de la recuperación sigue estando condicionado, en gran parte, por la evolución de la pandemia y por el éxito de las medidas de contención. Aunque es probable que la incertidumbre relacionada con la evolución de la pandemia atenúe la fuerza de la recuperación del mercado de trabajo, del consumo y de la inversión, la economía de la zona del euro debería seguir viéndose respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por un tono expansivo de las políticas fiscales y por el fortalecimiento gradual de la actividad y de la demanda mundiales.

La inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC descendió hasta situarse en el –0,3 % en septiembre, frente al –0,2 % de agosto, reflejo de la evolución de los precios de la energía, de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. Sobre la base de los precios actuales del petróleo y de los precios de los futuros sobre esa materia prima, y teniendo en cuenta la rebaja temporal del tipo del IVA en Alemania, es probable que la inflación general siga siendo negativa hasta principios de 2021. Por otra parte, las presiones a corto plazo sobre los precios seguirán siendo moderadas, debido a la debilidad de la demanda, especialmente en los sectores de turismo y viajes, así como a la disminución de las presiones salariales y a la apreciación del tipo de cambio del euro. A medio plazo, la recuperación de la demanda, respaldada por la orientación acomodaticia de las políticas monetaria y fiscal, ejercerá presiones al alza sobre la inflación. Los indicadores de mercado y los de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen prácticamente sin variación, en niveles reducidos.

La pandemia de coronavirus ha seguido influyendo de forma significativa en la evolución monetaria y crediticia de la zona del euro. El crecimiento monetario aumentó de nuevo en septiembre de 2020, y el crédito interno, que continuó siendo la principal fuente de creación de dinero, se vio respaldado de manera creciente por las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema. Las oportunas e importantes medidas adoptadas por las autoridades monetarias, fiscales y supervisoras desde la irrupción de la pandemia han seguido apoyando la concesión de crédito bancario en condiciones favorables a la economía de la zona del euro. No obstante, como pone de manifiesto la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2020, las entidades de crédito endurecieron los criterios de concesión de préstamos a empresas y a hogares en el tercer trimestre de 2020, debido a percepciones de aumento de los riesgos.

Las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno desde principios de marzo están contribuyendo a preservar unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores y países de la zona del euro, lo que respalda de forma decisiva el sostenimiento de la actividad económica y el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo. Al mismo tiempo, en el actual entorno de riesgos claramente orientados a la baja, el Consejo de Gobierno evaluará atentamente la información disponible, incluidas la evolución de la pandemia, las perspectivas sobre el despliegue de vacunas y la evolución del tipo de cambio. La nueva ronda de proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre permitirá realizar una reevaluación detenida de las

perspectivas económicas y del balance de riesgos. Sobre la base de esta evaluación actualizada, el Consejo de Gobierno ajustará sus instrumentos, según proceda, para responder al curso de la situación y asegurar que las condiciones de financiación continúen siendo favorables, a fin de apoyar la recuperación económica y contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la senda de inflación proyectada. Ello promoverá la convergencia de la inflación hacia su objetivo de manera sostenida, en línea con su compromiso de simetría.

Mientras tanto, el Consejo de Gobierno decidió reconfirmar la orientación acomodaticia de su política monetaria.

El Consejo de Gobierno mantendrá sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, y se espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta 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.

El Consejo de Gobierno continuará realizando compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) con una dotación total de 1.350 mm de euros. Estas compras contribuyen a relajar la orientación general de la política monetaria, lo que ayuda a contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia en la senda de inflación proyectada. Las compras seguirán efectuándose con flexibilidad a lo largo del tiempo, entre distintas clases de activos y entre jurisdicciones. Esto permite al Consejo de Gobierno contener de manera efectiva los riesgos para la transmisión fluida de la política monetaria. El Consejo de Gobierno realizará compras netas de activos en el marco del PEPP al menos hasta el final de junio de 2021 y, en todo caso, hasta que considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado. Asimismo, reinvertirá el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2022. En todo caso, la futura extinción de la cartera PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

En el marco del programa de compra de activos (APP), las compras netas continuarán 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 final de año. El Consejo de Gobierno sigue esperando que las compras mensuales netas en el marco del APP prosigan durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos oficiales y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE. 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 empieza 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.

El Consejo de Gobierno también continuará proporcionando abundante liquidez a través de sus operaciones de financiación. En particular, la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III)

sigue siendo una atractiva fuente de financiación para las entidades de crédito que apoya el crédito bancario a las empresas y a los hogares.

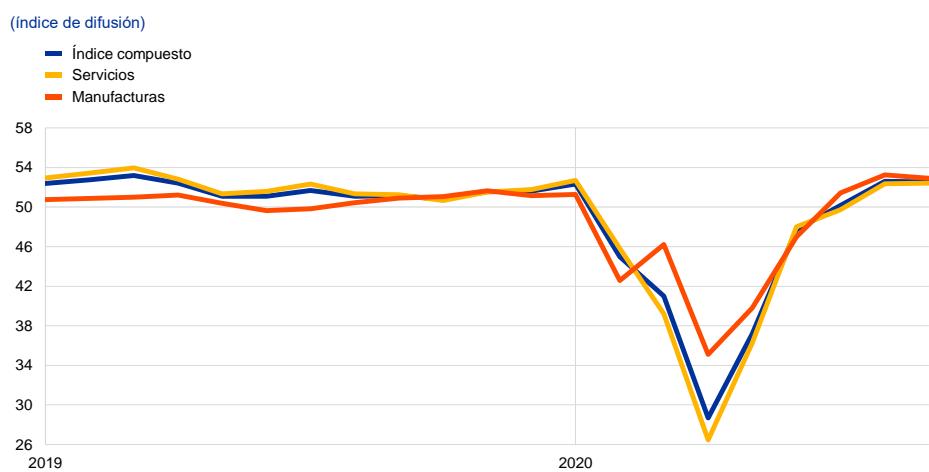
1

Entorno exterior

Los datos más recientes apuntan a una rápida recuperación de la actividad global en el tercer trimestre, pero también a una ralentización del impulso posteriormente. Después de retroceder de forma acusada en la primera mitad de 2020, el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) registró un repunte notable durante el tercer trimestre y se situó en 51,8, frente a un nivel de 37,9 en el trimestre precedente. Sin embargo, en septiembre no varió, ya que la mejora marginal observada en los servicios se vio contrarrestada por un ligero retroceso del PMI de producción de las manufacturas (véase gráfico 1). En general, en los servicios caracterizados por un grado elevado de proximidad física, como el turismo y las actividades recreativas, el transporte y los servicios de consumo, la actividad continuó siendo escasa en el tercer trimestre. Algunos indicadores de alta frecuencia no convencionales, como las tendencias de movilidad y la confianza de los consumidores, también señalan una moderación del dinamismo al final del tercer trimestre, en particular en las economías avanzadas. Esto podría ser una señal de que las empresas y los hogares siguen siendo prudentes en sus decisiones de gasto, debido a la preocupación sobre el resurgimiento de los contagios, a las obligaciones de mantener la distancia social y a los temores de que vuelvan a aplicarse medidas de contención en el contexto de la actual pandemia de coronavirus (Covid-19).

Gráfico 1

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



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2020.

Además de las débiles perspectivas del mercado de trabajo, la incertidumbre está repercutiendo en el comportamiento de los consumidores. La recuperación del producto y, en menor medida, del empleo, sigue siendo incompleta, en particular en lo que respecta a las actividades más afectadas por la pandemia. En general, las ventas del comercio minorista han crecido de forma acusada —favorecidas por la demanda embalsada tras los confinamientos— gracias

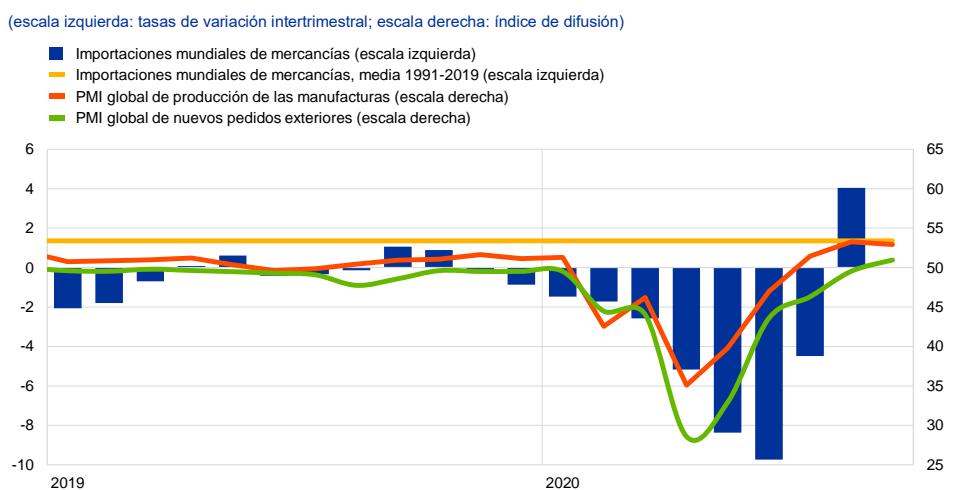
a la renta disponible, que se ha visto respaldada por las medidas aplicadas por los Gobiernos. Con todo, debido en parte a motivos de precaución como consecuencia de la elevada incertidumbre económica, las tasas de ahorro también siguen siendo considerablemente más elevadas que antes de la pandemia. La confianza de los consumidores continúa en niveles muy reducidos a escala global y ha mejorado poco desde el mínimo de abril.

El comercio mundial también se recuperó con fuerza en el tercer trimestre.

Tras el retroceso de dos dígitos que registró el comercio internacional durante el segundo trimestre, los datos más recientes apuntan a una intensa recuperación en el tercero (véase gráfico 2). Las importaciones mundiales de mercancías (excluida la zona del euro) se incrementaron un 2,4 % en agosto, en tasa intermensual, según datos del CPB. Aunque este aumento fue menor que el observado en junio y julio, confirma que el comercio internacional repuntó de forma acusada en el tercer trimestre. Este repunte también ha sido corroborado por un indicador de seguimiento basado en indicadores semanales de comercio. En comparación con períodos recesivos anteriores, el comercio mundial ha mostrado una capacidad de resistencia relativa si se considera la pronunciada y profunda contracción económica que se produjo en el segundo trimestre. Esto refleja, en cierta medida, el hecho de que la rama de servicios, menos intensiva en comercio, ha sido la más perjudicada por el desplome de la actividad.

Gráfico 2

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

La inflación mundial se mantuvo estable en agosto. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo no experimentó variaciones y fue del 1,2 % en agosto. Las presiones a la baja procedentes de la tasa de variación interanual de los precios de la energía continuaron en agosto, aunque a un ritmo más lento, mientras que la inflación de los precios de los alimentos experimentó un aumento marginal. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el

IPC (excluidos la energía y los alimentos) descendió ligeramente y se situó en el 1,6 %. Las presiones inflacionistas permanecen contenidas en las principales economías avanzadas y emergentes, y se espera que sigan siendo moderadas a corto y a medio plazo, como consecuencia de la escasa demanda.

Los precios del petróleo se han incrementado levemente desde la última reunión del Consejo de Gobierno, pero se han mantenido dentro de un rango limitado, debido al efecto compensatorio de la dinámica de la demanda y la oferta. Desde junio, los precios del Brent han fluctuado entre 35 y 45 dólares estadounidenses por barril, y actualmente se sitúan alrededor de un 7 % por encima de los valores comunicados para la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre. Tras el aumento de la demanda mundial de petróleo que se produjo en julio, cuando se relajaron las restricciones asociadas al coronavirus (Covid-19), la Agencia Internacional de la Energía espera que la demanda de crudo experimente una desaceleración, debido al incremento de los casos de Covid-19 en todo el mundo. La menor oferta de petróleo sigue contrarrestando las presiones a la baja procedentes de la demanda y se redujo en septiembre, cuando los países que integran la OPEP+ mejoraron su tasa de cumplimiento del acuerdo de producción. Esto se suma a los sustanciales recortes de la oferta de crudo tras el acuerdo alcanzado por la OPEP+ en respuesta a la pandemia y los cierres de pozos de petróleo en Estados Unidos, que afectaron significativamente a la producción. Los precios del crudo siguen siendo alrededor de un tercio más bajos que los registrados antes de la irrupción del coronavirus. Al mismo tiempo, los precios de los metales han permanecido estables, en general, desde la última reunión del Consejo de Gobierno, mientras que los de los alimentos han subido ligeramente.

En Estados Unidos, la recuperación experimentará una ligera pérdida de impulso tras el intenso crecimiento del tercer trimestre. De acuerdo con la primera estimación, el PIB real de este país creció un 33,1 % en tasa intertrimestral anualizada, favorecido por el acusado repunte de la demanda interna, pero la recuperación está perdiendo dinamismo. En septiembre, la producción industrial disminuyó, después de registrar una desaceleración notable en agosto, mientras que las ventas del comercio minorista repuntaron levemente (en términos reales), tras arrojar unos resultados débiles en dos ocasiones en meses anteriores. Esta evolución fue acorde con la de la renta individual, que se recuperó un poco en septiembre, mientras que la tasa de ahorro de los hogares se mantuvo en niveles históricamente elevados. Con todo, las perspectivas de gasto son débiles si no se adoptan más medidas de apoyo. Al mismo tiempo, la recuperación del mercado de trabajo estadounidense se está ralentizando. El descenso marginal del desempleo observado en septiembre, hasta el 7,9 %, se debió principalmente a la disminución de la tasa de actividad, mientras que el número de ofertas de empleo sigue siendo reducido.

Japón está registrando una recuperación económica gradual, ya que parece que el rebrote de los contagios por Covid-19 observado durante el verano se ha contenido. La actividad económica tocó fondo y comenzó a reanudarse paulatinamente desde que terminó el confinamiento parcial en mayo. La producción industrial y las exportaciones reales de bienes han mostrado una tendencia al alza

desde entonces, mientras que, en agosto, las importaciones disminuyeron por cuarto mes consecutivo. Aunque el resurgimiento de casos de Covid-19 en el país y las condiciones meteorológicas adversas moderaron temporalmente el ritmo de recuperación a comienzos del verano, desde finales de julio la contención de la pandemia ha ido asociada a una mejora de la confianza de los consumidores que ha contribuido a la recuperación.

En el Reino Unido, el repunte de la actividad mostró señales de desaceleración a finales del tercer trimestre. El PIB real de este país retrocedió alrededor de un 22 % en la primera mitad de 2020 en comparación con el nivel observado al final de 2019. Los datos mensuales relativos al PIB disponibles hasta agosto pusieron de manifiesto que la actividad económica ha seguido una senda constante de recuperación desde el mínimo registrado en abril, pese a los indicios recientes de pérdida de impulso. Los índices PMI también sugieren una pérdida de dinamismo desde agosto, incluso antes de la reintroducción de medidas de contención adicionales, que se han ido endureciendo considerablemente desde la segunda quincena de septiembre. Además del repunte de la tasa de contagio por Covid-19 y de las hospitalizaciones, el fuerte aumento del desempleo y la mayor incertidumbre relacionada con el resultado de las negociaciones en curso sobre el Brexit están lastrando la recuperación.

En China, el crecimiento que experimentó el PIB real en el tercer trimestre confirmó la continuación y la generalización de la recuperación. Aunque el avance del PIB fue ligeramente inferior al recogido en las previsiones de Consensus Forecasts, la economía del país siguió recuperándose de forma ininterrumpida durante el tercer trimestre (4,9 % en tasa interanual). La recuperación también se ha ido generalizando. La formación de capital y la demanda exterior neta continuaron favoreciendo el crecimiento, mientras que la contribución del consumo final fue positiva por primera vez este año. Además, los datos de septiembre señalan la aceleración del impulso hacia el final del trimestre. La producción industrial se incrementó un 6,9 %, y las ventas del comercio minorista, un 3,3 %, en términos interanuales, lo que fue una sorpresa positiva en ambos casos. En conjunto, los datos recientes apuntan a la normalización continuada de la actividad y la expansión hacia los sectores más afectados por la pandemia de Covid-19. No obstante, las perspectivas siguen siendo heterogéneas, debido a un entorno mundial desfavorable afectado por el resurgimiento global de la pandemia y por la posibilidad de que se produzca una segunda ola de contagios en China continental, aunque, hasta ahora, las autoridades han logrado reducir al mínimo este riesgo.

2

Evolución financiera

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en –46 y –55 puntos básicos¹, respectivamente, durante el período considerado (del 10 de septiembre al 28 de octubre de 2020). En ese mismo período, el exceso de liquidez aumentó en unos 225 mm de euros y se situó en torno a los 3.205 mm de euros, reflejo, principalmente, de los fondos obtenidos en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), así como de las compras de activos realizadas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés).

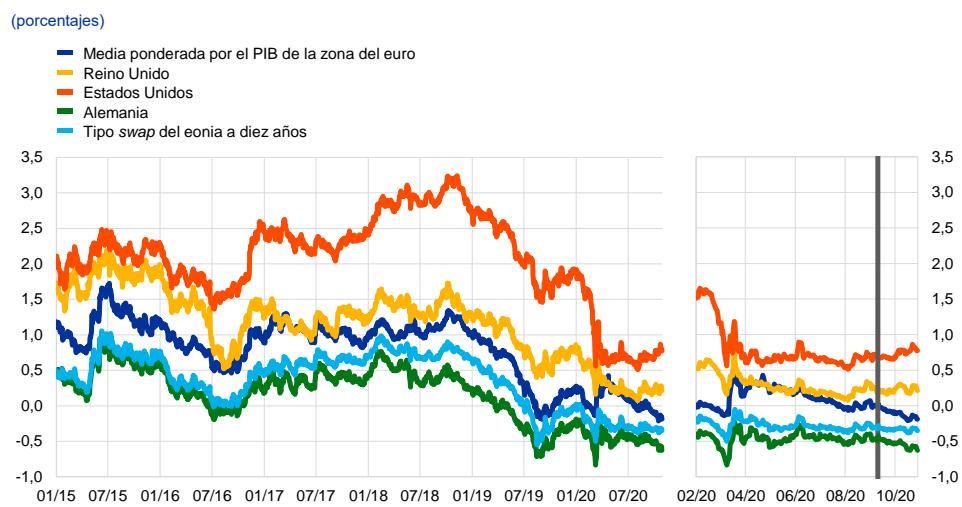
La curva de tipos forward del eonia registró un leve desplazamiento a la baja durante el período analizado y se mantuvo ligeramente invertida. Pese a esta inversión, la curva no sugiere expectativas claras de los mercados de un recorte inminente de los tipos de interés². En conjunto, los tipos forward del eonia siguen siendo inferiores a cero para horizontes hasta 2028, lo que indica que los mercados continúan esperando un período prolongado de tipos de interés negativos.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo descendieron en las principales jurisdicciones durante el período considerado. El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo en 20 puntos básicos, hasta el –0,19 % (véase gráfico 3), debido al efecto combinado de unos tipos de interés libres de riesgo ligeramente más bajos y a un estrechamiento más pronunciado de los diferenciales soberanos. En el Reino Unido, los rendimientos de los bonos soberanos a diez años también disminuyeron (3 puntos básicos), mientras que en Estados Unidos aumentaron en 8 puntos básicos.

¹ La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019; ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», Boletín Económico, número 7, BCE, 2019.

² Esta valoración refleja la información procedente de los resultados de las últimas encuestas y estimaciones empíricas de expectativas «genuinas» relativas a los tipos de interés, es decir, tipos forward netos de primas por plazo.

Gráfico 3
Rendimientos de la deuda soberana a diez años



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de septiembre de 2020). La ventana ampliada muestra la evolución de los rendimientos soberanos desde el 1 de febrero de 2020. Las últimas observaciones corresponden al 28 de octubre de 2020.

Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto a los tipos de interés libres de riesgo han seguido reduciéndose en las distintas jurisdicciones, debido a las expectativas de adopción de más medidas de apoyo en los ámbitos monetario y fiscal. Por el momento, el resurgimiento del coronavirus (Covid-19) y la reintroducción de medidas locales de confinamiento en toda Europa solo han tenido un impacto limitado en los mercados de deuda soberana. Los diferenciales de la deuda soberana a diez años (con respecto al tipo de interés libre de riesgo correspondiente) se mantienen actualmente en niveles próximos a los observados antes de la pandemia en todos los países de la zona del euro. La reducción de los diferenciales fue más acusada en los países más seriamente afectados por la pandemia durante la primavera de 2020 y en los que se habían registrado mayores incrementos de dichos diferenciales. Los diferenciales de la deuda soberana alemana, francesa, italiana, española y portuguesa a diez años se redujeron 10, 9, 25, 9 y 14 puntos básicos, hasta situarse en -0,28, 0,03, 1,12, 0,53 y 0,52 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 descendió 11 puntos básicos y se situó en 0,18 puntos porcentuales, debido a las expectativas de más medidas de apoyo en los ámbitos monetario y fiscal.

Los índices bursátiles experimentaron un retroceso significativo, tras registrar fluctuaciones considerables durante el período de referencia. Hacia finales de septiembre, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro cayeron un 3,1 %. Después de recuperarse totalmente, volvieron a descender, y en la actualidad se sitúan un 6 % por debajo de los niveles observados al principio del período analizado. La caída de las cotizaciones bancarias de la zona del euro fue más pronunciada, del 15,8 %, durante el período considerado. Una dinámica similar se observó en Estados Unidos, donde las cotizaciones de las

sociedades no financieras y de las entidades de crédito se sitúan un 0,5 % y un 4,2 %, respectivamente, por debajo de los niveles registrados al principio del período de referencia. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro se vieron favorecidos por una mejora de las expectativas de beneficios a corto plazo con respecto a los muy bajos niveles observados anteriormente en el año, mientras que la prima de riesgo de las acciones aumentó. Las ventas masivas más recientes se han producido en el contexto de la reintroducción de medidas de contención en algunos países europeos para limitar la propagación del Covid-19. Es probable que el descenso de las cotizaciones del sector bancario de la zona del euro esté relacionado con la percepción de un aumento del riesgo de balance derivado de los nuevos confinamientos.

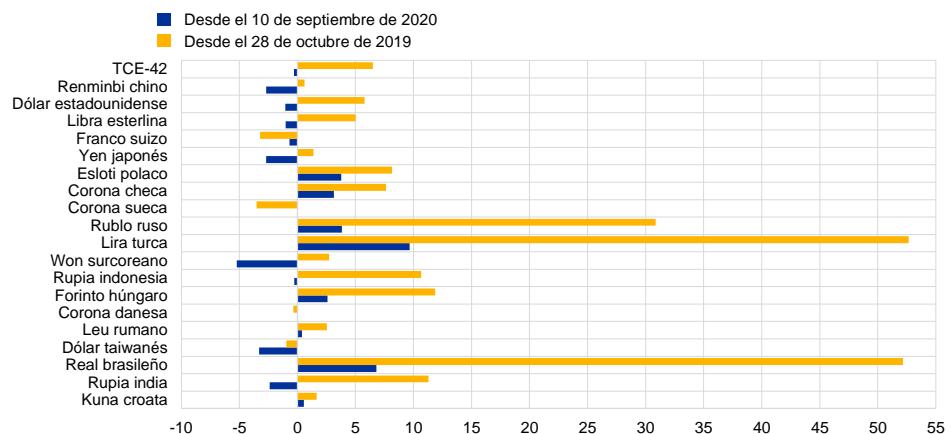
Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro registraron un leve descenso durante el período analizado. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y de la deuda del sector financiero con respecto al tipo de interés libre de riesgo retrocedieron ligeramente durante el período de referencia, hasta situarse en 93 y 76 puntos básicos, respectivamente, el 28 de octubre. En general, esta ligera caída refleja una disminución de la prima en exceso de los bonos. Los determinantes fundamentales del riesgo de crédito (medidos por las calificaciones crediticias y las frecuencias de impago esperadas) se mantuvieron mayormente estables.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo, en general, estable (véase gráfico 4) y algunos tipos de cambio bilaterales se movieron en direcciones opuestas, reflejo de las diferentes perspectivas de recuperación de la crisis del Covid-19. Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 0,3 %. En cuanto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el euro se depreció frente al renminbi chino (2,7 %) y a las monedas de otras importantes economías emergentes de Asia, debido al intenso repunte de la actividad y del clima económico en los centros (*hubs*) manufactureros asiáticos. La moneda única también perdió valor frente al yen japonés (2,7 %), el dólar estadounidense (1 %) y la libra esterlina (1 %). En cambio, el euro se apreció frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, sobre todo frente al esloti polaco (3,8 %) y a la corona checa (3,1 %). También siguió fortaleciéndose frente a la lira turca, el real brasileño y el rublo ruso.

Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 28 de octubre de 2020.

3

Actividad económica

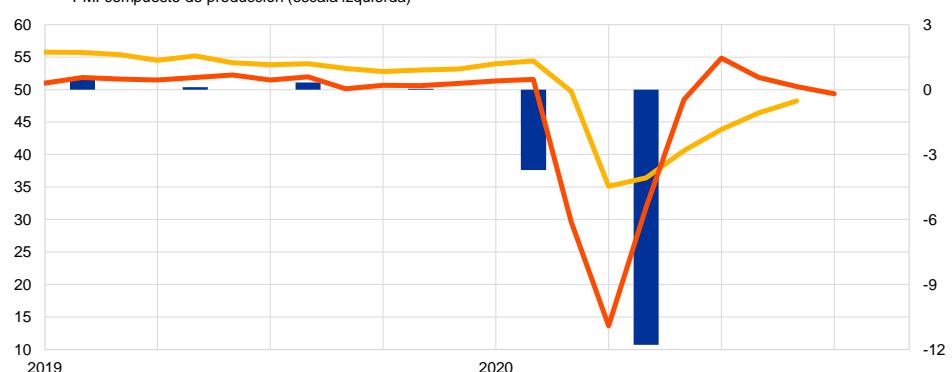
Después de la caída sin precedentes del producto de la zona del euro en el segundo trimestre de 2020, el crecimiento económico se habría recuperado en el tercer trimestre, antes de volver a disminuir en el cuarto. La actividad económica total se contrajo un 11,8 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2020 —tras un descenso del 3,7 % en el primero—, por lo que la disminución acumulada en la primera mitad del año fue del 15,1 % (véase gráfico 5). El desglose del segundo trimestre muestra que el retroceso del PIB fue generalizado, con caídas de la demanda interna (que contribuyó con -10,9 puntos porcentuales al crecimiento) y de la demanda exterior neta (-0,8 puntos porcentuales), así como la variación de existencias (-0,1 puntos porcentuales). Los indicadores económicos señalan que la contracción de la actividad económica como consecuencia de la pandemia de coronavirus (Covid-19) registró un mínimo en abril de 2020. La información cuantitativa, los resultados de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia apuntan a un fuerte repunte del producto en el tercer trimestre, mientras que se espera que el crecimiento descienda nuevamente en el último trimestre del año. Al mismo tiempo, se espera que la recuperación de la zona del euro sea desigual en los distintos sectores, dado que los servicios son el sector que está siendo más perjudicado por la pandemia, en parte como resultado de su sensibilidad a las medidas de distanciamiento social. Lo mismo es aplicable a los distintos países, ya que la recuperación dependerá de las tasas de contagio y de los esfuerzos para contener la pandemia. La pandemia de Covid-19 y las medidas de contención asociadas han afectado, y seguirán afectando, al producto potencial, lo que se analiza con más detalle en el artículo titulado «[The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#)», en este Boletín Económico.

Gráfico 5

PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) y PMI compuesto de producción

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

- PIB real (escala derecha)
- ESI (escala izquierda)
- PMI compuesto de producción (escala izquierda)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) se normaliza y reescaliza para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI). Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2020 para el PIB real, a septiembre de 2020 para el ESI y a octubre de 2020 para el índice PMI.

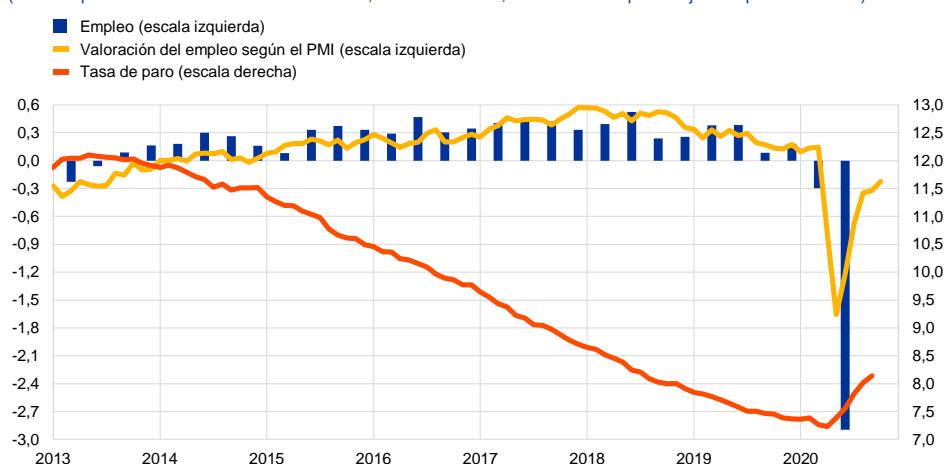
La pandemia de Covid-19 provocó la contracción más fuerte de la que se tiene constancia en el empleo y en el total de horas trabajadas en la primera mitad de 2020, mientras que el impacto sobre la tasa de paro fue más limitado como consecuencia de los programas de apoyo al empleo. En comparación con el retroceso del PIB real registrado durante la primera mitad de 2020, el aumento de la tasa de paro oficial fue relativamente limitado, ya que se situó en el 8,1 % en agosto, desde el mínimo histórico del 7,2 % de marzo de 2020, pero todavía lejos del máximo del 12,7 % alcanzado en febrero de 2013. Las medidas de apoyo al empleo, como los programas de regulación temporal de empleo, así como la disminución de la tasa de actividad, ayudan a explicar el impacto limitado sobre la tasa de paro. Estas medidas también contuvieron la caída del empleo, que en el segundo trimestre de 2020 se redujo un 2,9 % con respecto al primero (véase gráfico 6). El descenso de las horas totales trabajadas fue considerablemente mayor, del 13,4 % en el segundo trimestre, lo que se tradujo en una disminución del 10,8 % en las horas medias trabajadas por persona ocupada. Todavía no se dispone de información sobre el empleo y las horas trabajadas para el tercer trimestre de 2020.

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo se han recuperado parcialmente, pero continúan señalando una evolución contractiva. El índice de directores de compras (PMI) relativo al empleo aumentó hasta situarse en 48,1 en octubre —de acuerdo con su estimación *flash*—, desde un valor de 47,7 en septiembre y de 46,8 en agosto, tras registrar un repunte más acusado, de 3,3 puntos, en julio (véase gráfico 6). Sin embargo, el nivel actual del PMI continúa sugiriendo una contracción del empleo y podría interpretarse como una indicación temprana de unas débiles perspectivas de empleo en los próximos meses.

Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2020 para el empleo, a octubre de 2020 para el PMI y a agosto de 2020 para la tasa de paro.

El repunte del gasto en consumo se estancó durante el verano. El volumen de ventas del comercio minorista aumentó un 4,4 % en agosto con respecto a julio. Con

todo, este incremento parece haber estado motivado, en gran medida, por el aplazamiento del período de rebajas de julio a agosto en algunos países. Si se consideran conjuntamente los datos de julio y agosto, las ventas minoristas superaron en un 0,4 % a las de junio. Las matriculaciones de automóviles en la zona del euro han returnedo al nivel observado antes del Covid-19, y en septiembre se situaron solo un 1 % por debajo del registrado hace un año. La confianza de los consumidores disminuyó en octubre, después de aumentar durante dos meses consecutivos. Cada vez hay más hogares que indican que su situación financiera está empeorando. Como resultado, sus intenciones de realizar grandes compras se mantienen en las cotas más bajas observadas desde la crisis de deuda soberana.

La recuperación de la demanda de bienes sigue siendo desigual. El total de ventas del comercio minorista se ha recuperado completamente del colapso que se produjo a raíz de la irrupción de la pandemia en Europa, pero oculta una recuperación muy heterogénea en las distintas subcategorías. Las ventas al por menor de combustible para la automoción permanecieron por debajo del nivel registrado antes del Covid-19 en julio y en agosto, ya que se sigue viajando menos. De igual modo, los hogares están comprando menos artículos de vestir y calzado, debido a las medidas de distanciamiento social. En cambio, se compran más equipos de audio y vídeo que antes de la pandemia. Como las tasas de contagio han empezado a aumentar de nuevo recientemente, se espera que el ahorro por motivo precaución siga siendo elevado. En consecuencia, la tasa de ahorro se habría reducido en el tercer trimestre, pero continuaría estando muy por encima de los niveles observados antes del Covid-19.

Después de la caída del 20,8 % registrada en el segundo trimestre, es probable que las tasas de crecimiento de la inversión empresarial de la zona del euro hayan repuntado en el tercer trimestre, pero el nivel de inversión se mantiene muy por debajo del observado antes del Covid-19. En julio y agosto, la producción industrial de bienes de equipo se situó, en promedio, alrededor de un 23 % por encima del nivel del segundo trimestre. Dada la relación estrecha que suele haber con la inversión en maquinaria y equipo, también se espera que, en el tercer trimestre, la inversión empresarial haya aumentado de forma acusada. Sin embargo, en los próximos trimestres, además de la incertidumbre asociada a la evolución de la pandemia, existe el riesgo de que el ritmo de recuperación de la inversión se ralentice notablemente. En primer lugar, los balances de las empresas se han deteriorado. En los períodos de crisis, muchas empresas con bajos ingresos y beneficios suelen aplazar o cancelar todos los gastos empresariales no esenciales, lo que incluye la inversión en capital. En segundo lugar, la utilización de su capacidad productiva repuntó en el tercer trimestre de 2020, hasta situarse en el 72 %, pero se mantiene un 11 % por debajo del nivel registrado en el período anterior a la irrupción del Covid-19. En tercer lugar, las carteras de pedidos de las empresas permanecen en niveles muy bajos.

Tras la contracción del 12,4 % del segundo trimestre, el fuerte repunte de la inversión residencial esperada para el tercer trimestre debería dar paso a un descenso del ritmo de recuperación. En la primera mitad de 2020, en la zona del euro la inversión en vivienda se redujo un 14,4 % con respecto al final de 2019,

aunque su evolución fue notablemente diferente en los países de mayor tamaño de la zona del euro —desde un incremento del 0,8 % en Alemania hasta una caída del 31,5 % en España—. De hecho, la irrupción de la pandemia de Covid-19 provocó una paralización generalizada de las obras de construcción y limitó la concesión de visados de obra. Sin embargo, esta evolución se vio parcialmente mitigada por la abultada cartera de proyectos de construcción pendientes (especialmente, en Alemania y Países Bajos) y estuvo acompañada de una disminución del volumen de operaciones sin efectos visibles sobre los precios de la vivienda hasta el segundo trimestre. Como varios países empezaron a relajar las medidas de contención entre mayo y septiembre, la actividad constructora se reanudó en el tercer trimestre, beneficiándose del descenso generalizado de los límites a la producción de las empresas, lo que señala una dinámica similar en la inversión residencial. Con todo, los PMI de producción de la construcción y las expectativas empresariales de la zona del euro se situaron por debajo del umbral de expansión en septiembre, lo que apunta a una moderación de la actividad a corto plazo. Esta moderación en el sector de la construcción puede estar también relacionada con el incremento reciente de las restricciones en los distintos países para contener un nuevo aumento de los contagios. Los riesgos a la baja adicionales para las perspectivas de inversión residencial a medio plazo pueden derivarse —por el lado de la oferta— del mayor riesgo en los balances de las empresas inmobiliarias y —por el lado de la demanda— de la persistente incertidumbre, que lleva a los hogares y a los inversores a aplazar operaciones.

Después de desplomarse en el segundo trimestre, el comercio de la zona del euro repuntó con fuerza en el tercer trimestre de 2020. Los datos sobre el comercio de bienes en términos nominales correspondientes a julio y a agosto muestran que continúa la recuperación que comenzó en mayo coincidiendo con la relajación de las restricciones relacionadas con el Covid-19. En agosto, las exportaciones e importaciones nominales de bienes de la zona del euro aumentaron, en términos intermensuales, un 4 % y un 2,7 %, respectivamente. No obstante, estas cifras siguen reflejando una desaceleración con respecto a julio. En agosto —el cuarto mes consecutivo de expansión—, los intercambios comerciales fuera de la zona del euro fueron un 11 % inferiores a los de febrero. Desde julio, las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro han crecido en todos los destinos, salvo en Asia. Las exportaciones reales de algunas categorías (concretamente, productos químicos y aceites de origen animal y vegetal), que habían aumentado con fuerza al inicio de la pandemia, en marzo y abril, disminuyeron entre mayo y julio. Al mismo tiempo, las exportaciones de automóviles y de combustible fueron las subcategorías de consumo que crecieron con más intensidad. Los datos de los dos primeros meses del tercer trimestre de 2020 señalan un notable repunte del comercio de manufacturas en términos intertrimestrales. Los indicadores adelantados apuntan a la continuación de esta mejora en los próximos meses. El PMI *flash* de nuevos pedidos exteriores de manufacturas de la zona del euro se incrementó y se situó en 56 en octubre, después de registrar un avance considerable en septiembre. Las valoraciones que efectúan las empresas de los niveles de sus carteras de pedidos exteriores, según las encuestas de la Comisión Europea, confirman la mejora de las condiciones para el comercio de manufacturas. Esta opinión también está respaldada por los

indicadores de transporte de mercancías. Sin embargo, las exportaciones de servicios de la zona del euro están experimentando una contracción que no se prevé que termine en los próximos meses. Tras la recuperación observada a raíz de la relajación de las restricciones a la movilidad, el PMI de nuevos pedidos exteriores de los servicios de la zona del euro empeoró en agosto, y en octubre seguía claramente en terreno contractivo (39,6).

Si bien los indicadores económicos, en particular los resultados de las encuestas, señalan con claridad un fuerte repunte del crecimiento en el tercer trimestre, recientemente han perdido cierto dinamismo, lo que apunta a una desaceleración significativa en el último trimestre del año. Tanto el indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea como el PMI compuesto de producción registraron un aumento entre el segundo y el tercer trimestre de 2020, en línea con el intenso repunte del crecimiento. Esta recuperación de la actividad económica también se ve confirmada por indicadores de alta frecuencia, como el consumo de electricidad. No obstante, el PMI se redujo en septiembre y en octubre (hasta situarse en 49,4, frente al máximo reciente de 54,9 alcanzado en julio), lo que indica una ralentización del crecimiento en el cuarto trimestre de este año. Es evidente que los servicios se han visto más perjudicados por la pandemia que la industria, lo que refleja, en gran medida, la mayor sensibilidad del sector servicios a las medidas de distanciamiento social y la caída relativamente más acusada que ha experimentado su crecimiento a raíz de la irrupción de la pandemia y de las medidas adoptadas para contenerla.

A más largo plazo, una recuperación sostenida sigue estando condicionada, en gran parte, por la evolución de la pandemia y por el éxito de las medidas de contención. Aunque es probable que la incertidumbre en torno al Covid-19 atenúe la fuerza de la recuperación de los mercados de trabajo, del consumo y de la inversión, la economía de la zona del euro debería seguir viéndose respaldada por unas condiciones de financiación favorables y por un tono expansivo de las políticas fiscales. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#), realizada a principios de octubre, muestran que las previsiones del sector privado relativas al crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2020 y a la baja para 2021 con respecto a la encuesta anterior, que se llevó a cabo a principios de julio.

4

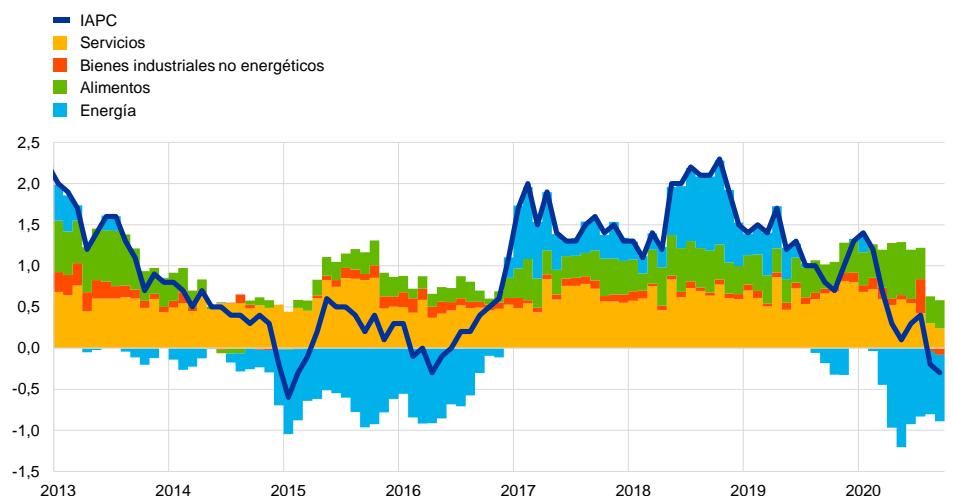
Precios y costes

La inflación general pasó a ser algo más negativa en septiembre de 2020. El descenso hasta el $-0,3\%$, desde el $-0,2\%$ de agosto, refleja la disminución de la tasa de variación de los precios de la energía, de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, mientras que la de los alimentos registró un incremento marginal (véase gráfico 7).

Gráfico 7

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)



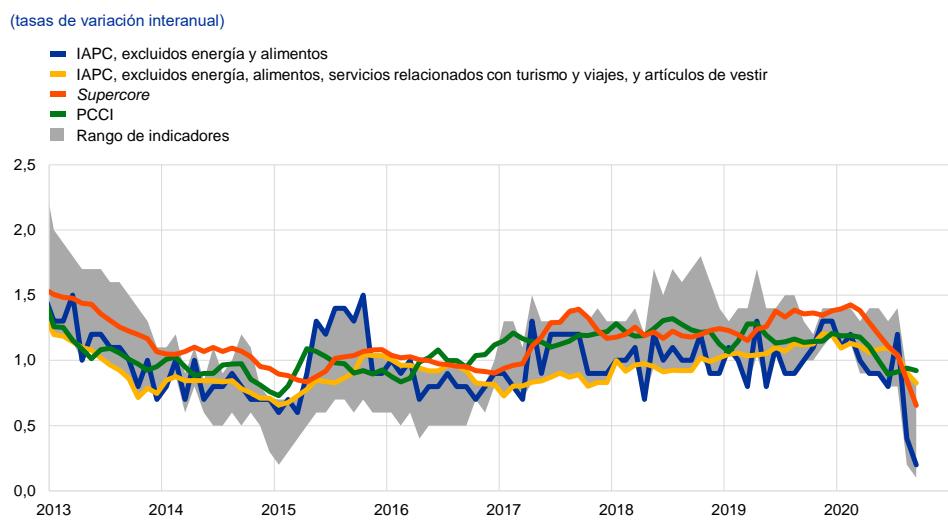
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Los indicadores de la inflación subyacente retrocedieron. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se redujo desde el $0,4\%$ registrado en agosto hasta el $0,2\%$ en septiembre, un nuevo mínimo histórico. Este descenso refleja una disminución de la tasa de variación de los precios de los servicios, que pasó del $0,7\%$ en agosto al $0,5\%$ en septiembre, y la inflación moderada observada en los últimos meses en este sector es atribuible, principalmente, a la caída de los precios relacionados con el turismo y los viajes. También indica una reducción de la inflación de los bienes industriales no energéticos (del $-0,1\%$ en agosto al $-0,3\%$ en septiembre), y es probable que parte de esta debilidad se deba al hecho de que, en algunos países de la zona del euro, las rebajas de los artículos de vestir y el calzado se ampliaron a artículos distintos de los de la temporada de verano. Los bajos niveles recientes de la inflación medida por el IAPCX también reflejan la rebaja temporal del tipo del IVA en Alemania desde julio de 2020. Si los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir se excluyen del IAPCX, la tasa de inflación fue del $0,8\%$ en septiembre, frente al $0,9\%$ de agosto y el 1% de julio, lo que sugiere que la

debilidad de la inflación subyacente podría ser más generalizada, debido a la atonía de la demanda. Lo mismo señala el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que se elabora con componentes del IAPC sensibles al ciclo y que retrocedió desde el 0,8 % registrado en agosto hasta el 0,7 % en septiembre, lo que también supuso un mínimo histórico³.

Gráfico 8
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Las presiones inflacionistas latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC proporcionan señales dispares. La tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio disminuyó hasta el -1,3 % en agosto, un descenso de 0,5 puntos porcentuales con respecto a julio. Es probable que este descenso refleje, al menos en parte, la apreciación del tipo de cambio del euro entre julio y agosto. La inflación de los precios de producción internos de estos bienes se redujo solo ligeramente, hasta situarse en el 0,6 % en agosto, frente al 0,7 % de julio, por lo que se mantuvo próxima a su media de largo plazo. En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios aumentó levemente —del -2 % en julio al -1,9 % en agosto—, mientras que la correspondiente a los precios de importación de esos bienes cayó hasta el -2,6 % en agosto, desde el -2,4 % de julio. La inflación de los precios industriales no energéticos a escala mundial⁴ se incrementó en julio y en agosto, aunque partía de niveles reducidos, y las tasas de variación interanual de

³ Para más información sobre este y otros 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.

⁴ El índice de precios industriales (IPRI) mundial, excluido el sector energético, es una estimación del BCE.

los precios de las materias primas no energéticas también han ido aumentando con fuerza, lo que no apunta a un nuevo debilitamiento de las presiones inflacionistas de origen externo y en las primeras fases de la cadena de producción. Con todo, la caída de los precios del petróleo y la mayor fortaleza del tipo de cambio efectivo nominal observadas en septiembre pueden implicar que la debilidad de los precios de los bienes intermedios producidos internamente y de los precios de importación ha continuado después de agosto.

Las presiones salariales están desdibujadas por el impacto de las medidas de los Gobiernos relacionadas con la remuneración. El crecimiento de la remuneración por asalariado y la remuneración por hora trabajada fueron muy dispares en la primera mitad de 2020. La tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado se redujo hasta el -4,7 % en el segundo trimestre, frente al 0,6 % del primero y al 1,6 % del cuarto trimestre de 2019, mientras que la correspondiente a la remuneración por hora aumentó desde el 2 % en el cuarto trimestre de 2019 hasta el 4,6 % en el primer trimestre de 2020 y hasta el 9,4 % en el segundo. Esta evolución heterogénea refleja el impacto de los programas de regulación temporal de empleo, en los que los trabajadores mantuvieron su situación laboral, pero solo recibieron parte de su remuneración habitual, mientras que las horas reales trabajadas por persona ocupada se redujeron notablemente. Al mismo tiempo, la disminución de la remuneración por asalariado sobredimensiona la pérdida efectiva de rentas del trabajo, ya que varios países registran las ayudas públicas como «transferencias» y no como «remuneración» con fines estadísticos⁵. Los salarios negociados, que no se ven directamente afectados por la evolución de las horas trabajadas y por el registro de prestaciones asociadas a los programas de mantenimiento del empleo, crecieron un 1,7 % en el segundo trimestre de 2020, frente al 1,9 % del primer trimestre. Aunque esto solo implica un lento debilitamiento, los datos siguen incluyendo acuerdos salariales concluidos antes de la irrupción de la pandemia.

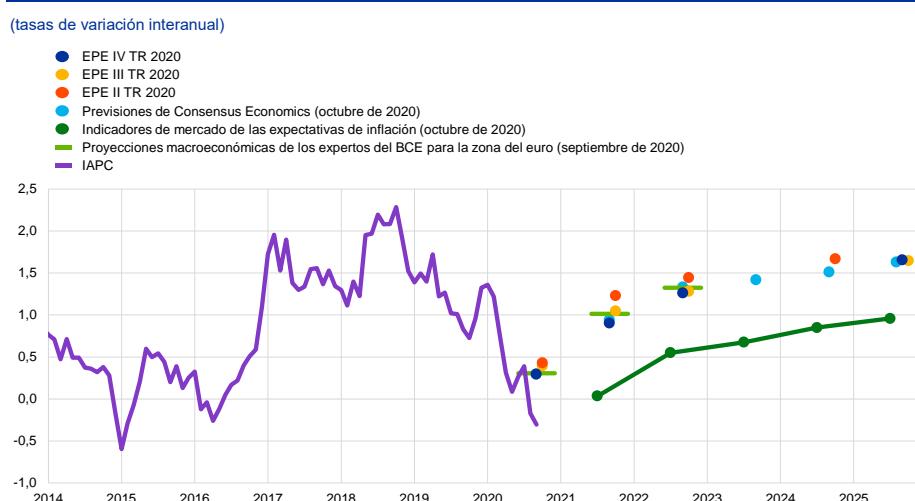
El aumento de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se interrumpió en los niveles anteriores a la pandemia en el período de referencia (del 10 de septiembre al 28 de octubre), mientras que los indicadores de opinión apenas variaron. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se situaron en mínimos históricos a mediados de marzo, pero después se incrementaron de forma ininterrumpida, reflejo de la mejora de las perspectivas macroeconómicas y de la percepción de riesgo a escala global, así como de las importantes medidas de apoyo adoptadas en los ámbitos monetario y fiscal. Sin embargo, en el período de referencia el tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años no continuó aumentando y el 28 de octubre se situó en el 1,13 %. Este nivel sigue estando 41 puntos básicos por encima del mínimo histórico de mediados de marzo (0,72 %). 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. Asimismo, los mercados de opciones de inflación todavía indican riesgos considerables a la baja a corto plazo, puesto que las probabilidades subyacentes de deflación se mantienen en niveles históricamente

⁵ Para más información, véase el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», Boletín Económico, número 4, BCE, 2020.

elevados. La encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2020 puso de manifiesto que las expectativas de inflación medida por el IAPC a más corto plazo volvieron a disminuir ligeramente, mientras que las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen prácticamente sin variación (véase gráfico 9). Las previsiones medias de inflación anual medida por el IAPC se sitúan en el 0,3 % para 2020, el 0,9 % para 2021 y el 1,3 % para 2022, lo que representa una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales para 2020 y 2021, que parece reflejar el impacto de los datos más recientes. Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2025) se situaron, en promedio, en el 1,7 %, frente al 1,6 % de la encuesta anterior. La revisión al alza se debió a variaciones del segundo decimal y fue muy marginal.

Gráfico 9

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro (septiembre de 2020) y Consensus Economics (15 de octubre de 2020).

Notas: La encuesta EPE correspondiente al cuarto trimestre de 2020 se realizó entre el 2 y el 9 de octubre de 2020. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 28 de octubre de 2020.

5

Dinero y crédito

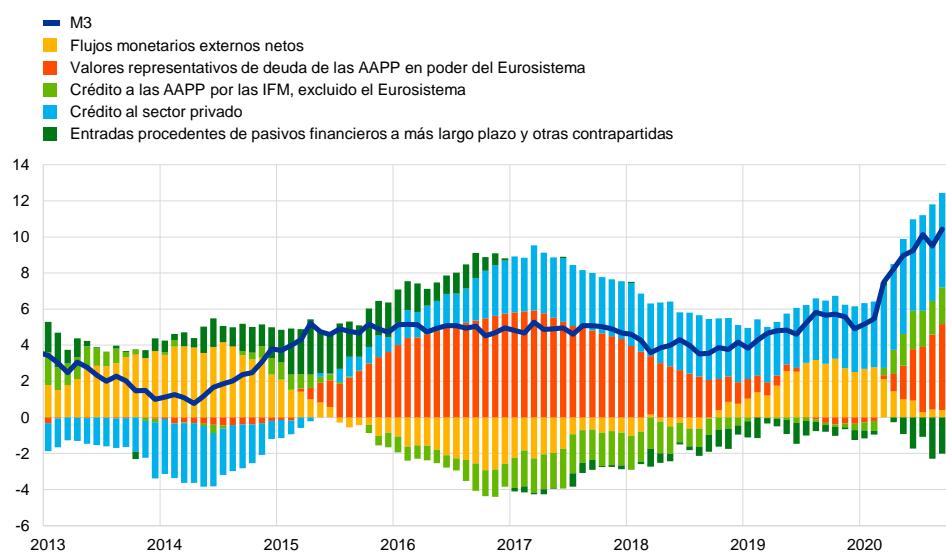
El crecimiento del agregado monetario amplio volvió a aumentar en septiembre. El agregado monetario amplio (M3) volvió a registrar entradas considerables, lo que señala una acumulación continua de liquidez, debido a la incertidumbre relacionada con la crisis del coronavirus (Covid-19). La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 10,4 % en septiembre de 2020, desde el 9,5 % de agosto (véase gráfico 10). Aunque la contracción general de la actividad económica en 2020 frenó el avance interanual de M3, este recibió un apoyo sustancial de la extraordinaria demanda de liquidez de las empresas y los hogares en el contexto de la abundante liquidez proporcionada por el Eurosystema. La aceleración de M3 estuvo impulsada, principalmente, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó desde el 13,2 % observado en agosto hasta el 13,8 % en septiembre. Esta evolución fue atribuible, fundamentalmente, a un nuevo incremento de las tasas de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las empresas y de los hogares, para los que un importante factor determinante fue la marcada preferencia por la liquidez. En septiembre, la contribución de otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables al avance interanual de M3 fue reducida, pero positiva.

El crédito interno ha seguido siendo la principal fuente de creación de dinero. En el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) del BCE, las compras netas de deuda pública por parte del Eurosystema contribuyeron más al crecimiento de M3 en septiembre de 2020 que en meses anteriores (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 10). El crédito al sector privado, que se vio impulsado fundamentalmente por el aumento de los préstamos a las sociedades no financieras, perdió parte de su dinamismo, pero todavía se mantuvo en niveles elevados (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 10). El avance de M3 se vio respaldado adicionalmente por un ligero aumento de la contribución del crédito concedido por las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona del euro, excluido el Eurosystema, a las Administraciones Públicas (véase la parte de color verde claro de las barras del gráfico 10), pero los flujos respectivos han sido muy limitados en los últimos meses. Como en meses anteriores, la aportación de los flujos monetarios externos netos interanuales continuó siendo reducida en septiembre (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 10), mientras que los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas tuvieron un impacto moderador en la expansión del agregado monetario amplio.

Gráfico 10

M3 y sus contrapartidas

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



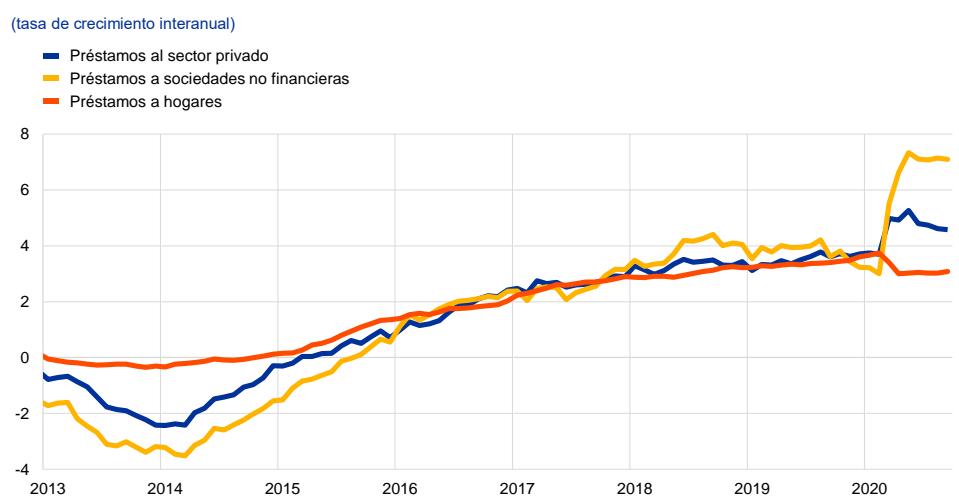
Fuente: BCE.

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

El crecimiento de los préstamos al sector privado se mantuvo en niveles elevados en septiembre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado permaneció inalterada, en el 4,6 %, en septiembre de 2020 (véase gráfico 11), al igual que la de los préstamos a las sociedades no financieras (7,1 %), aunque los flujos intermensuales de crédito a estas sociedades siguieron moderándose. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares apenas varió y fue del 3,1 % en septiembre, desde el 3 % de agosto. Las entidades participantes en la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) comunicaron un descenso moderado de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas en el tercer trimestre, debido a una disminución de las necesidades de liquidez de emergencia y a un debilitamiento de la inversión en capital fijo. Para el cuarto trimestre de 2020, las entidades encuestadas indicaron que esperaban un nuevo aumento de la demanda de préstamos a empresas y una disminución de la de préstamos a hogares, lo que puede señalar que las empresas vuelven a necesitar liquidez en el contexto de la intensificación de la pandemia de Covid-19. La evolución divergente de los préstamos a empresas y a hogares obedece a la naturaleza específica de la crisis del Covid-19, que ha provocado un desplome de los flujos de efectivo de las empresas y las ha obligado a incrementar de forma sustancial su dependencia de la financiación externa.

Gráfico 11

Préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

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

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2020 muestra un endurecimiento considerable de los criterios de concesión de los préstamos a empresas y hogares en el tercer trimestre de 2020, debido, principalmente, a la percepción de aumento de los riesgos. Aunque estos criterios se vieron respaldados por los avales públicos y por las medidas de política monetaria, las entidades continuaron indicando que la percepción de riesgos (relacionada con el deterioro de las perspectivas económicas generales y con la situación específica de las empresas) era el principal factor determinante de este endurecimiento. Para el cuarto trimestre de 2020, las entidades esperan un nuevo endurecimiento neto de los criterios de concesión de crédito a empresas. Los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito para consumo siguieron endureciéndose sustancialmente en el tercer trimestre de 2020, en un contexto de deterioro de las rentas y de las perspectivas de empleo. La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito para consumo aumentó en el tercer trimestre, tras registrar una disminución considerable en el trimestre anterior, y también se benefició de la remisión temporal de la pandemia y de la consiguiente relajación de las restricciones. Las entidades de crédito esperan un nuevo endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares y una caída de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda en el cuarto trimestre de 2020. Asimismo, las entidades indicaron que los programas de compras de activos del BCE (APP y PEPP) y la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) habían tenido un impacto positivo en su liquidez y en sus condiciones de financiación en los mercados. Además, señalaron que estas medidas, junto con el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito, propiciaron la suavización de las condiciones del crédito bancario e incidieron positivamente en los volúmenes de crédito concedido. Al mismo tiempo, las entidades participantes en la encuesta sugirieron que las compras de activos por parte del BCE y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito tuvieron un impacto negativo en sus ingresos netos por

intereses, mientras que un elevado porcentaje de entidades indicaron que el sistema de dos tramos del BCE favoreció la rentabilidad bancaria.

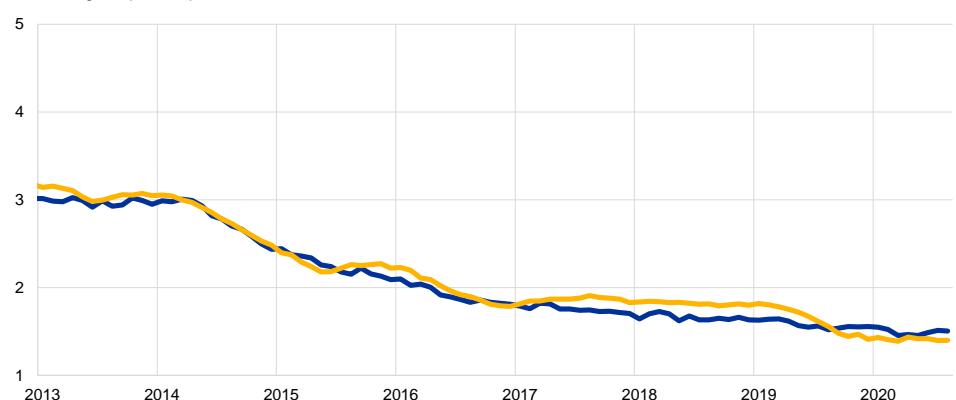
Los favorables tipos de interés del crédito han continuado sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro. Los tipos de interés de los préstamos se han estabilizado en torno a sus mínimos históricos, básicamente en línea con la evolución de los tipos de interés de referencia del mercado. En agosto de 2020, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares permanecieron prácticamente sin variación, en el 1,51 % y el 1,40 %, respectivamente (véase gráfico 12). Este nivel favorable de los tipos continuó reflejando el impacto positivo de las condiciones de oferta de crédito derivadas de la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE y de las medidas de respuesta a la crisis adoptadas por las autoridades nacionales, entre ellas los programas de avales para préstamos. En conjunto, estas medidas siguen siendo fundamentales para frenar las presiones al alza sobre los tipos de interés del crédito bancario en un entorno económico complejo e incierto.

Gráfico 12

Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a sociedades no financieras y a hogares

(porcentajes)

- Sociedades no financieras
- Hogares para adquisición de vivienda



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo con una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La última observación corresponde a agosto de 2020.

Recuadros

1 Revisión del método de ponderación para las proyecciones relativas al entorno internacional

Mirco Balatti y Philipp Hanheide

En las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020 se aplicó un método de ponderación revisado para los socios comerciales de la zona del euro⁶. Las ponderaciones de los países son importantes para calcular la demanda externa y los precios de exportación de los competidores. Estas dos variables se usan como supuestos condicionantes en las proyecciones macroeconómicas de la zona del euro y de los países que la integran⁷. Esta revisión está relacionada con la mejora reciente del método de cálculo de los índices del tipo de cambio efectivo del euro, que se llevó a cabo para tener en cuenta la evolución de los vínculos comerciales internacionales y, en particular, la creciente importancia del comercio internacional de servicios⁸. En este recuadro se analiza el impacto del método de ponderación revisado en la demanda externa de la zona del euro y en los precios de exportación de los competidores. También se hace referencia a las ponderaciones actualizadas empleadas para calcular agregados globales con el fin de utilizarlos en las proyecciones relativas al entorno internacional que elaboran los expertos del BCE.

Se han introducido dos importantes modificaciones conceptuales para calcular las ponderaciones de los países este año. En primer lugar, a los datos sobre el comercio de bienes se han añadido los relativos al comercio de servicios. En segundo lugar, el número de socios comerciales de la zona del euro se ha incrementado de 30 a 42, mientras que los demás países se han consolidado en cinco agregados regionales. Estos cambios han ampliado la cobertura de los datos sobre la demanda externa de la zona del euro por países del 85 % al 92 %.

La inclusión del comercio de servicios para calcular las ponderaciones de los países reajustó las de los principales socios comerciales de la zona del euro. Más concretamente, el peso de Estados Unidos y del Reino Unido ha aumentado más, de modo que, en conjunto, representan el 29,2 % de la demanda externa de la zona del euro (véase gráfico A). Asimismo, la participación de Suiza en la demanda externa de la zona es ahora similar a la de China, que, en cambio, ha visto reducido ligeramente su peso con respecto a valores anteriores. Las ponderaciones también han disminuido para algunos países, entre ellos Polonia, República Checa y

⁶ Véase el recuadro 2, «[Entorno internacional](#)», proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2020.

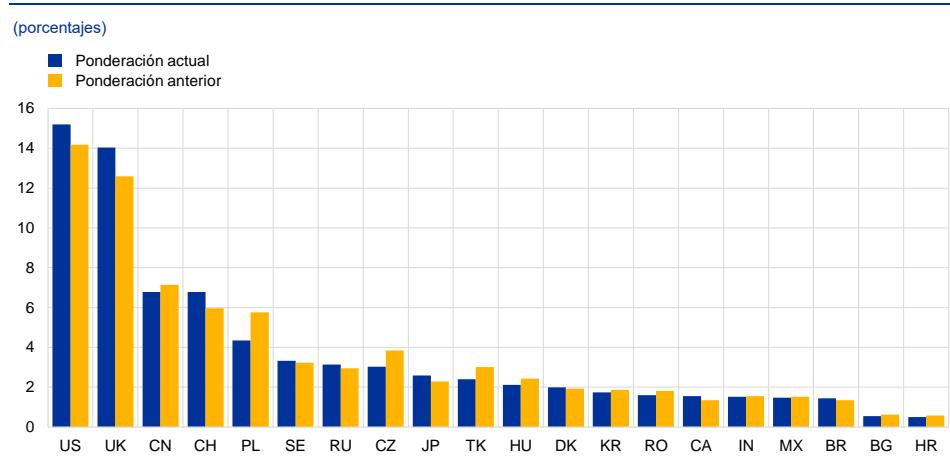
⁷ Para más detalles sobre el cálculo de estos supuestos y de la metodología empleada para construir las ponderaciones, véase K. Hubrich y T. Karlsson, «[Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 108, BCE, marzo de 2010.

⁸ Para más detalles, véase el recuadro titulado «[Mejora de las medidas del tipo de cambio efectivo del BCE](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

Turquía, que son importantes socios comerciales de la zona del euro, si bien su comercio bilateral de bienes supera al de servicios.

Gráfico A

Ponderaciones por país de la demanda externa de la zona del euro



Fuente: Cálculos del BCE.

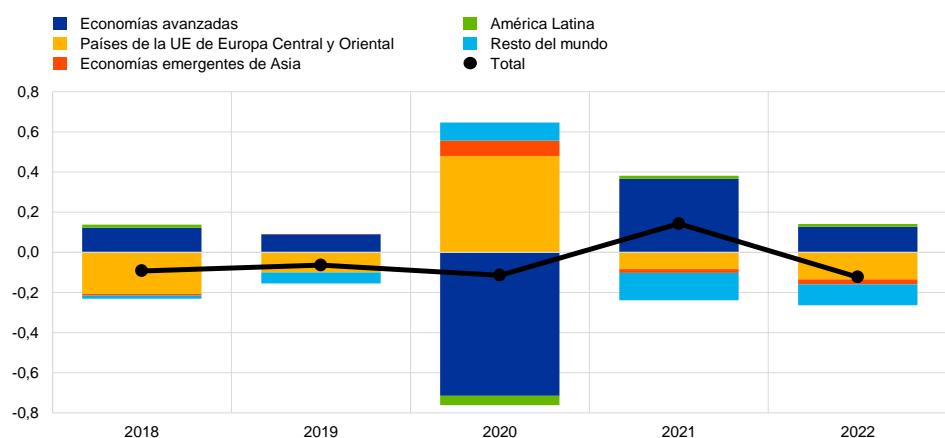
Nota: Las ponderaciones por país de 20 importantes socios comerciales se utilizan para calcular la demanda externa de la zona del euro en las proyecciones macroeconómicas del BCE/Eurosistema.

El impacto de la revisión de las ponderaciones en las proyecciones de la demanda externa de la zona del euro ha sido relativamente modesto. Si se considera la contribución de grupos de países seleccionados, la mayor ponderación asignada a las economías avanzadas (excluida la zona del euro) ha acentuado el efecto del retroceso de las importaciones de este grupo de países previsto para este año, lo que, a su vez, ha afectado a la demanda externa de la zona (véase gráfico B). En 2021, la aportación de las economías avanzadas pasaría a ser positiva. El efecto negativo atribuible a las economías avanzadas en 2020 se debe, en gran parte, al mayor peso otorgado al Reino Unido, donde se prevé que las importaciones experimentarán una fuerte caída este año, mientras que las contribuciones de países de la UE de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro se movieron en sentido opuesto al de las economías avanzadas.

Gráfico B

Revisões de la demanda externa de la zona del euro resultantes de los cambios en las ponderaciones

(puntos porcentuales)



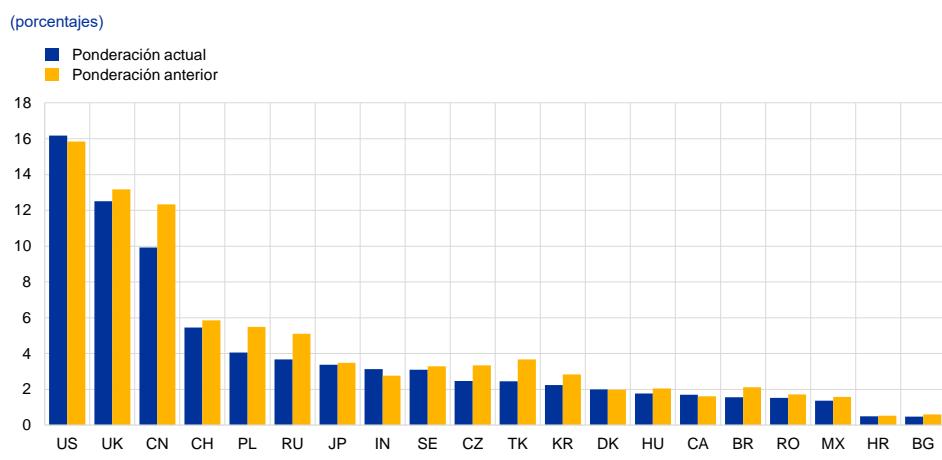
Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Contribuciones a las revisiones efectivas de la tasa de crecimiento anual. Las ponderaciones de los cinco agregados en la demanda externa de la zona del euro son las siguientes: economías avanzadas, 48,2 %; economías emergentes de Asia, 16,2 %; América Latina, 5 %; países de la UE de Europa Central y Oriental, 12,1 %, y resto del mundo, 18,5 %. Antes de la actualización, las ponderaciones eran 44 %, 16,5 %, 4,7 %, 15 % y 19,7 %, respectivamente. Las cifras se refieren a datos históricos y a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020.

Por otra parte, el impacto de la revisión de las ponderaciones de las exportaciones sobre los precios de exportación de los competidores de la zona del euro fue relativamente limitado. Para calcular este indicador se utiliza un sistema de doble ponderación, con el fin de tener en cuenta a los competidores nacionales, tanto en el país de importación como en los demás países exportadores de fuera de la zona del euro. Como se aprecia en el gráfico C, las ponderaciones de China, Reino Unido y varios países de la UE de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro disminuyeron de forma notable. Para este año, como consecuencia de la revisión de las ponderaciones, la tasa de crecimiento anual de los precios de exportación de los competidores de la zona sería 0,3 puntos porcentuales más baja, el valor utilizado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, mientras que, para los años siguientes del horizonte de proyección, las revisiones son marginales.

Gráfico C

Ponderaciones por país de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Las ponderaciones por país de 20 importantes socios comerciales se utilizan para calcular los precios de exportación de los competidores de la zona del euro en las proyecciones macroeconómicas del BCE/Eurosistema. Los pesos de las exportaciones de los competidores de la zona del euro se calculan con una doble ponderación para tener en cuenta los efectos de terceros mercados.

Los agregados globales del PIB en las proyecciones relativas al entorno internacional de los expertos del BCE emplean un conjunto de ponderaciones diferente, que también se actualizó. La actualización —basada en medidas del PIB en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA)— incrementó el peso de China en la economía mundial⁹. En la actualidad está a la cabeza, con el 21,2 % del PIB real mundial (excluida la zona del euro), frente al 20,7 % del año anterior. China es también el principal exportador (con una ponderación del 14,5 % en las exportaciones mundiales, excluida la zona del euro), mientras que Estados Unidos sigue siendo el mayor importador del mundo (17 % de las importaciones mundiales, excluida la zona del euro).

Desde una perspectiva a más largo plazo, la evolución de las contribuciones de los países al producto y al comercio mundiales durante las dos últimas décadas muestra un incremento continuado del peso económico global de China y una tendencia a la baja del de Estados Unidos¹⁰. En términos de la PPA, que tiene en cuenta las diferencias en los niveles de precios entre países, China superó a Estados Unidos como la mayor economía mundial en 2014 (véase

⁹ A diferencia de los tipos de cambio de mercado, las medidas basadas en la PPA no son directamente observables. No obstante, las ponderaciones de la PPA están menos sujetas a fluctuaciones a corto plazo en los mercados de divisas y son más apropiadas para comparar los bienes y servicios no comerciables y analizar el bienestar económico.

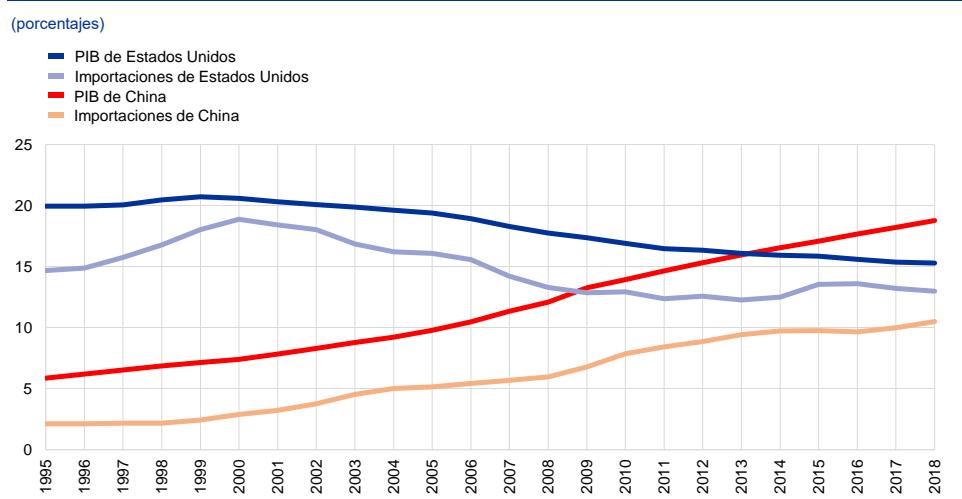
Los agregados globales del PIB utilizados en la elaboración de las proyecciones relativas al entorno internacional se calculan utilizando las ponderaciones de la PPA de la publicación del FMI *Perspectivas de la economía mundial*, de abril de 2020. Para conocer más detalles y la última actualización de las ponderaciones del PIB mundial que ha realizado el FMI, véase el recuadro 1.1, titulado «[Revisión de las ponderaciones según la paridad de poder adquisitivo](#)», *Perspectivas de la economía mundial*, FMI, octubre de 2020.

¹⁰ En comparación, la contribución de la zona del euro al PIB mundial también ha descendido, del 17,7 % en 1999 al 11,5 % en 2018.

gráfico D)¹¹. Las cuotas de importación ofrecen una imagen similar. Mientras que en 1999 había una brecha de 18 puntos porcentuales a favor de Estados Unidos entre las dos economías, en 2018 se había estrechado hasta situarse en unos 5 puntos porcentuales. Aunque el menor peso del producto y de las importaciones de Estados Unidos ha seguido una trayectoria similar, en el caso de China las cuotas de importación han crecido a un ritmo más lento que el peso de su PIB. En el supuesto de que continúen las tendencias (lineales) pasadas, en 2022 las importaciones, en términos reales, de China superarían a las de Estados Unidos, mientras que la diferencia en las ponderaciones del PIB seguiría aumentando y se situaría en unos 7 puntos porcentuales.

Gráfico D

Tendencias de largo plazo del PIB mundial y de las cuotas de importación



Fuentes: Perspectivas de la economía mundial del FMI y cálculos del BCE.

Nota: El gráfico muestra la participación de Estados Unidos y China en el PIB mundial (en términos de PPA) y las importaciones en términos reales.

¹¹ Este no es el caso si se considera el PIB a tipos de cambio de mercado, que sitúan la contribución mundial de Estados Unidos y de China en el 24 % y el 15 %, respectivamente, según los datos más recientes.

2

Nuevas estadísticas de la zona del euro sobre primas, siniestralidad y gastos de las empresas de seguros

Katharina Cera y Niklas Döbbeling

En agosto de 2020, el BCE publicó por primera vez estadísticas sobre primas suscritas, siniestralidad y gastos de adquisición de las empresas de seguros¹². Los datos son anuales y están disponibles desde 2017. En el caso de la información agregada de la zona del euro se presenta un desglose por tipo de empresa de seguros (reaseguros, seguros de vida, de no vida y mixtos). Asimismo, se proporciona una desagregación por país para el conjunto del sector asegurador. Estos datos complementan las estadísticas trimestrales del BCE sobre los activos y pasivos del sector de empresas de seguros¹³.

El nuevo conjunto de datos contribuye al seguimiento de un sector en crecimiento que es cada vez más relevante para la financiación de la economía¹⁴. En el primer trimestre de 2020, las empresas de seguros representaban el 10 % de los activos totales mantenidos por el sector financiero de la zona del euro. Las compañías de seguros prestan servicios financieros importantes: además de hacer posible la distribución de los riesgos (*risk sharing*) en la economía en su conjunto, permiten que los hogares depositen sus ahorros en productos de seguros de vida. Además, proporcionan financiación a la economía mediante la adquisición de bonos corporativos. Por ejemplo, en el primer trimestre de 2020 las empresas de seguros de la zona del euro mantenían el 25 % de los bonos corporativos de las sociedades no financieras residentes, y las tenencias totales de valores representativos de deuda también representaban alrededor del 40 % de sus activos.

El importe total de las primas suscritas era de 1.127 mm de euros al final de 2019, lo que supone un incremento interanual del 6,9 % (véase el panel a del gráfico A). El crecimiento de las primas en la rama de reaseguro (12,2 %) y de seguros de no vida (9,9 %) en 2019 fue superior al del sector de empresas de seguros en su conjunto para ese año. El ritmo de avance relativamente menor de las ramas de seguros de vida (6 %) y mixto (3,1 %) puede reflejar modelos de negocio que han estado experimentando problemas de rentabilidad en el actual entorno de bajos tipos de interés¹⁵. En conjunto, las primas suscritas son un indicador valioso para hacer un seguimiento del crecimiento del sector, dado que —a diferencia de los activos totales— no están sujetas a efectos de valoración.

¹² Las primas suscritas son cantidades adeudadas durante el ejercicio en contratos de seguro, con independencia del hecho de que esos importes puedan estar relacionados, en parte o en su totalidad, con un ejercicio posterior. La siniestralidad hace referencia a los siniestros que se producen durante el ejercicio. Los gastos de adquisición comprenden las comisiones y los costes de venta, suscripción y formalización de un contrato de seguro, incluidos los gastos de renovación. Los datos se publican en el [Statistical Data Warehouse](#) (SDW), la plataforma electrónica del BCE.

¹³ Los datos están disponibles en el [SDW](#).

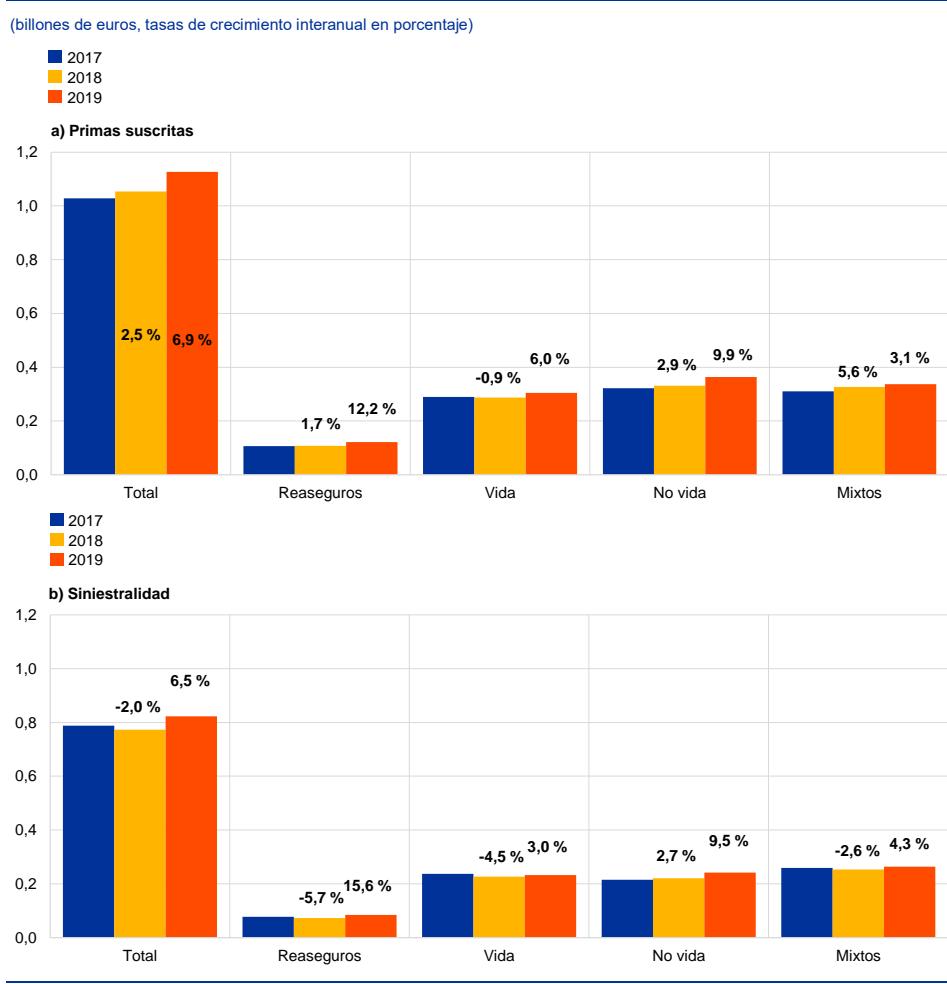
¹⁴ Véase «[Non-bank financial sector](#)», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2019, capítulo 4.

¹⁵ Las compañías de seguros mixtas operan con seguros de vida y de no vida.

En 2019, la siniestralidad y su avance interanual se mantuvieron por debajo del importe y del crecimiento de las primas suscritas (véase el panel b del gráfico A). En comparación con 2018, la siniestralidad aumentó un 6,5 % y correspondió al 13,8 % de las reservas técnicas de seguro totales al final de ese año. En 2019, la siniestralidad total se cifró en 822 mm de euros: en las empresas de seguros de vida, de no vida y mixtos, los siniestros producidos alcanzaron un valor de entre 230 mm de euros y 270 mm de euros, mientras que en las compañías de reaseguros fue de 84 mm de euros.

Gráfico A

Primas suscritas y siniestralidad del sector de empresas de seguros de la zona del euro



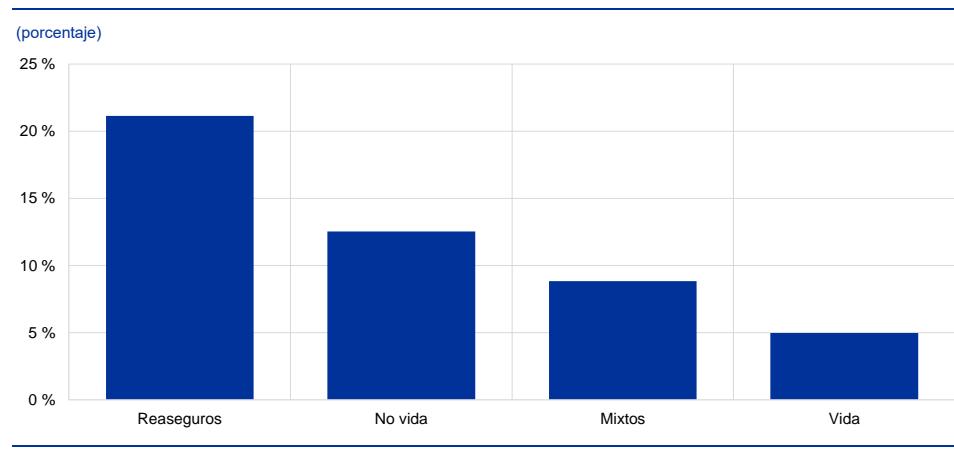
Fuente: BCE.

Los gastos de adquisición (principalmente, comisiones) como porcentaje de las primas suscritas muestran los costes relativos incurridos para atraer a nuevos tomadores de seguro. Los gastos de adquisición ascendieron a un total de 116 mm de euros en 2019. En comparación con otros segmentos, la rama de seguros de vida tiene los gastos de adquisición más reducidos en porcentaje de las primas suscritas, dado que las pólizas de este tipo de seguros suelen tener una duración muy larga y, por tanto, es probable que el número de nuevos contratos (en relación con los contratos totales) al año también sea el más bajo (véase

gráfico B). En cambio, la rama de reaseguros destina alrededor de una quinta parte de las primas suscritas a gastos de adquisición.

Gráfico B

Gastos de adquisición en porcentaje de primas suscritas



Fuente: BCE.

El nuevo conjunto de datos también presenta desagregaciones por ubicación de la suscripción, es decir, por la ubicación de la sede de la empresa y la de sus sucursales en otros países. Los datos revelan que en 2019 la mayoría de las actividades de seguros de la zona del euro se llevaban a cabo a escala nacional, con más del 90 % de las primas suscritas y de los siniestros producidos en el país donde estaba situada la sede (*véase gráfico C*)¹⁶. En torno al 4,5 % de las primas suscritas corresponden a sucursales ubicadas en otros países de la zona del euro, y las situadas en Francia, Alemania, Italia, España y Países Bajos son responsables del 81 % de las actividades transfronterizas realizadas por sucursales en la zona del euro. Asimismo, el 5,3 % de las primas fueron suscritas por sucursales situadas fuera de la zona, y las ubicadas en el Reino Unido contribuyeron a más de una tercera parte de este porcentaje.

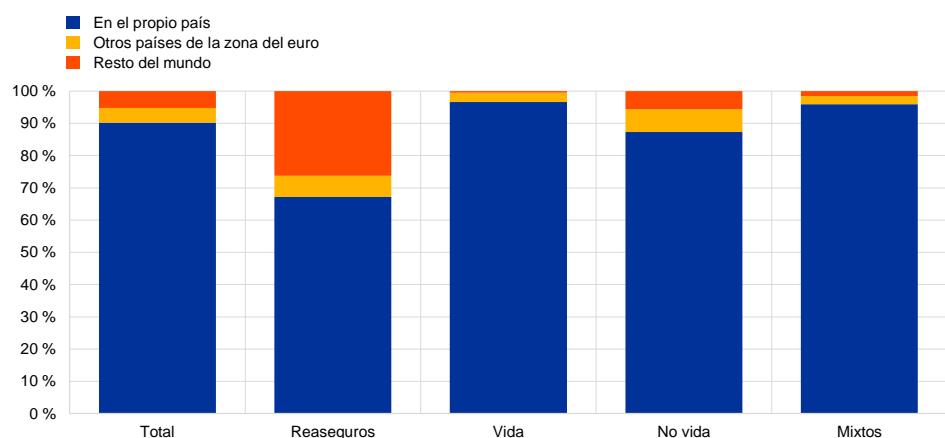
¹⁶ Las actividades nacionales también engloban las realizadas por filiales de compañías de seguros extranjeras domiciliadas en el país. Los datos no proporcionan información sobre la ubicación del tomador del seguro.

La rama de reaseguro destaca por su significativa participación en las actividades transfronterizas, y un tercio de las primas se suscriben a través de sucursales residentes en otros países. De estas, el 7 % fue suscrito en otros países de la zona del euro, y el 26 %, en el resto del mundo. La actividad transfronteriza puede exponer a las reaseguradoras al riesgo de tipo de cambio, lo que puede hacer necesario cubrir ese riesgo con derivados. De hecho, un análisis basado en datos de finales de 2017 muestra que los contratos sobre tipos de cambio son los segundos contratos de derivados más predominantes en el sector de seguros de la zona del euro, después de los derivados de tipos de interés¹⁷.

Gráfico C

Primas suscritas por ubicación de la suscripción

(porcentaje del total de primas suscritas, 2019)



Fuente: BCE.

Al diseñar el marco de recopilación del nuevo conjunto de datos, el BCE y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) han realizado un esfuerzo conjunto para minimizar la carga informadora de las empresas de seguros integrando las exigencias europeas de información estadística y supervisora. Esto permite que la información estadística se derive, en gran medida, de los datos remitidos a efectos de supervisión de conformidad con el marco de Solvencia II de la UE. Por consiguiente, las empresas de seguros de la mayoría de los países de la zona del euro solo tienen que enviar un único informe integrado, que cubre las exigencias de información tanto estadística como supervisora.

¹⁷ Véase el recuadro 8, «*Insurance companies and derivatives exposures: evidence from EMIR data*», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2018.

3

Patrones de consumo y problemas de medición de la inflación durante la pandemia de Covid-19

Omiros Kouavas, Riccardo Trezzi, Martin Eiglsperger, Bernhard Goldhammer y Eduardo Gonçalves

La pandemia de coronavirus (Covid-19) ha complicado la medición de la inflación de los precios de consumo, debido a cambios en los patrones de consumo y a limitaciones en la recopilación de datos de precios. La pandemia ha generado dos importantes retos para la medición de la inflación de los precios de consumo. En primer lugar, ha provocado cambios de una magnitud inusualmente elevada en las pautas de gasto de los hogares que no se reflejan en los índices de precios de consumo agregados¹⁸. En segundo lugar, la recogida de precios se vio afectada por el confinamiento y, por tanto, las observaciones no disponibles tuvieron que imputarse¹⁹. En este recuadro se analiza la discrepancia existente entre el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y la evolución de los precios de los bienes y servicios realmente adquiridos por los consumidores finales. También se considera cómo ha afectado la imputación de precios a las estadísticas del IAPC publicadas²⁰.

El IAPC se calcula utilizando ponderaciones del consumo que se mantienen constantes dentro de un año natural determinado. Al elaborar este índice, las variaciones de los precios de los distintos componentes se ponderan empleando los porcentajes de consumo de los hogares que se fijan para el año natural. Este método refleja la finalidad del IAPC: estimar las variaciones puras de los precios sin tener en cuenta los cambios en los patrones de consumo de los hogares. Las ponderaciones del IAPC se basan fundamentalmente en los datos de las cuentas nacionales de años anteriores, que se adaptan para que sean representativos de los porcentajes de consumo del año precedente²¹. Esto hace, por ejemplo, que las ponderaciones del IAPC de 2020 reflejen principalmente el consumo de los hogares en 2018. Aunque el hecho de mantener las ponderaciones constantes dentro del año natural no ocasiona problemas de medición en épocas normales, la naturaleza

¹⁸ Para elaborar los índices de precios de consumo (IPC) se sigue un enfoque basado en una cesta fija de consumo. Esto significa que las ponderaciones del gasto se mantienen constantes entre el período base y el período de referencia, suponiendo que los porcentajes relativos de consumo no varían. Por tanto, estos índices no reflejan cambios en los patrones de consumo.

¹⁹ Para un análisis detallado de esta cuestión, véase el recuadro titulado «[La medición de la inflación en períodos de inestabilidad económica](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2020.

²⁰ Aspectos relacionados con fenómenos sociales, sanitarios y medioambientales pueden afectar a la utilidad de los hogares relacionada con el consumo. Algunos de estos factores tratan de explicarse mediante conceptos teóricos específicos de medición de la inflación. Sin embargo, en el IAPC no se puede realizar este ajuste de calidad para tener en cuenta una posible disminución de la utilidad de determinados servicios, debido a los riesgos de contagio y a las exigencias de distanciamiento social que están experimentando actualmente los consumidores. El análisis de esta cuestión queda fuera del ámbito de este recuadro, que se centra en los cambios en los patrones de consumo.

²¹ Las ponderaciones se obtienen según lo establecido en el [Reglamento de Ejecución \(UE\) 2020/1148 de la Comisión, de 31 de julio de 2020, por el que se establecen las especificaciones metodológicas y técnicas de conformidad con el Reglamento \(UE\) 2016/ 792 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los índices de precios de consumo armonizados y al índice de precios de la vivienda \(DO L 252 de 4.8.2020, p. 12\)](#).

de la perturbación generada por la pandemia ha provocado cambios importantes en el consumo en un breve período de tiempo.

Existe cada vez más literatura en la que se documentan cambios importantes en las pautas de consumo de los hogares provocados por la pandemia y en la que se analizan sus implicaciones para la inflación. En varios estudios que utilizan datos de alta frecuencia se han identificado variaciones sustanciales del gasto en distintas categorías de productos²². Estos porcentajes del gasto variables en el tiempo²³ se han empleado para cuantificar la diferencia entre los índices de precios de consumo publicados y la tasa de inflación de los bienes y servicios realmente adquiridos por los consumidores²⁴. Siguiendo este enfoque, dos organismos de estadística han publicado índices de precios experimentales con ponderaciones mensuales variables en el tiempo que muestran cómo ha afectado la pandemia al gasto en consumo y la discrepancia existente entre las cifras de inflación basadas en índices como el IPC y la tasa de variación de los precios de los bienes y servicios efectivamente adquiridos por los consumidores finales²⁵.

A partir de datos públicos se ha estimado un índice de precios de consumo reponderado mensualmente para la zona del euro. Para elaborar un índice de precios de consumo reponderado mensualmente son necesarios varios pasos. En primer lugar, los datos mensuales, en términos nominales, de la facturación del comercio minorista y de otros servicios (como el transporte) se asignan a las categorías del IAPC correspondientes²⁶. Mientras que los datos relativos a la facturación del comercio minorista reflejan principalmente transacciones atribuibles a adquisiciones de los hogares, el volumen de negocio de otros servicios incluye operaciones entre empresas que deben excluirse. En segundo lugar, tomando como base las ponderaciones del IAPC más recientes, se estima la evolución de las categorías de gasto utilizando las correspondientes tasas de crecimiento nominal

²² El consumo de alimentos ha aumentado y sigue siendo relativamente elevado porque las familias pasan más tiempo en casa (lo que representa un cambio con respecto al consumo de alimentos en bares, restaurantes y cafés). Véase el recuadro titulado «[Evolución reciente de los precios de los alimentos en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020. Las contribuciones a estos estudios incluyen las siguientes: para Estados Unidos, A. Cavallo, «[Inflation with Covid Consumption Baskets](#)», *NBER Working Paper*, n.º 27352, 2020, y A. C. Dunn, K. K. Hood y A. Driessen, «[Measuring the Effects of the COVID-19 Pandemic on Consumer Spending Using Card Transaction Data](#)», *BEA Working Paper Series*, n.º WP2020-5, US Bureau of Economic Analysis, abril de 2020; para el Reino Unido, P. Surico, D. Känzig y S. Hacioglu, «[Consumption in the time of Covid-19: Evidence from UK transaction data](#)», *CEPR Discussion Papers*, n.º 14733, mayo de 2020, y para España, V. M. Carvalho *et al.*, «[Tracking the COVID-19 Crisis with High-Resolution Transaction Data](#)», *CEPR Discussion Papers*, n.º 14642, 2020.

²³ Estas ponderaciones son aproximaciones y no coinciden necesariamente con la precisión de las obtenidas de las cuentas nacionales.

²⁴ Véanse, para el Reino Unido, X. Jaravel y M. O'Connell, «[Inflation Spike and Falling Product Variety During the Great Lockdown](#)», *CEPR Discussion Papers*, n.º 14880, junio de 2020, y, para Canadá, K. Huynh, H. Lao, P. Sabourin y A. Welte, «[What do high-frequency expenditure network data reveal about spending and inflation during COVID-19?](#)», *Staff Analytical Note*, n.º 2020-20 (en inglés), Banco de Canadá, septiembre de 2020.

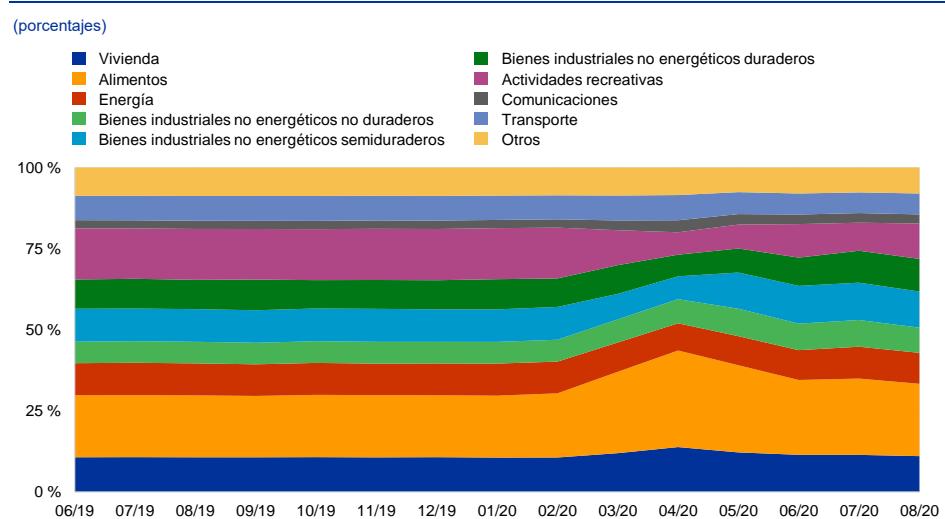
²⁵ Véanse «[How to compute a Consumer Price Index in the context of the Covid-19 crisis?](#)», INSEE, abril de 2020, y «[Re-weighted consumer prices basket – adjusting for consumption changes during lockdown: July 2020](#)», Office for National Statistics, agosto de 2020.

²⁶ Véase «[Classification of Individual Consumption According to Purpose \(COICOP\) 2018](#)», *Statistical Papers*, serie M, n.º 99, División de Estadísticas de las Naciones Unidas.

del volumen de negocio²⁷. Por último, se emplean ponderaciones relativas para elaborar el índice de precios de consumo reponderado mensualmente²⁸. Por su diseño, este índice recoge parte de los cambios registrados en el consumo durante la pandemia y, por tanto, se aproxima más a la tasa de variación de los precios de los bienes y servicios realmente adquiridos por los consumidores en ese período.

Gráfico A

Porcentajes de consumo de los hogares por categoría



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

Notas: El gráfico muestra la evolución del gasto relativo estimado. Para calcular los patrones de gasto se utilizan las ponderaciones del IAPC más recientes como punto de partida y se aplican tasas de crecimiento basadas en datos del volumen de negocio del comercio minorista y de otros servicios. «Alimentos» se refiere a los productos alimenticios, pero no incluye los consumidos fuera de casa.

Los datos disponibles sugieren que los patrones de consumo de los hogares han cambiado sustancialmente durante la pandemia. En términos relativos, estos patrones se mantuvieron estables hasta la irrupción de la pandemia (véase gráfico A), pero su propagación y las medidas de confinamiento aplicadas provocaron un incremento considerable del peso de algunas categorías (como alimentos y servicios de comunicaciones) y una reducción del de otras categorías (como actividades recreativas y bienes energéticos). La mayor parte de los cambios inducidos por la pandemia han sido transitorios, como los observados en los bienes semiduraderos, que incluyen un conjunto diverso de componentes, como artículos de vestir, libros y pequeños utensilios. Sin embargo, los porcentajes de gasto en

²⁷ Las ponderaciones del IAPC más recientes reflejan los porcentajes de gasto calculados utilizando principalmente datos de 2018.

²⁸ El cálculo del índice que se realiza en este recuadro es experimental. Los datos utilizados para estimar las ponderaciones mensuales del gasto se recopilan con arreglo a conceptos y clasificaciones que difieren de la definición de consumo en la que se basa el IAPC. Por tanto, la asignación a las categorías del IAPC es imperfecta, en particular cuando se emplean datos mensuales del volumen de negocio, ya que estos incluyen también operaciones entre empresas. Las fuentes empleadas para estimar las ponderaciones mensuales son menos fiables que las fuentes oficiales de datos de gasto del IAPC. En el índice (no encadenado) elaborado para este recuadro se supone que el alcance y la cobertura son los mismos que en el IAPC. Esto implica la inclusión en el índice de los mismos componentes que los empleados para el IAPC, así como que las variaciones mensuales de los precios de cada componente sean idénticas a las del IAPC. En otras palabras, la principal diferencia entre el índice presentado aquí y el IAPC es que el primero permite que las ponderaciones del gasto varíen de un mes a otro, mientras que en el IAPC se mantienen constantes. Para elaborar la fórmula se ha usado un índice de Fisher.

alimentos y actividades recreativas presentan desviaciones persistentes con respecto a las tendencias previas a la pandemia, ya que algunas de las restricciones siguen vigentes. Como en el gráfico A se presentan ponderaciones relativas, algunas categorías muestran un incremento en marzo/abril porque el gasto nominal en esas categorías se contrajo menos que el consumo total. El cuadro A recoge las estimaciones de la evolución del gasto nominal de los hogares en las distintas categorías²⁹.

Cuadro A

Estimación del gasto nominal de los hogares

(índice: febrero de 2020 = 100)

Componente del IAPC	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto
Alimentos	100,0	105,6	100,6	103,2	99,9	99,8	102,2
Energía	100,0	76,8	57,2	69,5	80,8	86,5	88,2
Bienes no duraderos	100,0	87,7	73,4	95,1	103,9	102,7	104,0
Bienes semiduraderos	100,0	64,7	46,3	83,6	98,6	98,5	99,5
Bienes duraderos	100,0	83,8	50,2	63,3	84,2	93,0	102,9
Actividades recreativas	100,0	57,4	30,0	35,8	56,6	68,7	62,7
Vivienda	100,0	93,6	86,6	86,7	92,2	95,7	94,1
Comunicaciones	100,0	96,7	95,6	95,2	97,8	100,1	99,0
Transporte	100,0	86,4	69,8	69,3	75,2	82,0	78,6
Otros	100,0	83,6	65,9	66,6	79,6	88,5	84,4

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

Notas: En el cuadro se muestran estimaciones de los niveles de consumo de los hogares en términos absolutos (gasto nominal). Para calcular los patrones de gasto se utilizan las ponderaciones del IAPC más recientes como punto de partida y se aplican tasas de crecimiento basadas en datos del volumen de negocio del comercio minorista y de otros servicios. Los niveles de gasto nominal se han normalizado a 100 en febrero de 2020.

Desde el inicio de la pandemia, la inflación medida por el índice experimental se ha situado por encima de la inflación medida por el IAPC, y esta diferencia se ha mantenido estable, en general, en los últimos meses. El gráfico B muestra la discrepancia existente entre las tasas de variación (interanual) del índice experimental y las del IAPC (línea de color naranja del panel a). Esta brecha empezó a abrirse en marzo (como muestran las barras de color naranja del panel b) y se amplió hasta situarse en unos 0,2 puntos porcentuales en abril³⁰. Desde entonces se ha mantenido prácticamente estable³¹. Intuitivamente, esta diferencia refleja un cambio en el consumo de categorías con tasas de inflación inferiores a la

²⁹ La estimación de la contracción del gasto total es acorde con las estadísticas de consumo privado final publicadas por Eurostat.

³⁰ Estos resultados son acordes con la evidencia procedente de estudios similares de fuera de la zona del euro.

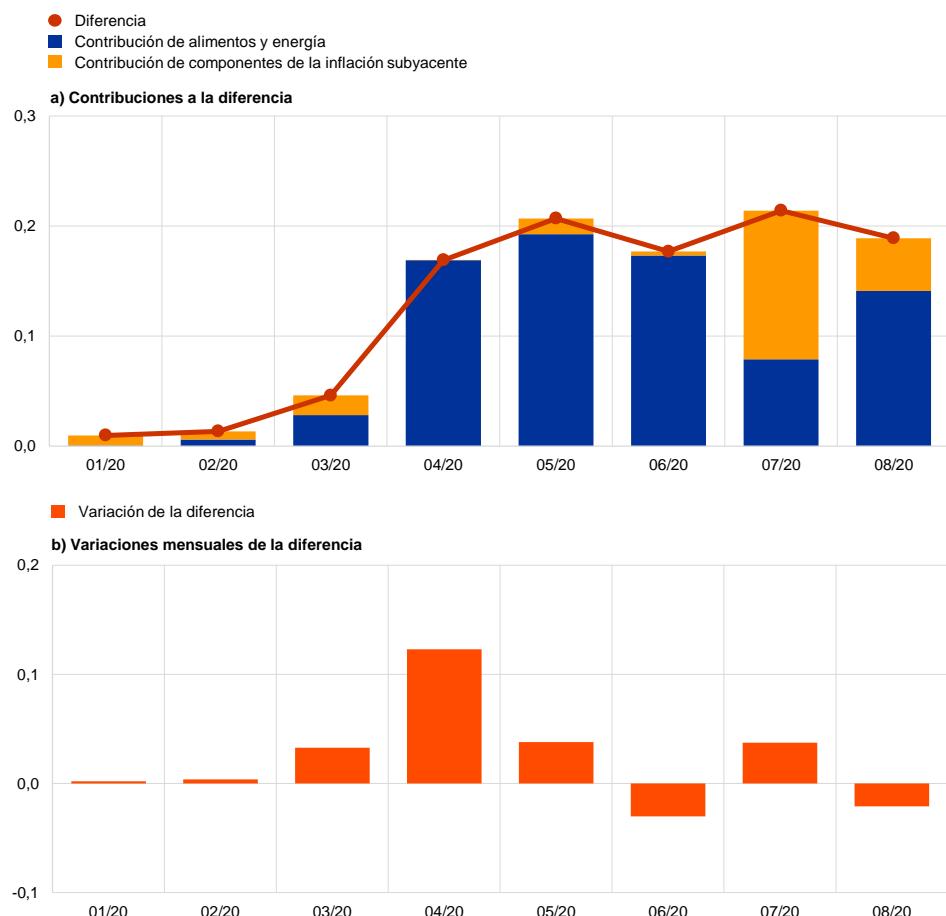
³¹ Como el análisis que se presenta en este recuadro se realiza a nivel de dos dígitos de la clasificación COICOP, la discrepancia entre el índice experimental y la inflación medida por el IAPC solo refleja el tramo superior de los cambios registrados en los patrones de consumo durante el confinamiento (en particular, la diferencia recoge la sustitución de alimentos y energía por componentes de la inflación subyacente a nivel de dos dígitos de la clasificación COICOP). Esta discrepancia ha sido bastante constante en los últimos meses, ya que la modificación de las ponderaciones se ha traducido en un cambio duradero en el nivel de la serie.

media (como el combustible para transporte, incluido en «energía») a otras con tasas de inflación superiores a la media (como los alimentos). El gráfico B también muestra las contribuciones de los alimentos y de la energía (barras de color azul del panel a) y de la inflación subyacente (barras de color amarillo del panel a). Hasta junio, la diferencia entre el índice experimental y el IAPC se debió principalmente a los alimentos y a la energía, mientras que más de la mitad de la divergencia observada en julio es atribuible a la contribución de los demás componentes.

Gráfico B

Diferencia entre las variaciones del índice reponderado mensualmente y el IAPC

(puntos porcentuales; tasas de variación interanual)



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

Notas: La línea de color naranja del panel a muestra la diferencia entre la inflación interanual medida por el IAPC y la variación interanual del índice alternativo. Las barras del panel a representan las contribuciones de los alimentos y de la energía (barras de color azul) y de los componentes de la inflación subyacente (barras de color amarillo). Las barras de color naranja del panel b muestran las variaciones intermensuales de la diferencia (es decir, las variaciones intermensuales que indican la línea de color naranja del panel a).

El período de confinamiento también dificultó la recopilación de datos de precios del IAPC y, como resultado, el porcentaje de precios imputados cambió de un mes a otro³². La recogida de datos de precios en establecimientos

³² Véase «Information on imputations made related to Covid-19» en el [sitio web de Eurostat](#). En general, la imputación de precios es necesaria en el caso de componentes «no disponibles» temporalmente y de productos estacionales cuando están fuera de temporada y no pueden obtenerse muestras de precios.

físicos se vio interrumpida en aquellos lugares en los que los comercios se cerraron. Además, gran parte de las muestras obtenidas en supermercados y farmacias se suspendieron para proteger la salud de los encuestadores³³. En las zonas en las que la recopilación de los precios observados se redujo sustancialmente fue necesario imputarlos. El gráfico C muestra la evolución de la imputación de los precios en las categorías del IAPC entre marzo y agosto. Mientras que marzo apenas se vio afectado, en abril no se recogieron precios para más del 30 % de los componentes del IAPC, por lo que tuvieron que imputarse³⁴. Este porcentaje de imputación disminuyó hasta alrededor del 1 % en julio y se mantuvo en ese nivel en agosto. Las actividades recreativas fueron la categoría más afectada por las imputaciones, debido a la falta de disponibilidad de paquetes turísticos y a la cancelación de conciertos y de otros eventos.

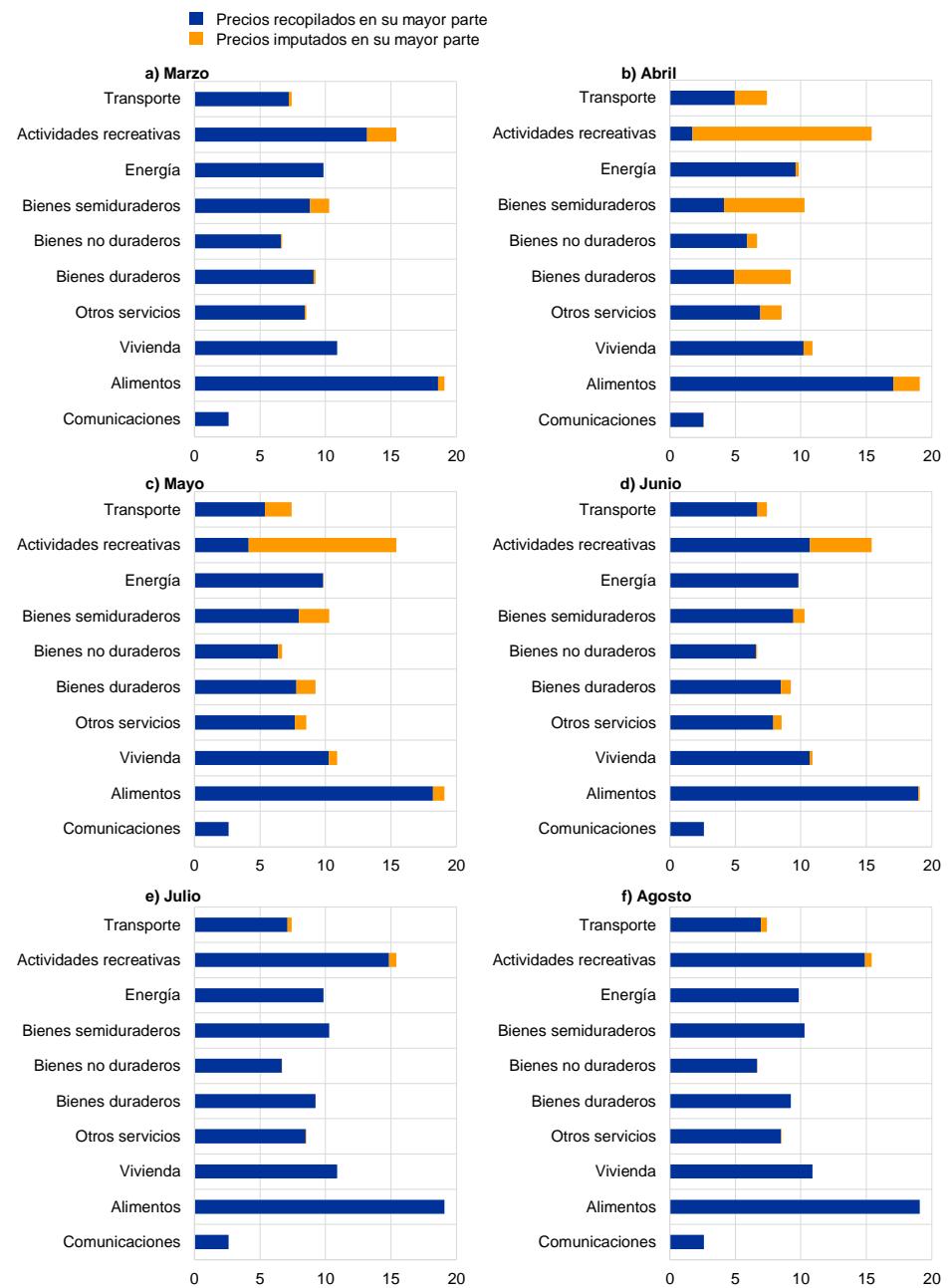
³³ Eurostat y las oficinas nacionales de estadística de los Estados miembros de la UE decidieron no eliminar los índices de productos para los que no se disponía de muestras de precios. Los principales motivos para mantener completa la cobertura de la cesta del IAPC —pese a que el volumen de transacciones realmente efectuadas en varias categorías de productos fue muy reducido— están relacionados, aunque no exclusivamente, con obligaciones legales, usos establecidos (por ejemplo, en contratos), necesidades de los usuarios y la continuidad en la elaboración del IAPC con arreglo al concepto estadístico en el que se basa (establecido en reglamentos de la UE).

³⁴ Este porcentaje se refiere al 30 % del índice general (en términos de ponderaciones), y no al 30 % de los precios de los componentes (sin ponderar).

Gráfico C

Imputación de precios por categoría del IAPC (marzo-agosto de 2020)

(porcentajes)



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

Notas: El gráfico muestra la proporción de precios en cada categoría del IAPC (a nivel de dos dígitos de la clasificación COICOP) como porcentaje del IAPC total, dividida en precios recopilados en su mayor parte (barras de color azul) y en precios imputados en su mayor parte (barras de color amarillo). Los precios «imputados en su mayor parte» representan agregados elementales de la categoría respectiva que fueron señalados con una «U» por las oficinas nacionales de estadística en el mes en cuestión, lo que significa que más del 50 % de los precios del agregado elemental se habían imputado.

La modificación del método de recogida de precios no implica necesariamente que el índice resultante no sea fiable. Por ejemplo, cuando los precios de los alimentos recopilados en los mercados tradicionales se sustituyeron por los datos de escáner de supermercados, el comportamiento real de los consumidores quedó reflejado con bastante precisión. Lo mismo sucedió cuando los precios de los

artículos de vestir y del calzado extraídos mediante la técnica de *web-scraping* reemplazaron a los precios que habitualmente se recogían en los establecimientos físicos³⁵. Sin embargo, en el caso de los paquetes turísticos, los billetes de avión y muchos servicios personales (como los de peluquería y dentales), las variaciones de los precios tuvieron que imputarse, ya que no era posible adquirirlos. De conformidad con las convenciones acordadas por las oficinas de estadística de la UE, las variaciones de precios se imputaron tomando como referencia otros índices de precios de consumo, por ejemplo, de la misma categoría de producto o del IAPC en general. En algunos casos se utilizaron como estimaciones los precios o las variaciones de períodos anteriores a la crisis³⁶.

Aunque los problemas de medición del IAPC provocados por la pandemia se han reducido sensiblemente en los últimos meses, es muy probable que continúen en 2021 y, hasta cierto punto, también en 2022, al menos en lo que respecta a las ponderaciones del gasto. En este recuadro se ha presentado el impacto estimado de las dificultades de medición derivadas de la pandemia en la inflación de los precios de consumo, que fue atribuible, principalmente, al rápido cambio que se produjo en las pautas de consumo y a los obstáculos para la recopilación de precios generados por las medidas de confinamiento. Los problemas de medición afectaron a las estadísticas publicadas durante los primeros meses de la pandemia, pero en los últimos meses se han reducido sensiblemente. De cara al futuro, si la pandemia continúa, algunas de estas dificultades persistirán en 2021, así como en 2022, cuando está previsto que se utilicen los datos de consumo de 2020 para calcular las ponderaciones del IAPC.

³⁵ La recopilación de precios a través de internet se lleva a cabo mediante muestras de *web-scraping* de precios de oferta. Estos precios podrían no reflejar necesariamente adquisiciones reales.

³⁶ Véase «[Guidance on the compilation of the HICP in the context of the COVID-19 crisis](#)», *Methodological note*, Eurostat, abril de 2020.

Artículos

1 El impacto del Covid-19 en el producto potencial de la zona del euro

Katalin Bodnár, Julien Le Roux, Paloma López-García y Bela Szörfi

Introducción

El producto potencial suele definirse como el mayor nivel de actividad económica que puede sostenerse con la tecnología y los factores de producción disponibles sin elevar la inflación por encima de su objetivo. Los intentos de superar este nivel de producción llevarán a un aumento de la utilización de los factores (y a una brecha de producción positiva, definida como la diferencia entre el producto real y el potencial), presionando así al alza los costes de los factores y, en última instancia, la inflación de los precios de consumo. En cambio, si el producto real es menor que el potencial, hay capacidad productiva sin utilizar en la economía (la brecha de producción pasa a ser negativa), lo que presiona a la baja los costes de los factores y la tasa de variación de los precios de consumo. Como el producto potencial no puede observarse directamente, ha de inferirse de los datos disponibles mediante el uso de métodos estadísticos y econométricos. Existen diversos métodos para estimar y proyectar el producto potencial, y todos están sujetos a un grado considerable de incertidumbre³⁷.

La grave perturbación macroeconómica causada por la pandemia de coronavirus (Covid-19) ha afectado tanto a la oferta como a la demanda. El producto potencial refleja normalmente las condiciones de oferta de la economía, tales como las variaciones de los principales factores de producción —capital y trabajo—, y su productividad. Al mismo tiempo, las fluctuaciones en torno al producto potencial están relacionadas con factores de demanda³⁸. Las medidas impuestas por los Gobiernos para contener la propagación del virus tras la perturbación ocasionada por el Covid-19 son un ejemplo singular de restricciones de oferta severas y transitorias, lo que lleva a plantearse la cuestión de en qué grado se ha visto afectado el producto potencial.

En este artículo se analiza el impacto de la pandemia de Covid-19 en el producto potencial de la zona del euro. Se presentan algunas cuestiones conceptuales y se explican los canales a través de los que la pandemia y las

³⁷ Véase el artículo titulado «Potential output in the post-crisis period», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2018.

³⁸ Las estimaciones del producto potencial suelen ser procíclicas y reflejan la evolución de las condiciones de demanda. Por un lado, esta prociclicidad podría ser, en parte, un artefacto estadístico resultante de dificultades metodológicas, como el conocido problema del final de la muestra de los procedimientos de filtrado. Por otro, podría reflejar también fluctuaciones del ciclo económico, por ejemplo, en las inversiones en capital físico, o en la investigación y el desarrollo y la innovación, lo que daría lugar a estimaciones procíclicas del stock de capital y del crecimiento tendencial de la productividad total de los factores.

medidas para contenerla han afectado y es probable que sigan afectando al producto potencial. Asimismo, se considera la naturaleza de la perturbación y se describen los canales a través de los que la pandemia y las medidas de contención asociadas podrían alterar la contribución del trabajo, del capital y de la productividad total de los factores al producto potencial de la zona del euro. Por último, se presentan un conjunto de estimaciones cuantitativas del impacto de la pandemia, que son mayormente preliminares, dado que, entre la irrupción de la pandemia y el momento de redactar el artículo, solo se han publicado datos macroeconómicos correspondientes a dos trimestres y que la duración de la pandemia es muy incierta (al igual que otros factores, como durante cuánto tiempo y en qué grado se seguirán aplicando medidas de contención, cuándo se dispondrá de una vacuna o una solución farmacéutica y cuáles serán las implicaciones a largo plazo para la salud pública). En este contexto, las estimaciones cuantitativas deberían servir para calibrar los mecanismos que intervienen, mientras cabe esperar que se realicen revisiones *ex post* cuando la magnitud de la crisis sea más evidente.

Conclusiones

La pandemia de Covid-19 y las medidas de contención asociadas están afectando a los sectores y a los países de la zona del euro en un grado que probablemente influya en el producto potencial. Con todo, la magnitud de este impacto a corto y a largo plazo es muy incierto. A corto plazo, la amplitud de la fluctuación depende significativamente de cómo se considere que las medidas de contención afectan al producto potencial. A largo plazo, está condicionada, entre otros factores, por la duración de la pandemia y por el grado en el que las medidas de política puedan proteger a la economía de efectos permanentes excesivos.

La crisis actual provocará probablemente algunos cambios estructurales en la economía de la zona del euro, y las políticas económicas desempeñarán un papel fundamental para facilitar estos cambios. Concretamente, ejercen una influencia importante a la hora de proteger de los efectos de histéresis a las empresas y a los trabajadores de sectores en recesión. Hasta la fecha, los análisis del Banco Central Europeo (BCE) muestran que la rápida implementación de programas de regulación temporal de empleo en los distintos países europeos ha mitigado las posibles pérdidas permanentes de empleo como consecuencia de los confinamientos³⁹. Los préstamos con aval público también han sido esenciales para facilitar el acceso de las empresas a la liquidez con el fin de cubrir los déficits de capital circulante. Este tipo de medidas son cruciales para proteger la economía de la zona del euro de secuelas a largo plazo.

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

³⁹ Véase también el recuadro titulado «[Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

2

La integración financiera europea durante la crisis del Covid-19

Stefano Borgioli, Carl-Wolfram Horn, Urszula Kochanska, Philippe Molitor y Francesco Paolo Mongelli

En este artículo se presenta una visión general del episodio de fragmentación financiera durante la crisis del coronavirus (Covid-19) y las políticas adoptadas para contrarrestar sus efectos. Para ello se utiliza un conjunto de indicadores de alta frecuencia con el fin de realizar un seguimiento de la evolución de la integración financiera. A continuación, los valores de estos indicadores se vinculan a los acontecimientos económicos y políticos que se han ido produciendo y a las principales respuestas de política monetaria, fiscal y de estabilidad financiera aplicadas a escala nacional y europea. Después de experimentar una fragmentación considerable inicialmente, la integración financiera de la zona del euro se recuperó, en general, hasta alcanzar los niveles anteriores a la crisis a mediados de septiembre, aunque no en todos los indicadores. Sin embargo, esta recuperación sigue siendo frágil y está condicionada por el mantenimiento de medidas de apoyo en el ámbito fiscal, monetario y prudencial de una magnitud sin precedentes.

Introducción

El coronavirus (Covid-19) ha generado un tipo de perturbación sin precedentes que ha provocado una intensa contracción económica. En enero de 2020, el coronavirus empezó a propagarse por todo el mundo, también en gran parte de Europa. El 30 de enero, la Organización Mundial de la Salud declaró que el Covid-19 era una emergencia de salud pública de importancia internacional, y el 11 de marzo elevó esta amenaza al nivel de pandemia. Cuando se constató que sería necesario adoptar un amplio conjunto de medidas de contención para controlar la propagación del virus, como confinamientos, la actividad económica de la zona del euro inició un retroceso a una rapidez y de una magnitud inéditos.

La pandemia de coronavirus es una emergencia colectiva de salud pública, pero ha afectado de forma diferente a las economías de la zona del euro. La pandemia generó perturbaciones tanto de oferta como de demanda. La oferta se vio restringida por los cierres de negocios y por la permanencia de los trabajadores en sus domicilios. A continuación, la demanda de bienes intermedios y finales se desplomó como consecuencia de la interrupción de la actividad del comercio minorista y las disrupciones en las cadenas de suministro⁴⁰. Aunque la causa de

⁴⁰ Se ha demostrado que una perturbación de oferta con un impacto asimétrico por sectores puede provocar una contracción más intensa de la demanda que la perturbación inicial si la interrelación entre los sectores es lo suficientemente estrecha. Véase V. Guerrieri, G. Lorenzoni, L. Straub e I. Werning, «[Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?](#)», *NBER Working Paper*, abril de 2020. En el caso de Estados Unidos, en la crisis del Covid-19 influyeron perturbaciones tanto de oferta como de demanda. Véase P. Brinca, J. B. Duarte y M. Faria-e-Castro, «[Measuring Labor Supply and Demand Shocks during COVID-19](#)», *Working Paper*, n.º 2020-011D, Banco de la Reserva Federal de St. Louis, mayo de 2020.

estas perturbaciones ha sido común a todos los países, la magnitud de las repercusiones económicas ha variado sustancialmente de un país a otro, debido, entre otras diferencias, a las condiciones macroeconómicas y financieras iniciales, a la severidad de las medidas de salud pública adoptadas y a la intensidad de las medidas fiscales nacionales implementadas para apoyar a la economía, como moratorias en el pago de impuestos, avales para préstamos, suspensión de las cotizaciones sociales, garantías a las exportaciones, provisión de liquidez y programas de regulación temporal de empleo.

La crisis del coronavirus sometió a la economía real y a los mercados financieros a tensiones extraordinarias que inicialmente desembocaron en una acusada fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro.

Pocos días después de que se comunicara el primer caso de coronavirus en Europa, el 24 de enero de 2020⁴¹, el indicador sintético de tensión sistémica (CISS, por sus siglas en inglés) comenzó a ascender hacia niveles próximos a los registrados por última vez durante la crisis financiera global de 2008 y la crisis de deuda soberana de la zona del euro de 2011-2012 (véase la línea de color amarillo del gráfico 1). Transcurridas unas semanas de la comunicación de los primeros casos, el indicador sintético de integración financiera basado en precios⁴² descendió hacia cotas similares a las observadas en los meses posteriores a la introducción del euro (véase la línea de color azul del gráfico 1). La caída de este indicador entre febrero y abril de 2020 fue comparable a las que experimentó al principio de la crisis financiera global de 2008 y durante la crisis de deuda soberana, y la que se produjo en marzo de 2020 representó el cuarto mayor retroceso intermensual de este indicador desde la adopción del euro. En los países de la zona del euro se despertaron temores de fragmentación⁴³. Se volvió a establecer una correlación positiva entre tensión sistémica y fragmentación en los mercados financieros de la zona, una característica de crisis anteriores. No obstante, un rasgo destacable de la crisis del Covid-19, documentado en la sección 2, ha sido el veloz repunte de la integración financiera gracias a las rápidas respuestas de política económica y a la capacidad de resistencia generada por los mecanismos de respaldo financiero y por las reformas acometidas en los diez últimos años.

⁴¹ Véase [COVID-19 timeline](#), Centro Europeo para la Prevención y el Control de las Enfermedades (ECDC, por sus siglas en inglés).

⁴² Véase P. Hoffmann, M. Kremer y S. Zaharia, «[Financial integration in Europe through the lens of composite indicators](#)», *Working Paper Series*, n.º 2319, BCE, Frankfurt am Main, septiembre de 2019.

⁴³ Véanse, por ejemplo, M. Buti, «[A tale of two crises: Lessons from the financial crisis to prevent the Great Fragmentation](#)», *VoxEU*, julio de 2020, y L. de Guindos, «[Financial stability and the pandemic crisis](#)», *Frankfurt Finance Summit*, junio de 2020.

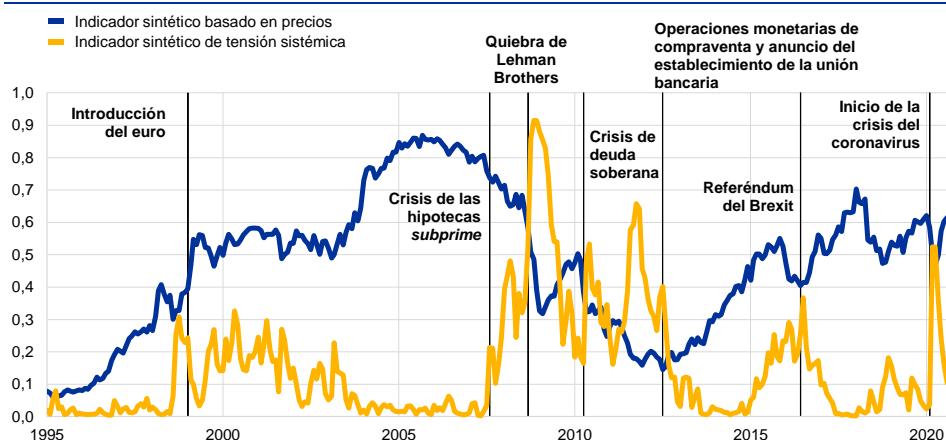
Gráfico 1

Integracifinanciera y riesgo sistémico en la zona del euro

a) Evolución histórica de la integración financiera basada en precios y del riesgo sistémico entre enero de 1995 y agosto de 2020

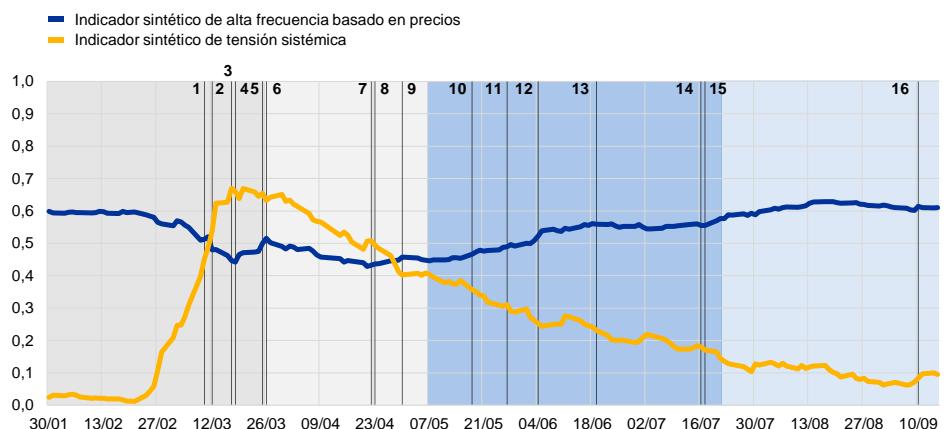
(datos mensuales)

Integración



b) Evolución de la integración financiera basada en precios y del riesgo sistémico durante la crisis del Covid-19 entre el 20 de enero y el 15 de septiembre de 2020

(datos diarios)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: El indicador sintético de integración financiera basado en precios del panel a fue desarrollado por P. Hoffmann *et. al.*, *op. cit.*, y se ha modificado para ofrecer los datos diarios que se muestran en el panel b (véase cuadro 1). Para información detallada sobre la metodología general en la que se basa el CISS, véase D. Holló, M. Kremer y M. Lo Duca, «CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system», *Working Paper Series*, n.º 1426, BCE, Frankfurt am Main, marzo de 2012. Ambos indicadores se han ajustado para reflejar una variación entre 0 y 1. Las zonas sombreadas del panel b señalan las cuatro fases de la crisis definidas en el cuadro 1.

Los acontecimientos que se muestran como líneas numeradas del panel b de este gráfico son los siguientes:

1. Primera reunión del Consejo Europeo sobre la respuesta europea (10 de marzo).
2. Reunión del Consejo de Gobierno del BCE (12 de marzo).
3. Segunda reunión del Consejo Europeo sobre la respuesta europea (17 de marzo).
4. Anuncio del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) por parte del BCE (18 de marzo).
5. Publicación de la documentación legal del PEPP (25 de marzo).
6. Tercera reunión del Consejo Europeo sobre la respuesta europea (26 de marzo).
7. Preservación por parte del BCE de las calificaciones crediticias de los activos de garantía (22 de abril).
8. Cuarta reunión del Consejo Europeo sobre la respuesta europea, con la aprobación del amplio conjunto de medidas de respuesta adoptado por el Eurogrupo y de los planes para la creación de un fondo de recuperación (23 de abril).

-
9. Reunión del Consejo de Gobierno del BCE (30 de abril).
 10. Propuesta franco-alemana para la creación de un fondo de recuperación europeo de 500 mm de euros (18 de mayo).
 11. Propuesta de la Comisión Europea sobre el instrumento de recuperación *Next Generation EU* con una dotación de 750 mm de euros (27 de mayo).
 12. Ampliación del PEPP por parte del BCE (4 de junio).
 13. Quinta reunión del Consejo Europeo sobre la respuesta europea (19 de junio).
 14. Reunión del Consejo de Gobierno del BCE (16 de julio).
 15. Inicio de la reunión extraordinaria del Consejo Europeo (17-21 de julio).
 16. Reunión del Consejo de Gobierno del BCE (10 de septiembre).

La rápida propagación de la crisis del Covid-19 suscitó la necesidad de realizar un seguimiento muy frecuente de la evolución de la fragmentación financiera en distintos segmentos del mercado. Desde la introducción del euro, el BCE ha vigilado el estado de la integración financiera en la zona del euro⁴⁴ porque unos mercados financieros fragmentados impiden la transmisión fluida y uniforme de la política monetaria en los distintos países de la zona. Para hacer un seguimiento más frecuente de la integración financiera de la zona del euro durante la crisis del Covid-19, se elaboró un conjunto de indicadores de alta frecuencia a partir de la serie de indicadores presentados en un informe del BCE sobre la integración y la estructura financieras de la zona del euro y en su anexo estadístico⁴⁵. En el recuadro 1 se describen los aspectos técnicos de su elaboración. Estos indicadores de alta frecuencia de la integración financiera son una herramienta útil para vigilar el grado de fragmentación financiera, y también pueden utilizarse para ilustrar los efectos de las medidas adoptadas en respuesta a la contracción económica.

Las medidas de respuesta ante la crisis aplicadas en la zona del euro fueron decisivas a escala tanto nacional como supranacional. Las medidas contribuyeron a una rápida reversión de la fragmentación financiera, que, para mediados de septiembre de 2020, había retorna a niveles próximos a los de antes de la crisis. La pronta adopción de medidas de política monetaria y supervisoras por parte del BCE proporcionó una primera línea de defensa para amortiguar la perturbación desinflacionista y contrarrestar los efectos adversos de la fragmentación financiera sobre la eficacia de la política monetaria (en la parte superior del gráfico 2 se presenta una síntesis de las medidas). Estas respuestas se han articulado mediante adquisiciones adicionales de activos a través del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), programas de préstamos bancarios en condiciones muy ventajosas (operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico), medidas de supervisión y programas coordinados de provisión de liquidez. Las autoridades fiscales nacionales también reaccionaron de forma inmediata en toda la zona del euro, incluso en países con restricciones presupuestarias, aunque el volumen de los paquetes fiscales adoptados fue heterogéneo. Además, reconociendo la importancia de dar una respuesta centralizada a la crisis, a lo largo de esta las autoridades europeas han

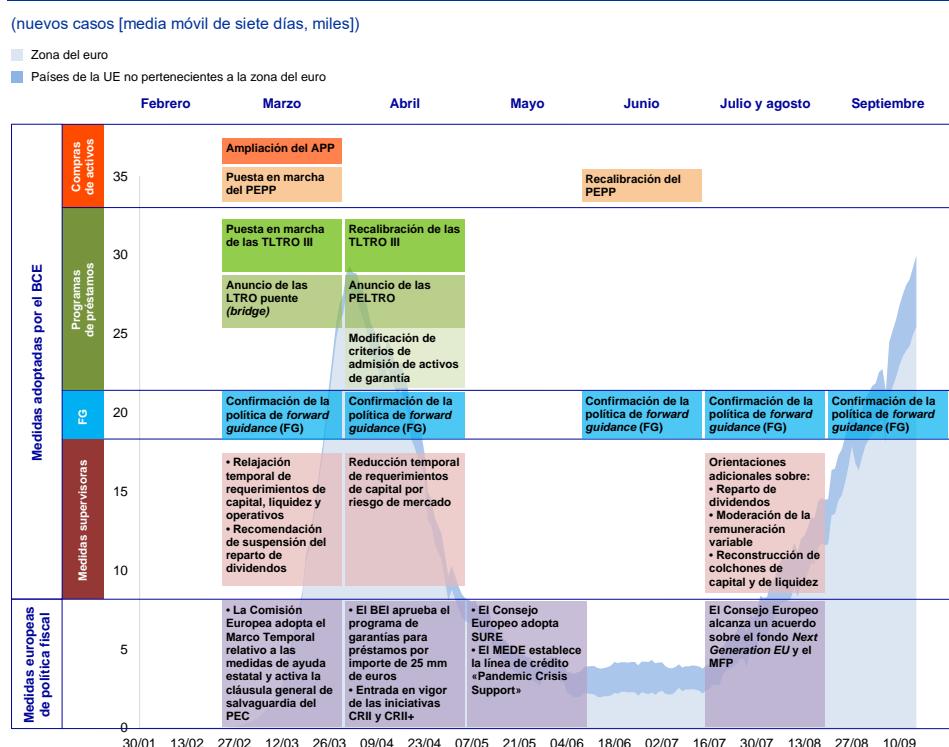
⁴⁴ El BCE considera que, para un conjunto determinado de instrumentos o servicios financieros, el mercado está plenamente integrado cuando todos los posibles participantes comparten las siguientes características importantes: 1) deben cumplir un conjunto único de normas a la hora de efectuar operaciones con esos instrumentos o servicios financieros; 2) gozan del mismo acceso a los instrumentos o servicios mencionados anteriormente, y 3) reciben el mismo trato cuando operan en el mercado. Para más información, véase L. Baele *et al.*, «[Measuring financial integration in the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 14, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2004.

⁴⁵ Véanse «[Financial integration and structure in the euro area](#)», BCE, Frankfurt am Main, marzo de 2020, y el anexo estadístico ([Statistical annex](#)) que lo acompaña.

introducido diversas medidas de apoyo a escala paneuropea, como las tres redes de seguridad —el programa temporal SURE (Instrumento de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia), un mecanismo de avales para préstamos del Banco Europeo de Inversiones (BEI) y una nueva línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)—, el fondo *Next Generation EU* y el refuerzo del Marco Financiero Plurianual (MFP) 2021-2027 (en el gráfico 2 se muestra una síntesis de las actuaciones monetarias, fiscales y supervisoras europeas). En el gráfico no se incluyen las medidas fiscales nacionales, desplegadas con gran rapidez. Estas políticas, junto con la mayor capacidad de resistencia de la integración financiera conseguida a través de las reformas institucionales acometidas en los diez últimos años, han ayudado a revertir gran parte de la intensa fragmentación inicial de los mercados financieros. La integración financiera ha retornaido, en general, a los niveles previos a la crisis desde mediados de septiembre. Sin embargo, este retorno aparente a la situación anterior al brote de Covid-19 es frágil y depende sustancialmente del apoyo sostenido de las políticas.

Gráfico 2

Síntesis de las medidas europeas de política monetaria y fiscal



Fuentes: BCE, Johns Hopkins a través de Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: En el gráfico no se mencionan varias líneas swap y repo establecidas por el BCE en colaboración con otros bancos centrales de países pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro. En el sitio web del BCE puede consultarse información sobre las líneas swap y repo de los bancos centrales.

El indicador sintético de integración financiera basado en precios y sus componentes sugieren que, en términos generales, la crisis del coronavirus se ha desarrollado en cuatro fases. En la sección 2 se describe la evolución de la integración financiera en cada una de estas cuatro fases (véanse gráfico 1 y recuadro 1). La fase 1, del 30 de enero al 25 de marzo de 2020, corresponde al

período transcurrido entre la irrupción de la crisis y el anuncio del PEPP. En la fase 2, del 26 de marzo al 7 de mayo, el daño económico fue en aumento y se generó cierta incertidumbre inicial en torno a la adopción de una respuesta fiscal paneuropea. La fase 3, del 8 de mayo al 21 de julio, abarcó la relajación gradual de los confinamientos y los progresos hacia una respuesta fiscal europea común, y la decisión sobre el fondo *Next Generation EU*. La fase 4, del 22 de julio al 15 de septiembre (fecha de cierre para este análisis), fue un período centrado fundamentalmente en mantener el grado de reintegración alcanzado a través de las respuestas de política monetaria y fiscal europeas instrumentadas durante las fases anteriores. En la sección 3 se presentan las conclusiones del artículo, con un tono de cautela sobre las perspectivas. Por motivos de espacio, no se abordan el entorno internacional ni la normalización de la volatilidad de los mercados a raíz de las decisiones de otros bancos centrales.

Conviene mencionar que los análisis presentados en este artículo tienen varias limitaciones. En primer lugar, habida cuenta de la necesidad de disponer de datos de alta frecuencia, se centra únicamente en los indicadores de integración financiera basados en precios, que captan las discrepancias en los precios de los activos de distintos países y sectores, frente a los indicadores cuantitativos, que se basan en las tenencias transfronterizas de diferentes clases de activos y cuya frecuencia de observación suele ser menor. En segundo lugar, muchos de los indicadores empleados no controlan por variables fundamentales, como el riesgo asociado a empresas o países. Del mismo modo, los mercados financieros, en particular en situaciones de crisis, podrían actuar guiados por expectativas futuras y reaccionar de manera excesivamente desproporcionada ante noticias que señalen cambios en las variables fundamentales: estos cambios en las actitudes generales frente al riesgo en los mercados tampoco se consideran en el artículo. En tercer lugar, el análisis de las relaciones causales, o contrafactuals, queda fuera del ámbito del artículo. Por tanto, solo proporciona una perspectiva parcial de los acontecimientos que se han producido durante la crisis del coronavirus; una valoración más completa del estado de la integración financiera y de la evolución estructural del sistema financiero de la zona del euro requeriría un estudio adicional. Pese a estas limitaciones, el análisis de los indicadores de alta frecuencia realizado en este artículo ofrece información útil sobre la evolución de la integración financiera durante este período.

Conclusiones

En este artículo se ha presentado un conjunto de indicadores de alta frecuencia para realizar un seguimiento de la evolución de la integración financiera durante la crisis del Covid-19. El artículo se centra en un indicador sintético de integración financiera basado en precios y en sus componentes relativos a los mercados monetarios, de renta fija, de renta variable y bancarios. Una aportación original del artículo es su transformación —con la ayuda de técnicas de *big data*— para obtener observaciones de mayor frecuencia. El conjunto de herramientas de seguimiento de alta frecuencia descrito aquí se basa en un análisis efectuado en el BCE y en el Eurosistema, e incluye nuevos indicadores de alta

frecuencia para el mercado monetario, así como varios indicadores de seguimiento de los mercados de deuda soberana y de renta fija privada. Estas herramientas son flexibles y pueden ampliarse con el tiempo.

Los datos obtenidos a partir de estos indicadores de alta frecuencia se pueden utilizar para realizar un seguimiento del desarrollo de la crisis del Covid-19 y para interpretar los efectos de las respuestas de política monetaria, fiscal y financiera desde la perspectiva de la integración financiera de la zona del euro. Estos indicadores sugieren que fue en las fases iniciales de la crisis del Covid-19 cuando la capacidad de resistencia de la integración financiera en la zona del euro se vio más comprometida. El comienzo de la crisis tuvo un impacto particularmente intenso en términos de fragmentación, sobre todo antes del anuncio del PEPP. Después se apreciaron signos persistentes de reintegración financiera en paralelo a los avances en la adopción de una respuesta fiscal europea conjunta, lo que pone de manifiesto los potentes efectos de la coordinación de las políticas monetaria y fiscal para afrontar crisis económicas.

Si el indicador sintético de integración financiera basado en precios se compara con los indicadores de segmentos específicos del mercado, se obtiene una imagen matizada. El indicador sintético registró un mínimo a mediados de abril de 2020, pero a mediados de agosto superaba los niveles observados antes de la crisis del coronavirus. Sin embargo, esta reintegración no se observa en todos los segmentos del mercado ni beneficia por igual a todos los países de la zona del euro. Los mercados monetarios han contribuido de forma significativa al repunte del indicador de integración financiera basado en precios, hasta que se situó en niveles de principios de 2020. En los mercados de deuda soberana y de renta fija privada, la tendencia a la reintegración no se estabilizó hasta agosto de 2020, y la integración solo retornó a niveles previos a la crisis hacia el final del período analizado. La integración de los mercados de renta variable muestra trayectorias heterogéneas en los distintos países y se ha recuperado ligeramente con respecto a comienzos de julio de 2020, pero se mantiene en torno a las cotas de antes de la crisis.

En estos momentos, la reintegración de los mercados financieros de la zona del euro sigue siendo frágil y desigual, y el retorno gradual a la situación previa al brote de Covid-19 depende del estímulo monetario y fiscal vigente, de una magnitud sin precedentes. Aunque muchos indicadores de integración financiera muestran una mejora a lo largo de la tercera y la cuarta fase de la crisis, esta tendencia a la reintegración está sujeta al riesgo de que se produzcan nuevas olas de contagios y se apliquen nuevas medidas de confinamiento.

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

3

Nuevas estadísticas de fondos de pensiones

Jordi Gutiérrez Curos, Jürgen Herr, Rafael Quevedo, Mirna Valadzija y Me-Lie Yeh

Introducción y relevancia de los fondos de pensiones

Los fondos de pensiones desempeñan un papel importante en la economía de la zona del euro. Estos fondos proporcionan a los hogares una oportunidad de ahorro para la jubilación y, al mismo tiempo, contribuyen a la asignación eficiente del capital a largo plazo. Los activos relacionados con pensiones suelen ser uno de los principales activos de los hogares (representan alrededor del 20 % de su riqueza financiera neta), sobre todo en países en los que predominan las pensiones vinculadas al empleo.

Las nuevas estadísticas de fondos de pensiones⁴⁶ agrupan datos sobre los distintos sistemas de pensiones de los países de la zona del euro en un conjunto armonizado de estadísticas. Estas estadísticas representan una importante mejora de la información disponible, esencial para realizar un seguimiento de la evolución de los fondos de pensiones desde la perspectiva de la política monetaria, la estabilidad financiera y las estructuras financieras. Los sistemas de pensiones administrados por las Administraciones Públicas (por ejemplo, los sistemas de seguridad social⁴⁷) y los planes de pensiones que ofrecen las empresas de seguros quedan excluidos del ámbito del Reglamento. Los primeros datos enviados por los bancos centrales nacionales al BCE de conformidad con el reglamento fueron los referidos al tercer trimestre de 2019 para los datos trimestrales de activos y pasivos, y diciembre de 2019 para los datos anuales de número de miembros de los sistemas de pensiones. El primer conjunto de datos de los fondos de pensiones se publicó el 31 de julio de 2020 en la plataforma Statistical Data Warehouse (SDW)⁴⁸ del BCE.

En las dos últimas décadas, los fondos de pensiones han registrado un crecimiento considerable en la zona del euro, tanto en términos de sus activos financieros como en porcentaje del PIB. Los activos de los fondos de pensiones de la zona prácticamente se han multiplicado por dos desde 2008 y, en la actualidad, los activos totales ascienden a unos 3 billones de euros, mientras que en

⁴⁶ Fondos de pensiones autónomos, según la definición del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales (SEC 2010). Los fondos de pensiones están integrados solo por los que son unidades institucionales diferenciadas de las unidades que los hayan constituido; por consiguiente, no se incluyen los fondos de pensiones no autónomos establecidos, por ejemplo, por entidades de crédito o por sociedades no financieras. Los planes de pensiones individuales que ofrecen las empresas de seguros u otras entidades también quedan excluidos del ámbito del Reglamento, al igual que los sistemas de seguridad social.

⁴⁷ Véase el artículo titulado «Social spending, a euro area cross-country comparison», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2019.

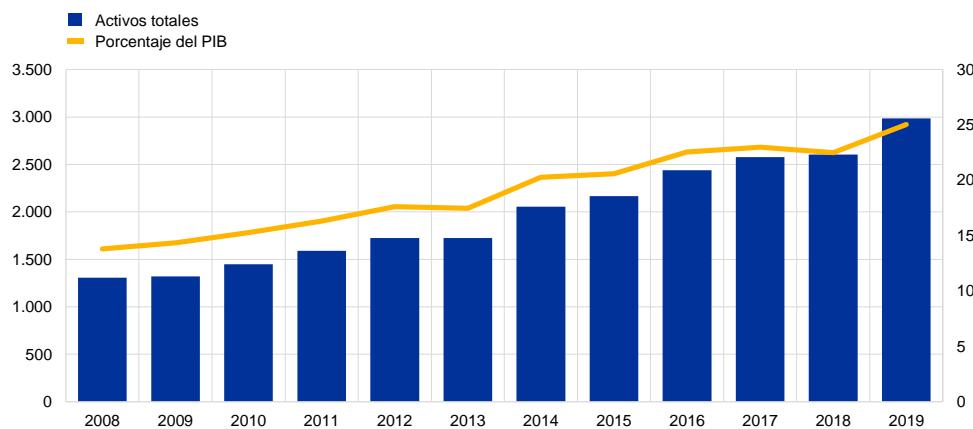
⁴⁸ Las estadísticas de fondos de pensiones pueden consultarse en el Statistical Data Warehouse (SDW) del sitio web del BCE.

porcentaje del PIB de la zona del euro casi se han duplicado, pasando del 13 % en 2008 al 25 % en 2019 (véase gráfico 1). En comparación, en Estados Unidos el valor de los activos de los fondos de pensiones privados equivalía a aproximadamente el 140 % del PIB en 2018, según datos de la OCDE⁴⁹.

Gráfico 1

Activos totales de los fondos de pensiones de la zona del euro

(escala izquierda: activos totales, mm de euros; escala derecha: porcentaje del PIB de la zona del euro)



Fuente: Cálculos del BCE.

Desde la crisis financiera, los fondos de pensiones⁵⁰ han tenido un crecimiento dinámico dentro del sector financiero de la zona del euro. El gráfico 2 muestra la velocidad a la que crecieron estos fondos como sector financiero en el período transcurrido entre la crisis financiera de 2008 y el primer trimestre de 2020, cuando los fondos de pensiones de la zona del euro contaban con unos 75 millones de partícipes.

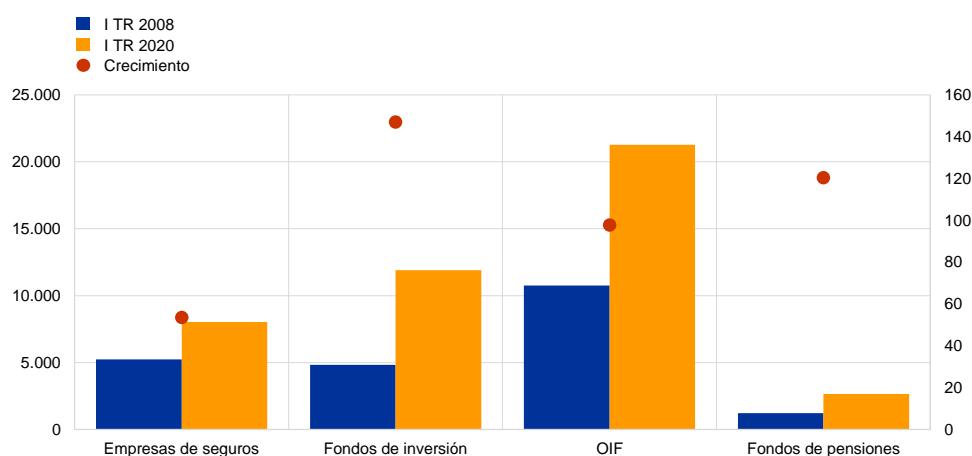
⁴⁹ Esto refleja el mayor peso de las pensiones privadas en el total de pensiones en Estados Unidos y el hecho de que las pensiones públicas de la seguridad social desempeñan un papel más importante en casi todos los países de la zona del euro. Véanse «*Pension Markets in Focus*», OCDE, 2019, y «*OECD Pensions Outlook*», OCDE, 2018.

⁵⁰ Incluidas las pensiones del «segundo pilar» y (en parte) del «tercer pilar» (véase también la sección 2).

Gráfico 2

Activos totales y crecimiento de una selección de sectores de instituciones financieras distintas de IFM

(escala izquierda: activos totales, logaritmo de mm de euros; escala derecha: crecimiento porcentual entre I TR 2008 y I TR 2020)



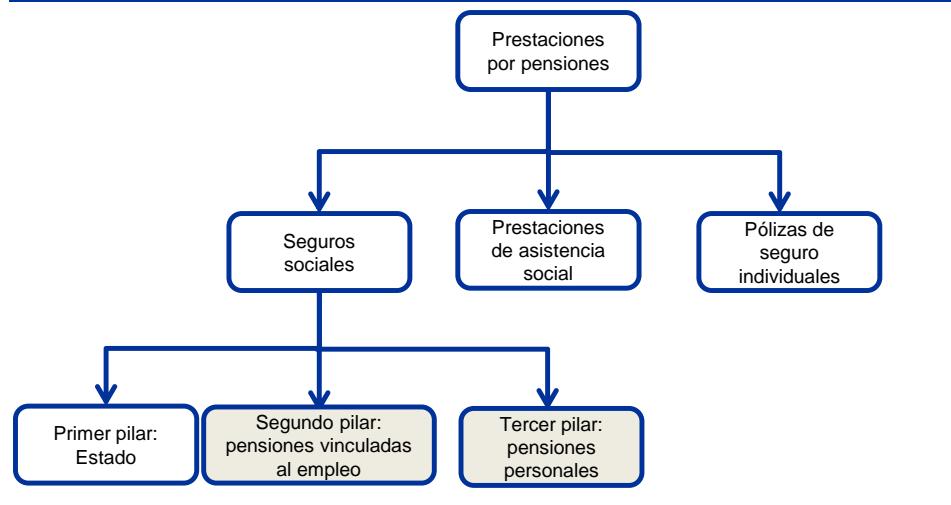
Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: OIF se refiere a otras instituciones financieras.

En la zona del euro, los fondos de pensiones son muy diversos en lo que respecta a su estructura jurídica y regulatoria, lo que corresponde al distinto papel que desempeñan los sistemas de protección social en los diferentes países. En función de las características del cotizante, los sistemas de pensiones suelen clasificarse en tres pilares (Banco Mundial, 2008)⁵¹ (véase figura 1). Las pensiones del primer pilar están administradas por el Estado y las del segundo pilar están constituidas por los planes de pensiones vinculados al empleo, asociados en su mayoría a un empleador concreto, a un grupo de empleadores, a un sector económico o a una agrupación social. Las pensiones del tercer pilar son productos personales de pensiones o ahorros.

⁵¹ El marco conceptual del Banco Mundial para las pensiones, *World Bank Pension Reform Primer Series*, Washington DC, 2008.

Figura 1
Pilares de los sistemas de pensiones



Fuentes: Banco Mundial y Eurostat.

Notas: Los seguros sociales y la asistencia social se definen en la guía sobre datos de pensiones⁵² de Eurostat. El Reglamento del BCE cubre los sistemas de pensiones que se muestran en las áreas sombreadas de la figura, en concreto los sistemas de seguros sociales del segundo y el tercer pilar.

Con frecuencia, los países de la zona del euro ofrecen planes de pensiones del primer pilar basados en un sistema de reparto (PAYG⁵³, por sus siglas en inglés). Estas prestaciones por pensiones presentan diferencias considerables en cuanto a su nivel y características, que abarcan desde la «protección contra la pobreza» en algunos Estados miembros hasta pensiones con una tasa de reemplazo de hasta el 80 % del salario final en otros⁵⁴.

La función, la cuantía y las características de las pensiones privadas también presentan muchas diferencias entre los países de la zona del euro. Cabe observar que hay algunos Estados miembros en los que, aunque el nivel de pensiones del primer pilar es muy reducido, el ahorro destinado a planes de pensiones privados es significativo (en especial, en el ámbito de las pensiones vinculadas al empleo) y el valor de sus activos en relación con el PIB del Estado miembro en cuestión⁵⁵ es elevado. En los Países Bajos, los fondos de pensiones vinculados al empleo constituyen alrededor de dos terceras partes de todos los fondos de este tipo en la zona del euro. Estos planes de pensiones suelen ser negociados por los

⁵² Véase Eurostat, «[Technical compilation guide for pension data in national accounts – 2020 edition](#)»: Los sistemas de seguros sociales son aquellos en los que los participantes se ven obligados a inscribirse o son alentados a hacerlo, por un tercero, con el fin de asegurarse contra determinados riesgos sociales o circunstancias que pueden perjudicar su bienestar o el de las personas a su cargo. [...] A diferencia de las prestaciones de los seguros sociales, las prestaciones de asistencia social se pagan sin haber satisfecho cotizaciones destinadas al efecto a un sistema de seguros sociales.

⁵³ Los sistemas de reparto implican que las pensiones que se abonan a los actuales pensionistas se financian con las cotizaciones actuales de los trabajadores activos. Por lo tanto, hay una relación fundamental entre el número de trabajadores y el número de pensionistas en el sistema.

⁵⁴ Véase, por ejemplo, Comisión Europea, «[Pension adequacy report 2018 – Current and future income adequacy in old age in the EU](#)», abril de 2018.

⁵⁵ En los Países Bajos, por ejemplo, alrededor de la mitad del total de las rentas percibidas en forma de pensiones procede de las del segundo y el tercer pilar (el primer pilar actúa de red de protección para la prevención de la pobreza). Esta es la principal causa de la elevada ratio de activos de pensiones en relación con el PIB (que supera el 200 %).

empleadores y los interlocutores sociales, y a menudo están sujetos a la legislación social y laboral nacional, lo que influye en las estructuras de gobierno de los fondos de pensiones.

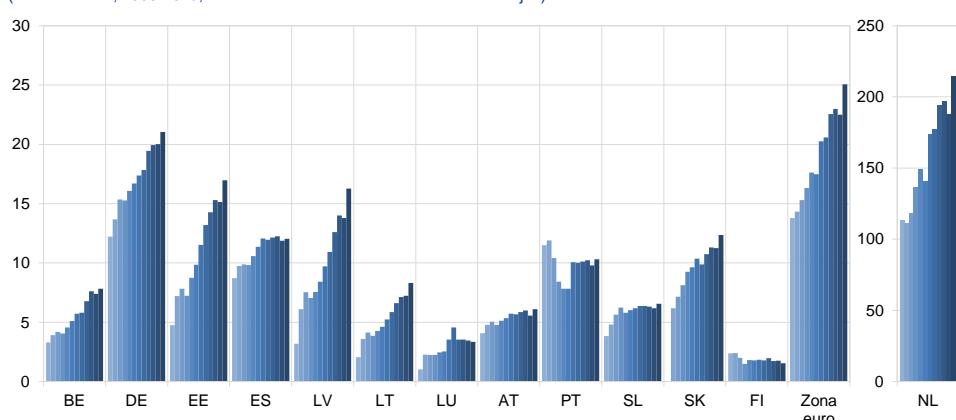
El sector de fondos de pensiones de la zona del euro está muy concentrado en unos pocos países. Dentro de la zona, los Países Bajos destacan por su excepcional importancia, seguidos de Alemania. Otra característica del sector de fondos de pensiones de la zona es la disparidad en el número de fondos que presentan información, ya que en algunos países hay una amplia población informadora integrada por fondos de pensiones de pequeño tamaño (como Irlanda y Chipre⁵⁶), mientras que en otros solo existe un número reducido de fondos de pensiones.

Los activos de los fondos de pensiones han aumentado en la mayoría de los países de la zona del euro desde 2008. Aunque, en términos del porcentaje del PIB de cada país, este crecimiento ha sido diferente en los distintos países, en la mayoría se ha observado una tendencia continuada al alza a pesar de la crisis financiera (véase gráfico 3).

Gráfico 3

Activos totales en porcentaje del PIB por países

(datos anuales, 2008-2019; la escala derecha se refiere a los Países Bajos)



Fuente: Cálculos del BCE.

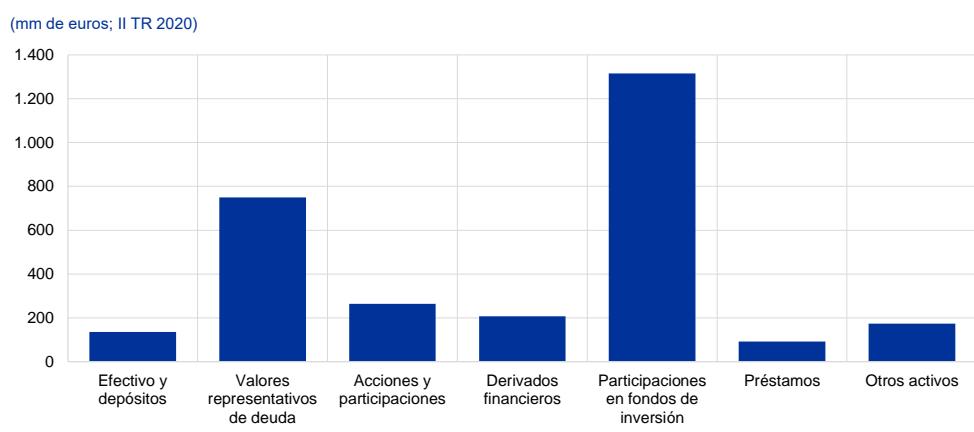
Notas: No se incluyen GR, IE, IT y CY por falta de datos, ni FR y MT porque carecían de un sector de fondos de pensiones acorde con la definición del SEC 2010 en el período al que se refiere el gráfico.

El tipo de activos en el que más invierten los fondos de pensiones de la zona del euro son participaciones en fondos de inversión, seguidas de valores representativos de deuda (véase gráfico 4). Otras inversiones de menor escala incluyen acciones y participaciones, derivados financieros, efectivo y préstamos.

⁵⁶ Como parte de los trabajos de preparación del Reglamento se identificaron más de 75.000 fondos de pensiones en Irlanda y unos 2.000 en Chipre.

Gráfico 4

Activos de los fondos de pensiones de la zona del euro



Fuente: Cálculos del BCE.

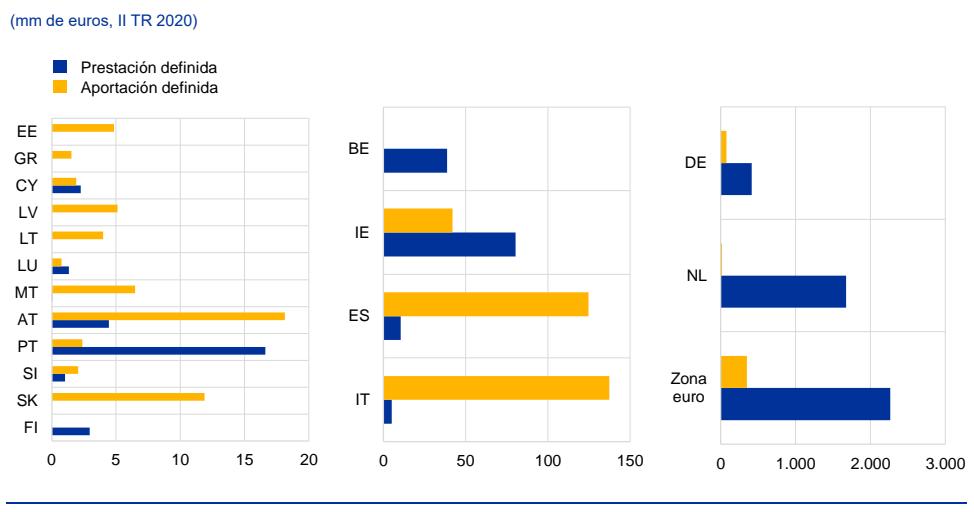
Nota: «Otros activos» incluye reservas de fondos de pensiones, activos no financieros y resto de activos.

Los principales pasivos de los fondos de pensiones (que representan más del 95 % del total de la zona del euro) son reservas técnicas de seguro/derechos por pensiones. En la zona del euro, los planes de prestación definida⁵⁷ suponen más del 85 % del total de derechos por pensiones. No obstante, en los últimos años se ha producido un desplazamiento desde este tipo de planes a los de aportación definida en la mayoría de los países de la zona⁵⁸, aunque el impacto sobre los saldos vivos no se apreciará hasta que transcurran unos años (véase gráfico 5).

⁵⁷ En los planes de pensiones de prestación definida, la prestación por jubilación está predeterminada por una fórmula basada en el historial de ingresos, la vida laboral y la edad de la persona. La prestación en el momento de la jubilación no depende directamente de los rendimientos de inversiones, ya que se fija con antelación. En cambio, en los planes de aportación definida se crean cuentas individuales para los partícipes y las prestaciones se basan en las cantidades ingresadas en esas cuentas, más los rendimientos de inversiones. En estos planes, las prestaciones futuras varían en función de los rendimientos de las inversiones, y los promotores (por lo general, empleadores) no están obligados a realizar aportaciones adicionales al plan si la evolución de este es desfavorable; esto se explica de forma más detallada en la sección 3, donde se describen las nuevas estadísticas. Los planes mixtos incluyen elementos de los planes de prestación definida y de los de aportación definida.

⁵⁸ Véase Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, [Consumer Trends Report 2019](#), Luxemburgo, Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, 2019.

Gráfico 5
Derechos por pensiones, por país y tipo de plan



Fuente: Cálculos del BCE.

Conclusiones

Los fondos de pensiones desempeñan un doble papel, ya que ayudan a las personas a ahorrar para la vejez y distribuyen el capital a largo plazo de forma eficiente entre las empresas, los sectores y los mercados internacionales. Los fondos de pensiones son uno de los mayores inversores —y de crecimiento más rápido— en los mercados internacionales de capitales. Sus inversiones están diversificadas en términos de instrumentos financieros, sectores y ubicación geográfica. Su papel en la financiación de las Administraciones Públicas y de las sociedades no financieras de la zona del euro a través de inversiones en valores representativos de deuda y de acciones y participaciones también está aumentando. Los efectos de la crisis financiera y de la pandemia, el entorno de bajos tipos de interés y el envejecimiento de la población europea han puesto de manifiesto la necesidad de mejorar la calidad, la granularidad y la comparabilidad de los datos sobre este sector. Anteriormente, como consecuencia de las lagunas existentes en la información disponible y de la falta de comparabilidad entre países, resultaba difícil comprender bien el papel del sector en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, de los flujos de efectivo y de los riesgos asociados a los compromisos por pensiones, así como los riesgos relacionados con el comportamiento inversor de los fondos de pensiones y su interconexión con el resto del sistema financiero y la economía real. Esta es la razón por la que es esencial disponer de unas estadísticas armonizadas de calidad sobre los fondos de pensiones de la zona del euro.

Las nuevas estadísticas de fondos de pensiones de la zona del euro constituyen una mejora con respecto a los datos anteriores en varios aspectos. El nuevo conjunto de datos incluye: i) conceptos armonizados que cumplen las normas estadísticas internacionales y aseguran que la información sea coherente con los datos de supervisión; ii) una cobertura completa de las entidades;

iii) desagregaciones detalladas de los activos y los pasivos, por ejemplo, por plazo de vencimiento, sector de contrapartida y área geográfica; iv) datos sobre transacciones y ajustes (como revalorizaciones y reclasificaciones), y v) publicación de información más actualizada. Además, son un elemento fundamental para la recopilación de información sobre los fondos de pensiones y las inversiones financieras de los hogares en las cuentas financieras.

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

© Banco Central Europeo, 2020

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 28 de octubre 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-20-007-ES-N (edición electrónica)