



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 2 / 2021



Índice

Evolución económica y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	8
2 Evolución financiera	18
3 Actividad económica	24
4 Precios y costes	31
5 Dinero y crédito	38
6 Evolución de las finanzas públicas	46
Recuadros	51
1 Evolución económica de la zona del euro y de Estados Unidos en 2020	51
2 El <i>stock</i> de capital de la zona del euro desde el comienzo de la pandemia de COVID-19	58
3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 4 de noviembre de 2020 y el 26 de enero de 2021	65
4 El impacto de las medidas de contención en distintos sectores y países durante la pandemia de COVID-19	72
5 El papel de los márgenes empresariales en el ajuste a la perturbación del COVID-19	79
6 Ponderaciones del IAPC para 2021 y sus implicaciones para la medición de la inflación	85
7 Hacia una aplicación eficaz del paquete de recuperación de la UE	90
Artículos	95
1 Política monetaria y desigualdad	95
2 Conocimiento de las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores: el papel de la (in)certidumbre	98
3 La paradoja del efectivo: entender la demanda de efectivo más allá del uso transaccional	101
Estadísticas	S1

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

Si bien se espera que la situación económica general mejore durante 2021, las perspectivas económicas a corto plazo siguen sujetas a incertidumbre, en particular, en lo que respecta a la evolución de la pandemia de coronavirus (COVID-19) y al ritmo de las campañas de vacunación. El aumento de la demanda mundial y las medidas fiscales adicionales están respaldando la actividad global y de la zona del euro. No obstante, las tasas de contagio persistentemente elevadas, la propagación de las mutaciones del virus y la consiguiente ampliación y endurecimiento de las medidas de contención están pesando sobre la actividad económica de la zona del euro a corto plazo. A más largo plazo, las campañas de vacunación en curso, junto con la relajación gradual prevista de las medidas de contención, apoyan la expectativa de un firme repunte de la actividad económica durante 2021. La inflación ha aumentado durante los últimos meses, debido principalmente a diversos factores transitorios y a un incremento de la tasa de variación de los precios de la energía. Paralelamente, las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo contenidas en un contexto de debilidad de la demanda y considerable holgura en los mercados de trabajo y de productos. Aunque las últimas proyecciones de los expertos prevén un incremento gradual de las presiones inflacionistas subyacentes, confirman que las perspectivas de inflación a medio plazo se mantienen en general sin cambios en comparación con las proyecciones de diciembre de 2020 y por debajo del objetivo de inflación del Consejo de Gobierno.

En estas condiciones, sigue siendo esencial mantener unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia. El Consejo de Gobierno valora las condiciones de financiación a partir de un conjunto holístico y multifacético de indicadores, que abarcan el mecanismo completo de transmisión de la política monetaria, desde los tipos de interés sin riesgo y los rendimientos de la deuda soberana hasta los rendimientos de los valores de renta fija privada y las condiciones del crédito bancario. Los tipos de interés de mercado han aumentado desde principios del año, lo que representa un riesgo para las condiciones de financiación en general. Las entidades de crédito usan los tipos de interés sin riesgo y los rendimientos de la deuda soberana como referencias clave para determinar las condiciones crediticias. Los incrementos de estos tipos de interés de mercado, si son sustanciales y persistentes, y no reciben la atención debida, podrían traducirse en un endurecimiento prematuro de las condiciones de financiación para todos los sectores de la economía, lo que no es deseable en un momento en el que preservar unas condiciones de financiación favorables sigue siendo necesario para reducir la incertidumbre y fomentar la confianza, respaldando con ello la actividad económica y salvaguardando la estabilidad de precios a medio plazo. En este contexto y sobre la base de una evaluación conjunta de las condiciones de financiación y de las perspectivas de inflación, el Consejo de Gobierno espera que el ritmo de las compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia

(PEPP) durante el próximo trimestre sea significativamente más elevado que en los primeros meses de este año.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 11 de marzo de 2021

La economía mundial se recuperó de la recesión inducida por la pandemia de coronavirus más rápido de lo esperado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020. Mientras tanto, los factores adversos para el crecimiento se han intensificado como consecuencia del empeoramiento de la pandemia en torno al cambio de año. El repunte de los nuevos contagios hizo que los Gobiernos reintrodujeran medidas de confinamiento estrictas, especialmente en las economías avanzadas. El impacto negativo de estas medidas sobre el crecimiento global ya es evidente en los datos más recientes. De cara al futuro, la pandemia sigue siendo el principal factor que determinará la evolución económica. Las vacunaciones han ido cobrando impulso, pero a distinto ritmo en los diferentes países. Con todo, el nivel de inmunización aún es demasiado bajo como para permitir la retirada de las medidas de contención. El paquete de estímulo fiscal de Estados Unidos aprobado en diciembre pasado y el acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido respaldan las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro para este año. Se prevé que el PIB mundial (excluida la zona del euro) aumente un 6,5 % en 2021 y que se desacelere hasta el 3,9 % en 2022 y el 3,7 % en 2023. Esto sigue a la contracción estimada del 2,4 % en el PIB mundial en 2020. El acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido y la recuperación más intensa proyectada en las economías avanzadas explican las revisiones al alza de la demanda externa de la zona del euro, que crecerá un 8,3 % este año y un 4,4 % y un 3,2 % en 2022 y 2023 respectivamente, lo que ha supuesto una corrección al alza de 1,7 puntos porcentuales en 2021 y de 0,3 puntos porcentuales en 2022. Los riesgos para el escenario de referencia de las proyecciones de crecimiento mundial están orientados al alza, ya que el estímulo fiscal adicional planeado por el presidente Biden constituye un importante riesgo al alza. Las simulaciones basadas en modelos sugieren que este plan incrementará entre un 2 % y un 3 % el PIB real de Estados Unidos y hará que la economía crezca por encima de su potencial, aunque su efecto en la inflación probablemente sea moderado.

Las condiciones financieras de la zona del euro se han endurecido ligeramente desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2020, en un contexto de percepción de riesgos positiva. Durante el período de referencia (del 10 de diciembre de 2020 al 10 de marzo de 2021), la curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un desplazamiento al alza y aumentó su pendiente. Actualmente, esta curva no señala expectativas de un recorte de los tipos de interés a muy corto plazo. Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro se mantuvieron estables, dado que el aumento de los rendimientos estuvo impulsado por el incremento de los tipos de interés libres de riesgo, respaldado por una percepción de riesgos positiva gracias al estímulo monetario y fiscal. Los precios de los activos

de riesgo subieron en consecuencia. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se debilitó ligeramente.

Tras el fuerte repunte del crecimiento en el tercer trimestre de 2020, el PIB real de la zona del euro descendió un 0,7 % en el cuarto trimestre. Considerando el conjunto del año, se estima que el PIB real se contrajo un 6,6 % en 2020, y que, en el cuarto trimestre del año, el nivel de la actividad económica se situó un 4,9 % por debajo del nivel anterior a la pandemia de final de 2019. Los últimos datos económicos, la información procedente de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia apuntan a una continuación de la debilidad de la economía en el primer trimestre de 2021, debido a la persistencia de la pandemia y a las medidas de contención asociadas. Como resultado, es probable que el PIB real vuelva a contraerse en el primer trimestre del año. La evolución de la economía sigue siendo desigual en los distintos países y sectores, y los servicios están viéndose más afectados por las restricciones a las interacciones sociales y a la movilidad que el sector industrial, que está recuperándose más rápidamente. Aunque las medidas de política fiscal están apoyando a los hogares y a las empresas, los consumidores continúan siendo cautos en vista de la pandemia y de su impacto en el empleo y en las ganancias. Por otra parte, la mayor debilidad de los balances de las empresas y la elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas aún se están dejando sentir en la inversión empresarial.

De cara al futuro, las campañas de vacunación en curso, junto con la relajación gradual de las medidas de contención, a menos que se produzcan nuevos acontecimientos adversos relacionados con la pandemia, respaldan la expectativa de un repunte sólido de la actividad económica durante 2021. A medio plazo, la recuperación de la economía de la zona del euro debería verse apoyada por unas condiciones de financiación favorables, una orientación expansiva de la política fiscal y una recuperación de la demanda a medida que se retiren gradualmente las medidas de contención.

Esta valoración se refleja, en términos generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2021. Estas proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB real del 4 % en 2021, del 4,1 % en 2022 y del 2,1 % en 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, las perspectivas relativas a la actividad económica se mantienen prácticamente sin cambios.

En conjunto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro a medio plazo están ahora más equilibrados, aunque siguen existiendo riesgos a la baja a corto plazo. Por un lado, la mejora de las perspectivas de demanda mundial, reforzadas por el considerable estímulo fiscal, y el avance de las campañas de vacunación son alentadores. Por otro, la continuación de la pandemia, incluida la propagación de mutaciones del virus, y sus implicaciones para las condiciones económicas y financieras siguen siendo fuentes de riesgos a la baja.

La inflación interanual de la zona del euro aumentó de manera pronunciada hasta el 0,9 % en enero y febrero de 2021, desde el -0,3 % registrado en

diciembre de 2020. La subida de la inflación general obedece a distintos factores idiosincrásicos, como la finalización de la reducción temporal del tipo del IVA en Alemania, el retraso de los períodos de rebajas en varios países de la zona del euro y el impacto de unas actualizaciones de las ponderaciones del IAPC para 2021 mayores de lo habitual, así como el mayor avance de los precios de la energía. Sobre la base de los precios actuales de los futuros del petróleo, es probable que la inflación general aumente en los próximos meses, si bien se espera cierta volatilidad a lo largo del año como reflejo de la cambiante dinámica de los factores que actualmente la impulsan al alza. Cabe esperar que estos factores desaparezcan gradualmente de las tasas de inflación interanual a principios del próximo año. Las presiones inflacionistas subyacentes aumentarán ligeramente este año debido a las actuales restricciones de oferta y a la recuperación de la demanda interna, aunque se espera que sigan siendo en general débiles, también como reflejo de las bajas presiones salariales y la anterior apreciación del euro. Una vez que el impacto de la pandemia desaparezca, la absorción del elevado nivel de holgura, apoyada por la orientación acomodaticia de las políticas fiscal y monetaria, contribuirá a un aumento gradual de la inflación a medio plazo. Los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen en niveles bajos, aunque los indicadores de mercado han continuado registrando un aumento gradual.

Esta valoración se refleja, en líneas generales, en el escenario central de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2021, que sitúan la inflación anual en el 1,5 % en 2021, el 1,2 % en 2022 y el 1,4 % en 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, las perspectivas de inflación se han revisado al alza para 2021 y 2022, debido fundamentalmente a factores de naturaleza temporal y al aumento de la tasa de variación de los precios de la energía, y se mantienen inalteradas para 2023. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1 % en 2021 y el 1,1 % en 2022, y que aumente hasta el 1,3 % en 2023.

La dinámica monetaria de la zona del euro siguió reflejando el impacto de la pandemia de coronavirus. El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 12,5 % en enero de 2021, tras el 12,4 % registrado en diciembre y el 11 % de noviembre de 2020. La fuerte expansión del dinero continuó estando respaldada por las actuales compras de activos por parte del Eurosistema, que siguen siendo la principal fuente de creación de dinero. En el contexto de una preferencia aún elevada por la liquidez y del bajo coste de oportunidad de mantener las formas de dinero más líquidas, el agregado monetario estrecho M1 continúa siendo el componente que más contribuye al avance de M3. La evolución de los préstamos al sector privado se ha caracterizado por un ligero debilitamiento del crédito a las sociedades no financieras y por la fortaleza del crédito a los hogares. El flujo mensual de préstamos a las sociedades no financieras mantuvo la moderación observada desde el final del verano. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente sin variación en el 7 %, frente al 7,1 % de diciembre, lo que sigue reflejando el incremento muy acusado del crédito en el primer semestre del año. La

tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares permaneció básicamente estable en el 3 % en enero, tras el 3,1 % registrado en diciembre, en el contexto de un flujo mensual positivo sólido. En general, las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, junto con las medidas adoptadas por los Gobiernos nacionales y otras instituciones europeas, siguen siendo esenciales para apoyar las condiciones del crédito bancario y el acceso a la financiación, en especial para los más afectados por la pandemia.

Como resultado de la desaceleración económica muy pronunciada registrada durante la pandemia de coronavirus, y la respuesta enérgica y sin precedentes de las políticas fiscales, se estima que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó hasta el 7,2 % del PIB en 2020, desde el 0,6 % de 2019. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021 prevén un descenso de la ratio de déficit hasta el 6,1 % del PIB en 2021 y el 2,4 % al final del horizonte de proyección, en 2023. Aunque esta senda elevará la ratio de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro hasta el 95 % del PIB en 2023 —unos 11 puntos porcentuales por encima del nivel previo a la crisis—, cabe señalar que el impacto adverso sobre la posición fiscal será probablemente algo menor de lo que se esperaba, en general, en la fase inicial de la pandemia. Con todo, seguirá siendo fundamental una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales. A este fin, el apoyo de las políticas fiscales nacionales continúa siendo necesario, dada la debilidad de la demanda de las empresas y los hogares en el contexto de la continuación de la pandemia y de las medidas de contención asociadas. Como complemento, el fondo «Next Generation EU» (NGEU) desempeñará un papel esencial contribuyendo a que la recuperación sea más rápida, fuerte y uniforme. Este instrumento aumentará la capacidad de resistencia y el potencial de crecimiento de la economía de los Estados miembros de la UE, especialmente si los fondos se destinan a un gasto público productivo y se acompañan de políticas estructurales dirigidas a incrementar la productividad.

Las decisiones de política monetaria

El 11 de marzo de 2021, el Consejo de Gobierno tomó las siguientes decisiones para mantener unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia para todos los sectores de la economía con el fin de respaldar la actividad económica y salvaguardar la estabilidad de precios a medio plazo.

1. El Consejo de Gobierno decidió seguir efectuando compras netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) con una dotación total de 1.850 mm de euros al menos hasta el final de marzo de 2022 y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado. Sobre la base de una evaluación conjunta de las condiciones de financiación y de las perspectivas de inflación, el Consejo de Gobierno espera que el ritmo de las compras en el marco del PEPP durante el próximo trimestre sea significativamente más elevado que en los primeros meses de este año. El Consejo de Gobierno

realizará las compras con flexibilidad de acuerdo con las condiciones de mercado y con vistas a evitar un endurecimiento de las condiciones de financiación que impida contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia en la senda de inflación proyectada. Por otra parte, la flexibilidad de las compras a lo largo del tiempo, entre distintas clases de activos y entre jurisdicciones, seguirá respaldando la transmisión fluida de la política monetaria. Si las condiciones de financiación favorables pueden mantenerse con unos flujos de compras de activos que no agoten la dotación del programa durante el horizonte de las compras netas del PEPP, no será necesario utilizar la dotación íntegramente. Asimismo, esta dotación puede recalibrarse si es necesario para mantener unas condiciones de financiación favorables que contribuyan a contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la senda de la inflación. Además, el Consejo de Gobierno continuará reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2023. En todo caso, la futura extinción de la cartera PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

2. En el marco del programa de compras de activos (APP), las compras netas continuarán a un ritmo mensual de 20 mm de euros. El Consejo de Gobierno sigue esperando que las compras netas mensuales de activos en el contexto del APP prosigan durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos oficiales del BCE, y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE. Asimismo, el Consejo de Gobierno también tiene intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.
3. El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Se espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hacia un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.
4. Por último, el Consejo de Gobierno continuará proporcionando liquidez abundante 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, lo que apoya el crédito bancario a las empresas y a los hogares.

El Consejo de Gobierno también continuará haciendo un seguimiento de la evolución del tipo de cambio en relación con sus posibles efectos para las perspectivas de inflación a medio plazo. Además, está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada para asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021, la economía mundial se recuperó más rápido de lo esperado de la recesión que se produjo tras la irrupción de la pandemia de coronavirus (COVID-19). Sin embargo, en torno al cambio de año, los factores adversos para el crecimiento se intensificaron cuando el repunte de los nuevos contagios hizo que los Gobiernos reintrodujeran confinamientos más estrictos, en particular en las economías avanzadas. El impacto negativo de estas medidas sobre el crecimiento global ya es evidente en los datos más recientes. De cara al futuro, la pandemia sigue siendo el principal factor determinante de la evolución económica. El proceso de vacunación ha ido cobrando impulso, pero a un ritmo distinto en los diferentes países. Con todo, el nivel de inmunización es aún demasiado bajo como para permitir la retirada de las medidas de contención. El paquete de estímulo fiscal de Estados Unidos aprobado en diciembre pasado y el acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido respaldan las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro para este año. Se prevé que el PIB mundial (excluida la zona del euro) aumente un 6,5 % en 2021 y que posteriormente se desacelere hasta el 3,9 % en 2022 y el 3,7 % en 2023, después de registrar una contracción estimada del 2,4 % en 2020. El acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido, así como la recuperación más intensa proyectada en las economías avanzadas, explican las revisiones al alza de la demanda externa de la zona del euro, que crecerá un 8,3 % este año y un 4,4 % y un 3,2 % en 2022 y 2023 respectivamente, lo que ha supuesto una corrección al alza de 1,7 puntos porcentuales en 2021 y de 0,3 puntos porcentuales en 2022. Los riesgos para el escenario de referencia de las proyecciones relativas al crecimiento mundial están orientados al alza, ya que el estímulo fiscal adicional planeado por el presidente Biden constituye un importante riesgo al alza. Las simulaciones de modelos sugieren que este plan incrementará entre un 2 % y un 3 % el PIB real de Estados Unidos y contribuirá a que la economía crezca por encima de su potencial, aunque su efecto en la inflación probablemente sea moderado.

Actividad económica y comercio mundiales

La economía mundial se recuperó más rápido de lo esperado de la recesión inducida por la pandemia. La inversión internacional —que se está beneficiando de unas condiciones de financiación favorables en un contexto de firme apoyo de la política monetaria— ya se sitúa próxima a los niveles previos a la pandemia. Sin embargo, la recuperación del consumo mundial, respaldada por medidas fiscales dirigidas a impulsar las rentas y a preservar puestos de trabajo, sigue a la zaga, ya que las medidas de contención vigentes están afectando a los servicios intensivos en contacto. El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntó con fuerza (7,4 %) en el tercer trimestre de 2020, 0,7 puntos porcentuales más de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020. Tanto en las economías avanzadas como en las emergentes se observó un mayor dinamismo del ritmo de recuperación. Tras este repunte en forma

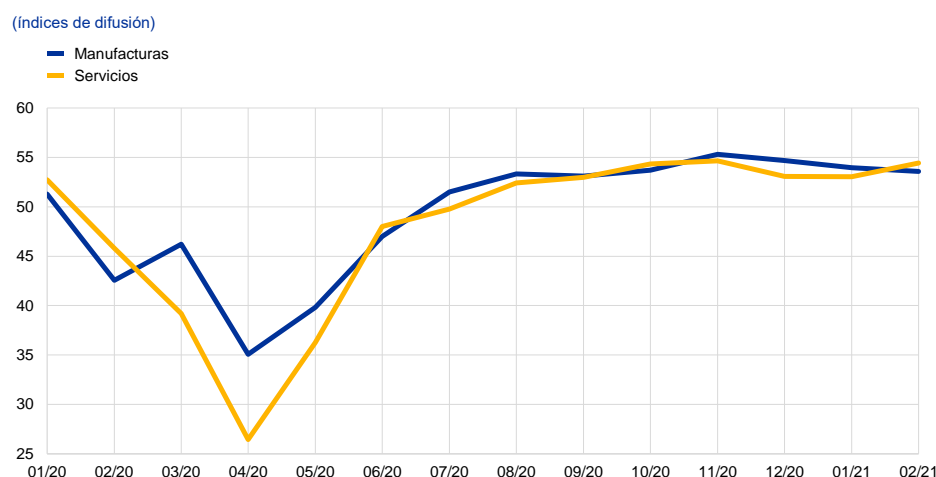
de V, se espera que la recuperación de la actividad económica mundial continuará en el cuarto trimestre de 2020 a un ritmo vigoroso, pero más moderado (2,1 %), que sigue siendo más intenso que el previsto en las proyecciones anteriores.

Los factores adversos para la recuperación se intensificaron por el empeoramiento de la pandemia en torno al cambio de año. El aumento de los nuevos contagios hizo que los Gobiernos reintrodujeran confinamientos más estrictos, en particular en las economías avanzadas. En cambio, en las economías emergentes, las medidas de contención se endurecieron menos. No obstante, en conjunto, las nuevas medidas de confinamiento suponen un revés para el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2021, como ponen de manifiesto los indicadores de alta frecuencia de la actividad económica en las principales economías avanzadas.

Los datos procedentes de encuestas sugieren un intenso dinamismo del crecimiento, pero también muestran que está siendo heterogéneo en los distintos sectores y países. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global (excluida la zona del euro) de actividad apunta a que la recuperación económica mundial continuó a principios de 2021. Después de registrar aumentos algo menos pronunciados en torno al cambio de año, este índice se situó próximo a su media de largo plazo en febrero, principalmente como consecuencia del mayor ritmo de avance de los servicios. En cambio, el PMI global (excluida la zona del euro) de actividad de las manufacturas sigue moderándose, aunque se mantiene claramente en terreno expansivo (gráfico 1). Los datos procedentes del PMI compuesto de actividad señalan un fortalecimiento de la actividad económica en Estados Unidos, China, India y Rusia, así como un retroceso en el Reino Unido, Japón y Brasil.

Gráfico 1

PMI compuesto global (excluida la zona del euro) de actividad



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2021.

Las condiciones financieras globales siguen siendo holgadas, pese al reciente endurecimiento provocado por las ventas masivas en los mercados de deuda

soberana. Desde que se publicaron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, los avances en la aprobación y la distribución de vacunas, así como el comienzo de las campañas de vacunación, han impulsado la confianza de los inversores. Esto, junto con el acuerdo comercial sobre el Brexit alcanzado al límite del plazo y las políticas económicas de apoyo, ha beneficiado a los activos cíclicos y de riesgo. En conjunto, las condiciones financieras globales siguen siendo muy holgadas, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Más recientemente, la mejora de las perspectivas relativas a la economía mundial, respaldada por desarrollos positivos en relación con la pandemia y por las noticias sobre el estímulo fiscal adicional en Estados Unidos, provocó ventas masivas en los mercados de deuda soberana internacionales. Inicialmente, los mercados de renta variable internacionales se beneficiaron del optimismo en torno a las perspectivas. No obstante, esta tendencia al alza se interrumpió a finales de febrero, cuando la inquietud acerca del acusado aumento de los rendimientos desencadenó ventas masivas generalizadas en los mercados bursátiles. Mientras tanto, un indicador de mercado de las expectativas de inflación en Estados Unidos obtenido a partir de los precios de bonos indicados a la inflación se incrementó hasta alcanzar su nivel más elevado desde 2014.

Las perspectivas relativas a la economía mundial siguen estando determinadas por la evolución de la pandemia y por las medidas de contención asociadas.

La introducción de medidas de contención más severas contribuyó a estabilizar la última ola de nuevos contagios, lo que, unido al avance en el proceso de distribución de las vacunas, es una señal alentadora de que la pandemia podrá contenerse mejor y de que, por tanto, las medidas de confinamiento se irán levantando. Al mismo tiempo, el impacto de las medidas de distanciamiento social en los servicios intensivos en contacto continúa siendo significativo, aunque es probable que, en conjunto, su efecto económico sea menor que el de los confinamientos de la primavera de 2020. Ello refleja el hecho de que los confinamientos estuvieron más focalizados, y los agentes económicos ajustaron su comportamiento para limitar las repercusiones negativas en la actividad. Con este trasfondo, se prevé que el ritmo de recuperación global se ralentice de forma considerable en el primer trimestre de 2021 y que posteriormente se reactive.

Entre las noticias positivas, el paquete de estímulo fiscal aprobado en Estados Unidos en diciembre de 2020 y el acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido implican unas perspectivas más sólidas para 2021.

Se proyecta que estas noticias —que se consideraron riesgos al alza para las perspectivas globales en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020 y que ahora se incluyen en el escenario de referencia— proporcionen un respaldo adicional al crecimiento. En Estados Unidos, el estímulo fiscal acordado en diciembre del año pasado —que asciende a 900 mm de dólares estadounidenses (4,4 % del PIB)— se destinará a prestar apoyo directo a las rentas de los hogares y las empresas, y se prevé que fortalezca la actividad del país este año. Además, el acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido sustituye al supuesto de Brexit «sin acuerdo» en el que se basaban las proyecciones anteriores. El acuerdo garantiza el comercio de bienes libre de aranceles y contingentes entre la UE y el Reino Unido (como el Acuerdo Económico y Comercial Global suscrito entre la UE y Canadá), lo

que impulsará la actividad y el comercio de la economía británica durante el horizonte de proyección.

En conjunto, se prevé que el PIB mundial (excluida la zona del euro) aumente un 6,5 % en 2021 y que posteriormente se desacelere hasta el 3,9 % y el 3,7 % en 2022 y 2023, respectivamente. Esta proyección sigue a la contracción estimada del 2,4 % del avance del PIB real mundial en 2020. La previsión de crecimiento se ha revisado al alza en 0,7 puntos porcentuales para 2021, ya que el efecto arrastre positivo de los datos mejores de lo esperado sobre el crecimiento dados a conocer a finales del año pasado y de unas políticas económicas más favorables al crecimiento solo se verá parcialmente compensado por el impacto negativo sobre el crecimiento de las medidas de contención más estrictas en el corto plazo. La expansión del PIB real mundial (excluida la zona del euro) prevista para 2022-2023 prácticamente no se ha modificado con respecto a las proyecciones anteriores.

En Estados Unidos, las perspectivas de actividad se ven favorecidas por el estímulo fiscal aprobado a finales de diciembre. Después de experimentar un repunte mayor de lo esperado en la segunda mitad de 2020, la actividad económica se ralentizó en torno al cambio de año, ya que las medidas de contención se endurecieron como consecuencia del empeoramiento de la situación derivada de la pandemia¹. Dado que se supone que la situación mejorará a lo largo del presente año, se prevé que la economía se recupere de estas pérdidas. No obstante, en respuesta a la desaceleración, en diciembre se aprobó un estímulo fiscal adicional del 4,4 % del PIB que debería estimular el crecimiento este año. Tras el retroceso del gasto en consumo registrado a finales de 2020, los cheques de estímulo del Gobierno impulsaron la renta y la tasa de ahorro de los hogares. Los datos de alta frecuencia sobre pagos con tarjeta de crédito y ventas minoristas mostraron un repunte pronunciado en enero. Aunque la inflación se mantuvo estable ese mes, las expectativas de inflación están aumentando. La inflación general medida por los precios de consumo permaneció sin variación, en el 1,4 %, y la inflación subyacente cayó hasta el 1,4 % en enero. Con todo, las perspectivas de inflación a corto plazo apuntan a efectos de base acusados, procedentes principalmente de los precios del petróleo, que podrían contribuir a que la inflación se sitúe por encima del 2 %. Además, las perspectivas de mayor crecimiento elevaron hasta el 2,2 % las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado.

El sustancial estímulo fiscal adicional previsto por la nueva Administración constituye un importante riesgo al alza para las proyecciones actuales. El paquete fiscal complementario, que asciende a un total de 1,9 billones de dólares (8,9 % del PIB), incluye la renovación de las prestaciones por desempleo, un pago extraordinario adicional a los hogares y un aumento del gasto local y estatal para financiar los esfuerzos de salud pública y la educación. Este plan representa un riesgo al alza significativo para el escenario de referencia actual de las proyecciones. Las simulaciones de modelos sugieren que incrementaría entre un

¹ En el recuadro 1, titulado «Evolución económica de la zona del euro y de Estados Unidos en 2020», de este Boletín Económico, se compara la evolución de Estados Unidos con la de la zona del euro durante la pandemia.

2 % y un 3 % el nivel del PIB real de Estados Unidos y contribuiría a que la economía crezca por encima de su potencial, mientras que el impacto en la inflación sería moderado. También tendría efectos de desbordamiento (*spillovers*) positivos para el crecimiento de otras economías, entre ellas la de la zona del euro².

En el Reino Unido, es probable que el estricto confinamiento y la desacumulación de existencias hagan que el crecimiento vuelva a situarse en terreno negativo en el primer trimestre de 2021. La evolución mejor de lo esperado del PIB en el cuarto trimestre de 2020 se debió principalmente a factores especiales, como el mayor gasto público y el acopio de existencias asociado al Brexit. También sugiere que las restricciones a la movilidad relacionadas con el COVID-19 que se introdujeron hacia finales del año restringieron la actividad mucho menos que durante el confinamiento estricto de la primavera de 2020. Con todo, para este año, los datos de encuestas y los indicadores de actividad de alta frecuencia apuntan a una contracción económica pronunciada como consecuencia de la reintroducción de severas medidas de confinamiento a principios del año, lo que sugiere un retroceso significativo del crecimiento del PIB real en el primer trimestre de 2021. Una contribución negativa de las existencias podría intensificar la desaceleración, ya que los problemas iniciales en la frontera entre la UE y el Reino Unido, unidos a la caída de los niveles de incertidumbre tras la conclusión del acuerdo comercial, han propiciado cierta desacumulación de existencias. Según datos de una encuesta industrial, se estima que las exportaciones del Reino Unido a la UE se redujeron un 68 % en enero de 2021 con respecto a un año antes. De cara al futuro, si los rápidos avances en el proceso de vacunación mejoran la situación sanitaria, es probable que las medidas de contención se vayan relajando adicionalmente a lo largo del segundo trimestre. Esto podría reactivar el crecimiento, respaldado por un aumento del consumo y un repunte de la inversión privada. El acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido, que garantiza el comercio de bienes libre de aranceles y contingentes, contribuyó a evitar perturbaciones comerciales en torno al cambio de año. Por lo tanto, en comparación con el escenario de referencia de un Brexit «sin acuerdo» de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, se prevé que la economía siga una evolución más positiva en lo que respecta al producto y al comercio durante el horizonte de proyección. La inflación interanual medida por los precios de consumo aumentó ligeramente en enero y se situó en el 0,7 %, desde el 0,6 % de diciembre, aunque se espera que se incremente de forma acusada en el corto plazo. Los precios de consumo se verán impulsados por el repunte de los precios de la energía y del gas, tras la caída del año pasado, así como por el final de la rebaja temporal del IVA en la hostelería en abril.

En China, la actividad económica deparó una sorpresa positiva en el cuarto trimestre, lo que sugiere que la recuperación de la pandemia sigue adelante. La actividad se recuperó con celeridad gracias al repunte de la producción, favorecida por la inversión pública y la vigorosa demanda externa. En conjunto, la economía china ha retornado a su trayectoria de crecimiento anterior a la pandemia.

² Para más detalles, véase el recuadro titulado «[Riesgos para las perspectivas de Estados Unidos y de la zona del euro relacionados con el Plan de Rescate Estadounidense](#)» en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2021.

El PIB de este país aumentó un 2,3 % en 2020, y los datos de alta frecuencia más recientes siguen señalando la continuación del intenso crecimiento, si bien apuntan a un dinamismo más moderado. Con todo, como el apoyo público se focaliza en la inversión y el crédito, los riesgos para la estabilidad financiera podrían acrecentarse en mayor medida. La reactivación del consumo fue más paulatina, aunque la confianza de los consumidores mejoró de forma sustancial el año pasado, y el gasto en consumo prácticamente se ha recuperado por completo y ha vuelto a situarse en niveles de 2019 a medida que han disminuido los temores sobre un rebrote del virus. La rápida recuperación de la perturbación generada por la pandemia en China también señala que es probable que los efectos perdurables sean limitados.

En Japón, la actividad económica demostró una capacidad de resistencia en el último trimestre de 2020 mayor de lo esperado inicialmente. Después de repuntar con fuerza en el tercer trimestre, el PIB real creció más de lo previsto, un 3 % en términos intertrimestrales, favorecido por la acusada recuperación de la inversión privada, así como por el vigoroso avance del consumo privado y de las exportaciones. Pese a ello, el rebrote de los casos de COVID-19 hizo necesario imponer medidas de contención más severas a principios de enero. En consecuencia, en el primer trimestre se espera un retroceso de la actividad, aunque más moderado que el de la primavera de 2020. La inflación interanual medida por los precios de consumo se incrementó sustancialmente y se situó en el -0,6 % en enero, desde el -1,2 % de diciembre, ya que el mayor lastre procedente de la caída de los precios de la energía se vio contrarrestado con creces por el marcado repunte de la inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos).

En los países de Europa Central y Oriental, el crecimiento económico continuó recuperándose en el cuarto trimestre de 2020. Posteriormente, es probable que el empeoramiento de la pandemia y los estrictos confinamientos afectaran temporalmente a la recuperación a principios de 2021. Partiendo del supuesto de que las restricciones asociadas al COVID-19 se relajarán en los próximos meses, se prevé que la actividad recobre impulso de forma paulatina, respaldada por una orientación acomodaticia de las políticas fiscal y monetaria.

En los grandes países exportadores de materias primas, el ritmo de recuperación es moderado, al tiempo que el margen para proporcionar apoyo fiscal adicional es reducido. En Rusia, la recuperación observada en el tercer trimestre se benefició de las amplias medidas de apoyo y de la mejora del control de los contagios. Con todo, se estima que los confinamientos más estrictos introducidos para controlar el aumento de los nuevos contagios lastrarán la actividad en el corto plazo. Sin embargo, es probable que la mejora de la situación derivada de la pandemia favorezca el crecimiento durante 2021. Además, es posible que la economía se beneficie de la subida de los precios del petróleo registrada en los últimos meses. En Brasil, las autoridades pusieron en marcha un importante paquete de estímulo fiscal que incluía pagos directos en efectivo a los hogares de rentas bajas que respaldó la recuperación económica el año pasado. No obstante, como el impacto del apoyo fiscal disminuyó y la pandemia se agravó posteriormente, se estima que el crecimiento se moderará a corto plazo.

En Turquía, el crecimiento del PIB real repuntó con fuerza en el tercer trimestre, y la recuperación continuó en el cuarto trimestre.

La rápida recuperación se vio respaldada, en gran parte, por el intenso crecimiento del crédito, mientras que el impacto negativo de las medidas de contención quedó limitado, principalmente, a los sectores de hostelería y turismo. Sin embargo, a medida que el estímulo de las políticas se reduzca gradualmente, se espera una moderación del crecimiento en los próximos meses, en particular del consumo personal basado en el crédito. A medio plazo, se prevé que el reciente cambio de orientación de las políticas, en particular por parte del banco central, sitúe el crecimiento por debajo de la media histórica.

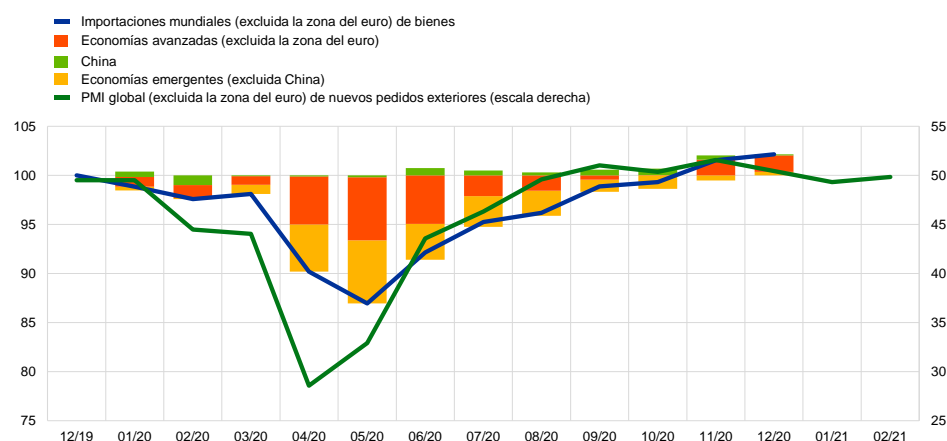
La reactivación del comercio mundial fue dinámica, ya que los intercambios comerciales de bienes se recuperaron con rapidez, al igual que la producción industrial global.

Las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) de bienes ya retornaron a los niveles anteriores a la pandemia a finales de 2020, mientras que el comercio internacional de servicios continúa deprimido. Los datos de comercio mundial de servicios en términos nominales sugieren que en noviembre se mantuvo alrededor de un 27 % por debajo del nivel de finales de 2019, y gran parte de esta disminución corresponde a los servicios relacionados con turismo y viajes. Las incipientes presiones sobre las cadenas globales de suministro están obstaculizando adicionalmente la recuperación del comercio mundial en el corto plazo. El fuerte repunte de la actividad de las manufacturas en la segunda mitad de 2020 y el aumento asociado de los nuevos pedidos exteriores ejercen presiones sobre la oferta en algunos mercados y sobre la capacidad de transporte de mercancías a escala global. Esta situación ha alargado los plazos de entrega de los proveedores, como ponen de manifiesto los niveles históricamente elevados de los indicadores del PMI global de plazos de entrega. Los costes del transporte de mercancías también se han encarecido notablemente, debido, en parte, a la recuperación desigual del comercio. El intenso repunte de la actividad comercial en China y en el este de Asia ha provocado una falta de contenedores de transporte, que permanecen varados en puertos de Europa y América del Norte. Otra señal de moderación en el sector mundial de manufacturas son los nuevos pedidos exteriores, que en enero retrocedieron hasta situarse por debajo del umbral de expansión por primera vez desde septiembre del año pasado y se mantuvieron en ese nivel en febrero (gráfico 2).

Gráfico 2

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

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



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2021 (PMI) y a diciembre de 2020 (importaciones mundiales de mercancías).

Las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) se han revisado sensiblemente al alza y se prevé que aumenten un 9 % en 2021, así como que disminuyan hasta el 4,1 % y el 3,4 % en 2022 y 2023, respectivamente. Esta previsión sigue a una contracción estimada del 9,1 % del comercio internacional en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, las importaciones mundiales y, en particular, la demanda externa de la zona del euro, se han revisado sustancialmente al alza, debido al acuerdo comercial alcanzado entre la UE y el Reino Unido, y, en menor medida, a la proyección de una recuperación más intensa en las economías avanzadas. Esto supone un aumento de la demanda externa de la zona del 8,3 % este año y del 4,4 % y el 3,2 % en 2022 y 2023, respectivamente, lo que se ha plasmado en revisiones al alza de 1,7 puntos porcentuales en 2021 y de 0,3 puntos porcentuales en 2022. Para 2023, la previsión relativa a la demanda externa de la zona del euro no se ha modificado con respecto a las proyecciones de diciembre. La publicación de datos más positivos hacia finales del año pasado, junto con la previsión de incremento de las importaciones de los principales socios comerciales de la zona del euro, sugieren que la brecha con respecto a la trayectoria anterior a la pandemia se ha estrechado de forma considerable, al igual que para el crecimiento del PIB real mundial.

Los riesgos en torno a las proyecciones de referencia sobre el crecimiento mundial están orientados al alza. Además del estímulo fiscal adicional planeado por la Administración del presidente Biden anteriormente mencionado, y en línea con las proyecciones anteriores, para ilustrar la incertidumbre en torno al curso futuro de la pandemia se han utilizado dos escenarios alternativos relativos a las perspectivas mundiales. Estos escenarios reflejan la interacción entre la evolución

de la pandemia y la trayectoria asociada de las medidas de contención³. Otros riesgos para las perspectivas mundiales están relacionados con una reducción más rápida de lo esperado del ahorro acumulado durante la pandemia en las economías avanzadas, que a su vez podría sostener el consumo privado y las importaciones. En cambio, una reevaluación repentina del riesgo en los mercados financieros podría dar lugar a salidas de capitales y a la depreciación de las monedas de economías emergentes vulnerables, lo que comprometería la recuperación. Por otra parte, las restricciones de la capacidad productiva en los sectores relacionados con las tecnologías de la información y la falta de contenedores en el sector de transporte de mercancías podrían intensificar los riesgos para las cadenas globales de valor y el comercio internacional. Además, el elevado y creciente endeudamiento de las economías avanzadas y emergentes constituye un riesgo a la baja adicional para el crecimiento en el medio plazo.

Evolución mundial de los precios

Los precios de las materias primas han aumentado sustancialmente, y los del petróleo están próximos a los niveles anteriores a la pandemia. Los precios del Brent aumentaron casi un 35 % con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, en un contexto de recortes unilaterales de la producción por parte de Arabia Saudí, de mejora de las perspectivas de demanda mundial sustentada en la vigorosa recuperación de las manufacturas a escala global y de expectativas de crecimiento en Estados Unidos. Además, los precios del crudo se beneficiaron del repunte mundial de los activos de riesgo. La subida de los precios del petróleo hizo que la curva de futuros se situara en *backwardation*, lo que implica que los precios actuales son más elevados que los previstos al final del horizonte de proyección. Los precios de los metales también se vieron favorecidos por la pujante demanda mundial, en un entorno de restricciones de oferta en algunos de los principales países exportadores del mundo, y se han incrementado un 10 % desde las proyecciones de diciembre. Tanto los precios de los metales como los de las materias primas alimenticias han aumentado muy por encima de los niveles anteriores a la pandemia.

La inflación mundial aumentó en enero, debido a una contribución menos negativa de los precios de la energía. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo (IPC) se incrementó hasta situarse en el 1,5 % en enero, desde el 1,2 % de diciembre de 2020 (gráfico 3). La tasa de variación de los precios de los alimentos se mantuvo básicamente estable, mientras que el lastre procedente de la inflación de los precios de la energía se redujo ligeramente. La inflación subyacente medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, avanzó levemente y se situó en el 1,7 % en enero, frente al 1,6 % del mes precedente. La inflación general interanual medida por los precios de consumo se incrementó en todas las economías avanzadas, aunque en Japón permaneció en terreno negativo.

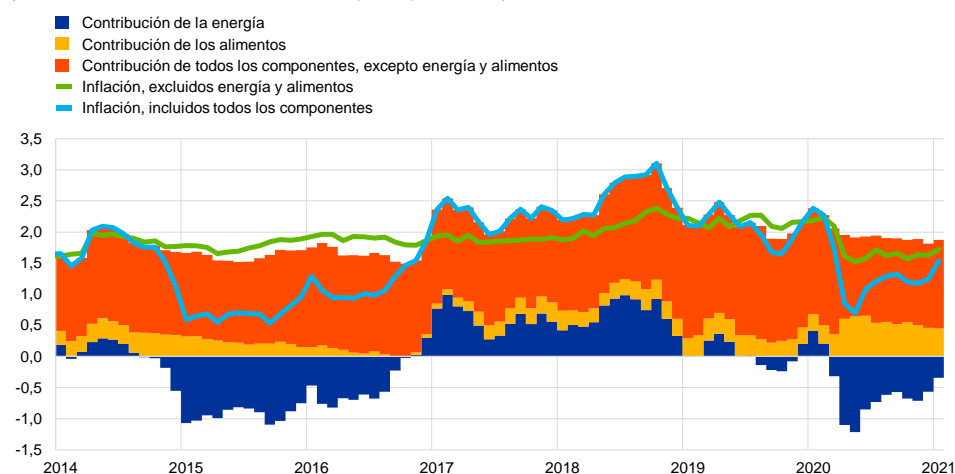
³ Para más detalles, véase el recuadro titulado «[Escenarios alternativos de las perspectivas económicas de la zona del euro](#)» en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2021.

En las principales economías emergentes no pertenecientes a la OCDE, la inflación general interanual volvió a situarse en terreno negativo en China, después de registrar un repunte transitorio en diciembre.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2021.

Se espera que el acusado incremento de los precios de las materias primas presione al alza los precios de consumo a escala mundial. En el corto plazo, el aumento de la inflación general se verá intensificado por el efecto base positivo derivado de la reacción inicial de los precios mundiales de las materias primas a la perturbación causada por la pandemia en la primavera de 2020. Este patrón es asimismo evidente en los precios de exportación en su moneda nacional de los competidores de la zona del euro, que se espera que suban de forma dinámica en 2021. Sin embargo, es probable que el incremento de la inflación sea transitorio, dado el considerable grado de holgura de la economía mundial, en particular en el mercado de trabajo.

Durante el período de referencia (del 10 de diciembre de 2020 al 10 de marzo de 2021), la curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un desplazamiento al alza y aumentó su pendiente. Actualmente, esta curva no señala expectativas de un recorte de los tipos de interés a muy corto plazo. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro se elevaron debido, en parte, a los efectos de desbordamiento (spillovers) de Estados Unidos, mientras que los diferenciales de la deuda soberana se mantuvieron básicamente estables. Las cotizaciones se incrementaron. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se debilitó ligeramente.

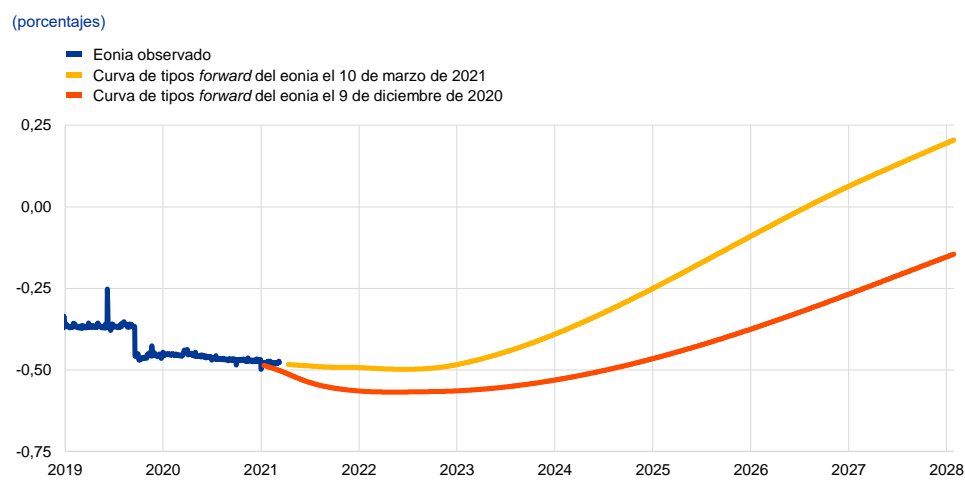
El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en –48 y –56 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado⁴. El exceso de liquidez aumentó en 241 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 3.692 mm de euros. Este aumento refleja principalmente las compras de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia y del programa de compra de activos, que se vieron compensadas, en parte, por los reembolsos voluntarios de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico y por los factores autónomos de absorción de liquidez.

La curva de tipos forward del eonia se desplazó al alza durante el período analizado, especialmente en los plazos largos, y también aumentó su pendiente (gráfico 4). La suave inversión de la curva en los plazos cortos, que era visible en la senda observada en diciembre, desapareció en un entorno de sentimiento más favorable con respecto a la recuperación. El mínimo de la curva, que se sitúa 2 puntos básicos por debajo del nivel actual del eonia (–50 puntos básicos), corresponde a abril de 2022. Por tanto, la curva indica que los mercados financieros no están descontando un recorte inminente de los tipos de interés. En conjunto, los tipos forward del eonia siguen siendo inferiores a cero para horizontes hasta mediados de 2026, lo que indica que los mercados continúan esperando un período prolongado de tipos de interés negativos.

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

Gráfico 4

Tipos *forward* del eonia



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

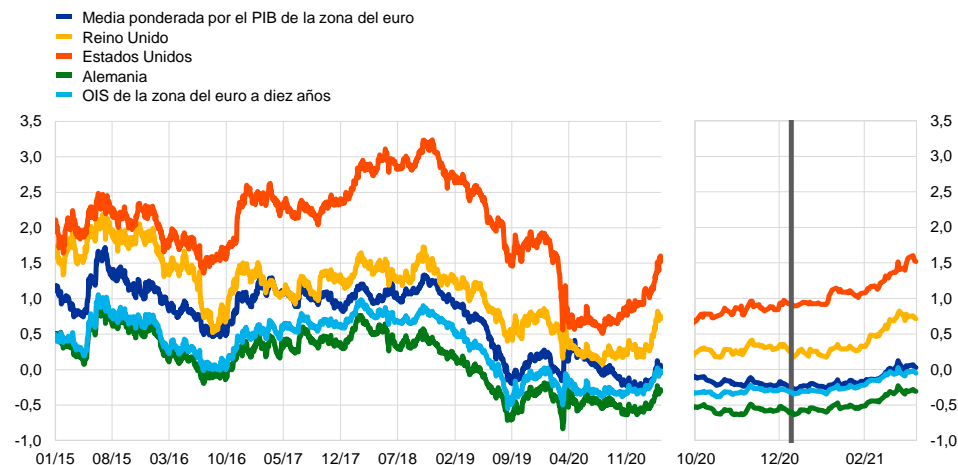
Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron, aunque en una medida mucho menor que sus equivalentes globales, y se situaron considerablemente por encima del nivel que registraban cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre (gráfico 5). Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo

experimentaron un acusado incremento a escala global, impulsados por las perspectivas económicas cada vez más positivas de Estados Unidos, que se sustentaron en el considerable estímulo fiscal que se espera que proporcione la nueva Administración estadounidense dirigida por el presidente Joe Biden. En concreto, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 28 puntos básicos y se situó en el 0,03 %. El rendimiento de la deuda equivalente de Estados Unidos y del Reino Unido registró un aumento incluso más pronunciado, de 62 y 51 puntos básicos, y se situó en el 1,52 % y el 0,72 %, respectivamente.

Gráfico 5

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

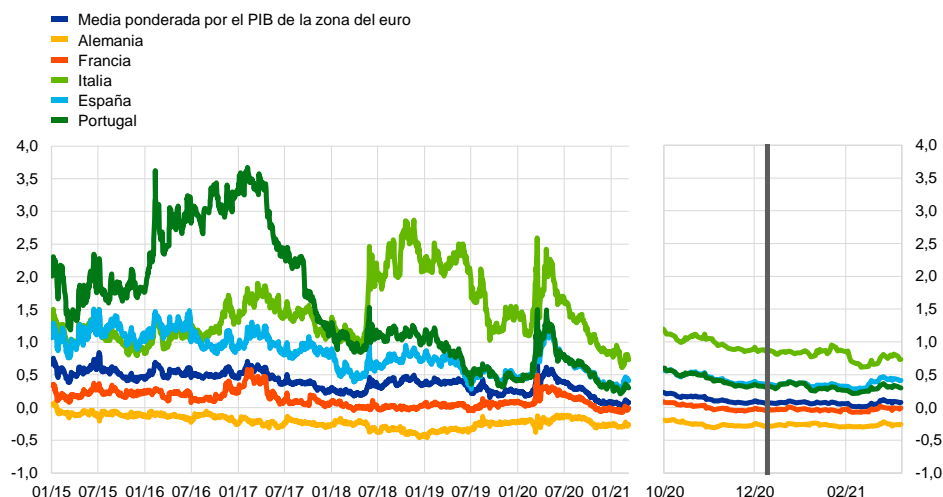
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de diciembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 10 de marzo de 2021.

Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) se mantuvieron bastante estables, dado que los rendimientos aumentaron básicamente en paralelo con los tipos libres de riesgo en la mayoría de las jurisdicciones (gráfico 6). Los diferenciales soberanos de Italia se redujeron de forma notable en el período previo a la formación de un nuevo Gobierno por parte de Mario Draghi, anterior presidente del BCE, y registraron brevemente un nuevo mínimo de varios años, antes de volver a aumentar. En particular, durante el período analizado, los diferenciales de la deuda a diez años de Italia y de Portugal se estrecharon 12 y 1 puntos básicos, hasta situarse en el 0,73 % y el 0,30 %, respectivamente. En ese período, los diferenciales al mismo plazo correspondientes a Alemania, Francia y España se incrementaron marginalmente —en 1, 1 y 6 puntos básicos—, hasta el -0,26 %, el -0,01 % y el 0,41 %, respectivamente.

Gráfico 6

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

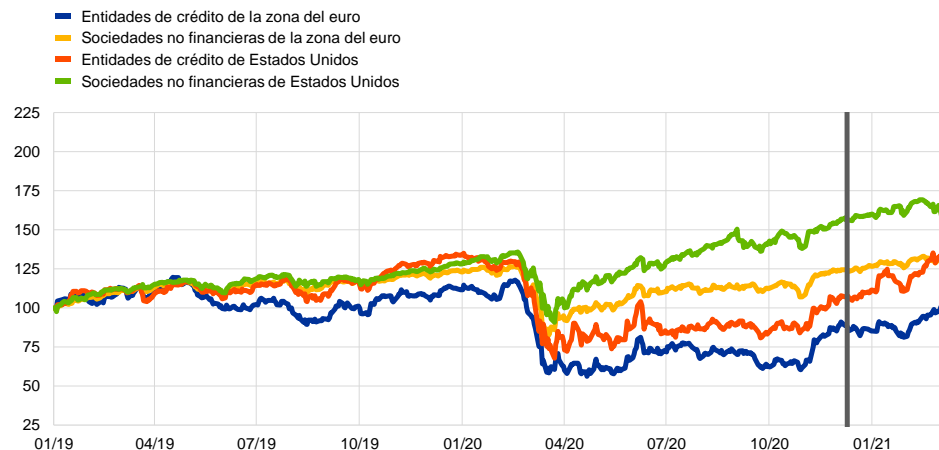
Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de diciembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 10 de marzo de 2021.

En el período analizado, las cotizaciones aumentaron a ambos lados del Atlántico y alcanzaron máximos históricos en Estados Unidos, favorecidas por la percepción de riesgos (gráfico 7). Salvo por una ligera volatilidad, los precios de las acciones de la zona del euro y de Estados Unidos experimentaron una tendencia general al alza, y después retrocedieron solo parcialmente en Estados Unidos a finales de enero. Las cotizaciones del sector financiero registraron ganancias especialmente notables tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. En conjunto, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos se revalorizaron un 7,4 % y un 4,4 %, respectivamente. Las cotizaciones del sector bancario de estas dos áreas económicas aumentaron un 16,5 % y un 26,9 %, respectivamente, y el índice estadounidense recuperó la totalidad de las pérdidas sufridas desde que comenzó la pandemia.

Gráfico 7

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2019 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de diciembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 10 de marzo de 2021.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro permanecieron prácticamente sin variación (gráfico 8).

En el período analizado, los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y del sector financiero (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) se redujeron 2 y 4 puntos básicos, respectivamente, y se situaron en los niveles previos a la pandemia. En conjunto, los diferenciales de los bonos corporativos solo registraron leves movimientos desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: Los diferenciales se calculan como los diferenciales de los *asset swaps* con respecto al tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de diciembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 10 de marzo de 2021.

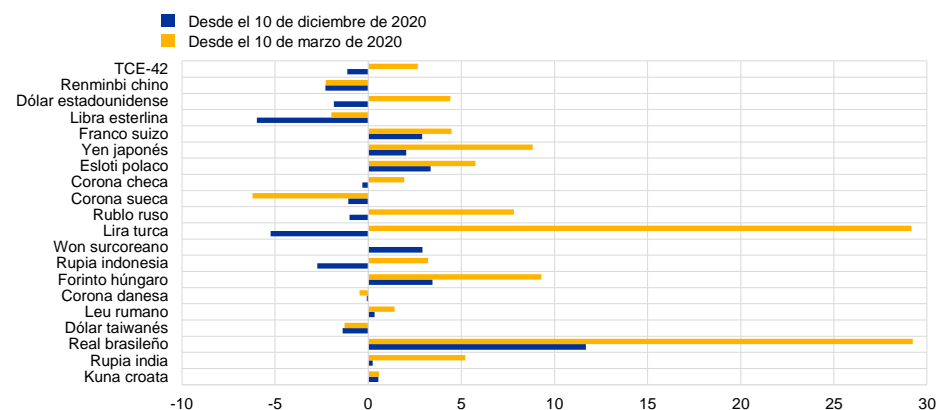
En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció ligeramente (gráfico 9).

Aunque el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 1,1 % durante el período analizado, se mantuvo solo un 2,7 % por debajo del máximo histórico alcanzado en diciembre de 2008. Este comportamiento reflejó la evolución divergente de los tipos de cambio bilaterales en un entorno de mercado caracterizado por un creciente apetito de riesgo. El euro perdió valor frente al dólar estadounidense (1,8 %), al renminbi chino (2,3 %) y a la libra esterlina (6 %), mientras que se fortaleció frente al franco suizo (2,9 %) y al yen japonés (2 %). El euro también se revalorizó frente a las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro de Europa Central y Oriental.

Gráfico 9

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 10 de marzo de 2021.

Tras el fuerte repunte observado en el tercer trimestre de 2020, el PIB real de la zona del euro volvió a descender en el cuarto trimestre, un 0,7 % en tasa intertrimestral, por lo que el producto se situó casi un 5 % por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. La evolución de la economía sigue siendo desigual en los distintos sectores y países, y los servicios son el sector más afectado por las restricciones a las interacciones sociales y a la movilidad. Aunque las medidas de política fiscal continúan apoyando a los hogares y a las empresas, los consumidores mantienen la cautela en vista de la pandemia y de su impacto en el empleo y las ganancias. Con todo, la inversión empresarial muestra una capacidad de resistencia relativa, pese a la mayor debilidad de los balances de las empresas y la elevada incertidumbre. En general, los últimos datos, la información procedente de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia apuntan a una continuación de la debilidad de la economía en el primer trimestre de 2021, debido a la evolución de la pandemia y a las medidas de contención asociadas. Como resultado, es probable que el PIB real vuelva a contraerse en el primer trimestre del año. Sin embargo, a más largo plazo, la distribución de las vacunas permite albergar más confianza en la resolución de la crisis sanitaria, lo que debería reducir la incertidumbre, a menos que se produzcan nuevos acontecimientos adversos relacionados con la pandemia. A medio plazo, la recuperación de la economía de la zona del euro también debería verse apoyada por unas condiciones de financiación favorables, una orientación expansiva de la política fiscal y una recuperación de la demanda a medida que se retiren gradualmente las medidas de contención.

Esta valoración se refleja en términos generales en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2021, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 4 % en 2021, del 4,1 % en 2022 y del 2,1 % en 2023. Las perspectivas relativas a la actividad económica se mantienen prácticamente sin cambios con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020. En conjunto, aunque los riesgos en torno a las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la zona del euro siguen apuntando a la baja, los riesgos a medio plazo están ahora más equilibrados. Por un lado, la mejora de las perspectivas de demanda mundial, el considerable estímulo fiscal en toda la zona del euro y la distribución de las vacunas invitan al optimismo. Por otro, sin embargo, la continuación de la pandemia (incluida la propagación de nuevas variantes del virus) y sus implicaciones para las condiciones económicas y financieras siguen siendo fuentes de riesgos a la baja.

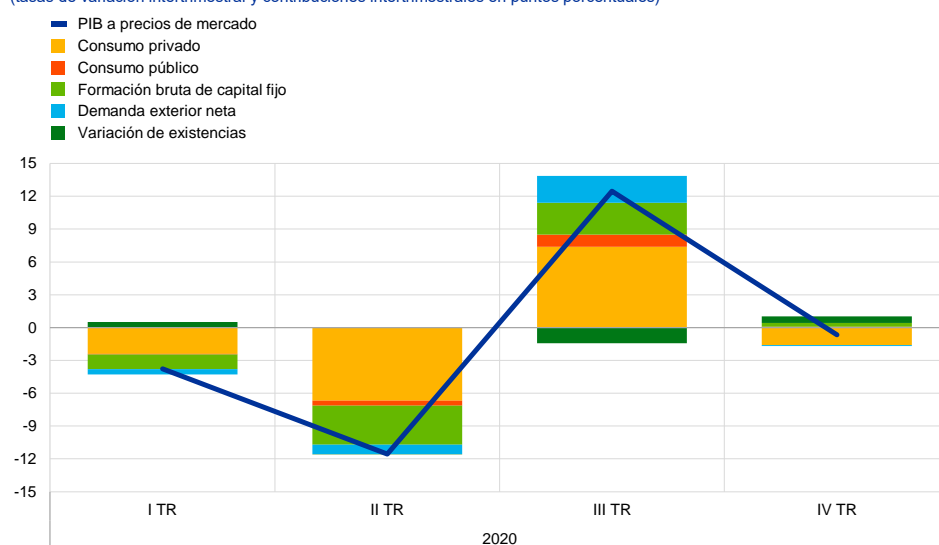
Tras una contracción moderada del producto en el cuarto trimestre de 2020, se espera que la actividad económica de la zona del euro continúe siendo débil en el primer trimestre de 2021. El PIB real retrocedió un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2020, después de registrar un crecimiento del 12,5 % en el trimestre anterior (gráfico 10). Con todo, esta contracción fue menor que la prevista en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, que era del 2,2 %. La caída del producto en

el cuarto trimestre se debió principalmente a la demanda interna, en particular al consumo privado. Aunque el producto en dicho período todavía se situaba casi un 5 % por debajo del nivel prepandemia observado un año antes, el resultado mejor de lo esperado para ese trimestre se tradujo en un efecto arrastre positivo sobre el crecimiento en 2021, del 2,2 % en total. En cuanto a la producción, su evolución en el cuarto trimestre varió sustancialmente en los distintos sectores. Mientras que el valor añadido de los servicios disminuyó de forma notable, la producción en el sector industrial (excluida la construcción) siguió aumentando. En efecto, dado que ya se había observado un fuerte crecimiento en el tercer trimestre, el repunte de la producción industrial en la segunda mitad de 2020 contrarrestó ampliamente el acusado descenso registrado en la primera mitad del año. En el recuadro 4 se estudia el impacto de las medidas de contención relacionadas con la pandemia en los distintos sectores económicos de los países con mayor peso en la zona del euro, y se analiza cómo este impacto ha ido cambiando a lo largo del tiempo. En conjunto, se estima que el producto de la zona del euro se ha contraído un 6,6 % en 2020, algo más que en Estados Unidos. Como se explica en el recuadro 1, esto puede estar relacionado con los confinamientos más estrictos observados en la zona del euro y con la política fiscal más expansiva en Estados Unidos.

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuente: Eurostat.

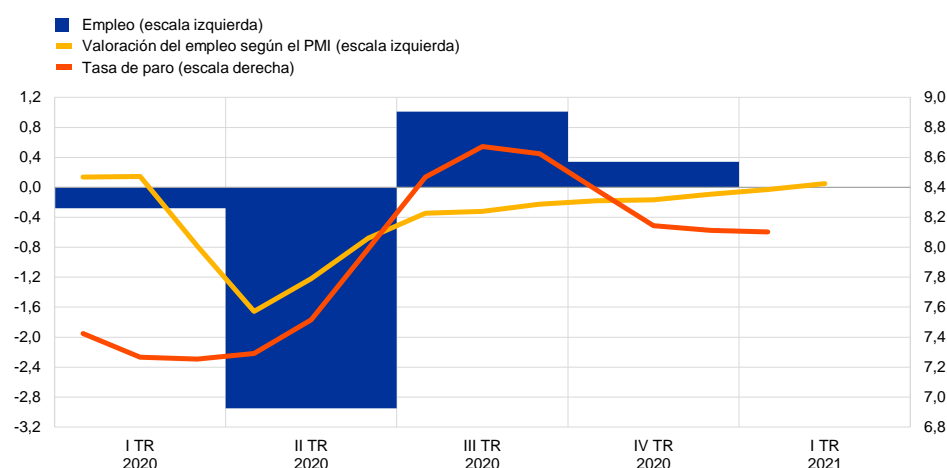
El mercado de trabajo de la zona del euro sigue beneficiándose del apoyo sustancial de las políticas, mientras que el empleo ha registrado avances en los últimos meses y la tasa de paro se ha mantenido prácticamente estable. El amplio uso de los programas de mantenimiento del empleo sigue respaldando el empleo, lo que atenúa el impacto sobre la tasa de paro, sostiene la renta de los hogares y limita la incertidumbre económica. El empleo aumentó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2020, tras un crecimiento del 1 % en el tercero (gráfico 11). Sin embargo, pese a esta mejora, en el cuarto trimestre todavía se situaba un 1,9 % por debajo del nivel prepandemia observado un año antes. Las

horas trabajadas continúan desempeñando un papel importante en el ajuste del mercado de trabajo de la zona del euro. En términos intertrimestrales, el total de horas trabajadas descendió un 1,6 % en el cuarto trimestre (después de aumentar un 14,8 % en el tercero), hasta situarse en una cota casi un 6,5 % inferior a la observada al cierre de 2019. Entretanto, la tasa de paro fue del 8,1 % en enero de 2021, prácticamente sin cambios con respecto a noviembre de 2020 y por debajo del nivel de agosto de 2020, cuando rozó el 8,7 %, pero todavía unos 0,8 puntos porcentuales por encima de la tasa registrada en febrero de 2020, antes de la pandemia. Según las estimaciones, el porcentaje de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo era de alrededor del 5,9 % de la población activa en enero de 2021, frente a casi un 20 % en abril de 2020. Con todo, el número de trabajadores sujetos a estos programas ha ido aumentando desde octubre de 2020 como resultado de las nuevas medidas de contención adoptadas en algunos países.

Gráfico 11

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: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020 para el empleo, a febrero de 2021 para el PMI y a enero de 2021 para la tasa de paro.

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo de la zona del euro se han recuperado parcialmente, pero todavía señalan algunas vulnerabilidades.

En febrero de 2021, el PMI compuesto de empleo se situó en terreno expansivo por primera vez desde el comienzo de la pandemia de coronavirus (COVID-19), aunque se mantuvo en registros contractivos en algunos países y en los servicios de tecnología baja. Las expectativas de desempleo de los hogares continuaron siendo elevadas ese mes, en un contexto de debilidad de la demanda de trabajo. De cara al futuro, el número sustancial de trabajadores que siguen acogidos a programas de mantenimiento del empleo puede plantear riesgos al alza para la tasa de paro más adelante.

El gasto en consumo perdió impulso en torno al cambio de año y se redujo un 3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2020.

En enero de 2021, el

comercio minorista experimentó una caída intermensual del 5,9 %, mientras que las matriculaciones de automóviles descendieron un 22 % en el mismo período (hasta situarse en el nivel más bajo observado desde junio de 2020). Como la segunda ola de la pandemia llevó a un nuevo aumento del ahorro de los hogares, las entradas de fondos en los depósitos bancarios de este sector continuaron siendo elevadas en enero (tras una disminución temporal en diciembre). Las rentas de un amplio número de hogares siguen sin verse afectadas por el impacto inmediato de la pandemia, y estos han continuado acumulando un volumen sustancial de ahorro involuntario. Al mismo tiempo, las expectativas de este sector para los próximos doce meses en relación con la situación económica general, su situación financiera personal y sus planes de realizar grandes compras no han mejorado de forma significativa desde mayo del año pasado.

La inversión empresarial (aproximada por la inversión, excluida la construcción) mantiene una capacidad de resistencia relativa, después de crecer nuevamente en el cuarto trimestre de 2020. La inversión, excluida la construcción, se ha visto respaldada por la fuerte inversión en productos de propiedad intelectual, que probablemente se debe, en parte, a la necesidad de seguir digitalizando la economía en respuesta a la pandemia. Entretanto, la inversión en maquinaria y bienes de equipo aumentó solo de forma moderada a finales de 2020, después de registrar un crecimiento excepcionalmente intenso en el tercer trimestre. En los últimos meses, la inversión empresarial se ha sustentado en la vigorosa demanda externa, como reflejan el incremento de los pedidos industriales de bienes de equipo procedentes de fuera de la zona del euro, así como las mejoras observadas en las carteras de pedidos exteriores de las empresas manufactureras en el período transcurrido hasta febrero. Los indicadores de opinión recientes también son acordes con que la inversión mantendrá su capacidad de resistencia en el primer trimestre de 2021. De hecho, el aumento de la confianza empresarial y de las expectativas de producción en el sector de bienes de equipo (sobre todo en febrero) sugiere que es probable que la inversión continúe creciendo en los próximos meses. Las perspectivas de inversión seguirían estando impulsadas, sobre todo, por las manufacturas, mientras que, según encuestas recientes, es más probable que las empresas del sector servicios —que generalmente se han visto más afectadas por la pandemia y por las medidas de contención asociadas— hayan aplazado o suspendido sus planes de inversión. De cara al futuro, el incremento de la carga financiera de las empresas y el posible aumento de las quiebras pueden representar una amenaza para la recuperación en curso de la inversión.

La inversión en vivienda mantuvo su capacidad de resistencia en el cuarto trimestre de 2020, pese al nuevo aumento de las restricciones relacionadas con la pandemia, aunque las perspectivas a corto plazo siguen siendo inciertas. La inversión residencial creció ligeramente en el cuarto trimestre, un 0,5 % en tasa intertrimestral, pero permaneció alrededor de un 3 % por debajo del nivel observado al cierre de 2019. Con todo, indicadores recientes apuntan a cierta moderación del ritmo de recuperación a corto plazo, en parte como consecuencia de las nuevas restricciones a la movilidad de los últimos meses. Esto podría incluso comprometer los avances conseguidos en el segundo semestre de 2020 para

retornar a los niveles de inversión en vivienda previos a la pandemia. Por el lado de la demanda, los datos de la encuesta de opinión de la Comisión Europea sobre la intención de los consumidores de reformar sus viviendas en los próximos doce meses señalan una disminución del gasto en vivienda a corto plazo, aunque con diferencias entre países. Por el lado de la oferta, pese a que se observan algunos signos de recuperación en los visados de obra nueva y en las carteras de pedidos, los indicadores de confianza más recientes sugieren que la debilidad de las perspectivas de la actividad empresarial a corto plazo podría lastrar a las empresas del sector inmobiliario y (en menor medida) a las del sector de la construcción. Los PMI de actividad del sector de la construcción correspondientes a los dos primeros meses de 2021 apuntan a que las perspectivas de las empresas del segmento residencial son más halagüeñas que las de sus homólogas del segmento comercial.

El comercio de la zona del euro continuó creciendo a un ritmo sólido en el cuarto trimestre de 2020, debido principalmente al empuje adicional del comercio de manufacturas. El crecimiento del comercio en el cuarto trimestre estuvo impulsado, aproximadamente en la misma medida, por: i) la consolidación de la recuperación observada en el tercer trimestre; ii) el crecimiento de las exportaciones de bienes de consumo a Reino Unido, Brasil y Asia, y iii) el aumento de las importaciones de energía desde Noruega y Rusia. Sin embargo, las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro fueron el único factor determinante del crecimiento en diciembre, apoyadas por el extraordinario acopio de bienes de la UE en el Reino Unido antes del final del período de transición del Brexit. Al comienzo de 2021, el coste de las exportaciones al Reino Unido desde la zona del euro aumentó, los plazos de entrega se alargaron y las exportaciones en contenedores registraron una brusca contracción (según datos de comercio marítimo). Es probable que el efecto resultante sobre el comercio sea temporal, ya que los indicadores adelantados correspondientes a enero y a febrero señalan un crecimiento adicional de las exportaciones de manufacturas en el primer trimestre de 2021. Mientras que los bienes de consumo fueron el principal factor impulsor de los nuevos pedidos exteriores en el cuarto trimestre, la evolución observada en los dos primeros meses de 2021 reflejó mejoras en los sectores de bienes de equipo y de bienes intermedios. Los datos más recientes de tarifas de transporte de mercancías, que retornaron a los niveles registrados antes de la pandemia en febrero, proporcionaron más evidencia de la normalización en curso del comercio de manufacturas. Al mismo tiempo, sin embargo, los intercambios comerciales de servicios continúan viéndose muy perjudicados, ya que los confinamientos prolongados siguen impidiendo cualquier mejora sustancial.

Los indicadores coyunturales apuntan a una moderación continuada de la actividad económica en el primer trimestre de 2021. Los indicadores de opinión permanecen en niveles bajos acordes, en líneas generales, con una leve contracción adicional en el primer trimestre de este año, pese a observarse mejoras moderadas con respecto al cuarto trimestre de 2020. El PMI *flash* compuesto de actividad, que descendió desde 52,4 en el tercer trimestre hasta 48,1 en el cuarto, ha registrado un ligero ascenso recientemente, situándose en un valor medio de 48,3 para enero y febrero. Este aumento refleja la evolución de los servicios (si bien sugiere que el sector todavía permanece en terreno contractivo). En cambio, el PMI

de actividad de las manufacturas retrocedió marginalmente en los dos primeros meses de 2021 (con respecto al cuarto trimestre de 2020), pero se mantuvo en terreno expansivo. Si se analizan específicamente las medidas relacionadas con la pandemia, aunque el índice sintético de severidad ha permanecido en niveles próximos a los observados en su máximo de abril de 2020, los indicadores de alta frecuencia de movilidad correspondientes a los países de la zona del euro han empezado a mejorar en los últimos meses. En general, las perspectivas a corto plazo siguen sujetas a una incertidumbre considerable.

La reciente intensificación de la pandemia de COVID-19 ha debilitado las perspectivas a corto plazo de la economía de la zona del euro, pero no ha comprometido su recuperación. Los esfuerzos por aumentar la producción y la distribución de las vacunas (que deberían permitir que las medidas de contención se relajen), junto con el apoyo sustancial de las políticas monetaria y fiscal (incluidos los fondos «Next Generation EU») y la mejora de las perspectivas de demanda mundial, deberían traducirse en una recuperación robusta a partir de la segunda mitad de 2021. Esta valoración se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2021, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 4 % en 2021, del 4,1 % en 2022 y del 2,1 % en 2023 (gráfico 12), prácticamente sin cambios con respecto a las proyecciones de diciembre de 2020. Se espera que el PIB real supere su nivel anterior a la pandemia en el segundo trimestre de 2022. Con todo, los riesgos a corto plazo para las perspectivas de crecimiento siguen apuntando a la baja debido al rebrote del virus, a la aparición de nuevas mutaciones y a las medidas de contención asociadas. Al mismo tiempo, los riesgos en torno a las perspectivas de crecimiento de la zona del euro a medio plazo están ahora más equilibrados. Además, es probable que el plan de rescate estadounidense (*American Rescue Plan*) del Gobierno de Biden, que no llegó a tiempo para su inclusión en las proyecciones de referencia, se traduzca en algunos efectos de desbordamiento positivos para la zona del euro⁵.

⁵ Véase el recuadro 4 del artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2021](#)», publicado en el sitio web del BCE el 11 de marzo de 2021.

Gráfico 12

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



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2021».

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

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro se situó en el 0,9 % en febrero de 2021, la misma tasa que en enero de ese año, pero que representa un incremento notable con respecto al -0,3 % registrado en diciembre de 2020. Sobre la base de los precios actuales de los futuros del petróleo, es probable que la inflación general aumente en los próximos meses, si bien se espera cierta volatilidad a lo largo del año como reflejo de la cambiante dinámica de los factores que actualmente la impulsan al alza. Cabe esperar que estos factores desaparezcan gradualmente de las tasas de inflación interanual a principios del próximo año. Las presiones inflacionistas subyacentes crecerán ligeramente este año debido a las actuales restricciones de oferta y a la recuperación de la demanda interna, aunque se espera que sigan siendo en general débiles, como reflejo, entre otros factores, de las bajas presiones salariales y la anterior apreciación del euro. Una vez que el impacto de la pandemia de coronavirus (COVID-19) desaparezca, la absorción del elevado nivel de holgura, apoyada por la orientación acomodaticia de las políticas fiscal y monetaria, contribuirá a un aumento gradual de la inflación a medio plazo. Los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen en niveles bajos, aunque los indicadores de mercado han continuado registrando un incremento paulatino. Esta valoración se refleja, en líneas generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2021, que sitúan la inflación anual en el 1,5 % en 2021, el 1,2 % en 2022 y el 1,4 % en 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, las perspectivas de inflación se han revisado al alza para 2021 y 2022, debido fundamentalmente a factores de naturaleza temporal y al aumento de la tasa de variación de los precios de la energía, y se mantienen inalteradas para 2023.

La inflación medida por el IAPC registró un fuerte incremento a principios de este año con respecto al final del año pasado. Tras cuatro meses consecutivos situándose en el -0,3 %, la inflación medida por el IAPC aumentó hasta el 0,9 % en enero de 2021 y se mantuvo en este nivel en febrero. Según la estimación de avance de Eurostat, la tasa no varió en febrero de 2021 debido a que la tasa de variación de los precios de la energía menos negativa se compensó con el descenso de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX). El IAPCX cayó hasta el 1,1 % en febrero, frente al 1,4 % de enero, aunque fue notablemente superior al 0,2 % registrado en los cuatro últimos meses de 2020.

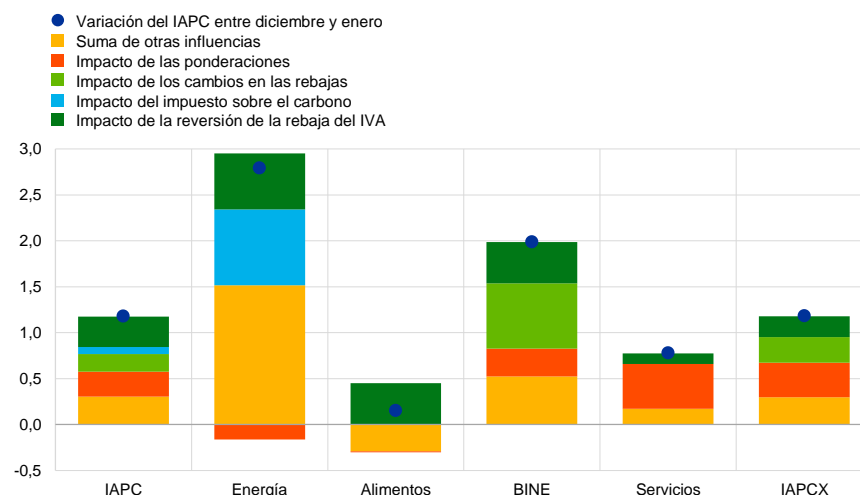
El repunte de la inflación general en enero reflejó varios factores que fueron en su mayoría transitorios y de carácter estadístico (gráfico 13). En primer lugar, el impacto de las actualizaciones de las ponderaciones del IAPC para 2021, que fueron mayores de lo habitual y estuvieron relacionadas con los cambios en los patrones de consumo de los hogares durante la pandemia de COVID-19, fue un factor significativo, especialmente en el caso de los servicios recreativos y los relacionados con turismo y viajes. El cambio en las ponderaciones de gasto

contribuyó 0,3 puntos porcentuales a la inflación medida por el IAPC en enero⁶. En segundo lugar, la reversión de la rebaja del IVA alemán parece haber sido más o menos simétrica, en términos de magnitud, al impacto que tuvo el descenso de la tasa en julio de 2020, y su contribución al repunte del IAPC fue de 0,3 puntos porcentuales. En tercer lugar, como las fechas y la magnitud de las rebajas cambiaron en varios países de la zona del euro, la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos registró un incremento sustancial. Sin embargo, aunque se tengan en cuenta estos factores, parte del efecto alcista sobre la inflación medida por el IAPC general y por el IAPCX obedece a la suma de otros factores (barras de color amarillo del gráfico 13).

Gráfico 13

Variación de la inflación general entre diciembre de 2020 y enero de 2021

(contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los cambios en las rebajas se aplican a Italia y a Francia. La reversión de la rebaja del IVA y el impuesto sobre el carbono se refieren a Alemania. «BINE» corresponde a los bienes industriales no energéticos.

El incremento reciente de la inflación medida por el IAPC también se debió a una tasa de variación de los precios de la energía cada vez menos negativa.

Tras situarse en el -6,9 % en diciembre de 2020, la inflación de la energía aumentó hasta el -4,1 % en enero de 2021 y hasta el -1,7 % en febrero. La tasa menos negativa de enero reflejó las recientes subidas de los precios del petróleo en euros, y en febrero también fue el resultado de un efecto base derivado de la caída de los precios de esta materia prima al comienzo de la pandemia el año pasado. Otros factores que contribuyeron a la tasa de variación de los precios de la energía menos negativa fueron la reversión de la rebaja del IVA y la introducción del impuesto sobre el carbono en Alemania, así como el incremento de los precios de la electricidad — particularmente en España— como consecuencia del frío.

El uso de precios imputados aumentó en enero y en febrero, lo que implica que existía, en cierto modo, más incertidumbre en torno a las señales relativas

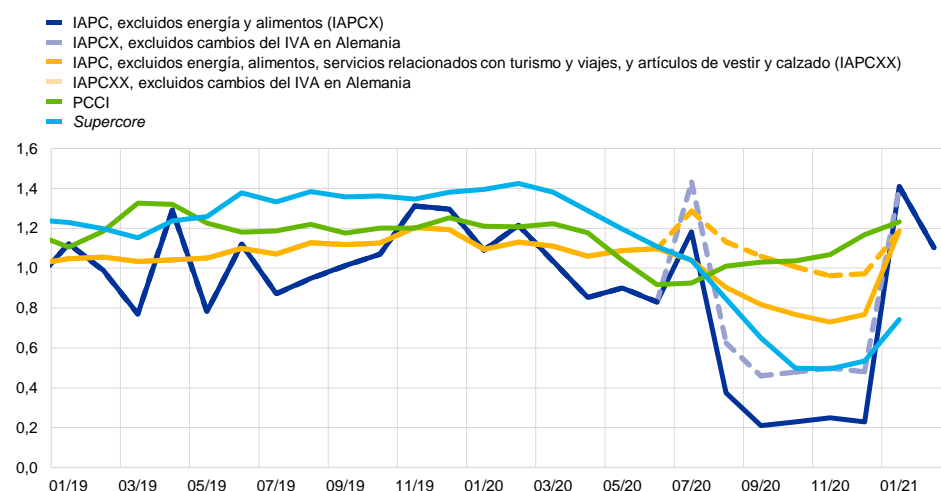
⁶ No obstante, este impacto variará a lo largo del año, y se estimó que era de 0,1 puntos porcentuales en febrero. Para más información, véase el recuadro titulado «Ponderaciones del IAPC para 2021 y sus implicaciones para la medición de la inflación», en este Boletín Económico. El impacto de la variación de las ponderaciones solo puede estimarse con fiabilidad con la publicación completa.

a las presiones inflacionistas subyacentes. Después de que el porcentaje de imputaciones de precios retornase a niveles muy bajos durante el verano de 2020, hacia finales de año comenzó a aumentar a medida que se fueron endureciendo de nuevo las medidas de contención del COVID-19. En febrero de 2021, el 14 % y el 19 % de los precios de los componentes del IAPC y del IAPCX, respectivamente, fueron imputados.

Aunque los indicadores de la inflación subyacente basados en la exclusión de componentes aumentaron, las medidas basadas en modelos apenas variaron en enero (últimos datos disponibles)⁷. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado (IAPCXX), se incrementó y se situó en el 1,2 % en enero de 2021, frente al 0,8 % del mes anterior, mientras que el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) permaneció inalterado en el 1,2 %. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») aumentó ligeramente, desde el 0,5 % observado en diciembre de 2020 hasta el 0,7 % en enero de 2021 (gráfico 14). Las medidas también se vieron afectadas por algunos de los factores transitorios mencionados anteriormente, como la reversión de la rebaja del IVA en Alemania.

Gráfico 14
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Para el IAPCX y el IAPCX, excluidos cambios del IVA en Alemania, las últimas observaciones corresponden a la estimación de avance de febrero de 2021. Para el resto, las últimas observaciones corresponden a enero de 2021.

Las presiones inflacionistas latentes sobre la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvieron prácticamente estables en las fases posteriores de la cadena, pero se intensificaron en las primeras fases. En el caso de los bienes de consumo no alimenticio, la tasa de variación de los precios de producción internos fue del 0,6 % en enero, por lo que

⁷ Para una descripción de los indicadores de la inflación subyacente basados en la exclusión de componentes y en modelos, véase el artículo titulado «*Measures of underlying inflation for the euro area*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018

siguió fluctuando en niveles próximos a su media de largo plazo. La inflación de los precios de importación de estos bienes permaneció en niveles reducidos, y el perfil mensual reflejó, en gran medida, movimientos en el tipo de cambio efectivo nominal del euro. En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la tasa de variación de los precios de producción y de importación de los bienes intermedios continuó incrementándose en enero, probablemente como consecuencia de la relajación adicional de las presiones a la baja procedentes de los precios del petróleo y de otras materias primas⁸.

La fijación de los salarios sigue estando afectada por los programas de apoyo público. Esto se refleja, por ejemplo, en la divergencia entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y el de la remuneración por hora. La diferencia entre estas dos variables volvió a crecer en el cuarto trimestre de 2020 a medida que aumentó el uso de los programas de regulación temporal de empleo como resultado de las nuevas medidas de confinamiento adoptadas a finales del año pasado. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se incrementó ligeramente y se situó en el 0,7 % en el cuarto trimestre, frente al 0,6 % del tercero, después de registrar una tasa muy negativa del -4,5 % en el segundo trimestre. A su vez, la tasa de avance interanual de la remuneración por hora repuntó de nuevo hasta situarse en el 5,1 % en el cuarto trimestre de 2020, desde el 3,4 % del tercero (gráfico 15). Esta evolución dispar refleja el impacto de los programas de regulación temporal de empleo, en los que los trabajadores mantuvieron su empleo, pero solo recibieron parte de su remuneración habitual, mientras que las horas reales trabajadas por persona ocupada se redujeron de forma notable⁹. El crecimiento de los salarios negociados, que no se ve directamente afectado por la evolución de las horas trabajadas y por el registro de las prestaciones asociadas a los programas de mantenimiento del empleo, aumentó hasta el 1,9 % en el cuarto trimestre de 2020, frente al 1,7 % y al 1,6 % del segundo y tercer trimestre, respectivamente. Este movimiento al alza reflejó el impacto de pagos extraordinarios efectuados al final del año, pero incluso si se descuenta este efecto, el crecimiento de los salarios negociados se mantuvo relativamente robusto en el 1,6 % en el cuarto trimestre, dado que los datos incluyen aún los convenios firmados antes de la irrupción de la pandemia.

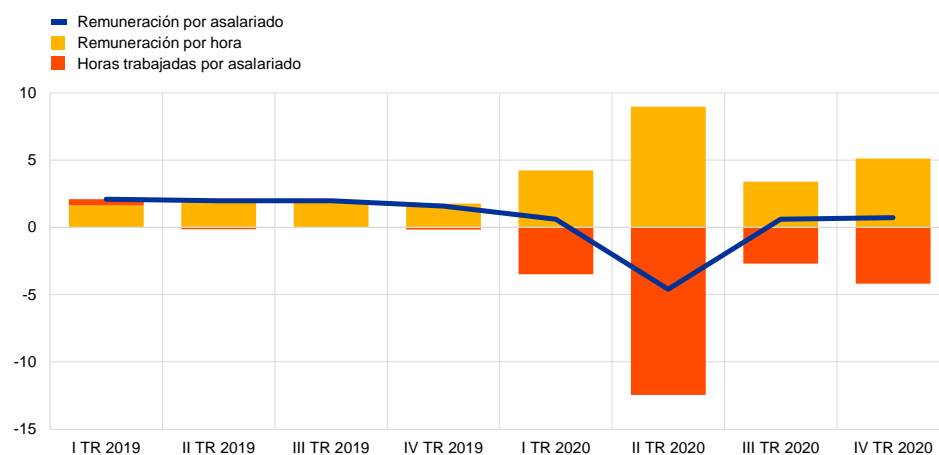
⁸ La tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios aumentó hasta situarse en el 0,9 % en enero, desde el -0,1 % del mes anterior, mientras que la tasa correspondiente a los precios de importación de estos bienes se incrementó desde el -0,8 % hasta el 0,1 % en el mismo período.

⁹ También es probable que los programas de mantenimiento del empleo hayan contribuido a la fortaleza de los márgenes empresariales. Aunque estos márgenes se deterioraron en cierta medida en el cuarto trimestre, mantuvieron su capacidad de resistencia si se comparan con la profundidad de la recesión. Véase el recuadro titulado «[El papel de los márgenes empresariales en el ajuste a la perturbación del COVID-19](#)» en este Boletín Económico.

Gráfico 15

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación siguieron

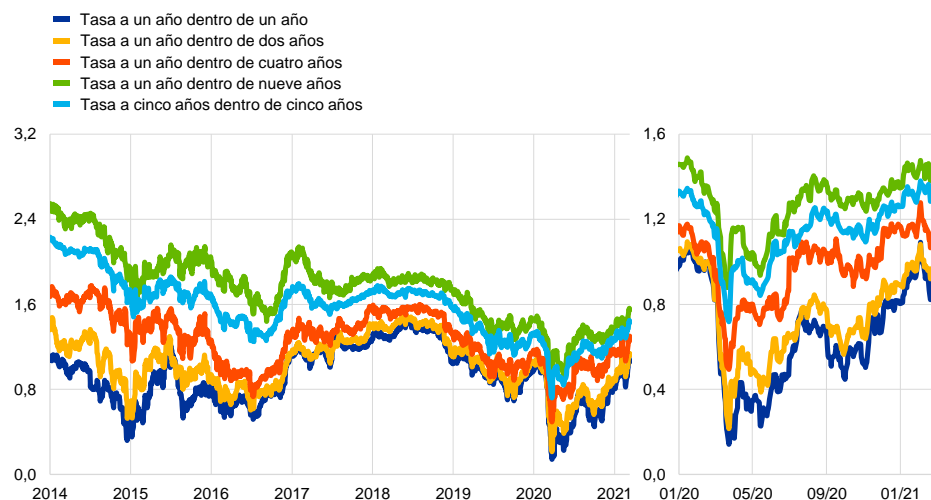
aumentando en paralelo a la tendencia global de reflación (gráfico 16). El

incremento de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación de la zona del euro durante el período analizado reflejó, principalmente, tres factores globales: la mejora de la percepción de riesgos debido al inicio de la vacunación contra el COVID-19 y al descenso de las tasas de contagio; el nuevo estímulo fiscal proporcionado en Estados Unidos por la Administración de Biden, y la vigorosa recuperación de los precios de las materias primas. Durante la primera parte del período analizado, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a corto y a medio plazo repuntaron, pero luego volvieron a retroceder parcialmente en torno a mediados de febrero, en consonancia con sus equivalentes internacionales. Sin embargo, hacia finales de ese mes, los tipos *swap* de inflación de la zona del euro subieron de nuevo. A principios de marzo, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a corto y a largo plazo permanecieron por encima de los niveles anteriores a la pandemia. Con todo, los tipos *swap* de inflación a corto y a largo plazo han seguido registrando niveles muy moderados recientemente, y no sugieren un retorno de la inflación al objetivo del BCE en un futuro cercano. Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación muestran algunas señales de estabilización en niveles próximos a sus mínimos históricos. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2021 (que se llevó a cabo a principios de enero de 2021), las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron sin cambios en el 1,7 %.

Gráfico 16

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 10 de marzo de 2021.

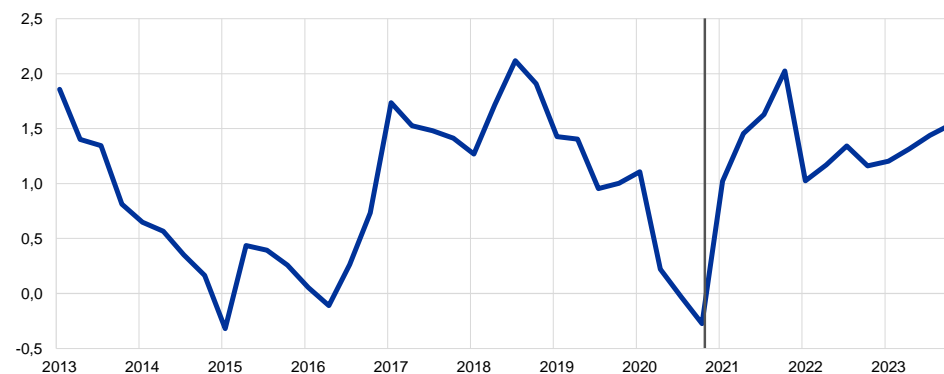
Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021, la inflación general estará sujeta a cierta volatilidad en los próximos meses, pero aumentará gradualmente en el horizonte de proyección. Las proyecciones de referencia sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 1,5 % en 2021, el 1,2 % en 2022 y el 1,4 % en 2023 (gráfico 17). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, la proyección de la inflación medida por el IAPC se ha revisado al alza para 2021 y 2022, aunque se ha mantenido inalterada para 2023. La revisión para 2021 refleja un ajuste al alza del componente energético del IAPC, así como el impacto de los factores transitorios que explican el reciente repunte de la inflación. A medio plazo, cuando el impacto de los factores temporales desaparezca de las tasas anuales, la inflación retrocedería al 1 % a comienzos de 2022 y después se incrementaría gradualmente hasta el 1,4 % en 2023. Se prevé que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1 % en 2021 y el 1,1 % en 2022, y que aumente hasta el 1,3 % en 2023. Se espera que los efectos del paquete fiscal estadounidense sobre el IAPC de la zona del euro sean moderados, con un impacto acumulado de alrededor de 0,15 puntos porcentuales en el horizonte de proyección¹⁰.

¹⁰ Para información más detallada, véase el recuadro 4 del artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2021](#)» en el sitio web del BCE.

Gráfico 17

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2021](#)», publicado en el sitio web del BCE el 11 de marzo de 2021.

Notas: La línea vertical indica el inicio del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2023 (proyecciones). La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones fue el 16 de febrero de 2021.

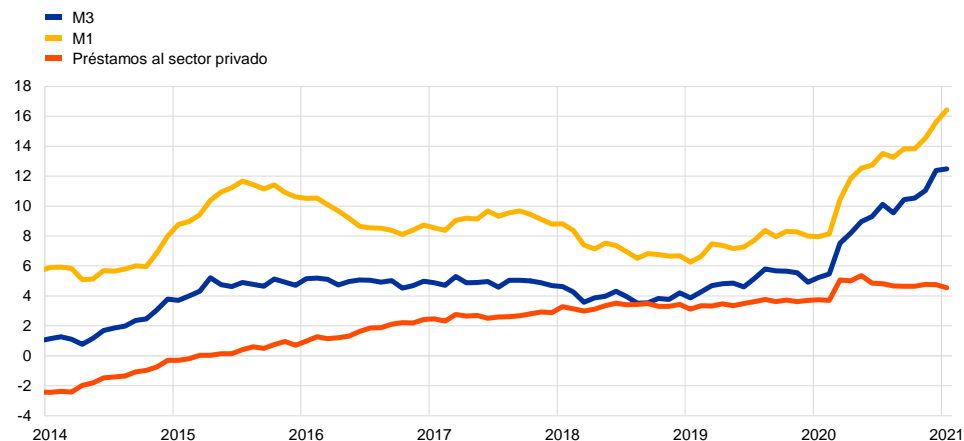
La dinámica monetaria de la zona del euro siguió reflejando las implicaciones de la pandemia de coronavirus (COVID-19). El crecimiento monetario se estabilizó en niveles elevados en enero, debido a la persistente demanda de liquidez por parte de las empresas y los hogares. El crédito interno continuó siendo la principal fuente de creación de dinero, siendo las compras del Eurosistema las que más contribuyeron. Las importantes medidas adoptadas con prontitud por las autoridades monetarias, fiscales y supervisoras siguieron respaldando el flujo de crédito a la economía de la zona del euro en condiciones favorables. El volumen total de financiación externa de las empresas continuó estabilizándose en el cuarto trimestre de 2020. El coste total de dicha financiación se estabilizó a partir de octubre de 2020, dado que el coste de los valores de renta fija y de las acciones se moderó, mientras que los tipos de interés de los préstamos bancarios permanecieron estables.

El crecimiento del agregado monetario amplio se estabilizó en niveles elevados en enero. La dinámica monetaria continuó reflejando la pandemia de COVID-19, que ha generado una preferencia extraordinaria por la liquidez. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se situó en el 12,5 % en enero, frente al 12,4 % registrado en diciembre de 2020 (gráfico 18). La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario más líquido (M1), que comprende los depósitos a la vista y el efectivo en circulación, siguió acelerándose hasta alcanzar el 16,4 % en enero, frente al 15,6 % observado en diciembre, contribuyendo así de forma notable al crecimiento de M3. Esta evolución refleja no solo la acumulación de liquidez por parte de las empresas y los hogares en un entorno de incertidumbre persistentemente elevada, sino también, en el caso de estos últimos, un cierto ahorro forzoso debido a las menores oportunidades de consumo. El intenso crecimiento monetario también fue resultado de las importantes medidas de apoyo adoptadas por el BCE y las autoridades supervisoras, así como por los Gobiernos nacionales, con el fin de garantizar que se proporcione liquidez suficiente a la economía para afrontar las consecuencias económicas de la pandemia.

Gráfico 18

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

Los depósitos a la vista continuaron siendo el componente que más contribuyó al crecimiento de M3.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista aumentó hasta el 17,1 % en enero, desde el 16,3 % de diciembre. La preferencia de los tenedores del dinero por los depósitos a la vista reflejó motivos de precaución y el nivel muy bajo de los tipos de interés, que reduce el coste de oportunidad de mantener estos instrumentos. El avance de los depósitos estuvo impulsado, principalmente, por los depósitos de las empresas y de los hogares. Los primeros crecieron de forma dispar entre países, como consecuencia de las diferentes necesidades de liquidez de las empresas y de las medidas de apoyo adoptadas por los Gobiernos nacionales. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se incrementó desde el 11,3 % observado en diciembre hasta el 12,3 % en enero. En comparación, la contribución de otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables al crecimiento interanual de M3 siguió siendo moderada, lo que obedece al bajo nivel de los tipos de interés y a la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

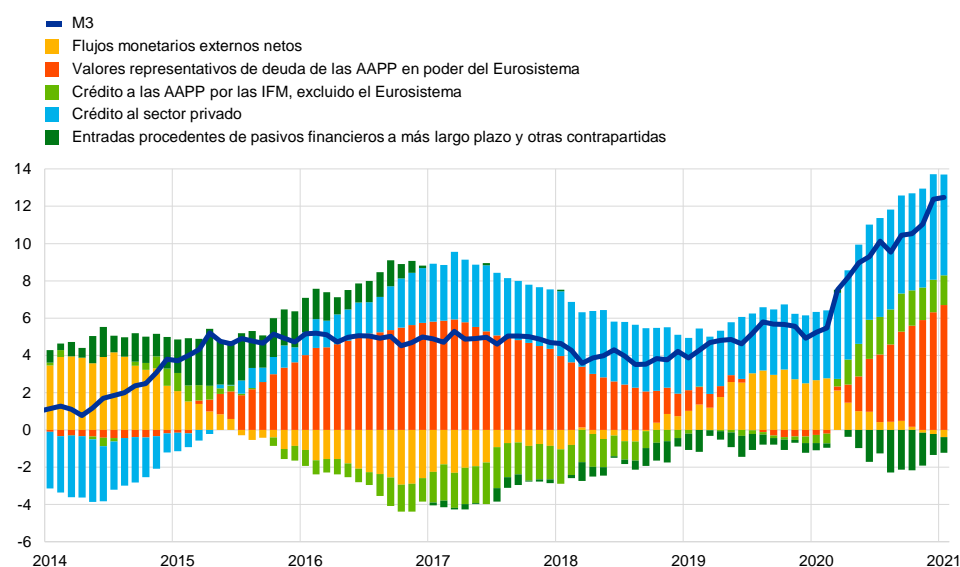
El crédito interno continuó siendo la principal fuente de creación de dinero, siendo las compras del Eurosistema las que más contribuyeron.

Desde octubre de 2020, las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) del BCE fueron las que más contribuyeron al avance de M3 (parte de color rojo de las barras del gráfico 19). El crecimiento del crédito al sector privado fue el segundo componente que más peso tuvo en dicho avance, con una contribución considerable, aunque decreciente (parte de color azul de las barras del gráfico 19). El flujo de crédito del sector bancario (excluido el Eurosistema) al sector público se moderó en los últimos meses (parte de color verde claro de las barras del gráfico 19). Los flujos monetarios externos netos fueron equilibrados, en general, en 2020 (parte de color amarillo de las barras del gráfico 19), mientras que los pasivos

financieros a más largo plazo y otras contrapartidas tuvieron un impacto negativo en el crecimiento del agregado monetario amplio (parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 19). Ello se debió principalmente a la evolución de otras contrapartidas (en particular las cesiones temporales), al tiempo que las condiciones favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) siguieron respaldando la sustitución de la financiación de las entidades de crédito, lo que dio lugar a amortizaciones netas de bonos bancarios a largo plazo.

Gráfico 19 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

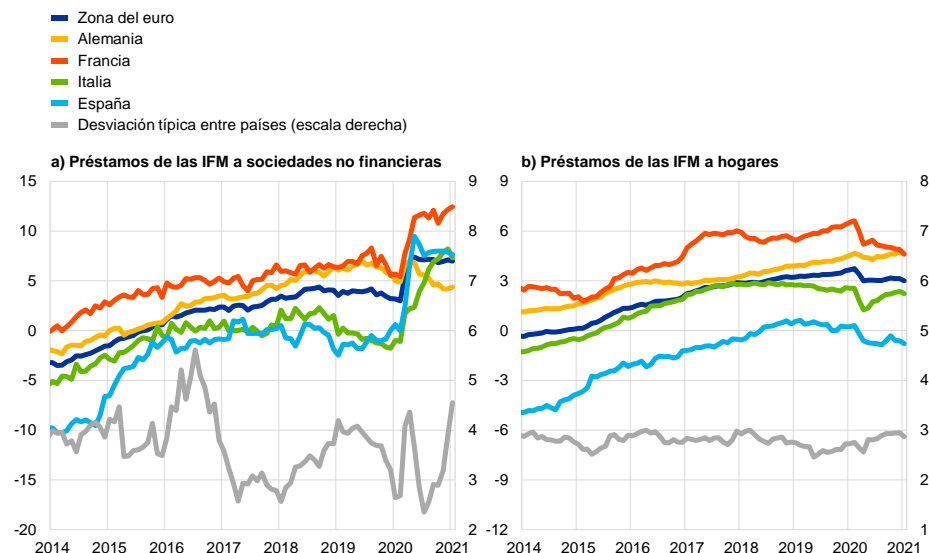
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos y del PEPP. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2021.

El crecimiento de los préstamos al sector privado se moderó. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado disminuyó hasta el 4,5 % en enero, tras el 4,7 % observado en diciembre, pero se mantuvo muy por encima del nivel registrado antes de la pandemia (gráfico 18). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a empresas se situó en el 7 % en enero, frente al 7,1 % de diciembre, mientras que la de los préstamos a hogares descendió desde el 3,1 % hasta el 3 % durante ese período (gráfico 20). El avance a más corto plazo de los préstamos a empresas continuó moderándose, y el flujo mensual de crédito pasó a ser ligeramente negativo en enero, reflejando la acumulación previa de colchones de liquidez, la baja demanda de préstamos con fines de inversión y señales incipientes de una intensificación de la presión sobre la oferta de crédito. El recurso de las empresas a los préstamos a más largo plazo ha seguido aumentando, en detrimento de los préstamos a más corto plazo.

Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

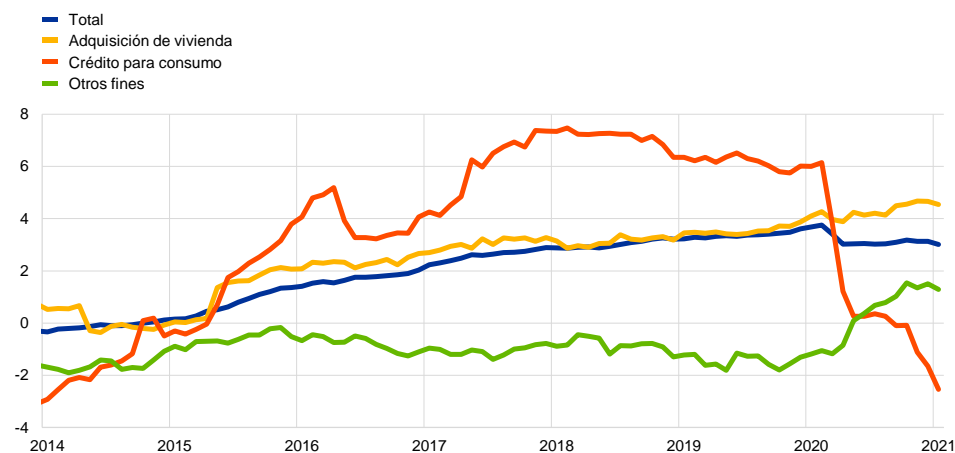
Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias; en el caso de las sociedades no financieras, también se han ajustado de centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del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

El crédito total a los hogares también se moderó. Mientras que los préstamos a hogares para adquisición de vivienda permanecieron básicamente estables desde septiembre de 2020, con una tasa de crecimiento interanual del 4,5 % en enero, el crédito para consumo continuó registrando una acusada caída, cuyo principio coincidió con el comienzo de la pandemia (gráfico 21). La tasa de crecimiento interanual del crédito para consumo disminuyó hasta el -2,5 % en enero, desde el -1,7 % de diciembre. El fuerte descenso de esta modalidad de préstamo está relacionado con la intensificación de las medidas de confinamiento desde noviembre de 2020. En cambio, el crecimiento interanual de los préstamos a hogares para otros fines se situó en el 1,3 % en enero, frente al 1,5 % registrado en diciembre. Pese a la ligera mejora observada desde mayo de 2020, el avance de esta categoría de préstamos, que obedeció en gran medida al crédito concedido a las pequeñas empresas (empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica), se mantuvo contenido. Aunque las pequeñas empresas se vieron especialmente afectadas por la desaceleración de la actividad económica, también se beneficiaron del apoyo público para satisfacer sus necesidades de financiación.

Gráfico 21

Préstamos de las IFM a los hogares, por finalidad

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



Fuente: BCE.

Notas: La serie del total de préstamos a hogares está ajustada de titulizaciones y otras transferencias. La última observación corresponde a enero de 2021.

En la zona del euro, la deuda bruta de los hogares —calculada como la deuda total en relación con la renta disponible— siguió aumentando en los últimos trimestres y superó significativamente el nivel registrado antes de la pandemia. Aunque esta evolución refleja las consecuencias económicas de la pandemia, que ha tendido a comprimir la renta disponible, se observó heterogeneidad entre países. Al mismo tiempo, la tasa de ahorro de los hogares registró un incremento acusado, como consecuencia de la combinación del ahorro forzoso, debido al menor consumo causado por los cierres, y del ahorro por motivo precaución, a raíz del desplome de la confianza de los consumidores y la mayor incertidumbre.

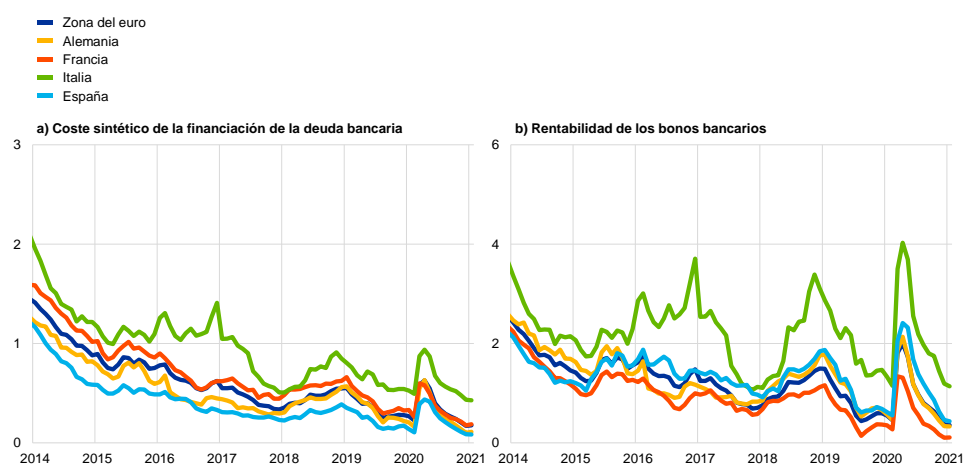
Las entidades de crédito siguieron beneficiándose de unas condiciones de financiación favorables, mientras que el mayor riesgo de crédito está afectando negativamente a su balance y a su rentabilidad. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvo por debajo del nivel previo a la pandemia, debido también al apoyo de la política monetaria (gráfico 22). El APP y el PEPP del BCE han ejercido presión a la baja sobre los rendimientos, y las entidades de crédito han sustituido parcialmente la financiación de mercado por las operaciones TLTRO con condiciones muy favorables. Ambos factores sustentaron asimismo las condiciones de los bonos bancarios en los mercados. Además, los precios de los bonos bancarios garantizados cuentan con el respaldo directo del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés) del BCE. Adicionalmente, los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro, que representan el grueso de su financiación, permanecieron sin variación en mínimos históricos en enero de 2021, contribuyendo así a las favorables condiciones de financiación de la deuda de los bancos, en un entorno de transmisión efectiva de los tipos negativos. De hecho, cada vez más, las entidades de crédito de la zona del euro han aplicado tipos de interés negativos a los

depósitos de las sociedades no financieras desde el comienzo de la crisis del COVID-19. Al mismo tiempo, los tipos de interés de gran parte de la financiación mediante depósitos de los bancos, en particular los depósitos minoristas, tienden a permanecer en cero o en niveles superiores, lo que comprime sus márgenes de intermediación. Es probable que las perspectivas de pérdidas crediticias como consecuencia del deterioro de la solvencia de los prestatarios y de la baja rentabilidad bancaria afecte a la intermediación de los bancos y a su capacidad de absorción de pérdidas. Como muestra la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) correspondiente a enero de 2021, las entidades de crédito volvieron a endurecer los criterios de concesión de préstamos en el cuarto trimestre de 2020, lo que refleja su mayor percepción de riesgos debido a la pandemia.

Gráfico 22

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

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



Fuentes: BCE, Markit iBoxx y cálculos del BCE.

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

Los tipos de interés del crédito bancario se mantuvieron en niveles próximos a sus mínimos históricos.

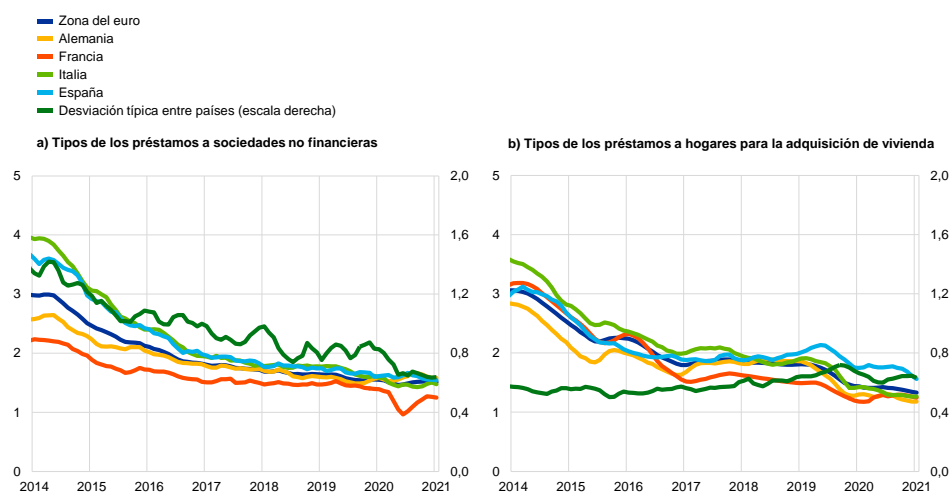
En diciembre, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las empresas se situaron en el 1,51 %, mientras que los de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda cayeron hasta un nuevo mínimo histórico del 1,33 % (gráfico 23). Esta evolución fue generalizada en los distintos países de la zona del euro. Sin embargo, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se amplió, aunque permaneció en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. Existe preocupación acerca de que los graves y prolongados efectos económicos de la pandemia en los ingresos de las empresas, las perspectivas de empleo de los hogares y la solvencia general de los prestatarios ejerzan presión al alza sobre los tipos de los préstamos bancarios. Dos factores explican la reacción favorable frente a la pandemia que han mostrado estos tipos hasta ahora. El primero es que las medidas adoptadas por el BCE, los supervisores bancarios y los Gobiernos han compensado el efecto procíclico de la perturbación de la pandemia sobre la oferta de crédito. A este respecto, las TLTRO seguirán

contribuyendo a ejercer presión a la baja sobre los tipos de interés de los préstamos bancarios. El segundo factor es que estos tipos tienden a ser menos sensibles a corto plazo, ya que los bancos absorben temporalmente las fluctuaciones de los componentes de sus costes en un intento por mantener las relaciones con los clientes.

Gráfico 23

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

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

El volumen total de financiación externa de las empresas continuó estabilizándose en el cuarto trimestre de 2020.

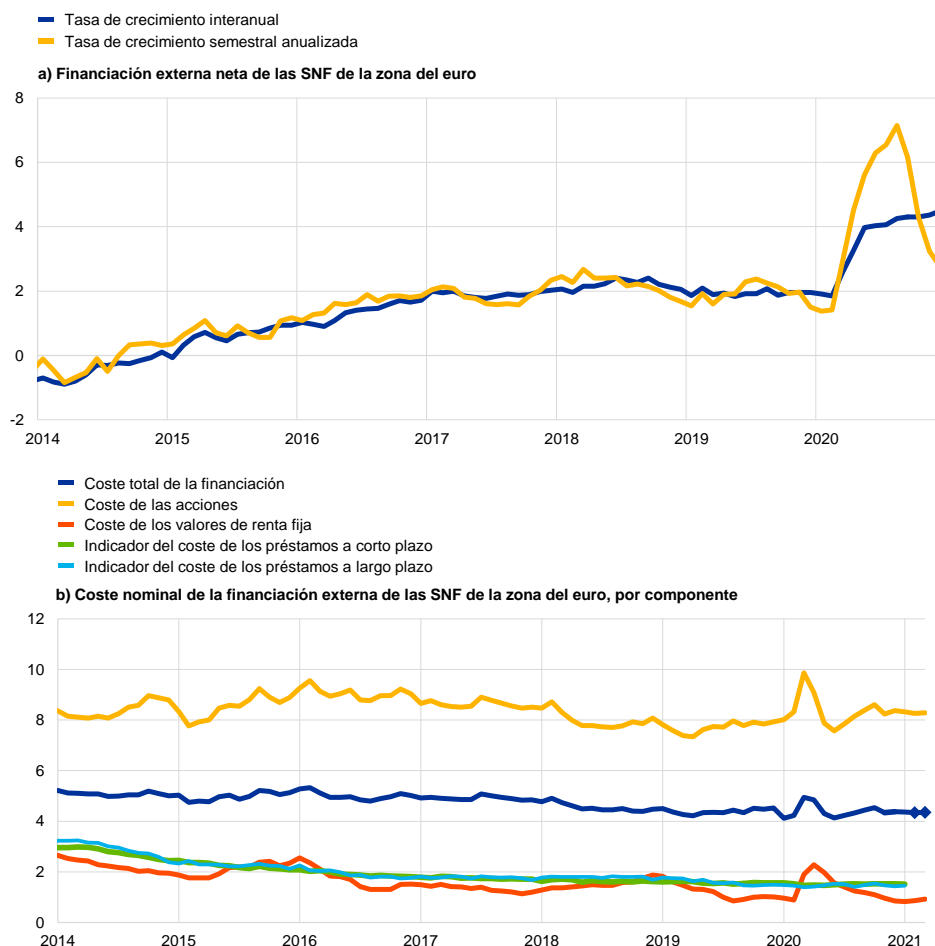
El crecimiento interanual de la financiación externa siguió aumentando ligeramente en los últimos meses, hasta situarse en el 4,5 % en diciembre de 2020, mientras que su crecimiento a más corto plazo continuó disminuyendo con respecto al pico observado en el verano de 2020 (panel a del gráfico 24). Esta evolución se explica por el avance más moderado de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras y por las menores emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las empresas. Al mismo tiempo, las emisiones netas de acciones cotizadas y no cotizadas se mantuvieron prácticamente estables. La ralentización obedeció a dos factores principales: el primero es que las empresas acumularon colchones de liquidez considerables en la primera ola de la pandemia, lo que redujo su necesidad de financiación de emergencia adicional; el segundo es que sus necesidades de financiación inmediata disminuyeron, debido al aplazamiento de la inversión en capital fijo prevista ante el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Al mismo tiempo, los flujos de financiación externa continuaron beneficiándose de unas condiciones de financiación favorables. El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, se situó en el 4,4 % a finales de enero (panel b del gráfico 24). Este nivel fue aproximadamente 60 puntos básicos más bajo que el máximo local de marzo de

2020 y 20 puntos básicos más alto que el mínimo histórico registrado en junio del mismo año. Desde finales de octubre de 2020, el coste total de la financiación disminuyó en torno a 20 puntos básicos, principalmente como consecuencia del menor coste de los valores de renta fija y de las acciones. El coste a largo plazo de los préstamos bancarios también se redujo varios puntos básicos. Se estima que, entre finales de enero y el final del período de referencia (10 de marzo de 2021), el coste total de la financiación permaneció estable, ya que el ligero aumento del coste de los valores de renta fija —atribuible al tipo de interés libre de riesgo más elevado y a la disminución solo ligera de los diferenciales de los bonos corporativos— se compensó con un descenso del coste de las acciones.

Gráfico 24

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

(tasas de variación - panel a; porcentajes - panel b)



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

Notas: Panel a: La financiación externa neta es la suma de los préstamos de las IFM, las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de IFM están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Panel b: El coste total de la financiación de las SNF se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Los rombos de color azul oscuro indican el coste total de financiación previsto actualmente para febrero y marzo de 2021, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de enero de 2021. Las últimas observaciones del panel a corresponden a diciembre de 2020. Las últimas observaciones del panel b se refieren al 10 de marzo de 2021 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 5 de marzo de 2021 para el coste de las acciones (datos semanales) y a enero de 2021 para el coste del crédito (datos mensuales).

Como resultado de la desaceleración económica muy pronunciada registrada durante la pandemia de coronavirus (COVID-19) y la enérgica respuesta fiscal, se estima que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó hasta el 7,2 % del PIB en 2020, desde el 0,6 % de 2019.

Posteriormente, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021 prevén un descenso de la ratio de déficit hasta situarse en el 6,1 % en 2021 y en el 2,4 % al final del horizonte de proyección, en 2023. Aunque esta senda elevaría la ratio de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro hasta alrededor del 95 % del PIB en 2023, es decir, unos 11 puntos porcentuales por encima del nivel previo a la crisis, es probable que la posición fiscal se vea algo menos afectada de lo que se esperaba, en general, en la fase inicial de la pandemia. Con todo, seguirá siendo fundamental una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales. A este fin, el apoyo de las políticas fiscales nacionales continúa siendo necesario, dada la debilidad de la demanda de las empresas y los hogares en el contexto de la continuación de la pandemia y de las medidas de contención asociadas. Como complemento, el programa «Next Generation EU» (NGEU) desempeñará un papel esencial contribuyendo a que la recuperación sea más rápida, fuerte y uniforme. Este instrumento aumentará la capacidad de resistencia y el potencial de crecimiento de las economías de la UE, especialmente si los fondos se destinan a un gasto público productivo y se acompañan de políticas estructurales dirigidas a incrementar la productividad.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro experimentó un deterioro acusado en 2020, pero se prevé que mejore de forma gradual posteriormente¹¹. Se estima que la ratio de déficit de las

Administraciones Públicas de la zona aumentó desde el 0,6 % del PIB en 2019 hasta el 7,2 % del PIB en 2020 y, atendiendo a las proyecciones, descenderá hasta situarse en el 6,1 % en 2021 y en el 3,1 % y el 2,4 % en 2022 y 2023, respectivamente (gráfico 25). El incremento del déficit presupuestario en 2020 es atribuible, en buena medida, al empeoramiento del saldo primario ajustado de ciclo resultante de las medidas de apoyo económico por un importe equivalente a alrededor del 4,25 % del PIB, del que la mayor parte fue gasto adicional, en concreto en forma de transferencias y subsidios a empresas y hogares, como los programas de regulación temporal de empleo. Este aumento también obedece a un importante componente cíclico negativo, en línea con una contracción acusada del producto de la zona del euro¹². Inicialmente, la mejora posterior del saldo presupuestario estaría impulsada por una recuperación del saldo primario ajustado de ciclo, ya que se prevé que parte de las medidas de emergencia tengan un coste menor que en 2020 y que las medidas de recuperación adicionales se financien con

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

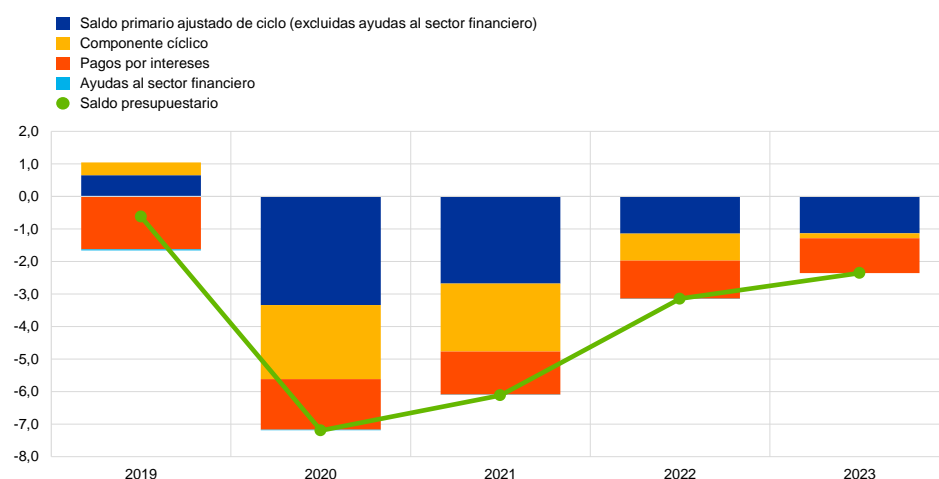
¹² Cabe señalar que el nivel de incertidumbre en torno a la descomposición en ciclo y tendencia de la evolución presupuestaria es inusualmente elevado en la actualidad.

las subvenciones del NGEU¹³. En 2021, los Gobiernos han prolongado las medidas de emergencia a la luz de la nueva ronda de restricciones relacionadas con los confinamientos, han ampliado su alcance o han adoptado nuevas medidas de respaldo, que se estiman en un total del 3,25 % del PIB. Los menores pagos por intereses y la mejora del componente cíclico también contribuyen al incremento del saldo presupuestario previsto para 2021. Con todo, se espera que la aportación del ciclo económico solo aumente de forma significativa a partir de 2022, y seguiría siendo negativa durante el horizonte de proyección. Como la mayoría de las medidas de emergencia adicionales relacionadas con la pandemia aprobadas para 2021 son temporales y se prevé que se reviertan, propiciarían la mejora del saldo primario ajustado de ciclo en 2022.

Gráfico 25

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



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

Con todo, estas proyecciones fiscales están sujetas a una incertidumbre excepcional, sobre todo con respecto al tamaño, el calendario y la composición del gasto del NGEU, pero también, en términos más generales, porque las políticas económicas reaccionan en función de la evolución de la pandemia.

La orientación general de la política fiscal fue muy expansiva en 2020 y debería ser prácticamente neutral en 2021 después de ajustar por el efecto esperado de aumento de los ingresos como consecuencia de las subvenciones del NGEU a los países. Según las estimaciones, la orientación de la política fiscal fue muy acomodaticia (4,2 % del PIB) en 2020 y se mantiene la previsión de que será prácticamente neutral en 2021, tras los ajustes por las

¹³ Las medidas fiscales adicionales para impulsar la recuperación, equivalentes a alrededor de un 0,5 % del PIB en 2021 (que básicamente se mantendrán durante el horizonte de proyección), se financiarán con las subvenciones del NGEU, que mejoran los ingresos presupuestarios de los países de la UE beneficiarios. En conjunto, el impacto en el saldo presupuestario será neutral en los años en los que se desembolsen las subvenciones, ya que el aumento del gasto tendrá un efecto compensatorio. Estas subvenciones proporcionan un estímulo fiscal adicional en comparación con 2020.

subvenciones del NGEU por el lado de los ingresos¹⁴. Así pues, el endurecimiento previsto de la orientación de la política fiscal desde unos niveles de apoyo muy elevados se aplazará a 2022 (unos 1,5 puntos porcentuales del PIB) e irá seguido de una evolución neutral en 2023, en un escenario de mantenimiento de las políticas fiscales basado en las medidas consideradas en las proyecciones. Pese a ello, el respaldo fiscal a la recuperación económica sigue siendo sustancial durante el horizonte de proyección, como refleja el hecho de que el saldo presupuestario primario total continúe siendo considerablemente negativo, y mejorará solo de forma gradual hasta situarse en el -1,3 % del PIB en 2023.

Además de prestar apoyo fiscal a sus economías, los países de la zona del euro han proporcionado un respaldo sustancial con la concesión de avales públicos para préstamos, con el fin de reforzar la liquidez de las empresas. En total, estos avales ascendieron a alrededor del 17 % del PIB para la zona del euro en su conjunto en 2020, y se prevé que sigan proporcionando apoyo en forma de liquidez este año, pero con variaciones sustanciales entre países en cuanto a su importe y a las tasas de utilización. Los avales para préstamos constituyen pasivos contingentes para los Gobiernos y, por tanto, todo importe por el que se ejecuten supondrá un incremento del gasto público que elevará la deuda pública.

Según las estimaciones, el saldo presupuestario en 2020 fue más favorable de lo previsto anteriormente, pero las perspectivas para 2021 no se han revisado.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado al alza en 0,8 puntos porcentuales para 2020. Esto se debe principalmente a que el alcance de las medidas fiscales discrecionales adoptadas en respuesta a la pandemia fue algo menor de lo previsto inicialmente, así como a las revisiones de otras partidas de gasto y factores no discrecionales (como refleja un saldo ajustado de ciclo menos negativo), y también a un efecto algo menos adverso del ciclo económico. El saldo correspondiente a 2021 no se ha revisado, y el impacto ligeramente más favorable del ciclo económico compensará el coste presupuestario adicional del aumento del gasto de emergencia (como refleja la corrección a la baja del saldo primario ajustado de ciclo). Para 2022 y 2023, el saldo se ha revisado sustancialmente al alza como resultado de las contribuciones más positivas previstas tanto del ciclo económico como del saldo primario ajustado de ciclo.

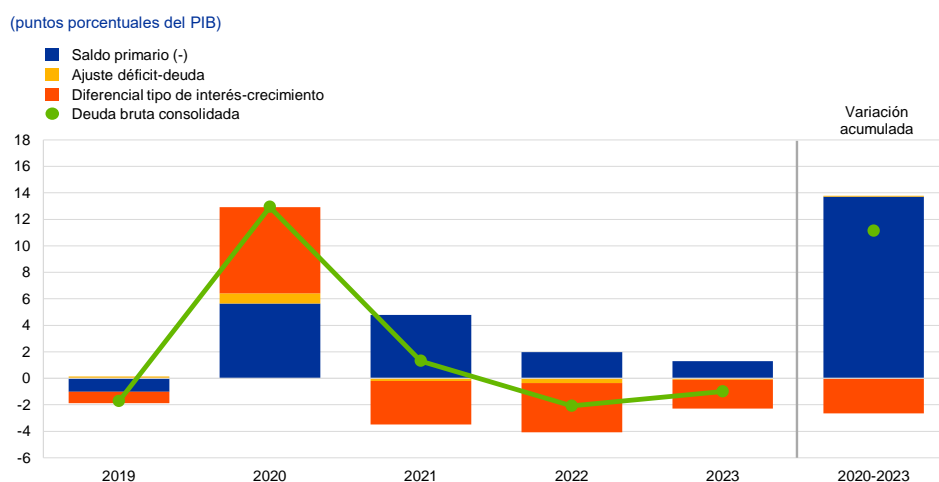
La ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro aumentó de forma acusada en 2020, y se prevé que alcance un máximo de alrededor del 98 % del PIB en 2021 y que descienda de forma gradual hasta situarse aproximadamente en el 95 % en 2023. Los aumentos de la ratio de deuda de 12,9 y 1,3 puntos porcentuales en 2020 y 2021, respectivamente, reflejan,

¹⁴ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. La orientación de la política fiscal deberá ajustarse para reflejar el impacto de las subvenciones del NGEU por el lado de los ingresos (véase también la nota a pie de página anterior). En el artículo titulado «*The euro area fiscal stance*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

sobre todo, unos déficits primarios elevados y, en 2020, unos diferenciales tipo de interés-crecimiento muy negativos. El incremento registrado en 2020 también es atribuible a un ajuste sustancial entre déficit y deuda debido a las medidas relacionadas con la pandemia, como el apoyo de liquidez a las empresas y los hogares. En 2022 y 2023, la reducción de los déficits primarios, que, no obstante, seguirán siendo significativos, se verá contrarrestada con creces por la contribución favorable del aumento de los diferenciales tipo de interés-crecimiento, ya que se espera que la actividad económica se recupere (gráfico 26). Por consiguiente, al final del horizonte de proyección, en 2023, la ratio de deuda se situaría unos 11 puntos porcentuales por encima de su nivel previo a la crisis (84 % del PIB en 2019). Con todo, cabe señalar que el impacto negativo de la crisis en la posición fiscal ha sido algo menor de lo previsto, en general, en su fase inicial. Por ejemplo, las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2020 situaban el nivel máximo de la ratio de deuda más de 3 puntos porcentuales por encima del contemplado en las últimas proyecciones de los expertos del BCE.

Gráfico 26

Factores determinantes de la variación de la deuda pública



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

Una coordinación continuada de la política fiscal sigue siendo fundamental para garantizar que la zona del euro se adentre en una fase de recuperación sostenida. Para contener el impacto sobre las posiciones fiscales subyacentes de los países, las medidas fiscales deberían continuar siendo de naturaleza temporal, en la medida de lo posible, y tener un objetivo aún más específico para limitar las secuelas permanentes en la economía de la zona del euro. La sostenibilidad de las finanzas públicas se verá favorecida por la recuperación prevista en 2021, sobre todo cuando las vacunas contra el COVID-19 se administren progresivamente a un porcentaje más amplio de la población, pero también, de manera importante, por las condiciones de financiación, que deberían continuar siendo propicias. Con todo, sigue siendo esencial que los Estados miembros reduzcan sus desequilibrios presupuestarios de forma gradual cuando la actividad económica se haya recuperado suficientemente. Este proceso puede verse amplificado por un cambio

decisivo en favor de una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento y de reformas estructurales que aumenten el potencial de crecimiento de las economías de la zona del euro. El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia del NGEU puede proporcionar un apoyo sustancial a este respecto, especialmente acelerando las transiciones ecológica y digital.

Recuadros

1 Evolución económica de la zona del euro y de Estados Unidos en 2020

Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, Ramon Gomez-Salvador, Lukas Henkel y Matthias Mohr

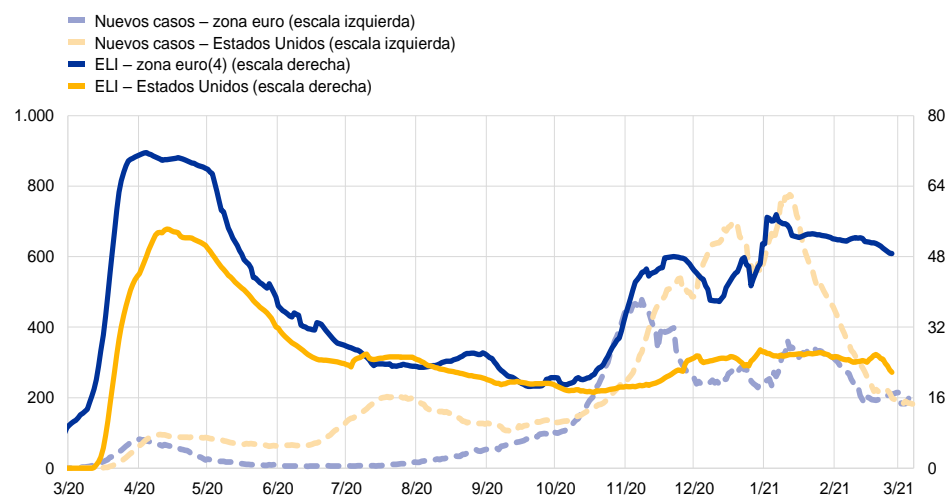
La pandemia de coronavirus (COVID-19) ha afectado profundamente a Europa y a Estados Unidos. A pesar de que la pandemia llegó a este último país más tarde que a la zona del euro y que la densidad de población estadounidense es más baja, el número de nuevos casos de COVID-19 ha sido, en general, más elevado en Estados Unidos que en la zona del euro, especialmente entre mediados de noviembre de 2020 y finales de febrero de 2021. Esta mayor incidencia de contagios en Estados Unidos puede reflejar la eficacia de las medidas de contención calculada por el Effective Lockdown Index (ELI), un índice que elabora Goldman Sachs (gráfico A)¹. En la medida en que Estados Unidos estuvo sujeto a menores restricciones que la zona del euro, también es probable que la economía respondiese, a corto plazo, mejor al estímulo de las políticas adoptadas. Con este trasfondo, en este recuadro se compara la evolución económica de la zona del euro y de Estados Unidos, centrándose en 2020.

¹ Véase J. Aron y J. Muellbauer, «[The US excess mortality rate from COVID-19 is substantially worse than Europe's](#)», VoxEU, 29 de septiembre de 2020.

Gráfico A

Contagios por COVID-19 en la zona del euro y en Estados Unidos, y la eficacia de las medidas de contención

(escala izquierda: nuevos casos de contagio por cada millón de habitantes, media móvil de siete días; escala derecha: Effective Lockdown Index [ELI])



Fuentes: Cálculos del BCE, Oxford Economics y Goldman Sachs.

Notas: El Effective Lockdown Index (ELI) de Goldman Sachs combina el índice de severidad de las medidas adoptadas por los Gobiernos para responder al COVID-19 elaborado por Oxford (Oxford COVID-19 Government Stringency Index) con datos de movilidad de Google. Las últimas observaciones corresponden al 7 de marzo de 2021 (nuevos casos de COVID-19) y al 26 de febrero de 2021 (ELI). «Zona euro (4)» se refiere a los índices ponderados por PPA (paridad del poder adquisitivo) correspondientes a Alemania, Francia, Italia y España.

En 2020, el PIB real disminuyó más en la zona del euro que en Estados Unidos, posiblemente como consecuencia de varios factores.

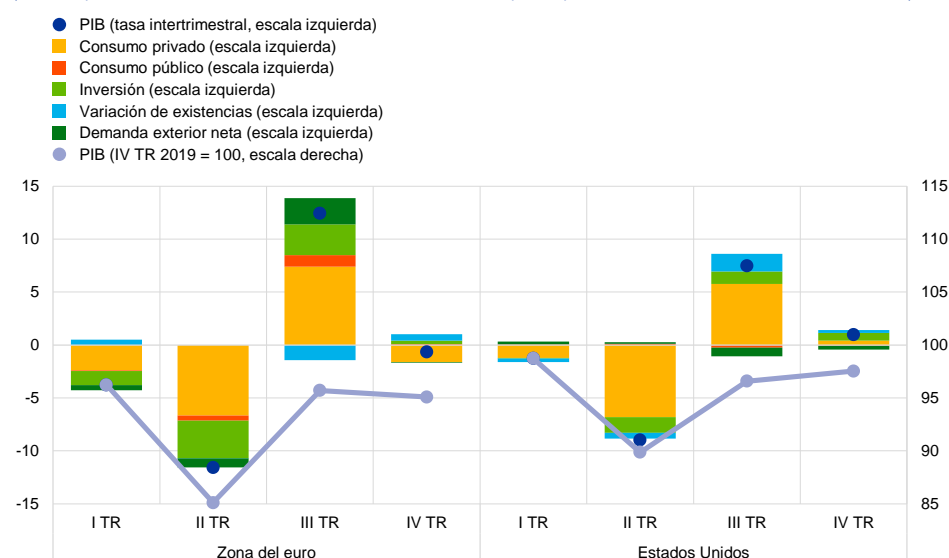
Aunque es probable que los confinamientos más severos de la zona del euro hayan sido un determinante importante de este descenso más acusado del PIB, las diferencias pueden estar también relacionadas, entre otros factores, con la diversidad en cuanto a estructuras económicas, potencial de crecimiento y medidas de respuesta, así como con el momento en el que llegaron las olas de la pandemia. La pérdida de actividad acumulada en el cuarto trimestre de 2020, comparada con los niveles anteriores a la crisis, ascendió al 4,9 % en la zona del euro y al 2,4 % en Estados Unidos (gráfico B). En las dos regiones, según las cifras de 2019, alrededor de tres cuartas partes del valor añadido real corresponderían a los servicios, que se vieron gravemente afectados, mientras que solo el 15 % y el 11 % en la zona del euro y en Estados Unidos, respectivamente, procedía del sector manufacturero. Entre los componentes de la demanda, el consumo privado contribuyó al PIB en proporciones muy similares en las dos regiones a lo largo del año, a pesar de que en Estados Unidos el apoyo a las rentas fue de casi el doble (gráfico C). Esto sugiere que las medidas de menor cuantía, pero más selectivas, que se adoptaron en la zona del euro (es decir, mediante programas de regulación temporal del empleo) podrían haber logrado amortiguar una caída del consumo incluso más pronunciada. En los dos primeros trimestres de 2020, las empresas de la zona del euro aplazaron sus planes de inversión en mayor medida que las estadounidenses y parecen ser más sensibles al aumento de la incertidumbre, la disminución de la demanda y la reducción de los beneficios. En cambio, en la segunda mitad del año, la inversión de la zona del euro experimentó un repunte acumulado más fuerte. Las exportaciones

de esta zona se vieron más perjudicadas en la primera mitad de 2020 como consecuencia de la exposición de la economía a China y a Europa Oriental, mientras que a Estados Unidos le afectó más la debilidad de la demanda exterior procedente de Canadá y de América Latina en la primera mitad del año, y de la zona del euro (y del resto de Europa) posteriormente. En conjunto, la contribución de la demanda exterior neta en Estados Unidos fue menor que en la zona del euro.

Gráfico B

PIB real y componentes del gasto en la zona del euro y en Estados Unidos en 2020

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral, contribuciones en puntos porcentuales; escala derecha: IV TR 2019 = 100)



Fuentes: Cálculos del BCE, Eurostat y Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos.

En 2020, se adoptaron medidas fiscales discrecionales de gran calado en respuesta a la crisis del COVID-19 tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, aunque en este último país la respuesta fue más enérgica (gráfico C).

En la zona del euro, la respuesta fiscal a la pandemia consistió principalmente en ayudas y transferencias a las empresas y a los hogares, incluidos los programas de mantenimiento del empleo². El apoyo a hogares y empresas fue también el principal determinante de la política fiscal estadounidense, particularmente mediante transferencias directas y prestaciones por desempleo. El consumo público creció más en Estados Unidos que en la zona del euro y conllevó un incremento mayor del gasto sanitario. En general, aunque es difícil hacer comparaciones coherentes de datos, se estima que el componente discrecional de la respuesta fiscal a la pandemia fue de alrededor del 4,25 % del PIB en la zona del euro y en torno al 7,75 % del PIB en Estados Unidos.

Si se incluye el impacto de los estabilizadores automáticos, el impulso fiscal total en la zona del euro en 2020 se acerca a su equivalente en Estados Unidos. Se considera que los estabilizadores automáticos —aproximados por la

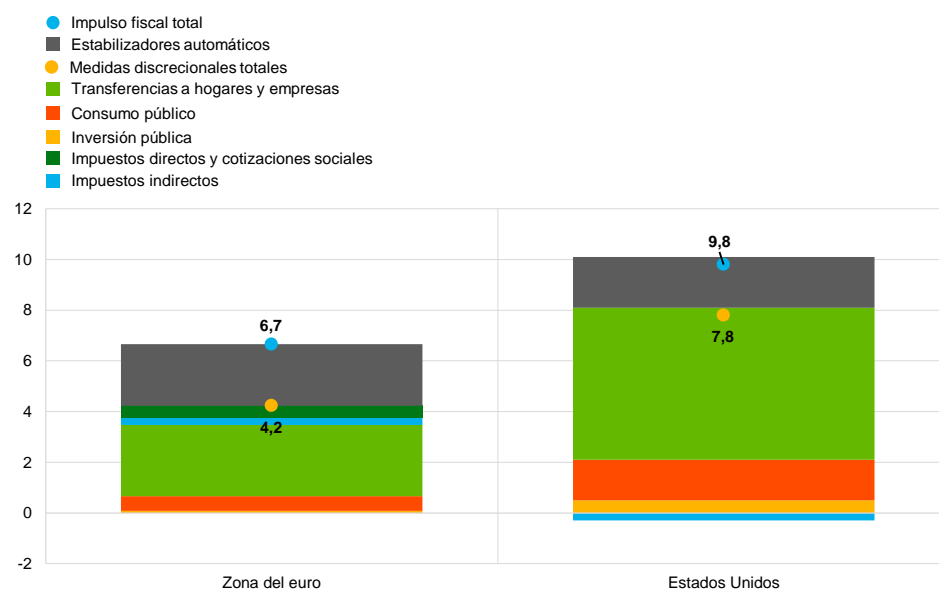
² Para un análisis de las medidas de apoyo adoptadas en los países de la zona del euro, véase el artículo titulado «The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

variación del componente cíclico y otros factores— fueron de mayor magnitud en la zona del euro³. Junto con las medidas discrecionales, su impacto fiscal se acerca al 7 % del PIB en la zona del euro, frente a alrededor del 10 % del PIB en Estados Unidos. Este impulso fiscal total —o, en términos generales, el coste presupuestario de la pandemia— corresponde a la variación estimada del saldo primario entre 2019 y 2020. Las limitaciones de estas comparaciones se derivan de la falta de datos totalmente coherentes, el calendario de las previsiones y los métodos empleados para el análisis, así como la no disponibilidad de la ejecución del presupuesto final para 2020.

Gráfico C

Impulso fiscal para responder a la pandemia en la zona del euro y en Estados Unidos en 2020

(contribuciones en puntos porcentuales a las variaciones de la ratio del saldo presupuestario primario en relación con el PIB)



Fuentes: Cálculos del BCE; *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE, marzo de 2021*; estimaciones del Eurosistema de las medidas discrecionales de la zona del euro, y *Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2020*, para Estados Unidos.

Notas: El impulso fiscal total se refiere a los componentes con impacto en el saldo presupuestario, es decir, medidas fiscales discrecionales adoptadas en respuesta a la crisis del COVID-19 y estabilizadores automáticos (aproximados por la variación del componente cíclico y otros factores). El impulso fiscal total corresponde, en términos generales, a la variación del saldo primario de las Administraciones Públicas entre 2019 y 2020. En la zona del euro, para mantener la coherencia entre los distintos países, en las medidas discrecionales están incluidas partes de los programas de mantenimiento del empleo (en relación con las normas habituales) de Alemania y Bélgica.

Se adoptaron medidas adicionales de apoyo a la liquidez tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Los Gobiernos proporcionaron diversos tipos de apoyo a la liquidez de las empresas, que en la zona del euro consistieron en avales para préstamos con una dotación total del 17 % del PIB combinado de los países de

³ Los estabilizadores fiscales automáticos son elementos integrados en los ingresos y gastos públicos que reducen las fluctuaciones de la actividad económica sin que sean necesarias actuaciones discrecionales de los Gobiernos. Para información más detallada sobre la magnitud y la eficacia de los estabilizadores automáticos en los países de la zona del euro, incluida una comparación con Estados Unidos, véase el artículo titulado «Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020. En la práctica, es difícil distinguir claramente entre estabilizadores automáticos y medidas discrecionales. Algunas medidas pueden considerarse estabilizadores fiscales cuasiautomáticos, mientras que otros factores no discrecionales (como caídas en los ingresos o los ingresos extraordinarios) no suelen estar reflejados en el componente cíclico.

la zona (5,7 % en Estados Unidos)⁴. Otras medidas de apoyo a la liquidez de la zona del euro incluyeron considerables aplazamientos del pago de impuestos e inyecciones de capital.

La respuesta de la política monetaria fue significativa, pero más enérgica en Estados Unidos que en la zona del euro. En lo que respecta a la reacción de la política monetaria, aunque tanto el BCE como la Reserva Federal de Estados Unidos respondieron con contundencia a la perturbación provocada por la pandemia, el descenso del tipo de interés de los fondos federales —del 1,50 %-1,75 % al 0 %-0,25 %— y la depreciación del dólar estadounidense proporcionaron un estímulo adicional en este país.

En la zona del euro, debido al aumento sustancial de los trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo, la tasa de paro prácticamente no varió, mientras que, en Estados Unidos, los despidos de carácter temporal se tradujeron en un incremento de la tasa de paro (gráfico D)⁵. La zona del euro habría registrado un descenso del empleo mucho mayor si todos los trabajadores sujetos a programas de mantenimiento del empleo, como indica la parte de color amarillo de las barras del gráfico D, se hubiesen quedado sin empleo o se volviesen inactivos. Estos programas evitaron que el desempleo y la inactividad aumentasen en la zona del euro en proporciones comparables a las observadas en Estados Unidos. Al final del cuarto trimestre de 2020, el empleo en la zona del euro se situaba un 1,9 % por debajo del nivel registrado en el cuarto trimestre de 2019, mientras que en Estados Unidos había caído un 5,5 % en ese mismo período, debido a que el recurso a los programas de mantenimiento del empleo volvió a aumentar en la zona del euro como consecuencia de los nuevos confinamientos y a que la recuperación del empleo en Estados Unidos se ralentizó⁶. El uso de dichos programas en la zona del euro implicó un ajuste mayor a través de las horas medias trabajadas.

⁴ La tasa de utilización de estos avales ha sido bastante baja en el agregado de la zona del euro.

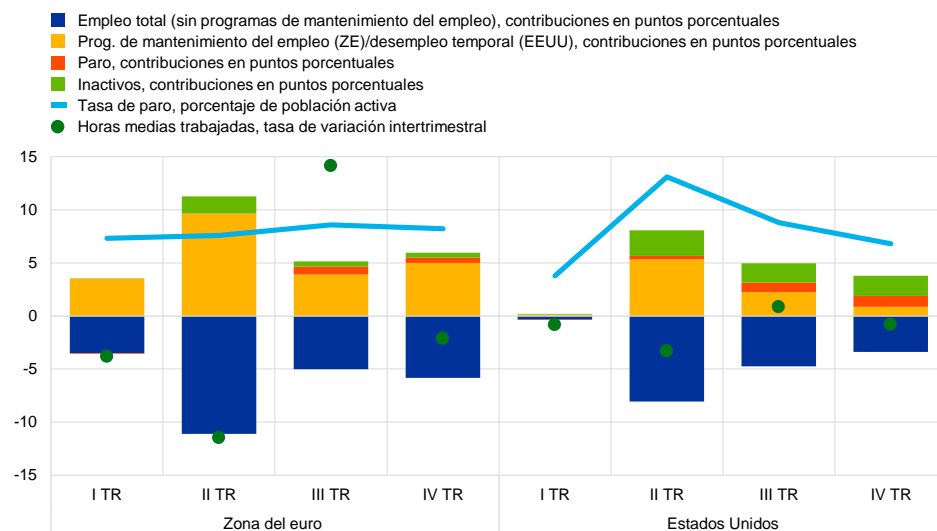
⁵ Véase el artículo titulado «[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020

⁶ Sin los despidos temporales, que son una aproximación de los programas de mantenimiento del empleo de la zona del euro, la tasa de paro de Estados Unidos se sitúa por debajo del 5 % en 2020.

Gráfico D

Evolución del mercado de trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos en 2020

(contribuciones en puntos porcentuales a las tasas de variación intertrimestral de la población en edad de trabajar; porcentajes de población activa; tasa de variación intertrimestral)



Fuentes: Cálculos del BCE, Eurostat y Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos.

Notas: En la zona del euro (ZE), la parte de color azul de las barras no incluye a los trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo. En Estados Unidos, la parte de color rojo de las barras no incluye a los trabajadores desempleados temporalmente.

Durante la pandemia, las tasas de la inflación general y de la subyacente se han reducido sustancialmente en la zona del euro y en Estados Unidos debido a la bajada de los precios del petróleo y a la caída significativa de la demanda.

En Estados Unidos, la inflación subyacente disminuyó con mayor rapidez en la primera mitad del año y, posteriormente, aumentó de forma moderada, mientras que, en la zona del euro, experimentó primero un ligero descenso y después volvió a disminuir en la segunda mitad del año, debido, en parte, a la rebaja temporal del IVA en Alemania (gráfico E). En las dos regiones la reducción de la inflación subyacente se atribuye principalmente a los componentes más afectados por las medidas de distanciamiento social. Entre los más afectados se incluyen los servicios relacionados con viajes y turismo/transporte y los artículos de vestir y calzado⁷. La contribución de otros bienes a la inflación fue positiva en Estados Unidos, pero negativa en la zona del euro (gráfico E)⁸. Si se corrige por el impacto de la rebaja del IVA en Alemania, el Índice Armonizado de Precios de Consumo, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), de la zona del euro habría registrado una caída menos

⁷ En la zona del euro, los viajes internacionales representan la mayor parte del impacto negativo sobre los precios derivado de los desplazamientos; véase el recuadro titulado «Los precios de los servicios de turismo y viajes durante la pandemia de COVID-19: ¿hay similitudes entre países y componentes?» *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

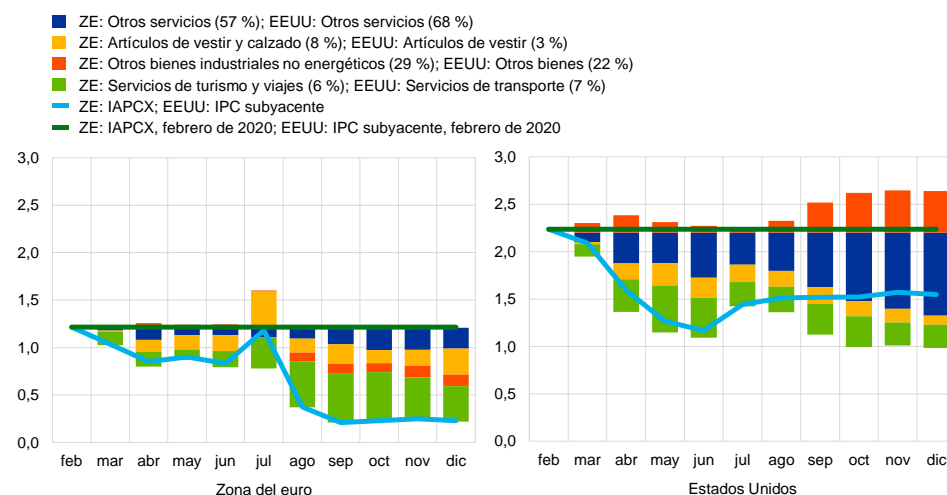
⁸ Parte de las diferencias observadas en las tasas de inflación podrían atribuirse a la disparidad de ponderaciones de los componentes de la cesta de consumo. Con todo, es poco probable que esta disparidad pueda explicar plenamente los distintos desarrollos que se produjeron desde el principio de la pandemia: por ejemplo, la tasa de variación de los precios de otros bienes industriales no energéticos ha ido descendiendo en Europa (también como consecuencia de la rebaja temporal del IVA en Alemania), mientras que la tasa de variación de los precios de los bienes distintos de los artículos de vestir ha contribuido de forma positiva a la inflación estadounidense en los últimos meses. Para consultar un análisis del impacto de los cambios de las ponderaciones del IAPC en la inflación de la zona del euro en 2021, véase el recuadro 6 de este *Boletín Económico*.

pronunciada en la segunda mitad de 2020, aunque seguiría estando considerablemente por debajo de los niveles anteriores a la pandemia⁹.

Gráfico E

Inflación subyacente en la zona del euro y en Estados Unidos en 2020

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



Fuentes: Cálculos del BCE, Eurostat y Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos.

Notas: Los porcentajes de la cesta subyacente se indican entre paréntesis. En la zona del euro (ZE), el IAPCX es el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. En Estados Unidos, el IPC subyacente excluye los precios de los alimentos y de la energía. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2020.

En conclusión, la mayor severidad de las medidas relacionadas con la pandemia y, hasta cierto punto, el menor apoyo fiscal de la zona del euro en comparación con Estados Unidos, pueden haber contribuido a que los resultados económicos hayan sido diferentes. La inflación fue más reducida en la zona del euro, también como consecuencia de factores especiales como la rebaja temporal del IVA alemán. Las políticas adoptadas en esta zona parecen haber favorecido más el empleo, mientras que en Estados Unidos la atención se centró en políticas de ingresos más amplias.

⁹ Véase, por ejemplo, el gráfico 8 en *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

El stock de capital de la zona del euro desde el comienzo de la pandemia de COVID-19

Julien Le Roux

En este recuadro se examinan la evolución más reciente del stock de capital de la zona del euro y sus principales determinantes. Más concretamente, se describe el papel que han jugado la inversión y la depreciación y los retiros de activos fijos en la evolución del stock de capital. También se muestra la medida en la que la dinámica reciente es similar a la registrada durante la gran crisis financiera y la posterior crisis de deuda soberana en la zona del euro¹. El análisis se fundamenta principalmente en las estimaciones trimestrales del stock de capital del Banco Central Europeo (BCE), que se basan en un modelo de optimización con restricciones que utiliza datos anuales de Eurostat (con un desfase de dos años) y técnicas de desagregación temporal². Por tanto, sobre todo el análisis y los datos recientes deberían considerarse con cautela y podrían estar sujetos a revisiones significativas en el futuro.

El stock de capital es un factor fundamental en el análisis desde el lado de la oferta. Por tanto, el estudio de las variaciones del stock de capital es esencial para estimar de qué forma se ha visto afectado el crecimiento potencial durante la crisis del coronavirus (COVID-19)³. Además, el capital por trabajador —o intensidad del capital— es clave también para evaluar las tendencias de la productividad del trabajo. Así, estudiar la evolución del stock de capital en el período reciente es de suma importancia para el análisis de los efectos a medio y largo plazo de la crisis del COVID-19 en los factores de oferta y en el crecimiento potencial.

Se estima que el crecimiento del stock de capital real ha disminuido moderadamente a raíz de la crisis del COVID-19. Tras haber aumentado de forma continuada desde principios de 2017, el stock de capital real de la zona del euro aumentó un 1 %, en términos interanuales, en el segundo y el tercer trimestre de 2020, después de registrar un incremento del 1,1 % en el primer trimestre de ese año (gráfico A). Esta estabilidad relativa del stock de capital oculta los efectos que la

¹ En este recuadro se pone el foco en el stock de capital tanto público como privado. Sin embargo, el stock de capital y la inversión de la zona del euro están formados, en su mayor parte, por activos del sector privado (alrededor de un 85 % tanto en la inversión como en el stock de capital).

² Véase Z. Hofmeister y R. van der Helm, «[Estimating non-financial assets by institutional sector for the euro area](#)», *Statistics Paper Series*, n.º 23, BCE, mayo de 2017. La metodología se basa principalmente en una desagregación temporal del stock de capital anual utilizando la información trimestral sobre la formación bruta de capital fijo (FBCF) como un indicador del perfil trimestral. La desagregación temporal se aplica a la primera diferencia del stock de capital anual; el stock de capital trimestral resultante (que incluye la previsión de los trimestres más recientes) es equilibrado para garantizar una matriz de activos balanceada por sectores. En relación con los casos en los que no se dispone de datos anuales del stock de capital debido al desfase de publicación de dos años, estas cifras anuales se calculan usando un método de inventario permanente (MIP) o la denominada «ecuación de acumulación del capital». Los coeficientes para los años más recientes, cuando no se encuentran disponibles, son extrapolados en función de la evolución pasada, el MIP «inverso» o la información de expertos.

³ Véase el artículo titulado «[The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020.

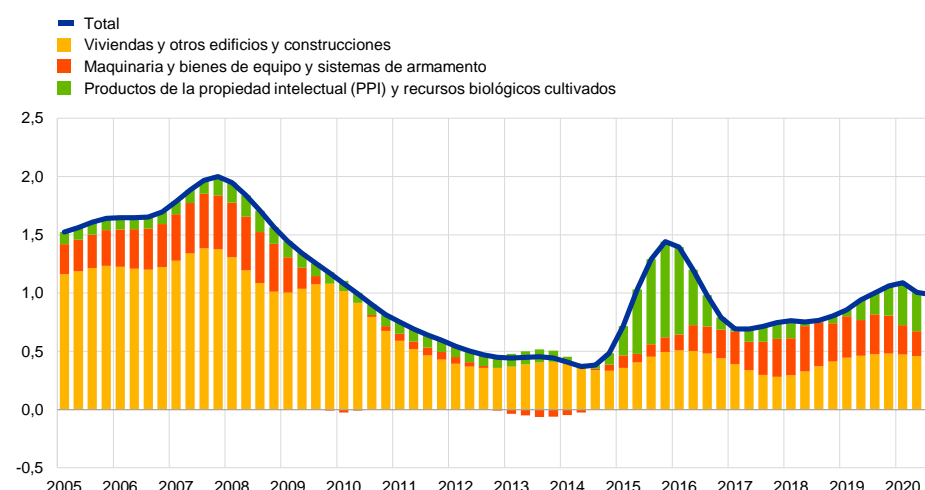
crisis puede tener sobre su valor. La asimetría sectorial de la perturbación provocada por la pandemia puede implicar pérdidas significativas en el valor del *stock* de capital a escala sectorial. Por ejemplo, las compañías aéreas ya han saneado el valor de algunos de sus activos⁴. Este efecto de valoración no es apreciable, al menos a corto plazo, en el volumen del *stock* de capital. Además, el impacto limitado de la crisis en el *stock* de capital enmascara una gran heterogeneidad entre activos. Por tipos de activo, la maquinaria y bienes de equipo por una parte, y los productos de la propiedad intelectual (PPI) por otra, contribuyeron notablemente a la ralentización del crecimiento del *stock* de capital real. En cambio, la aportación de las viviendas y otros edificios y construcciones a su desaceleración fue más discreta (gráfico A).

Gráfico A

Resiliencia del crecimiento del *stock* de capital hasta la fecha

Contribución de los activos al crecimiento del *stock* de capital real

(tasa de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

En conjunto, el crecimiento del *stock* de capital real se ha mantenido relativamente estable desde el estallido de la pandemia.

Observar los primeros trimestres de 2020 e intentar hacer comparaciones con lo ocurrido durante las crisis de 2008 y 2011 es un ejercicio difícil. La crisis del COVID-19 no ha terminado aún y su naturaleza es distinta a la de la gran crisis financiera y a la de la crisis de deuda soberana, que fueron crisis económicas derivadas de crisis financieras. La pandemia está golpeando al sector servicios con mayor dureza, mientras que afecta con algo menos de vigor a los sectores más intensivos en capital, como las manufacturas. Tras la gran crisis financiera, el crecimiento del *stock* de capital cayó gradualmente desde un ritmo medio anual superior al 1,5 % antes de 2008 hasta alrededor del 0,4 % en el período comprendido entre 2011 y 2014 (gráfico A). La recuperación de su crecimiento no comenzó hasta principios de 2014, impulsada por el repunte combinado de la maquinaria y bienes de equipo y de los productos de la propiedad intelectual. Sin embargo, esta evolución a medio y largo plazo tras la crisis del COVID-19 todavía no es

⁴ Véase «All you need to know about aircraft values in 2021», International Bureau of Aviation, febrero de 2021.

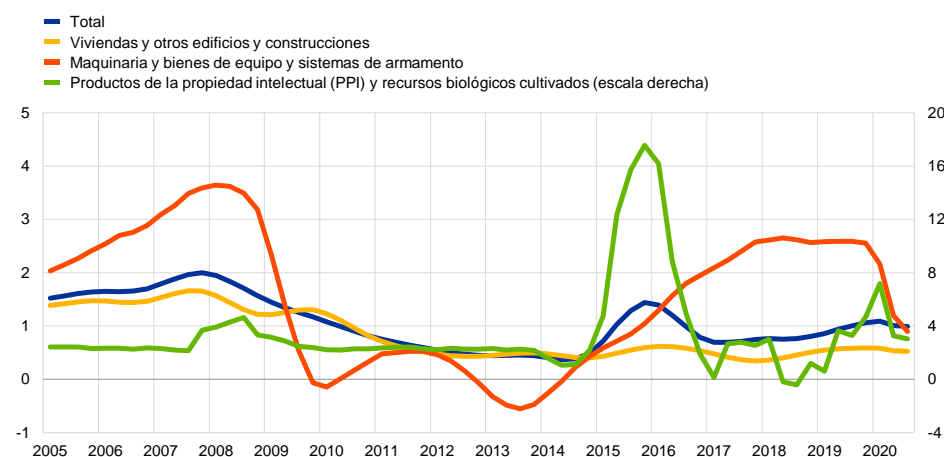
visible. Actualmente, como en 2008 y en 2011, el crecimiento del capital en maquinaria y bienes de equipo se ha visto seriamente afectado por la crisis del COVID-19 (gráfico B). En cambio, la inversión en viviendas y otros edificios y construcciones sigue resistiendo por el momento —en la misma medida que en 2008 y en 2011—. No obstante, respecto a esta última, la crisis de 2008 tuvo efectos adversos a largo plazo. Por último, en cuanto a los productos de la propiedad intelectual, las comparaciones con la gran crisis financiera se complican debido a la relocalización de los ingresos de las ventas y de los activos inmateriales de varias empresas multinacionales de algunos países en los últimos años⁵. Después de observar tres trimestres de crisis, la desaceleración del crecimiento del *stock* de capital en productos de la propiedad intelectual es más intensa que en 2008 y en 2011, pero el punto de partida también es más alto (gráfico B).

Gráfico B

Crecimiento del *stock* de capital total y heterogeneidad del crecimiento entre activos

Crecimiento del *stock* de capital real por activos

(tasa de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

Es probable que la moderada caída del crecimiento del *stock* de capital sea consecuencia de la menor inversión, compensada, en parte, por un ligero descenso de la depreciación⁶. La formación bruta de capital fijo cayó en la zona del euro en la primera mitad de 2020, con efectos negativos sobre el *stock* de capital. Los datos iniciales disponibles, aunque son preliminares, sugieren que la evolución del *stock* de capital se vio respaldada por tasas de depreciación más bajas.

⁵ En los últimos años, varias grandes empresas multinacionales han relocalizado sus actividades, en particular sus productos de la propiedad intelectual, a Irlanda. Como resultado, las ventas (producción) generadas utilizando propiedad intelectual contribuyeron significativamente a la inversión y al *stock* de capital de Irlanda. Véase M. Khder y J. Montornès, «[The impact of multinationals' transfers on Irish GDP](#)», *Eco Notepad*, n.º 202, Banque de France, febrero de 2021.

⁶ Las estimaciones del *stock* de capital neto se basan, en general, en el método del inventario permanente (MIP), que puede aproximarse por la ecuación de acumulación del capital, que relaciona el *stock* de capital neto (NCS_t) con la inversión ($GFCF_t$), los retiros y las tasas de depreciación δ_t y la revaluación β_t : $NCS_t = (1 - \delta_t + \beta_t)NCS_{t-1} + GFCF_t$. Para simplificar, en este recuadro la tasa de depreciación incluye tanto los activos desechados (o retirados) como el consumo de capital fijo, que representa el desgaste del capital necesario para la producción.

La perturbación del COVID-19 afectó negativamente al *stock* de capital de la zona del euro, principalmente a través de una disminución de la inversión. Pese a las condiciones de financiación favorables, el elevado nivel de incertidumbre ha afectado negativamente a las decisiones de inversión, especialmente a las de inversión empresarial. El descenso de la demanda interna y la caída de los márgenes empresariales han frenado el gasto en inversión. Por tanto, en términos interanuales, la formación bruta de capital fijo total cayó un 20 % en el segundo trimestre de 2020 y un 4,3 % en el tercero. La pandemia ha contenido drásticamente la inversión, mientras que, durante la gran crisis financiera, la disminución fue más lenta y menos pronunciada (gráfico C, panel a).

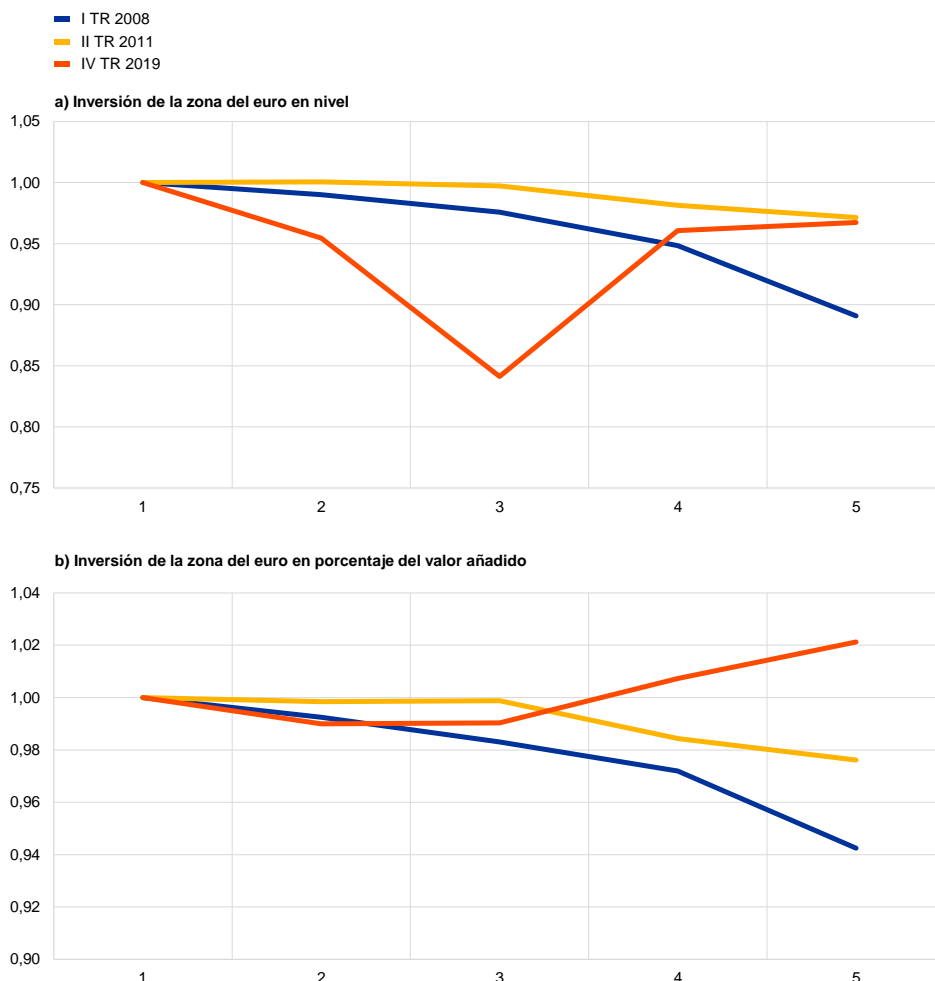
Pese a que el crecimiento de la inversión registró un mínimo histórico en la primera mitad de 2020, el descenso de este crecimiento no ha sido tan intenso como se hubiera podido esperar. Las variaciones de la inversión suelen ser de mayor magnitud que la del valor añadido —fenómeno que se conoce comúnmente como el «efecto acelerador»—. El efecto acelerador no se verificó durante la crisis del COVID-19. En 2020, en los principales países de la zona del euro, las variaciones de la inversión fueron de magnitud comparable a la del valor añadido (gráfico C, panel b)⁷. Varias razones podrían explicar la resiliencia de la formación bruta de capital fijo. Las sociedades no financieras se han adentrado en la pandemia, en general, con balances saneados, y el canal del crédito ha permanecido abierto para ellas. Es probable que el distanciamiento social y el teletrabajo también amplifiquen la necesidad de inversión en tecnología digital. Además, el hecho de tener que reorganizar las cadenas de producción puede haber generado nuevas oportunidades de inversión. Estos factores contribuyeron a la resiliencia del crecimiento del *stock* de capital.

⁷ Véase «[Economic outlook - February 2021](#)», Institut national de la statistique et des études économiques, Paris, p. 30-31.

Gráfico C

Caída de la inversión en la zona del euro: comparación con recesiones anteriores

(eje de abscisas: trimestres; eje de ordenadas: puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la evolución de la formación bruta de capital fijo total durante cada recesión, donde el primer trimestre que precede a la recesión se fija en la unidad. El trimestre precedente a la recesión se muestra en la leyenda. Irlanda se excluye de la muestra, dada la elevada volatilidad que afecta a la inversión en este país en los últimos años.

La menor tasa de depreciación compensó en parte el efecto de la menor inversión en el *stock* de capital.

En teoría, los retiros y la depreciación de bienes de capital podrían haberse visto afectados de distinta forma por el COVID-19. Por una parte, las liquidaciones de empresas pueden llevar a que se retiren algunos bienes de capital antes del final de su vida útil. Sin embargo, por otra, la vida de los activos existentes puede prolongarse gracias a una utilización menos intensiva, por ejemplo, si permanecieron ociosos durante el confinamiento. También se ha argumentado que la depreciación de los bienes capital sería procíclica y estaría asociada a períodos de mayor mantenimiento del bien en períodos de recesión⁸. Hay evidencia que sugiere que el efecto de un desgaste menor del capital dominó durante los tres primeros trimestres de 2020, lo que llevó a una menor depreciación del *stock* de capital. De los datos sobre el *stock* de capital y la inversión es posible extraer una tasa de depreciación que,

⁸ A. Albonico, E. Pappa y K. Sarantis, «Capital maintenance and depreciation over the business cycle», *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 39, Issue C, Elsevier, 2014, pp. 273-286.

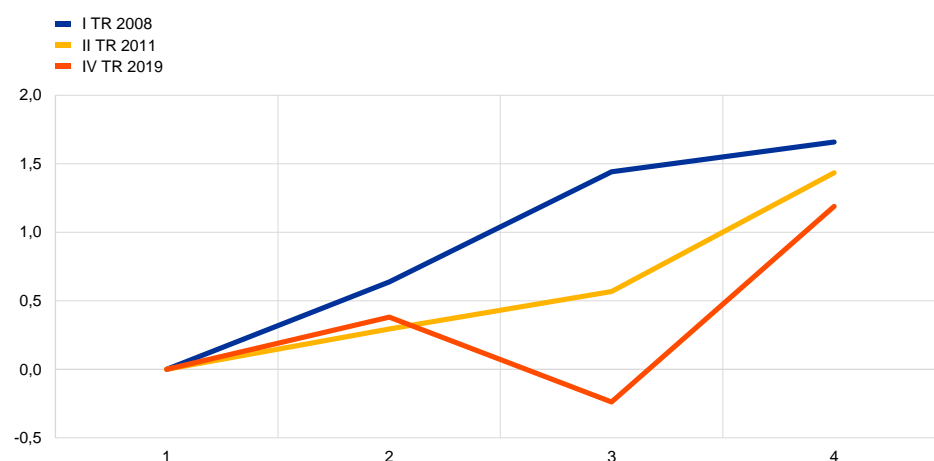
aunque con un cierto grado de incertidumbre, parece haber descendido en la zona del euro y en sus principales países en los primeros trimestres de 2020. Además, el consumo de capital fijo, que, no obstante, no tiene en cuenta los retiros de capital⁹, se desaceleró en 2020 (gráfico D). Esto refleja el menor uso y desgaste de la capacidad productiva. Al mismo tiempo, es probable que las actuales medidas de política económica, en forma de avales para préstamos y reparto parcial de los costes salariales en el marco de los programas de regulación temporal de empleo, hayan protegido a las empresas de la liquidación y evitado el retiro de bienes de capital. Por tanto, parece que, al menos temporalmente, la tasa de depreciación también ha respaldado la evolución del *stock* de capital.

Gráfico D

Caída del consumo de capital fijo: comparación con recesiones anteriores

Consumo de capital fijo por unidad de valor añadido en los principales países de la zona del euro

(eje de abscisas: trimestres; eje de ordenadas: puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las variaciones acumuladas del consumo de capital fijo por unidad de valor añadido, donde el primer trimestre que precede a la recesión se fija en la unidad. El trimestre precedente a la recesión se muestra en la leyenda. Debido a la volatilidad de algunas series o a la falta de datos en algunos países, en este gráfico se representa la variación total observada en Alemania, Francia, Italia y España.

De cara al futuro, los efectos a largo plazo de la crisis del COVID-19 sobre el *stock* de capital son muy inciertos, especialmente en un contexto de cambios estructurales importantes. El desfase de dos años en la publicación de los datos estadísticos oficiales sobre el *stock* de capital dificulta el análisis acerca de los cambios recientes y en curso ocurridos en este agregado. Por una parte, no puede descartarse que la pandemia tenga efectos duraderos y persistentes sobre el *stock* de capital. El fin de las medidas específicas de apoyo podría dar lugar a un aumento de las quiebras de empresas y de los retiros de capital, así como a un menor crecimiento de la inversión. Por otra parte, la pandemia también podría provocar, o acelerar, cambios estructurales en la economía. El paquete de fondos «Next Generation EU», por ejemplo, reforzará las iniciativas de inversión nacionales. Otros factores de largo plazo también podrían afectar en gran medida al *stock* de capital. Por ejemplo, se espera que

⁹ En promedio, para la zona del euro, el consumo de capital fijo representa la mitad de la depreciación del capital, y el resto son retiros de bienes de capital.

el cambio climático conduzca a una renovación del *stock* de capital. En la reciente encuesta anual a empresas del Banco Europeo de Inversiones (BEI) se llega a la conclusión de que dos de cada tres empresas de la UE han realizado inversiones, o prevén realizarlas, para abordar los impactos de fenómenos meteorológicos y reducir las emisiones de carbono¹⁰.

¹⁰ Véase «[EIB Group survey on investment and investment finance 2020](#)», Banco Europeo de Inversiones, 1 de diciembre de 2020.

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 4 de noviembre de 2020 y el 26 de enero de 2021

Daniel Gybas y Christian Lizarazo

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE y la evolución de la liquidez durante el séptimo y el octavo período de mantenimiento de reservas de 2020. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 4 de noviembre de 2020 y el 26 de enero de 2021 (el «período de referencia»). El 10 de diciembre de 2020, el Consejo de Gobierno del BCE ajustó varios de sus instrumentos de política monetaria. Decidió incrementar la dotación del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) en 500 mm de euros hasta un total de 1.850 mm de euros, y ampliar nueve meses el horizonte de las compras de este programa, al menos hasta el final de marzo de 2022. Además, se ofrecieron tres operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) adicionales y el período durante el que se aplicarán condiciones considerablemente más favorables se extendió doce meses, hasta junio de 2022. Para obtener una descripción detallada de las medidas, véase [número 8/2020 del Boletín Económico](#).

Los niveles de liquidez del banco central en el sistema bancario siguieron aumentando durante el período de referencia. Esta evolución se debió principalmente a las adquisiciones de activos realizadas en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del PEPP, así como a la liquidación de la TLTRO III.6, y también a un moderado descenso de los factores autónomos netos.

Necesidades de liquidez

Las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, se situaron, en promedio, en 2.026,3 mm de euros en el período de referencia, lo que representa un descenso de 18,2 mm de euros. Este descenso, hasta niveles inferiores a los observados durante el período de referencia anterior (el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2020), fue atribuible a una disminución de 20,1 mm de euros, hasta un importe de 1.881,5 mm de euros, de los factores autónomos netos, que fue mayor que el ligero aumento (1,8 mm de euros hasta una cifra de 144,8 mm de euros) registrado en las exigencias de reservas mínimas (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»).

Por su parte, la disminución de los factores autónomos netos estuvo determinada fundamentalmente por la reducción de los depósitos de las Administraciones Públicas, lo que supuso una reversión parcial de la tendencia al alza que llevaba observándose desde marzo de 2020. Estos

depósitos registraron un descenso de 141,1 mm de euros (un 19 %) y se situaron en 588,7 mm de euros. En conjunto, pese a la caída desde los máximos históricos alcanzados en septiembre de 2020, los depósitos de las Administraciones Públicas siguen más que duplicando el promedio de 213,1 mm de euros contabilizado en el mismo período (del 4 de noviembre al 26 de enero) de años anteriores (2020, 2019 y 2018). Es probable que el crecimiento extraordinariamente rápido de dichos depósitos entre marzo y septiembre de 2020 se debiera a un cambio en la gestión de tesorería por parte de los Gobiernos de la zona del euro durante la crisis del coronavirus (COVID-19). Con todo, aunque el descenso de estos depósitos durante el período de referencia podría señalar el inicio de un proceso de normalización, es posible que su evolución siga siendo sensible al desarrollo de la crisis del COVID-19. La caída de los depósitos de las Administraciones Públicas se vio parcialmente compensada por el aumento de los billetes en circulación (de 31,8 mm de euros, hasta una cifra de 1.416,7 mm de euros) y de otros factores autónomos (de 32 mm de euros, hasta un importe de 915,7 mm de euros). En total, los factores autónomos de absorción de liquidez disminuyeron 77,4 mm de euros y se situaron en 2.921 mm de euros. Esta disminución se vio contrarrestada, en parte, por la caída de 57,2 mm de euros de los factores autónomos de provisión de liquidez, que se cifraron en 1.039,8 mm de euros, y que tuvo su origen en el retroceso de los activos netos denominados en euros. En conjunto, el efecto neto de absorción de liquidez procedente de los factores autónomos disminuyó en 20,1 mm de euros, hasta un importe de 1.881,5 mm de euros. En el cuadro A se presentan los factores autónomos considerados anteriormente y sus variaciones.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021						Período de referencia anterior: 22 julio a 3 de noviembre de 2020
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 4 de noviembre a 15 de diciembre	Octavo período de mantenimiento: 16 de diciembre a 26 de enero		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	2.921,0	(-77,4)	2.966,1	(-56,7)	2.875,8	(-90,3)	2.998,3 (+149,0)
Billetes en circulación	1.416,7	(+31,8)	1.403,9	(+14,8)	1.429,4	(+25,5)	1.384,9 (+27,3)
Depósitos de las AAPP	588,7	(-141,1)	647,0	(-101,9)	530,3	(-116,7)	729,7 (+146,7)
Otros factores autónomos (netos) ¹⁾	915,7	(+32,0)	915,2	(+30,4)	916,1	(+1,0)	883,7 (-25,1)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	2.850,3	(+287,6)	2.816,7	(+163,3)	2.883,9	(+67,2)	2.562,7 (+529,6)
Exigencias de reservas mínimas²⁾	144,8	(+1,8)	144,0	(+0,4)	145,5	(+1,5)	142,9 (+2,6)
Facilidad de depósito	561,2	(+125,8)	535,4	(+74,7)	586,9	(+51,5)	435,4 (+104,8)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0 (+0,0)

Fuente: BCE.

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

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

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

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021						Período de referencia anterior: 22 julio a 3 de noviembre de 2020
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 4 de noviembre a 15 de diciembre		Octavo período de mantenimiento: 16 de diciembre a 26 de enero		Quinto y sexto período de mantenimiento
Factores autónomos de liquidez	1.039,8	(-57,2)	1.092,9	(-3,1)	986,7	(-106,2)	1.097,0 (+41,6)
Activos exteriores netos	856,8	(-8,4)	865,1	(+0,7)	848,6	(-16,5)	865,2 (-42,1)
Activos netos denominados en euros	183,0	(-48,8)	227,8	(-3,8)	138,1	(-89,7)	231,8 (+83,7)
Instrumentos de política monetaria	5.437,7	(+395,1)	5.369,6	(+184,7)	5.505,8	(+136,2)	5.042,6 (+744,3)
Operaciones de mercado abierto	5.437,7	(+395,1)	5.369,6	(+184,7)	5.505,8	(+136,2)	5.042,6 (+744,3)
Operaciones de subasta	1.773,9	(+125,9)	1.754,9	(+45,8)	1.792,9	(+38,0)	1.648,0 (+435,5)
OPF	0,4	(-0,9)	0,5	(-0,8)	0,3	(-0,2)	1,3 (+0,7)
OFPM a tres meses	0,9	(-0,7)	0,9	(-0,3)	0,9	(-0,0)	1,6 (-0,6)
Operaciones TLTRO II	22,5	(-17,9)	29,3	(-4,7)	15,7	(-13,6)	40,4 (-242,4)
Operaciones TLTRO III	1.724,2	(+141,5)	1.699,0	(+49,8)	1.749,4	(+50,4)	1.582,7 (+890,8)
OFPM puente (<i>bridge</i> LTRO)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0 (-228,6)
PELTRO	25,9	(+3,9)	25,3	(+1,8)	26,6	(+1,3)	22,1 (+15,7)
Carteras en firme	3.663,8	(+269,2)	3.614,7	(+138,9)	3.712,9	(+98,2)	3.394,6 (+308,8)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,5 (-0,2)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,0)	2,7	(-0,0)	2,8 (-0,1)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	287,3	(+1,5)	286,8	(-0,0)	287,8	(+1,0)	285,8 (+3,5)
Programa para los mercados de valores	28,6	(-4,5)	28,6	(-3,4)	28,6	(+0,0)	33,1 (-3,6)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	29,7	(+0,1)	29,9	(+0,6)	29,6	(-0,3)	29,6 (-1,2)
Programa de compras de valores públicos	2.337,1	(+53,9)	2.329,0	(+29,0)	2.345,2	(+16,2)	2.283,2 (+53,1)
Programa de compras de bonos corporativos	249,9	(+17,6)	247,9	(+9,7)	252,0	(+4,1)	232,3 (+15,3)
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	727,9	(+200,6)	689,4	(+103,0)	766,5	(+77,1)	527,3 (+242,0)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0 (-0,0)

Fuente: BCE.

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

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021						Período de referencia anterior: 22 julio a 3 de noviembre de 2020
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 4 de noviembre a 15 de diciembre		Octavo período de mantenimiento: 16 de diciembre a 26 de enero		Quinto y sexto período de mantenimiento
Necesidades de liquidez agregadas ¹⁾	2.026,3	(-18,2)	2.017,5	(-53,2)	2.035,0	(+17,5)	2.044,5 (+109,8)
Factores autónomos netos ²⁾	1.881,5	(-20,1)	1.873,5	(-53,6)	1.889,5	(+16,0)	1.901,6 (+107,3)
Exceso de liquidez ³⁾	3.411,4	(+413,4)	3.352,1	(+238,0)	3.470,8	(+118,7)	2.998,0 (+634,5)

Fuente: BCE.

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

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

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

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

Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Período de referencia actual: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021						Período de referencia anterior: 22 julio a 3 de noviembre de 2020
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 4 de noviembre a 15 de diciembre		Octavo período de mantenimiento: 16 de diciembre a 26 de enero		Quinto y sexto período de mantenimiento
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00 (+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25 (+0,00)
Facilidad de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50 (+0,00)
Eonia ¹⁾	-0,475	(-0,01)	-0,471	(-0,00)	-0,478	(-0,01)	-0,468 (-0,01)
€STR	-0,559	(-0,01)	-0,556	(+0,00)	-0,562	(-0,01)	-0,553 (-0,01)

Fuente: BCE.

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

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

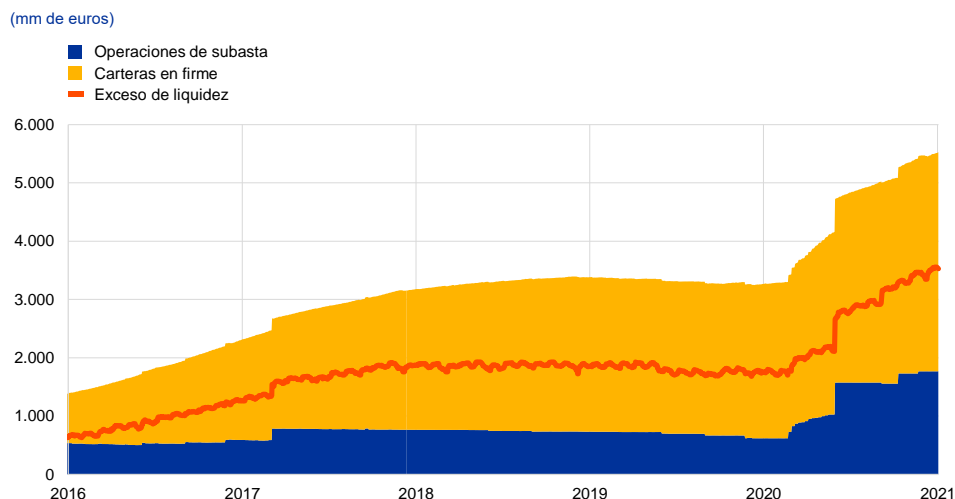
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria aumentó en 395,1 mm de euros, hasta un importe de 5.437,7 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A). Alrededor del 68 % de este aumento de liquidez fue el resultado de las compras netas realizadas en el marco de los programas de compras de activos, sobre todo al amparo del

PEPP, mientras que el 32 % restante se debió a operaciones de crédito, principalmente en relación con la adjudicación de la TLTRO III.6 en diciembre.

Gráfico A

Evolución de la liquidez proporcionada a través de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 26 de enero de 2021.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito aumentó en 125,9 mm de euros durante el período de referencia, debido principalmente a la liquidación de la sexta operación del programa TLTRO III. El incremento medio de 141,5 mm de euros en la liquidez proporcionada a través de las TLTRO III se vio parcialmente compensado por los vencimientos y los reembolsos voluntarios del programa TLTRO II, ya que las entidades de contrapartida recurrieron a las TLTRO III en detrimento de las TLTRO II. Los vencimientos y reembolsos de las TLTRO II ascendieron, en promedio, a 17,9 mm de euros. Las operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés) aportaron otros 3,9 mm de euros de liquidez. La operación principal de financiación (OPF) y las OFPML a tres meses continúan desempeñando un papel solo marginal y, en promedio, el recurso a las dos operaciones regulares de financiación se redujo en 1,6 mm de euros, hasta un importe de 1,3 mm de euros, en comparación con el período de referencia anterior.

Al mismo tiempo, las carteras en firme aumentaron en 269,2 mm de euros, hasta situarse en 3.663,8 mm de euros, debido a las adquisiciones netas en el contexto del APP y del PEPP. En el marco del PEPP, las tenencias de valores se cifraron, en promedio, en 727,9 mm de euros, lo que representa un incremento de 200,6 mm de euros con respecto al promedio del período de referencia anterior. Las adquisiciones realizadas en el contexto de este programa supusieron el mayor aumento, con diferencia, de todos los programas de compra de activos, seguidas de las del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y de las del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés), que, en promedio,

registraron un alza de 53,9 mm de euros (hasta 2.337,1 mm de euros) y de 17,6 mm de euros (hasta 249,9 mm de euros), respectivamente.

Exceso de liquidez

El exceso medio de liquidez aumentó en 413,4 mm de euros, hasta un importe de 3.411,4 mm de euros (gráfico A). Los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas registraron un incremento de 287,6 mm de euros y se situaron en 2.850,3 mm de euros, mientras que el recurso a la facilidad de depósito creció, en promedio, en 125,8 mm de euros, hasta un importe de 561,2 mm de euros. La exención parcial de la aplicación de la remuneración negativa del tipo de la facilidad de depósito al exceso de liquidez en el marco del sistema de dos tramos solo se aplica a los saldos mantenidos en las cuentas corrientes. Así pues, las entidades de crédito tienen un incentivo económico para mantener reservas en su cuenta corriente en lugar de mantenerlas en la facilidad de depósito hasta el límite de la exención concedida con arreglo a dicho sistema. Los saldos por encima del importe exento a menudo permanecen en la facilidad de depósito por motivos de conveniencia operativa o de tratamiento regulatorio.

Evolución de los tipos de interés

Durante el período de referencia, el €STR se mantuvo básicamente sin variación, en promedio, con respecto al período anterior. El €STR se situó, en promedio, en -55,9 puntos básicos durante el período analizado, frente a una media de -55,3 puntos básicos en el período de referencia precedente. Desde octubre de 2019, el eonia se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Por consiguiente, su evolución fue y seguirá siendo paralela a la del €STR. Los tipos oficiales del BCE, incluidos los tipos de interés de la facilidad de depósito, de la operación principal de financiación y de la facilidad marginal de crédito, no variaron durante el período de referencia.

El impacto de las medidas de contención en distintos sectores y países durante la pandemia de COVID-19

Niccolò Battistini y Grigor Stoevsky

Las medidas adoptadas para contener la pandemia de coronavirus (COVID-19) tuvieron un impacto heterogéneo en la actividad económica de distintos sectores y países de la zona del euro en 2020.

Las prohibiciones de celebrar eventos públicos, los estrictos confinamientos y las restricciones a numerosas actividades que se impusieron en la primavera de 2020 afectaron drásticamente a la economía, y el PIB de la zona de la zona retrocedió un 15 % en la primera mitad del año. Desde entonces, tanto las autoridades como los hogares y las empresas han aprendido a responder de forma más eficaz, y las medidas de contención son más focalizadas con el fin de reducir su impacto económico. Con todo, sigue habiendo una incertidumbre considerable en torno a la evolución de la pandemia, a las medidas de contención y a las repercusiones económicas asociadas. En este contexto, en este recuadro se estudia el impacto económico heterogéneo de las medidas para contener el COVID-19 implementadas en diversos sectores y en los cinco países con mayor peso en la zona del euro, y también cómo este impacto ha ido cambiando con el tiempo¹.

Las actividades que requieren interacción social fueron las más seriamente afectadas en todos los países de la zona del euro analizados.

No obstante, las estructuras económicas específicas de cada país (composición sectorial y grado de apertura), las medidas de contención (composición de las políticas adoptadas a nivel regional e intersectorial), las respuestas de política económica y las características institucionales contribuyeron a que las pérdidas económicas observadas en 2020 fueran muy heterogéneas en los distintos países (gráfico A)². En comparación con el agregado de la zona del euro, las menores pérdidas económicas totales se registraron en Alemania y Países Bajos, ya que los servicios recreativos tienen menos peso en el valor añadido bruto (VAB) real total en Alemania (un 20 % en 2019, frente a un 22,5 % en la zona del euro en su conjunto), y en esos dos países resultaron menos afectados³. El retroceso de la actividad fue

¹ Los sectores analizados abarcan el total de la economía, en concreto: agricultura (clasificación NACE Rev. 2: A); otras industrias (B, D y E); industria manufacturera (C); construcción (F); comercio, transporte y hostelería (G, H e I); información y comunicaciones (J); actividades financieras y de seguros (K); actividades inmobiliarias (L); actividades profesionales y técnicas (M y N); Administración Pública (O, P y Q), y actividades artísticas y de entretenimiento (R, S, T y U).

² Para una descripción de las diferencias en las medidas fiscales discrecionales adoptadas en relación con el COVID-19 en los distintos países, véase el artículo titulado «[The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021, y para un análisis del impacto de las características institucionales en la efectividad de las políticas de contención en los diferentes países, véase «[Lessons learnt or squandered? The evolving policy response and effectiveness of measures to deal with the pandemic](#)», Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, de próxima publicación.

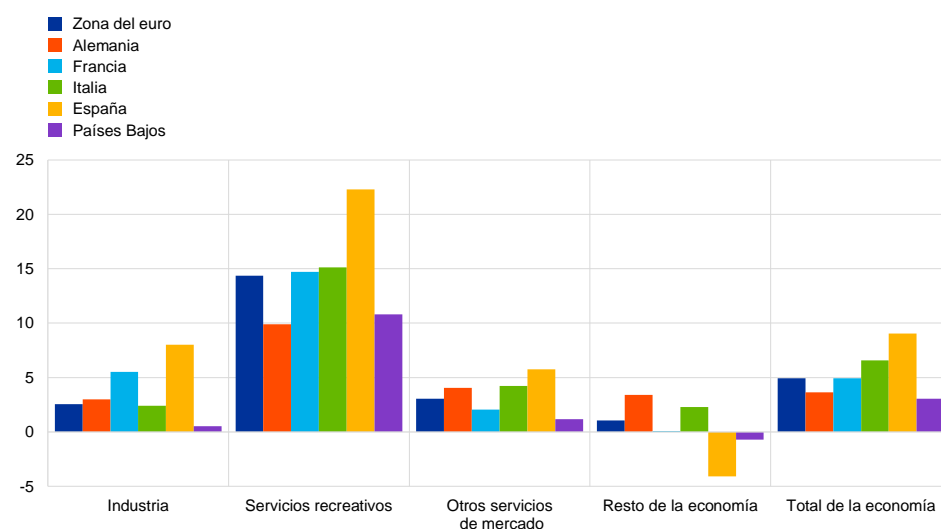
³ Las menores pérdidas económicas observadas en los servicios recreativos de Alemania y Países Bajos, se deben, entre otros factores, a los efectos menos negativos de las perturbaciones registradas en el turismo internacional en estos dos países, en comparación con otros países con peso en la zona del euro. Véanse los recuadros titulados «[Evolución del sector turístico durante la pandemia de Covid-19](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020, y «[El impacto de las medidas de confinamiento por el Covid-19 sobre el comercio de servicios de turismo y viajes](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

mayor en España e Italia, mientras que en Francia estuvo básicamente en línea con el agregado de la zona del euro. Con todo, dado que las pérdidas relativamente elevadas observadas en Italia también estuvieron determinadas, en parte, por la evolución de la demanda externa, el efecto perjudicial directo de las medidas de contención fue comparable, en líneas generales, con la media de la zona (como se muestra más adelante).

Gráfico A

Pérdidas económicas por sectores en los cinco países con mayor peso en la zona del euro

(pérdida de VAB real en el IV TR de 2020 en porcentaje del nivel del VAB en el IV TR de 2019)



Fuentes: Eurostat, T. Hale *et al.*, *op. cit.* (véase la nota 4 a pie de página), Eurosistema y cálculos del BCE.

Nota: «Industria» incluye los sectores B, C, D, E y F de la clasificación NACE Rev. 2; «servicios recreativos» comprende los sectores G, H, I, R, S, T y U; «otros servicios de mercado» abarca los sectores J, K, L, M y N; «resto de la economía» engloba los sectores A, O, P y Q, y «total de la economía» se refiere al PIB real.

Para cuantificar los efectos directos de las medidas de contención se utiliza un modelo de vectores autorregresivos (VAR, por sus siglas en inglés)

intersectorial. Se aplica un método econométrico a los datos sectoriales de la zona del euro y de los cinco países pertenecientes a la zona con mayor peso. El marco econométrico compara la actividad sectorial, medida por el VAB real, con un indicador que aproxima la severidad de las medidas de contención nacionales —el indicador Oxford Stringency Index (OSI)— que es un indicador comparable entre países⁴. Con el fin de controlar por las diferencias en las estructuras económicas de los países de la zona del euro en términos de sus redes de producción y grado de apertura, el modelo también vincula la actividad sectorial a una medida de la

⁴ Véase T. Hale, N. Angrist, E. Cameron-Blake, L. Hallas, B. Kira, S. Majumdar, A. Petherick, T. Phillips, H. Tatlow y S. Webster, «Oxford COVID-19 Government Response Tracker», Blavatnik School of Government, 2020. El OSI agregado de la zona del euro se calcula como una media ponderada por el PIB de 2019 de 18 países de la zona (no se dispone de información sobre Malta). Cada OSI nacional es un índice sintético que resume las diversas políticas de contención y de suspensión de actividades, como cierres de centros educativos y restricciones a la movilidad. El OSI solo está disponible a escala nacional y no recoge las diferencias en las medidas de contención aplicadas en distintas regiones de un país.

demanda externa de cada país⁵. De este modo se puede identificar el impacto directo de las políticas de contención nacionales sobre sectores específicos y, al mismo tiempo, controlar por los efectos de factores externos, como las disrupciones en las cadenas globales de suministro derivadas de la mayor o menor vocación exportadora de los distintos sectores.

El modelo tiene en cuenta la posibilidad de que el impacto económico de las medidas de contención del COVID-19 varíe a lo largo del tiempo.

Estas variaciones tienen su origen en un proceso de aprendizaje, tanto por parte de las autoridades —a medida que ajustan la composición de las medidas en el ámbito regional y sectorial— como de los hogares y las empresas —a medida que se adaptan para minimizar las pérdidas económicas. En este recuadro se presentan los resultados que se basan en las estimaciones de las elasticidades sectoriales (tanto constantes como variables en el tiempo) que permiten determinar la sensibilidad del PIB real del conjunto de la economía a la severidad de las medidas de contención⁶. La evolución de las elasticidades que han variado a lo largo del tiempo es un reflejo del proceso de aprendizaje de los agentes económicos, así como, en sentido contrario, de la persistencia de las restricciones como una de las secuelas duraderas derivadas de la pandemia⁷.

Mientras que el impacto de las medidas de contención nacionales en los servicios recreativos fue intenso, la contracción de la actividad de las manufacturas estuvo determinada, en gran parte, por factores externos. Estos servicios —que incluyen el comercio, el transporte, la hostelería y las actividades artísticas y de entretenimiento— muestran las mayores elasticidades (absolutas) ante variaciones del OSI, lo que indica que fueron los sectores más seriamente

⁵ La demanda externa de cada país se obtiene a partir de una media ponderada de las importaciones en términos reales de los socios comerciales y es una medida que se utiliza en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE/Eurosistema. Véanse el recuadro titulado «[Entorno internacional](#)», *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro*, BCE, marzo de 2021, «[A guide to the Eurosystem/BCE staff macroeconomic projection exercises](#)», BCE, julio de 2016, y 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.

⁶ Los resultados relativos al PIB real agregado se obtienen ponderando los resultados de cada sector por su peso respectivo en el VAB real total en el cuarto trimestre de 2019.

⁷ La estimación se basa en datos sobre el VAB real de países y sectores concretos desde el primer trimestre de 1995 hasta el cuarto trimestre de 2020. Formalmente, la estimación individual para cada país a partir del modelo VAR intersectorial se puede representar como sigue:

$$Y_t = A + B Y_{t-1} - C_t \Delta s_t + D W_t + u_t$$

$$C_t = C_{t-1} + e_t$$

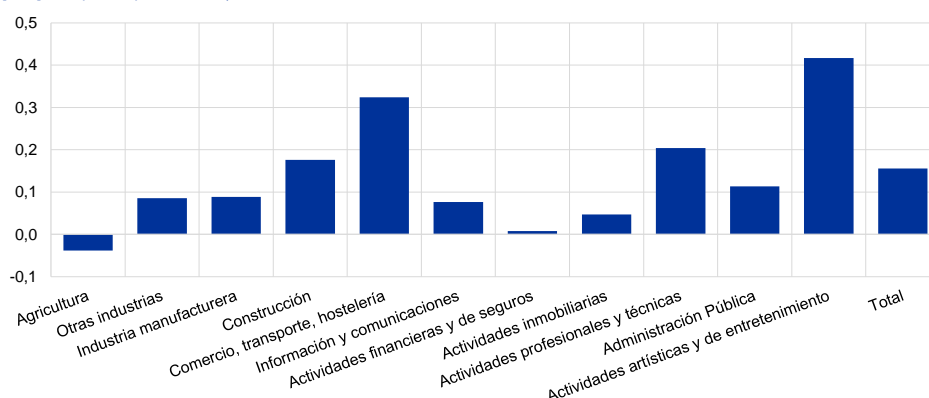
donde Δ se refiere al operador de primeras diferencias e $Y_t = [y_{1,t}, \dots, y_{s,t}, \dots, y_{11,t}]$ es el vector de las tasas de crecimiento intertrimestral del VAB real sectorial en el trimestre t . El vector de error u_t recoge el impacto económico agregado residual que ha influido en la actividad económica de los distintos sectores y que no está directamente relacionado ni con las medidas de contención ni con la demanda externa. Asimismo, A es un vector de parámetros constantes que se refiere a la tasa media de crecimiento del VAB real de sectores concretos, B es una matriz de parámetros autorregresivos que tiene en cuenta la dinámica intrasectorial e intersectorial, y C_t se refiere al vector de los parámetros de las elasticidades constantes o variables en el tiempo de sectores específicos en relación con las primeras diferencias de s_t , es decir, el impacto económico. La evolución de las elasticidades también captura los efectos de aprendizaje. Las variables s_t representan la severidad de las medidas de contención, aproximadas por la media del OSI en el trimestre t . El uso del modelo para el período de predicción requiere la utilización de supuestos sobre los valores futuros del OSI y de elasticidades variables en el tiempo. Una vez obtenidas las estimaciones de las elasticidades constantes con técnicas estándar, se aplica el filtro de Kalman para estimar la evolución temporal de las sensibilidades, que se supone que siguen un paseo aleatorio. La hipótesis de que los coeficientes siguen un proceso estocástico con paseo aleatorio es habitual en la literatura macroeconómica. Véase, entre otros, la contribución fundamental de R. King, C. Plosser, J. Stock y M. Watson, «Stochastic Trends and Economic Fluctuations», *American Economic Review*, vol. 81, n.º 4, 1991, pp. 819-840.

afectados por las medidas de contención (gráfico B). Aunque los confinamientos iniciales también afectaron a las plantas de producción, el impacto medio sobre las manufacturas de las restricciones impuestas en 2020 fue comparativamente pequeño, ya que la actividad de este sector está determinada relativamente en gran medida por la evolución de la demanda externa. De hecho, la elevada elasticidad de las manufacturas a la demanda externa (no se muestra) refleja el alto grado de apertura de este sector al comercio internacional. Ello apunta a los costes adicionales derivados de las disrupciones que se produjeron en las cadenas globales de suministro durante las fases iniciales de la pandemia y explica la fuerte recuperación posterior del sector, en consonancia con el comercio internacional que repuntó en la segunda mitad de 2020. Por último, la agricultura exhibe una elasticidad negativa y ciertamente parece haberse beneficiado, en promedio, de las restricciones, posiblemente debido a que los procesos de producción agrícolas requieren una interacción social limitada y cuentan con el apoyo de una demanda sostenida.

Gráfico B

Elasticidades sectoriales a la severidad de las medidas de contención en la zona del euro

(Impacto de una disminución de 1 punto del Oxford Stringency Index [OSI] sobre el crecimiento intertrimestral del valor añadido bruto [VAB] real, puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, T. Hale *et al.*, *op. cit.*, Eurosistema, O*NET y cálculos del BCE.

Notas: Las elasticidades sectoriales se estiman utilizando el modelo VAR intersectorial con parámetros constantes. «Total» se refiere al PIB real.

Las medidas de contención han incidido especialmente en sectores con ocupaciones que no pueden realizarse a distancia y que requieren un contacto estrecho. Aunque la heterogeneidad del impacto directo de las restricciones podría reflejar distintas características de cada sector, la evidencia reciente sugiere que las medidas de distanciamiento social han afectado más a sectores con menos posibilidades de trabajo en remoto (es decir, ocupaciones sin posibilidad de teletrabajo). Entre estos sectores, las actividades con mayor frecuencia de trabajo presencial en equipo o de interacción personal con clientes (esto es, ocupaciones intensivas en contacto) han sido las más afectadas⁸. Esto se ve confirmado por la correlación positiva entre las elasticidades sectoriales estimadas y un índice de

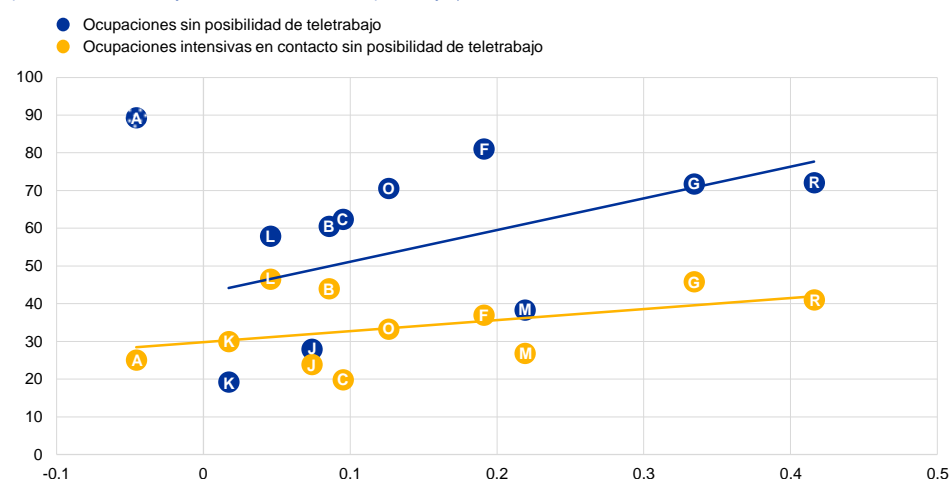
⁸ Véanse J. Dingel y B. Neiman, «How Many Jobs Can be Done at Home?», *Discussion Papers*, n.º 14584, *Centre for Economic Policy Research*, abril de 2020, y M. Koren y R. Pető, «Business disruptions from social distancing», *PLoS ONE*, septiembre de 2020.

ocupaciones sin posibilidad de teletrabajo (puntos de color azul del gráfico C), excluida la agricultura, así como entre dichas elasticidades y un índice de ocupaciones intensivas en contacto sin posibilidad de teletrabajo (puntos de color amarillo del gráfico C), incluida la agricultura⁹.

Gráfico C

Correlación de las elasticidades sectoriales con distintos tipos de ocupación en la zona del euro

(eje de abscisas: elasticidades sectoriales, puntos porcentuales; eje de ordenadas: porcentaje de trabajadores con ocupaciones sin posibilidad de teletrabajo o intensivas en contacto, porcentajes)



Fuentes: Eurostat, T. Hale *et al.*, *op. cit.*, Eurosistema, O*NET y cálculos del BCE.

Notas: Las elasticidades sectoriales se estiman utilizando el modelo VAR intersectorial con parámetros constantes. Las letras de los círculos se refieren a los siguientes sectores: agricultura (A); otras industrias (B); industria manufacturera (C); construcción (F); comercio, transporte y hostelería (G); información y comunicaciones (J); actividades financieras y de seguros (K); actividades inmobiliarias (L); actividades profesionales y técnicas (M); Administración Pública (O), y actividades artísticas y de entretenimiento (R). Los datos granulares sobre ocupaciones se han obtenido de la base de datos O*NET (véase O*NET OnLine, National Center for O*NET Development, 2020). El índice de ocupaciones sin posibilidad de teletrabajo se construye restando 100 al índice de ocupaciones con posibilidad de teletrabajo en J. Dingel y B. Neiman, *op. cit.* M. Koren y R. Petó, *op. cit.*, elaboran el índice de ocupaciones intensivas en contacto sin posibilidad de teletrabajo combinando un indicador de ocupaciones sin posibilidad de teletrabajo con un índice sintético del trabajo presencial en equipo, las interacciones con clientes, la presencia física y la comunicación. Estos datos granulares se agregan a los once sectores utilizando las ponderaciones del valor añadido de la NACE rev.2, clasificación a dos dígitos de las ramas de actividad de la World Input-Output Database 2014 para la zona del euro. La línea continua de color azul corresponde a la tendencia entre las elasticidades sectoriales y las ocupaciones sin posibilidad de teletrabajo en todos los sectores, excluida la agricultura, y la línea continua de color amarillo corresponde a la tendencia entre las elasticidades sectoriales y las ocupaciones intensivas en contacto sin posibilidad de teletrabajo en todos los sectores.

El efecto de las medidas de contención ha sido diferente de unos países a otros y ha cambiado con el tiempo, ya que los agentes económicos han aprendido a afrontar las restricciones.

Las elasticidades variables en el tiempo estimadas recogen estos cambios (gráfico D). La rápida propagación de la pandemia hizo que la repercusión de los efectos de aprendizaje fuera escasa en la primera mitad de 2020, como indicó el pronunciado aumento de la sensibilidad de la actividad en un entorno de aumento de las restricciones, que fue similar en la mayoría de los sectores (gráfico D, panel a), sobre todo en el de servicios recreativos y en la industria (incluidas la industria manufacturera, la construcción y otras industrias), y en la mayor parte de los países (gráfico D, panel b), en especial en España. En cambio, los efectos de aprendizaje tuvieron un impacto significativo en la segunda mitad del año. En el tercer trimestre, las elasticidades se incrementaron considerablemente mientras se relajaron las restricciones, lo que

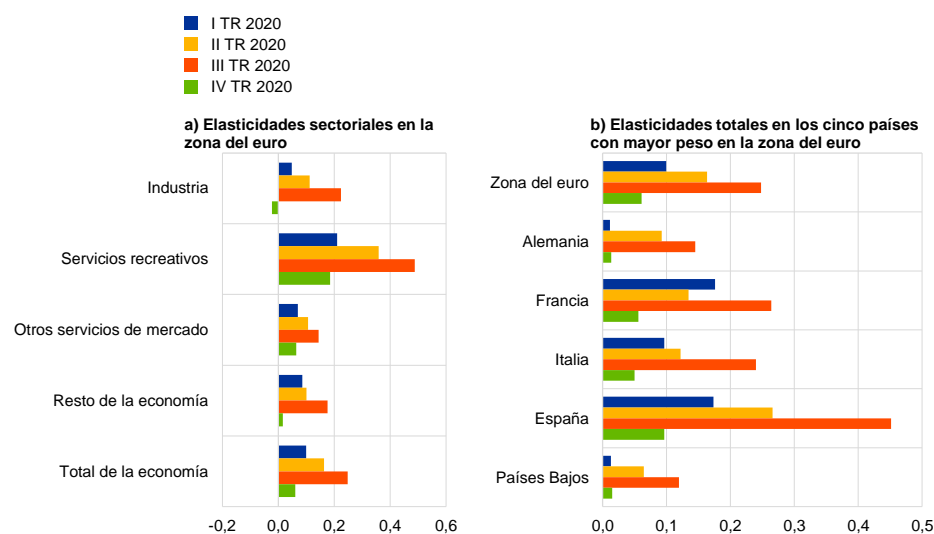
⁹ La agricultura es una ocupación sin posibilidad de teletrabajo, pero no es intensiva en contacto, por lo que se ha tratado como un caso atípico en la primera correlación.

contribuyó a un fuerte repunte de la actividad. El proceso de aprendizaje siguió fortaleciéndose en el cuarto trimestre, cuando las elasticidades disminuyeron de forma acusada en un contexto de nuevo endurecimiento de las medidas, atenuando así la contracción económica. Este efecto fue relativamente pronunciado en la industria, así como en Alemania y Países Bajos. Aunque existe evidencia sólida de un aprendizaje a lo largo del tiempo, el modelo no puede establecer si sus principales factores determinantes fueron las medidas de contención más focalizadas (o localizadas) aplicadas por las autoridades o una respuesta mejor de los hogares y las empresas¹⁰. En conjunto, pese a que los niveles de contención fueron, en gran parte, comparables, las menores pérdidas económicas registradas en Alemania y Países Bajos supusieron unas elasticidades estimadas relativamente reducidas en los dos primeros países, mientras que las pérdidas mayores registradas en España implicaron elasticidades más elevadas. Los resultados también sugieren que, en promedio, el impacto económico perjudicial de las medidas de contención implementadas en Francia e Italia en 2020 fue comparable, en general, a los efectos estimados para la zona del euro en su conjunto.

Gráfico D

Evolución de las elasticidades estimadas en la zona del euro

(impacto de una disminución de un punto del OSI en el crecimiento intertrimestral del VAB real, puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, T. Hale *et al.*, *op. cit.*, Eurosistema y cálculos del BCE.

Nota: «Total de la economía» se refiere al PIB real.

Se espera que la recuperación de la actividad económica siga siendo heterogénea en los distintos sectores durante la primera mitad de 2021, y que altere la composición de la actividad. El modelo VAR intersectorial puede utilizarse para descomponer el perfil de crecimiento del PIB real de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021 en perfiles del VAB real de sectores específicos (gráfico E). Estos perfiles reflejan las interacciones

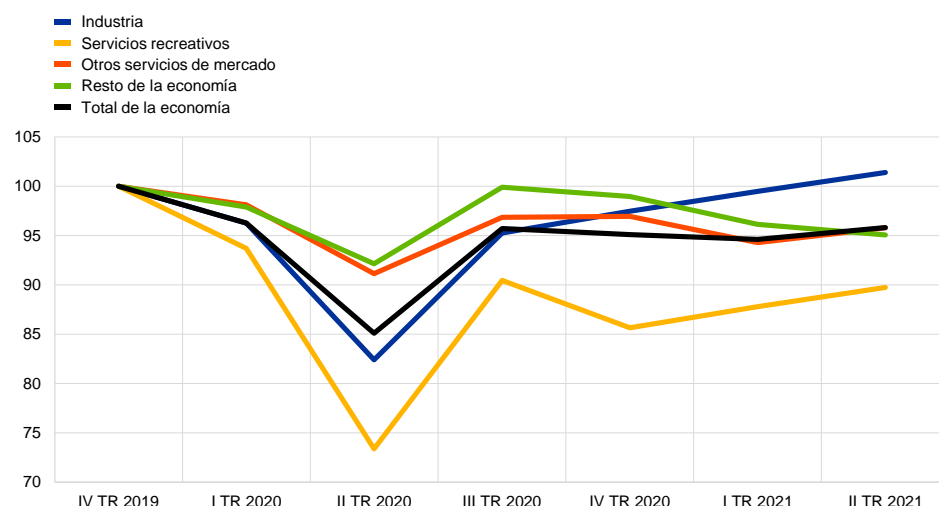
¹⁰ Entre las respuestas se incluyen comportamientos orientados a minimizar las disrupciones de la actividad. Estas disrupciones pueden tener su origen en el distanciamiento social voluntario en respuesta al aumento de los contagios y en retrasos en las vacunaciones, entre otros factores. Véase también el capítulo 2 de «[Perspectivas de la Economía Mundial](#)», Fondo Monetario Internacional, octubre de 2020.

intersectoriales y las elasticidades históricas estimadas, para una demanda externa dada y las restricciones asociadas a la pandemia, así como el impacto que presumiblemente tendrán las medidas de contención en el futuro. Según estos resultados, los servicios relacionados con el ocio o recreativos serán los más afectados por la pandemia en el corto plazo, con un retroceso de alrededor del 10 % con respecto a los niveles anteriores a la crisis a mediados de 2021. Se prevé que la actividad en otros servicios de mercado (no recreativos) siga siendo aproximadamente un 4 % inferior a la anterior a la pandemia. En cambio, a tenor de las proyecciones, el sector industrial continuará evolucionando de forma favorable en la fase actual de la pandemia y en el segundo trimestre de 2021 se situará en torno a un 1 % por encima del nivel del cuarto trimestre de 2019. En conjunto, estas extrapolaciones automáticas basadas en el modelo implican una reasignación continuada de la actividad en los servicios de mercado hacia sectores menos afectados por las medidas de distanciamiento social y de contención, y en detrimento de aquellos intensivos en contacto.

Gráfico E

Desglose sectorial del PIB real de la zona del euro

(Índice, IV TR de 2019 = 100)



Fuentes: Eurostat, T. Hale *et al.*, *op. cit.*, Eurosistema y cálculos del BCE.

Nota: La evolución sectorial implícita en el modelo se basa en las proyecciones de marzo de 2021 relativas al PIB real y la demanda externa en el primer y segundo trimestre de 2021.

En síntesis, las medidas de contención de la pandemia de COVID-19 han tenido un impacto económico heterogéneo sobre los distintos sectores y países, así como a lo largo del tiempo. Las medidas de contención focalizadas y la respuesta de los agentes económicos han contribuido a limitar los costes económicos de las restricciones. De cara al futuro, es probable que las considerables diferencias en el impacto económico de las medidas de contención sobre los distintos sectores también persistan, al menos en el corto plazo.

El papel de los márgenes empresariales en el ajuste a la perturbación del COVID-19

Elke Hahn

Los márgenes empresariales son una parte integrante del proceso interno de fijación de precios y han influido en la respuesta de la inflación de la zona del euro a la perturbación generada por el coronavirus (COVID-19). El crecimiento del deflactor del PIB continuó siendo vigoroso en la primera mitad de 2020, pese al intenso retroceso que experimentó la actividad económica. En este recuadro se muestra que la evolución de los márgenes empresariales en términos de márgenes unitarios (es decir, excedente bruto de explotación por unidad de PIB) durante la crisis ha sido excepcional, también si se compara con la observada en recesiones anteriores, y ha determinado la dinámica inflacionista por el lado del deflactor del PIB. Asimismo, se analizan más detalladamente las posibles causas de la inusual respuesta de los márgenes y se considera la evolución de indicadores de márgenes más granulares de los principales sectores institucionales desde el inicio de la crisis.

Desde el comienzo de la crisis del COVID-19, la evolución del deflactor del PIB y de sus componentes ha sido excepcional (gráfico A). A pesar de la recesión, la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB aumentó hasta el 2,3 % en el segundo trimestre de 2020, desde el 1,8 % del primero, y se desplomó en los dos trimestres siguientes hasta situarse en torno al 1 %. Esta fluctuación intertrimestral fue la más pronunciada en la historia de la serie. Sin embargo, en lugar de reflejar cambios genuinos en las presiones inflacionistas internas, el perfil en forma de U invertida del deflactor del PIB parece deberse, principalmente, a cambios en la medición estadística¹. Al mismo tiempo, las variaciones de los componentes del deflactor del PIB también fueron mucho más pronunciadas que las observadas en crisis anteriores. En particular, los costes laborales unitarios registraron un intenso crecimiento de carácter temporal en el segundo trimestre, y la contribución negativa de los impuestos unitarios netos de subvenciones sobre la producción al deflactor del PIB fue excepcionalmente elevada. Esto último reflejó las medidas de apoyo público

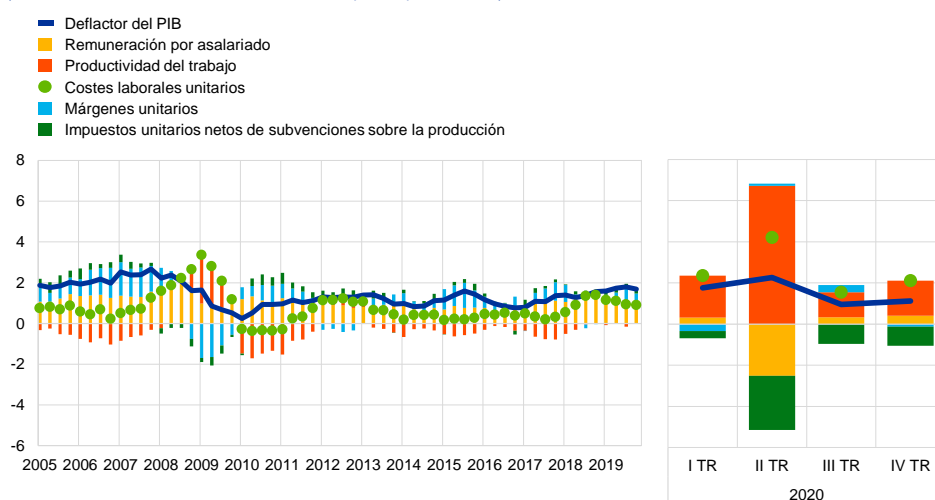
¹ El deflactor del PIB implícito en las cuentas nacionales se obtiene dividiendo el PIB nominal por el PIB real (volumenes encadenados). Por consiguiente, puede analizarse en términos de gasto, ingresos y producción del PIB. La descomposición del deflactor del PIB correspondiente a la producción muestra que el incremento de la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB registrado en el segundo trimestre de 2020 tuvo su origen, principalmente, en el deflactor del sector «Administración pública, defensa, educación, actividades de salud humana y trabajo social». Este deflactor aumentó en el segundo trimestre porque el producto nominal se redujo menos que el producto real. Muchos institutos nacionales de estadística tuvieron dificultades para medir la producción no de mercado como consecuencia de la crisis del COVID-19, por lo que se pidió a Eurostat que proporcionara directrices concretas en este ámbito (véase «[Guidance on non-market output in the context of the COVID-19 crisis](#)», Eurostat, mayo de 2020). Con arreglo a estas directrices, desviarse del enfoque convencional de «suma de costes» para calcular la producción a precios corrientes como resultado de variaciones transitorias de la actividad no está justificado, y la exigencia legal del Sistema Europeo de Cuentas (SEC 2010) sobre esta cuestión debe seguir respetándose. De este modo también se garantiza que todos los Estados miembros de la UE sigan un enfoque armonizado. El hecho de que el nivel actual de este deflactor del sector público sea resultado de un comportamiento contraintuitivo en el segundo trimestre de 2020 podría deberse, en parte, a que los institutos nacionales de estadística no disponían de suficiente información en esos momentos. Por ello, no se descarta que estos resultados se revisen en publicaciones posteriores de datos del PIB y cuando, a lo largo de 2021, estén disponibles los resultados anuales completos correspondientes a 2020.

aplicadas en el contexto de los programas de mantenimiento del empleo, mientras que, en el tercer y cuarto trimestre, el menor recurso a estos programas como consecuencia del repunte de la actividad económica hizo que esta contribución disminuyera de manera significativa². Los programas de mantenimiento del empleo también afectaron sustancialmente a la evolución de los márgenes empresariales durante la crisis, como se comenta más adelante³.

Gráfico A

Deflactor del PIB y componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Los márgenes totales se redujeron considerablemente durante la crisis del COVID-19, tanto en el sector de sociedades no financieras (SNF) como en el de hogares (gráfico B). Tanto el excedente bruto de explotación de las SNF como la renta mixta bruta de las pequeñas empresas no constituidas en sociedad incluidas en el sector hogares, que en conjunto representan alrededor de tres cuartas partes de los márgenes totales de la economía, registraron una caída significativa en el segundo trimestre de 2020, que fue mucho más acusada que la que se produjo durante la gran crisis financiera⁴. En el tercer trimestre de 2020, gran parte de la disminución de los márgenes del trimestre anterior revirtió. Este fue también el caso de la mayoría de los indicadores de márgenes más específicos disponibles para el sector de SNF. Únicamente los beneficios netos no distribuidos, que han mostrado

² La contabilización de las medidas de apoyo público en las cuentas nacionales difiere en los distintos países de la zona del euro dependiendo de cómo estén prestando el apoyo los Gobiernos nacionales. En algunos países se proporciona como una ayuda a los empresarios que la trasladan a los empleados como remuneración, lo que tiene un efecto moderador en el componente «impuestos netos de subvenciones sobre la producción» del deflactor del PIB y el correspondiente impacto al alza sobre la remuneración por asalariado.

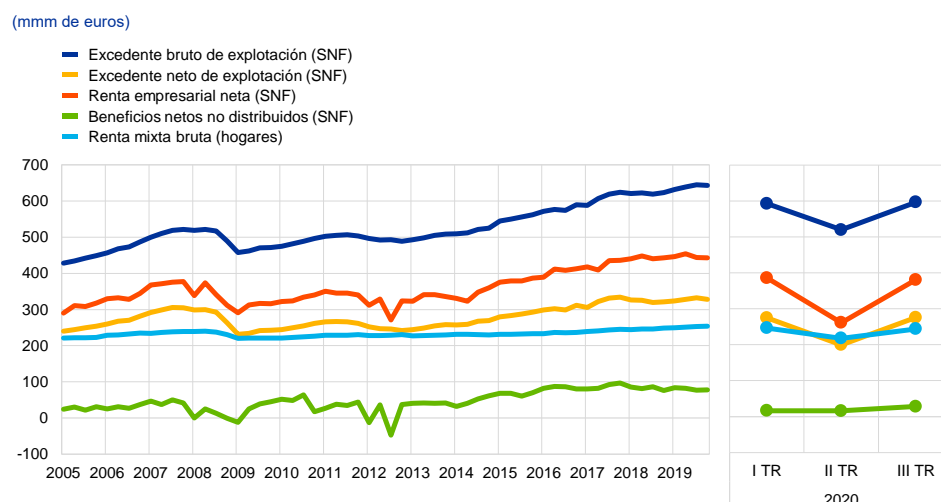
³ Para más información sobre los efectos de los planes de mantenimiento del empleo en los salarios, véase el recuadro titulado «Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic» del artículo «[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

⁴ En este recuadro no se considera el excedente bruto de explotación del sector hogares porque principalmente se refiere a las actividades relacionadas con la vivienda en régimen de propiedad.

una evolución relativamente favorable en los últimos años, se mantuvieron en niveles más moderados.

Gráfico B

Márgenes de los sectores de SNF y hogares



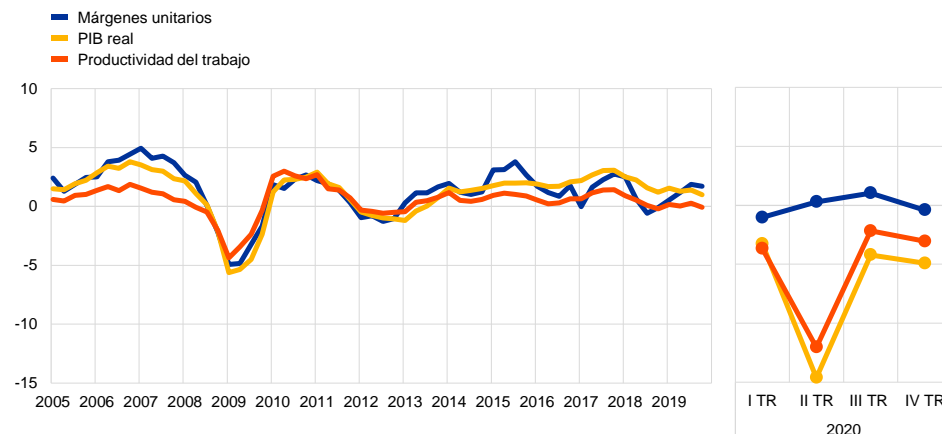
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos de la autora.
Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2020.

Pese a la caída general de los márgenes, los márgenes unitarios han mostrado capacidad de resistencia si se comparan con la profundidad de la recesión. La evolución de los márgenes unitarios es muy cíclica y suele presentar un alto grado de correlación con indicadores cíclicos como el PIB y la productividad del trabajo (gráfico C). Sin embargo, en el segundo trimestre de 2020, la correlación cíclica habitual entre estos márgenes y la actividad económica real se rompió. Esto es evidente al comparar su evolución con la observada durante la gran crisis financiera y posteriormente. Aunque los márgenes unitarios fueron reducidos en el segundo trimestre de 2020, se comportaron mucho mejor de lo que se desprende de la correlación cíclica habitual y su contribución al deflactor del PIB fue incluso ligeramente positiva, a pesar del intenso retroceso del PIB. En el tercer y cuarto trimestre de 2020, los márgenes unitarios siguieron siendo escasos y se mantuvieron desvinculados del fuerte repunte cíclico registrado, aunque se mantuvieron en niveles más elevados de lo que sugería la situación cíclica, como se reflejó, por ejemplo, en la trayectoria del PIB. Si bien es probable que efectos de la medición estadística hayan influido en el comportamiento de estos márgenes unitarios, no pueden explicar la fortaleza que mostraron.

Gráfico C

Márgenes unitarios, PIB real y productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

La evidencia empírica basada en recesiones anteriores apunta a no linealidades y a unos ajustes cíclicos de los márgenes unitarios relativamente más moderados durante las recesiones que en las expansiones (gráfico D)⁵. Los resultados de un modelo de vectores autorregresivos teniendo en cuenta un umbral (*threshold vector autoregressive*) indican que una perturbación de demanda afecta proporcionalmente menos a la inflación en las recesiones que en las expansiones, debido a la respuesta más tímida de los márgenes unitarios, una dinámica que también parece haber predominado durante la crisis del COVID-19⁶. La no linealidad de la respuesta de los márgenes unitarios obtenida de las estimaciones también ayuda a explicar por qué, en recesiones anteriores, la inflación tendió a disminuir menos de lo que señalaban los modelos lineales, un comportamiento conocido como «ausencia de desinflación» (*missing disinflation*). No obstante, la capacidad de resistencia de los márgenes empresariales durante la crisis del COVID-19 es excepcional, incluso si se compara con recesiones pasadas.

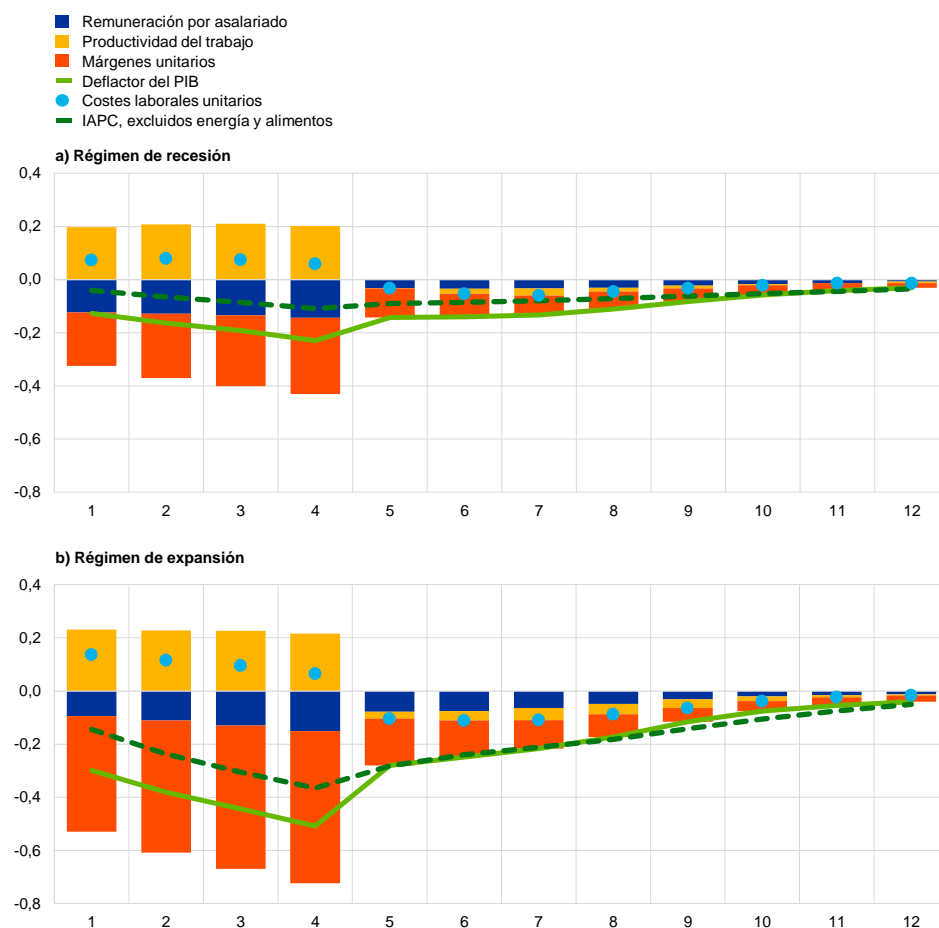
⁵ Véase E. Hahn, «[The wage-price pass-through in the euro area: does the growth regime matter?](#)», *Working Paper Series*, n.º 2485, BCE, octubre de 2020.

⁶ En el caso de las perturbaciones de oferta, en el análisis empírico no se encontró evidencia de un comportamiento no lineal entre recesiones y expansiones.

Gráfico D

Respuesta del deflactor del PIB, de sus componentes y del IAPC, excluidos energía y alimentos, a perturbaciones de demanda adversas en recesiones y expansiones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: E. Hahn (2020).

Notas: El eje de abscisas se refiere al horizonte del impulso respuesta en trimestres. La magnitud de la perturbación de demanda corresponde a una caída del 1 % del PIB real durante el primer año. Se supone que la respuesta de los impuestos indirectos netos de subvenciones es proporcional al PIB real, de modo que este componente no contribuye a variaciones en el deflactor del PIB.

Los planes de mantenimiento del empleo han contribuido notablemente a la fortaleza de los márgenes unitarios durante la crisis del COVID-19⁷. En las fases iniciales de una recesión, las empresas suelen tratar de retener a los trabajadores, aunque sea a costa de unos márgenes empresariales más reducidos. Esta presión a la baja sobre los citados márgenes puede aliviarse con programas públicos de apoyo a los salarios. El uso de estos programas ha sido mucho más habitual durante la crisis del COVID-19 que en recesiones anteriores, y es probable que eso explique la capacidad de resistencia de los márgenes empresariales en la crisis actual en comparación con recesiones pasadas.

En resumen, aunque los márgenes han disminuido de manera más acusada durante la crisis del COVID-19 que en recesiones anteriores, han mostrado una

⁷ Para más información sobre los planes de mantenimiento del empleo, véase el artículo titulado «The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

sólida capacidad de resistencia en comparación con la actividad. Ello ha contribuido al debilitamiento de las presiones a la baja sobre la inflación en este período. La sólida capacidad de resistencia de los márgenes empresariales durante la crisis posiblemente refleje tanto su fortaleza habitual en las recesiones como el impacto de los planes de mantenimiento del empleo. Como es probable que estos programas sigan vigentes mientras persista la crisis del COVID-19, cabe esperar que los márgenes empresariales continúen manteniendo una capacidad de resistencia relativa, habida cuenta de la evolución de la actividad.

Ponderaciones del IAPC para 2021 y sus implicaciones para la medición de la inflación

Eduardo Gonçalves, Lukas Henkel, Omiros Kouvavas, Mario Porqueddu y Riccardo Trezzi

La pandemia de coronavirus (COVID-19) y las medidas de confinamiento adoptadas en consecuencia han desencadenado cambios extraordinarios en los patrones de consumo desde principios de 2020. Los hogares aumentaron su porcentaje de gasto relativo en determinadas categorías de la cesta del IAPC en detrimento de otras. En este recuadro se analizan estas variaciones del consumo y sus implicaciones para la medición de la inflación.

Las ponderaciones del IAPC para 2021 se actualizaron utilizando datos que también reflejan el gasto en consumo de los hogares en 2020¹. El IAPC se elabora siguiendo un enfoque basado en una cesta fija según el cual las ponderaciones del IAPC se actualizan al comienzo de cada año para reflejar el consumo de los hogares en el año precedente. Estas ponderaciones se mantienen fijas hasta diciembre de cada año². Como los hábitos de consumo de los hogares tienden a cambiar gradualmente, el uso de los porcentajes de consumo del año anterior (en lugar del año en curso) para calcular la inflación corriente suele tener un impacto escaso. Sin embargo, para el período del COVID-19, esto implica que las ponderaciones del IAPC empleadas para calcular la inflación anual de 2020 no captaron adecuadamente las importantes variaciones que se produjeron en el gasto de los hogares como consecuencia de la pandemia. Por tanto, los grandes cambios que experimentó el consumo de los hogares en 2020 se reflejan ahora en las últimas ponderaciones del IAPC utilizadas para calcular las tasas de inflación medida por el IAPC de 2021³.

Las últimas ponderaciones anuales del IAPC introducidas al comienzo de 2021 muestran grandes cambios entre categorías. El gráfico A presenta los valores de las ponderaciones del IAPC utilizados para calcular la inflación en 2020 y 2021 por agregados especiales y su distribución histórica durante el período 2012-2019 (los «bigotes» de color gris). Los mayores descensos se observan en el peso de los servicios, concretamente en los recreativos y de transporte, mientras que el

¹ Para más información, véase la [nota metodológica de Eurostat](#). Los institutos nacionales de estadística siguieron estas directrices de manera heterogénea.

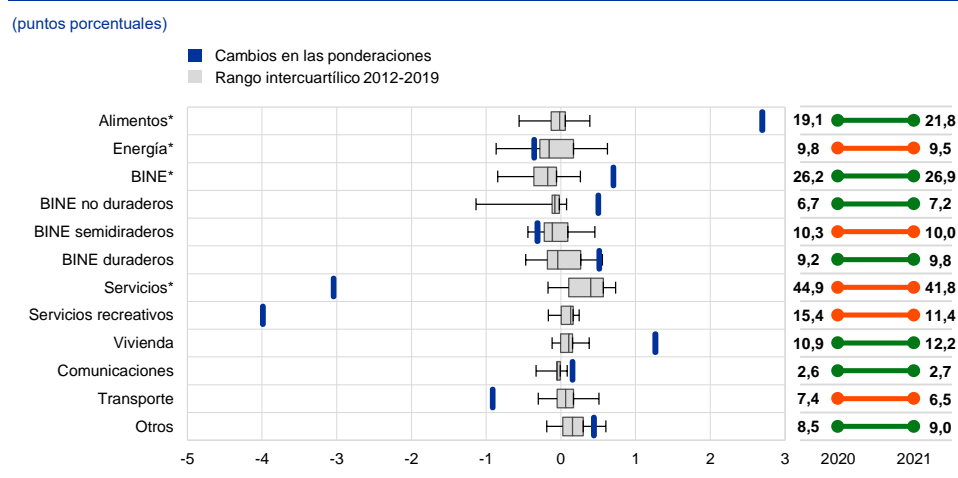
² El IAPC es un índice de tipo Laspeyres que se obtiene mediante el encadenamiento anual de índices de 13 meses (de diciembre a diciembre). El mes de diciembre de cada año es el mes de encadenamiento o de solapamiento en el que se fijan los precios de los productos de la cesta nueva y de la antigua y los índices se alinean en consecuencia. Para información más detallada, véanse el [manual metodológico del IAPC](#) de Eurostat y los requerimientos legales descritos en el artículo 3 del [Reglamento de ejecución sobre el IAPC](#).

³ Para consultar análisis del BCE anteriores sobre este tema, véanse los recuadros «[Patrones de consumo y problemas de medición de la inflación durante la pandemia de Covid-19](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020, y «[La medición de la inflación en períodos de inestabilidad económica](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2020.

correspondiente a los alimentos y los servicios de vivienda fue el que más creció⁴. La magnitud de estos cambios puede entenderse mejor si se examina la distribución de las variaciones históricas (parte izquierda del gráfico A). En determinados componentes se han registrado cambios sin precedentes, y casi todos muestran una variación en 2021 muy alejada del intervalo del 75 % de los cambios históricos, y muchas variaciones se sitúan significativamente fuera de los límites históricos. Por ejemplo, la ponderación de los servicios recreativos varió en alrededor de 20 desviaciones típicas de la distribución histórica.

Gráfico A

Ponderaciones del IAPC: niveles y distribuciones de las variaciones históricas



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: El gráfico muestra las ponderaciones del IAPC de 2020 y 2021 (parte derecha). Una línea de color verde/rojo indica si las ponderaciones aumentaron/disminuyeron. El gráfico también muestra los cambios en las ponderaciones (marcadores de color azul en la parte izquierda) y sus distribuciones históricas («bigotes» de color gris en la parte izquierda). Las categorías señaladas con un asterisco (*) señalan los principales agregados especiales. Las categorías sin asterisco son subagregados incluidos en los principales agregados. Los «bigotes» de color gris indican la mediana, el percentil 25, el percentil 75, el mínimo y el máximo de la distribución histórica. BINE se refiere a «bienes industriales no energéticos». Los intervalos históricos se basan en la muestra del período comprendido entre 2012 (el primer año para el que estuvieron disponibles las ponderaciones anuales del IAPC) y 2019.

Los cambios en las ponderaciones tuvieron un impacto al alza sobre la inflación medida por el IAPC en enero de 2021.

El gráfico B muestra el cambio en la ponderación del gasto y el correspondiente a la tasa de inflación por categorías de gasto granulares⁵. El tamaño del círculo refleja la ponderación del gasto en el IAPC de 2021. Los componentes en los que más se redujo la proporción de gasto en consumo muestran, en promedio, el descenso más acusado de la inflación⁶. De manera intuitiva, con el cambio en las ponderaciones para 2021, el IAPC asigna actualmente más peso a los componentes con una tasa de inflación superior a la media y menos peso a aquellos en los que esa tasa es inferior a la media. De ahí que el cambio en las

⁴ Las ponderaciones del gasto en el IAPC son relativas. Por tanto, la ponderación de un componente aumenta no solo si el gasto en ese componente se incrementa más que el gasto total (como ocurrió con los alimentos en 2020), sino también si el gasto prácticamente no varía y los hogares reducen el gasto total (como fue el caso de los servicios de vivienda en 2020).

⁵ El gráfico B presenta los componentes del IAPC a nivel de agregación de cuatro dígitos de la COICOP, siglas en inglés que se refieren a la clasificación del consumo individual por finalidad. El IAPC utiliza el sistema de clasificación COICOP; para información más detallada, véase el [manual metodológico del IAPC](#) de Eurostat.

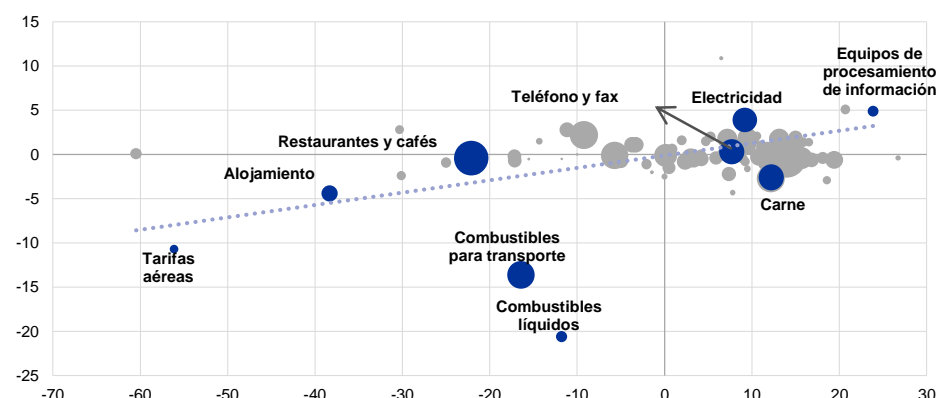
⁶ Si se considera la tasa de inflación interanual de enero de 2021 en lugar de la variación de las tasas de inflación anual entre enero de 2020 y enero de 2021, los resultados son muy similares.

ponderaciones dé como resultado una tasa de inflación agregada más elevada que la obtenida si los porcentajes de consumo no variasen.

Gráfico B

Cambios en las ponderaciones del IAPC y de la inflación por categorías de gasto granulares

(eje de abscisas: tasa de variación de las ponderaciones del IAPC entre 2020 y 2021; eje de ordenadas: variación de las tasas de inflación interanual entre enero de 2020 y enero de 2021)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: El gráfico muestra la correlación entre el cambio en las ponderaciones del IAPC (eje de abscisas) y la variación de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC (eje de ordenadas). Cada círculo representa un componente del IAPC a nivel de agregación de cuatro dígitos de la clasificación COICOP. El tamaño de los círculos corresponde a las ponderaciones del IAPC para 2021. Los círculos de color azul indican componentes seleccionados. La línea discontinua azul es un ajuste lineal de los datos.

El impacto al alza del cambio en las ponderaciones en la tasa de inflación medida por el IAPC de enero de 2021 se puede cuantificar con un ejercicio contrafactual.

Sobre la base de las tasas de inflación medida por el IAPC publicadas correspondientes a enero de 2021, para este análisis se ha elaborado un IAPC contrafactual utilizando las ponderaciones de 2020 en lugar de las de 2021 (gráfico C)⁷. La diferencia entre las tasas de inflación medida por el IAPC publicadas (barras de color azul) y las tasas contrafactuales que se presentan en el panel superior del gráfico C (barras de color amarillo) refleja el impacto de las nuevas ponderaciones en la inflación agregada. La inflación general se sitúa en torno a 0,3 puntos porcentuales por encima de la tasa de inflación contrafactual. La tasa de inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), es alrededor de 0,4 puntos porcentuales más elevada, dado que el impacto de las ponderaciones en la tasa de variación de los precios de los alimentos y de la energía es limitado. No obstante, como se muestra en el panel inferior del gráfico C, el efecto entre países fue dispar⁸.

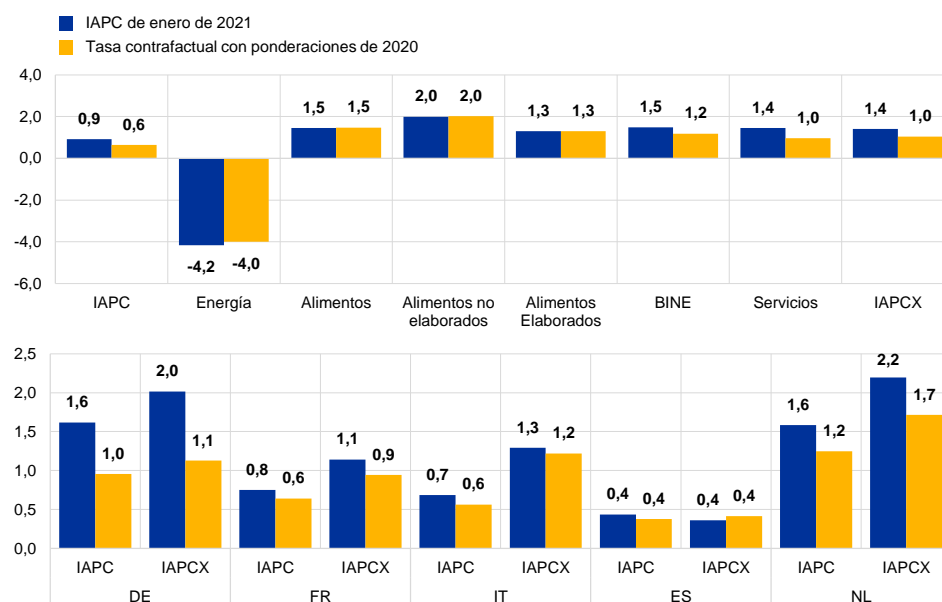
⁷ Para reproducir la metodología exacta del IAPC, en el ejercicio contrafactual se utilizaron datos a nivel de agregación de cinco dígitos de la clasificación COICOP.

⁸ Las diferencias en el efecto de ponderación entre países pueden deberse a dos factores. El primero es la magnitud del cambio en las ponderaciones de las categorías a nivel de país. Las divergencias de unos países a otros en lo que respecta a los cambios en las ponderaciones pueden reflejar una evolución dispar de los patrones de consumo, pero también el procedimiento de actualización de las ponderaciones utilizado por los institutos nacionales de estadística y la medida en que esto reflejó debidamente los patrones de consumo de 2020. Segundo, es posible que la heterogeneidad entre países sea también consecuencia de diferencias en las tasas de inflación a nivel de categorías, mientras interactúan con los cambios en las ponderaciones.

Gráfico C

Tasas de inflación interanual medida por el IAPC publicadas y tasas de inflación contrafactuales

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: El gráfico muestra la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de enero de 2021 (barras de color azul) y las tasas contrafactuales elaboradas con las ponderaciones de 2020 (barras de color amarillo). BINE se refiere a «bienes industriales no energéticos» e IAPCX a «IAPC, excluidos la energía y los alimentos».

Los cambios en las ponderaciones seguirán afectando a las tasas de inflación medida por el IAPC a lo largo de 2021.

La magnitud y el signo del impacto de las ponderaciones en la inflación anual medida por el IAPC podrían variar en los meses posteriores. Aunque, en enero de 2021, las ponderaciones de las categorías con tasas de inflación superiores a la media aumentaron, estas categorías podrían dejar de registrar tasas de inflación más elevadas que la media a lo largo del año. Como la evolución de los precios de las categorías individuales varía de un mes a otro, el efecto de ponderación sobre la inflación anual medida por el IAPC también cambia en consecuencia. Dado que el IAPC se basa en el encadenamiento, esos efectos podrían multiplicarse⁹. Encadenar los índices en un nivel bajo (alto) del índice implica que, incluso si las ponderaciones y los precios retornan a los niveles anteriores a la pandemia, es posible que los propios índices no recuperen por completo sus niveles previos. Esto sucedió, por ejemplo, con el subíndice de combustible para transporte, que se hallaba en un nivel reducido cuando se encadenaron los índices (diciembre de 2020). Paralelamente, su ponderación se redujo, minimizando así las contribuciones futuras de este componente al índice energético. A su vez, esto podría impedir que el índice de energía recupere

⁹ El encadenamiento es una consecuencia metodológica de un índice de precios, en el que las ponderaciones se actualizan periódicamente. Esto se explica en la publicación titulada «[Chain linking over December and methodological changes in the HICP: view from a central bank perspective](#)», *Statistics Paper Series*, BCE, febrero de 2021: en general, el valor de un período de encadenamiento —mes o año— afecta a una serie temporal encadenada desde el momento en el que el índice reciente se vincula a ese valor. Las series de índices encadenados dependen de la «senda», es decir, se ven afectadas por los valores de cada período de encadenamiento, que tienen un impacto permanente sobre la serie temporal.

totalmente los niveles anteriores, aunque los precios y las ponderaciones retornen a los niveles previos.

Es probable que las ponderaciones del IAPC sigan afectando a la medición de la inflación más de lo habitual en los próximos años. La pandemia provocó cambios significativos en los patrones de gasto de los hogares en 2020, que se reflejan ahora en las ponderaciones del IAPC para 2021, y, por tanto, también en la inflación medida, durante 2021. A más largo plazo, las ponderaciones de los componentes de la cesta del IAPC podrían volver a cambiar considerablemente en 2022, dependiendo de si los patrones de gasto se (re)ajustan —y de qué manera—, en vista de la recuperación económica esperada y la consiguiente evolución de la pandemia de COVID-19.

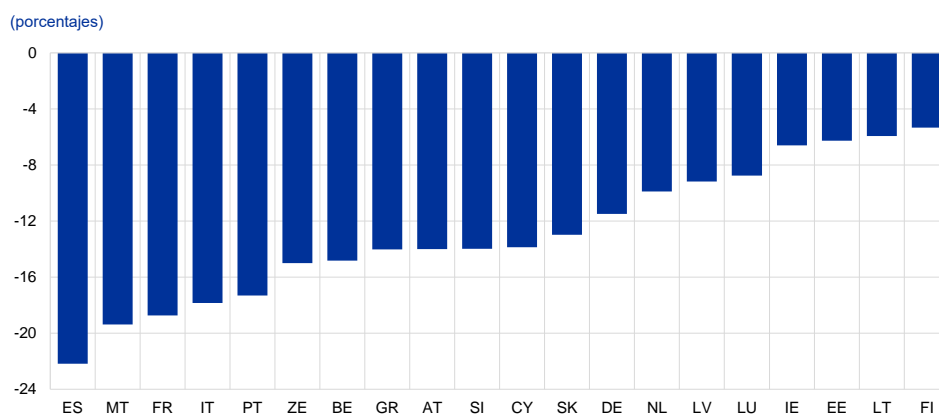
Hacia una aplicación eficaz del paquete de recuperación de la UE

Nico Zorell y Sander Tordoir

Aunque la pandemia de coronavirus (COVID-19) es una perturbación común que afecta a todos los países de la zona del euro, su impacto económico ha sido heterogéneo. El retroceso del PIB real entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2020, que corresponde al período de máximo desplome de la actividad en la mayoría de los países, fluctuó entre el 5 % y el 22 % en los distintos países de la zona del euro (gráfico A)¹. La heterogeneidad de los efectos de la perturbación generada por el COVID-19 refleja diferencias entre países en las dinámicas de salud pública y en las medidas de contención, así como factores económicos como la especialización sectorial de la economía, la resiliencia de los mercados de trabajo y de productos, y diferencias en el margen de maniobra de las políticas fiscales². Según las proyecciones de instituciones europeas e internacionales, existe el riesgo de que los diferenciales de crecimiento persistan durante la fase de recuperación y dificulten la convergencia de los niveles de renta en la zona del euro a medio plazo.

Gráfico A

Variación del PIB real entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2020



Fuente: Eurostat.
Nota: ZE se refiere a la zona del euro.

¹ Se observa una heterogeneidad similar en la respuesta del empleo a la perturbación ocasionada por el COVID-19. Véase el artículo titulado «[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

² La crisis del COVID-19 también ha acentuado las vulnerabilidades macroeconómicas de los países de la zona del euro, como ha documentado la Comisión Europea en su Informe sobre el Mecanismo de Alerta más reciente. Concretamente, el informe señala un mayor endeudamiento público y privado, las débiles perspectivas de crecimiento y las debilidades del sector empresarial. Véase Comisión Europea, «[Alert Mechanism Report 2021](#)», noviembre de 2020.

El instrumento «Next Generation EU» (NGEU), en vigor desde el 19 de febrero de 2021, ha abierto un nuevo capítulo en la respuesta europea a la pandemia de COVID-19³. El objetivo principal de este instrumento es apoyar la recuperación y sentar las bases de una economía europea más ecológica, digital y resiliente. Para ello, se ha autorizado a la Comisión Europea a captar hasta 750 mm de euros (en torno al 5 % del PIB de la UE) en los mercados de capitales en nombre de la UE. Los fondos pueden destinarse a conceder subvenciones y préstamos por un importe máximo de 390 mm de euros y de 360 mm de euros, respectivamente, a los Estados miembros, que irán desembolsándose hasta finales de 2026. El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), con una dotación de 672,5 mm de euros, es el elemento central del NGEU. La clave de reparto del MRR garantiza un mayor apoyo fiscal a los países más vulnerables a la crisis del COVID-19 y que se han visto más perjudicados por ella. Para recibir apoyo, los Estados miembros deben elaborar planes de recuperación y resiliencia con una agenda de inversiones y reformas que aborde las recomendaciones específicas por país formuladas en el contexto del Semestre Europeo⁴. Los objetivos climáticos y de digitalización deben ocupar un lugar destacado. Al menos el 37 % del gasto previsto por los Estados miembros deberá contribuir a la consecución de los objetivos climáticos y el 20 % de la inversión total, como mínimo, a respaldar la transformación digital. Los fondos del MRR se desembolsarán en tramos a medida que se vayan alcanzando los objetivos intermedios y las metas identificados en los planes aprobados.

Si se aplica con eficacia, el paquete de recuperación puede contribuir a una recuperación económica más rápida, sólida y uniforme, al tiempo que reforzará la resiliencia y el potencial de crecimiento de la economía de la zona del euro. Se espera que este instrumento de recuperación proporcione un importante estímulo a la demanda, sobre todo en países que son grandes receptores netos de los fondos. El hecho de que el 13 % se abone en forma de anticipos subraya la importancia que los responsables de la toma de decisiones en Europa atribuyen a este efecto de estabilización. En el medio plazo, los proyectos de inversión y de reforma financiados por el NGEU podrían respaldar la resiliencia, el potencial de crecimiento y la convergencia de la economía de la zona del euro. Por tanto, el paquete de recuperación podría ayudar a garantizar que, aunque las políticas monetarias, fiscales y estructurales se implementan de forma independiente en la zona del euro, se refuerzan entre sí. Al mitigar los efectos heterogéneos de la pandemia de COVID-19, el paquete de recuperación también podría mejorar la efectividad de la política monetaria en la zona del euro.

La eficacia del paquete de recuperación dependerá de la consecución de un equilibrio adecuado de inversiones y reformas que se refuercen mutuamente.

A este respecto, es de vital importancia que los planes nacionales de recuperación y resiliencia se analicen con detenimiento para verificar que cumplen plenamente los criterios de evaluación establecidos en el reglamento de la UE pertinente. Las

³ Para información detallada sobre la gobernanza del NGEU y sus aspectos fiscales, véase el recuadro titulado «[Las implicaciones fiscales del paquete de recuperación de la UE](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

⁴ El Semestre Europeo proporciona un marco para la coordinación de las políticas económicas en toda la Unión Europea. Para más información, véase [The European Semester in your country](#).

recomendaciones específicas por país del Semestre Europeo y la legislación de la UE sobre el clima y la digitalización, como la taxonomía de la UE de actividades sostenibles⁵, pueden ser referencias útiles para establecer prioridades de inversión y de reforma. Los objetivos mínimos de gasto climático y digital del MRR, junto con el requisito de que los fondos del MRR se destinen a financiar inversiones adicionales, pueden elevar el nivel de ambición. En general, cuanto más se oriente el NGEU hacia la inversión productiva en lugar del gasto corriente, mayor será la probabilidad de que su impacto potencial en el crecimiento a largo plazo sea acusado⁶. El NGEU proporcionará, en promedio, subvenciones anuales de en torno al 1 % del PIB. En comparación, la inversión pública se situó en el 3 % del PIB de la zona del euro en 2019. La inclusión de reformas ambiciosas y con objetivos específicos en los planes nacionales de recuperación y resiliencia puede reforzar en mayor medida el potencial de crecimiento, la convergencia y la resiliencia. Existe abundante evidencia de que los diferenciales de crecimiento a medio plazo entre los países de la zona del euro pueden deberse, en parte, a diferencias en las estructuras e instituciones económicas⁷. Además, en los países con deficiencias en este ámbito la pérdida de producto puede ser hasta dos veces superior a la de los países más aventajados en caso de producirse una perturbación común⁸. Así pues, el componente del MRR relativo a las reformas puede contribuir a generar un beneficio a largo plazo en términos de crecimiento y resiliencia frente a las perturbaciones. Los planes basados en inversiones y reformas coherentes y ambiciosas pueden ser más eficaces que la suma de sus partes. Los efectos de la inversión pública adicional sobre el crecimiento podrían ayudar a compensar los posibles costes macroeconómicos a corto plazo asociados a algunas reformas estructurales⁹. Al mismo tiempo, unas reformas estructurales adecuadamente focalizadas podrían reducir los cuellos de botella administrativos que afectan a la inversión pública y contribuir a estimular la inversión privada, amplificando así el impacto del NGEU¹⁰.

Para garantizar una absorción rápida y eficiente de los fondos de recuperación destinados a un gasto público productivo, se debe prestar especial atención al fortalecimiento de la capacidad administrativa y a reducir los cuellos de botella en su implementación. La Comisión Europea espera que alrededor del 20 % del total de fondos del NGEU se desembolsen en 2021 y 2022, mientras que

⁵ Véase el [Reglamento \(UE\) 2020/852](#) del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles.

⁶ Véase K. Bańkowski, M. Ferdinandusse, S. Hauptmeier, P. Jacquinot y V. Valenta, «[The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 255, BCE, Frankfurt am Main, enero de 2021.

⁷ Véase K. Masuch, E. Moshhammer y B. Pierluigi, «[Institutions, public debt and growth in Europe](#)», *Working Paper Series*, n.º 1963, BCE, septiembre de 2016.

⁸ Véase D. Sondermann, «[Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures](#)», *Working Paper Series*, n.º 1984, BCE, noviembre de 2016. Del mismo modo, es más probable que los países de la zona del euro con vulnerabilidades macroeconómicas preexistentes experimenten recesiones económicas profundas en caso de producirse una perturbación. Véase D. Sondermann y N. Zorell, «[A macroeconomic vulnerability model for the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 2306, BCE, agosto de 2019.

⁹ En este sentido, la priorización y la secuenciación minuciosa de las inversiones y las reformas es esencial.

¹⁰ Véase A. Consolo, M. Langiulli y D. Sondermann, «Business investment in euro area countries: the role of institutions and debt overhang», *Applied Economics Letters*, vol. 26(7), 2019.

el pago de los fondos restantes se efectuará antes de finales de 2026. La velocidad prevista de los desembolsos del NGEU es sustancialmente mayor que la observada en los fondos estructurales del presupuesto ordinario de la UE. El ciclo del marco financiero plurianual (MFP) de la UE tiene una duración de siete años, aunque el desembolso efectivo puede producirse con un período de gracia que se extienda algunos años dentro del siguiente período presupuestario¹¹. Sin embargo, en los dos últimos ciclos del MFP, menos del 50 % de los fondos estructurales de la UE comprometidos para países de la zona del euro se desembolsaron durante un horizonte temporal comparable al del NGEU, es decir, a lo largo de seis años (gráfico B). El ritmo de absorción también varió considerablemente entre los distintos países de la zona del euro. Dado que la pandemia del COVID-19 restringe los medios a disposición de las Administraciones, la absorción de fondos podría complicarse más. Queda por ver si la dependencia del MRR de órganos administrativos nacionales en lugar de regionales, sus amplias prioridades de actuación y la ausencia de requisitos de cofinanciación facilitarán una absorción de fondos más rápida que la observada habitualmente en los proyectos presupuestarios de la UE. Aun así, el ritmo de absorción es un indicador (*proxy*) imperfecto del uso eficaz y eficiente de fondos de la UE. Como ha documentado el Tribunal de Cuentas Europeo, la premura por absorber fondos de la UE hacia el final del ciclo presupuestario de la UE puede desembocar en un malgasto de recursos¹². Esto sugiere que es probable que la calidad y la capacidad de la Administración Pública sean factores decisivos para que los fondos del NGEU se utilicen adecuadamente, y podrían constituir un ámbito de reforma prometedor. Aunque es posible que tenga que transcurrir cierto tiempo hasta que las reformas dirigidas a reforzar la capacidad del sector público desplieguen todo su potencial, un uso eficaz del Instrumento de Apoyo Técnico (IAT) de la Comisión Europea podría aliviar las restricciones de capacidad nacionales, sobre todo en el corto plazo¹³. Este instrumento puede ayudar a los Estados miembros a gestionar el ciclo de vida de los proyectos de inversión y de reforma, fortaleciendo la capacidad de elaboración, aplicación, seguimiento y evaluación de los proyectos. Del mismo modo, mediante el establecimiento de una infraestructura jurídica armonizada y clara, la legislación de la UE podría facilitar y acelerar su implementación.

¹¹ En el MFP 2014-2020, el período de gracia fue de tres años, frente a los dos años del MFP de 2007-2013 y de 2021-2027.

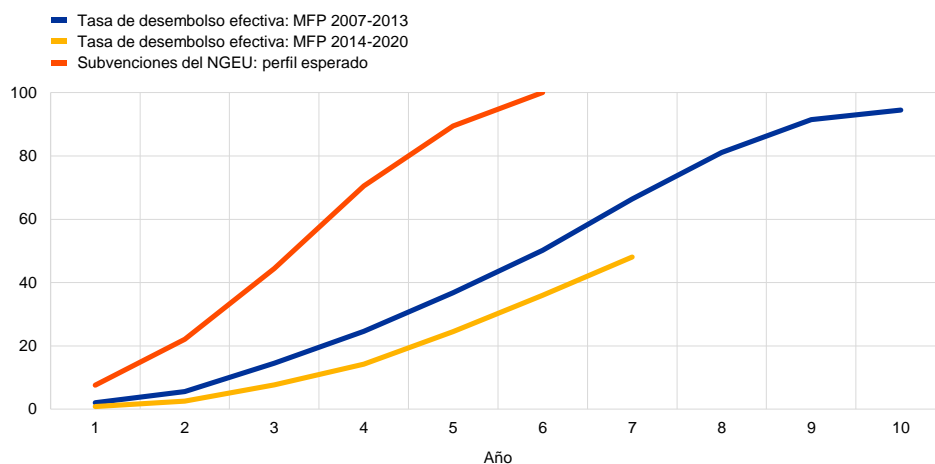
¹² Véase Tribunal de Cuentas Europeo, «[Las medidas de la Comisión y los Estados miembros durante el período de programación 2007-2013 abordaron la baja absorción, pero no se centraron suficientemente en los resultados](#)», *Informe Especial*, n.º 17, 2018.

¹³ Un objetivo clave del IAT es apoyar a los Estados miembros en la elaboración y aplicación de sus planes de recuperación y resiliencia, por ejemplo, proporcionándoles conocimientos especializados, recursos humanos y formación. Este instrumento cuenta con un presupuesto de 864 millones de euros durante el actual período presupuestario de la UE.

Gráfico B

Tasas de desembolso históricas de los fondos estructurales de la UE y tasas de desembolso previstas en el NGEU

(porcentajes)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE basados en Z. Darvas, «Will European Union countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding?», *Bruegel Blog*, 24 de septiembre de 2020.

Notas: «Año 1» es el primer año del programa respectivo, es decir, 2007 para el MFP 2007-2013, 2014 para el MFP 2014-2020 y 2021 para el NGEU. El MFP 2007-2013 abarca el Fondo de Cohesión, el Fondo Europeo de Desarrollo Regional y el Fondo Social Europeo, mientras que el MFP 2014-2020 no incluye este último. La tasa de desembolso del MFP es el porcentaje del importe total comprometido en el presupuesto de la UE para un Estado miembro que ha sido desembolsado por la Comisión. Los cálculos relacionados con los MFP solo incluyen países de la zona del euro (media no ponderada). El perfil del NGEU muestra los desembolsos previstos por la Comisión Europea.

Unos sistemas nacionales de control y de auditoría adecuados también podrían desempeñar un papel crucial para garantizar la aplicación eficaz del paquete de recuperación. Como puso de relieve la Comisión Europea en sus orientaciones a los Estados miembros para la elaboración de sus planes de recuperación y resiliencia, dichos sistemas de control podrían incluir medidas precautorias para prevenir la corrupción, el fraude y los conflictos de intereses¹⁴. La finalización puntual de los procedimientos sobre impactos medioambientales y acuerdos sobre procedimientos bien definidos para la colaboración entre las Administraciones centrales y locales con el fin de evitar conflictos de competencias también contribuirían a una ejecución fluida de los proyectos de inversión y de reforma. Es probable que el impacto macroeconómico general del paquete de recuperación sea mayor si se garantiza que se presta suficiente atención a estos aspectos.

¹⁴ Véase Comisión Europea, «Guidance to Member States recovery and reconciliation plans», *Staff Working Document (2021) 12 final*, 22 de enero.

Artículos

1

Política monetaria y desigualdad

Maarten Dossche, Jiří Slačálek y Guido Wolswijk

Introducción

La cuestión de la desigualdad económica comenzó a cobrar mayor atención después de la crisis financiera mundial. Durante dicho período, el aumento del desempleo, la evolución dispar de los precios de la vivienda y de las cotizaciones, y la caída de los tipos de interés afectaron a los hogares de maneras muy distintas. La desigualdad de la renta y de la riqueza se ha incrementado en las economías más avanzadas desde principios de los años 80, y algunos países tienen ahora niveles comparables a los registrados a comienzos del siglo XX, lo que genera una preocupación creciente sobre las consecuencias políticas y económicas de dicha tendencia¹.

Más recientemente, también se ha prestado mayor atención a la interacción entre la política monetaria y la desigualdad. En respuesta a la crisis financiera mundial, la política monetaria se embarcó en un prolongado período de acomodación monetaria, y se aplicaron medidas no convencionales (como las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria —*forward guidance*— y las compras de activos) para reducir y aplanar la curva de tipos de interés. Dado que dichas medidas suelen tener un impacto mayor en el precio de los activos a largo plazo que las variaciones de los tipos de interés a corto plazo, han surgido preocupaciones acerca de que la política monetaria esté beneficiando principalmente a los hogares más ricos². Además, teniendo en cuenta el reconocimiento cada vez mayor de que la transmisión de la política monetaria depende de la distribución de la renta y de la riqueza, los bancos centrales han empezado a prestar más atención a la heterogeneidad de los hogares³. Esta

¹ Véase T. Piketty, *Capital in the Twenty-First Century*, Harvard University Press, 2013. Las diferencias de renta y de riqueza suelen estar correlacionadas con varias características económicas (como el nivel educativo, la experiencia profesional y las competencias de las personas). Sin embargo, estas características económicas no son los únicos factores determinantes de la desigualdad económica. La renta y la riqueza de las personas también están correlacionadas con diversas características sociológicas (como su edad, género, raza, estado civil y religión). Además, las políticas públicas (por ejemplo, en los ámbitos tributario, de educación, de vivienda y de urbanismo) y las normas sociales (por ejemplo, la discriminación) interactúan con dichas características económicas y sociológicas. Por tanto, los factores que determinan la desigualdad son múltiples y están en la intersección de la economía, la sociología y las políticas públicas.

² Por ejemplo, la desigualdad fue uno de los temas más recurrentes en los encuentros de escucha organizados en el contexto de la revisión de la estrategia de política monetaria del BCE, en los que muchos participantes defendieron que la política monetaria debería desempeñar un papel más destacado para abordar la desigualdad. Véase el informe resumido del BCE sobre dicho ejercicio de escucha: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview001.es.html>

³ Véase J. Yellen, «*Macroeconomic Research After the Crisis*», discurso pronunciado en el Federal Reserve Bank of Boston, 14 de octubre de 2016.

tendencia se ha visto respaldada por numerosos estudios recientes sobre el papel que desempeña la heterogeneidad de los hogares en la transmisión de las perturbaciones y de las políticas macroeconómicas⁴.

En este artículo se examina la evidencia más reciente sobre la desigualdad económica y su interacción con la política monetaria, prestando especial atención a la zona del euro. En la sección 2 se analizan tanto las tendencias seculares como las fluctuaciones cíclicas en la distribución de la renta y de la riqueza en la zona del euro (una distinción que es importante, ya que podría argumentarse que la interacción entre la política monetaria y la desigualdad es bastante cíclica por naturaleza). En la sección 3 se consideran los canales a través de los que la política monetaria puede afectar a la distribución de la renta y de la riqueza, examinándolos desde una perspectiva tanto teórica como empírica. En la sección 4 se describe de qué manera la heterogeneidad de la renta y de la riqueza de los hogares repercute en la transmisión de la política monetaria al gasto de este sector. Y en la sección 5 se resumen las implicaciones de estas conclusiones para la política monetaria y se consideran una serie de aspectos que requieren más investigación.

Conclusión

En muchas economías avanzadas, la desigualdad ha ido creciendo durante varias décadas, debido principalmente a factores distintos de la política monetaria. Aunque la desigualdad de la renta y de la riqueza ha tendido a aumentar en las economías más avanzadas, existe una heterogeneidad significativa entre países, tanto en el grado de aumento de la desigualdad como en los niveles actuales de esta. Por ejemplo, la desigualdad tanto de la renta como de la riqueza suele ser menor en la zona del euro que en Estados Unidos. Aunque algunos factores determinantes de la creciente desigualdad son comunes a la mayoría de los países (como la globalización), las políticas distintas de la monetaria han sido fundamentales para explicar estas diferencias entre países. Después de todo, desde los años 80, las economías más avanzadas han tendido a adoptar marcos de política monetaria bastante similares, con una inflación que se ha mantenido en niveles reducidos y estable. Es más, en la medida en que las pérdidas cíclicas de empleo generan efectos adversos y duraderos en la empleabilidad de las personas, la política monetaria ha ayudado, de hecho, a impedir que la desigualdad de la renta y de la riqueza aumente a más largo plazo como consecuencia del ciclo económico.

Efectivamente, parece que, en general, la relajación de la política monetaria ha reducido la desigualdad económica en los últimos años. Los efectos directos de esta relajación son dispares como consecuencia de las diferencias en el régimen de tenencia de la vivienda por parte de los hogares y, por tanto, en el predominio de las hipotecas. Y lo que es más importante, la relajación de la política monetaria reduce claramente la desigualdad a través de sus efectos indirectos, lo que se traduce en mayor empleo para los hogares con rentas más bajas en particular. Aunque el BCE

⁴ Véase, por ejemplo, S. Ahn, G. Kaplan, B. Moll, T. Winberry y C. Wolf, «[When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality](#)», NBER Macroeconomics Annual, vol. 32, 2017, pp. 1-75.

no tiene ni el mandato ni los instrumentos que necesitaría para modificar específicamente la distribución de la renta y de la riqueza, parece que sus políticas actuales tienen, en general, un impacto igualador a través de su contribución a la estabilización macroeconómica.

La heterogeneidad de los hogares desempeña un papel importante en la transmisión de la política monetaria. Dado que los hogares son sustancialmente diferentes en términos de la composición de su riqueza, la sensibilidad de su renta al ciclo económico y su propensión al consumo, la distribución de la renta y de la riqueza influye de manera fundamental en la transmisión de la política monetaria a la actividad económica y a la inflación. Aunque las mejoras introducidas recientemente en los modelos y los datos han contribuido a entender mejor esta parte del canal de transmisión de la política monetaria, continúa habiendo varios interrogantes (como muestra el recuadro 3). Por consiguiente, como muchos otros bancos centrales, el BCE continúa invirtiendo en nuevos modelos y fuentes de datos macroeconómicos, con el fin de conocer mejor las formas en que sus políticas afectan a la desigualdad y la manera en que la heterogeneidad de los hogares determina la transmisión de sus políticas.

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

Conocimiento de las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores: el papel de la (in)certidumbre

Introducción

Aidan Meyler y Lovisa Reiche

Conocer las expectativas de inflación de los hogares es importante para los responsables de la política monetaria

En este artículo se presentan y se analizan datos cuantitativos sobre las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores de la zona del euro

Las expectativas de inflación desempeñan un papel clave en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

A igualdad de otros factores, cuando los agentes económicos anticipan que la inflación aumentará, su percepción es que el tipo de interés real se reducirá. Como resultado, gastan más y ahorran menos para optimizar su consumo y su inversión a largo plazo. Las expectativas de inflación también influyen significativamente en el proceso de fijación de precios y salarios y, por lo tanto, son un determinante importante de la inflación futura. En consecuencia, conocer la naturaleza de las expectativas de inflación de los agentes económicos y cómo se forman es crucial para los responsables de la política monetaria¹.

En este artículo se analizan las expectativas de inflación de los consumidores utilizando los datos de la encuesta de opinión de consumidores de la Comisión Europea (ECCS, por sus siglas en inglés).

Existen varias formas de medir las expectativas de inflación: pueden obtenerse de instrumentos del mercado financiero, de encuestas a expertos en previsión económica y de encuestas a empresas u hogares. Este artículo se centra en las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores extraídas de la ECCS armonizada². Los datos se remontan a 1985, pero hasta 2004 solo proporcionan información cualitativa acerca de las percepciones y las expectativas de los encuestados sobre la dirección y la velocidad de las variaciones de los precios. En estas encuestas, la recopilación sistemática de datos cuantitativos sobre la magnitud de la inflación no comenzó hasta 2004³. Este análisis ayuda a abordar algunas de las regularidades empíricas más desconcertantes de estas expectativas de inflación, concretamente las

¹ Véanse, por ejemplo, M. Draghi, [Comunicado preliminar](#), Banco Central Europeo, 22 de octubre de 2015, y J. Yellen, [«Comments on Monetary Policy at the Effective Lower Bound»](#), *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 49, n.º 2, otoño, 2018, pp. 573-579.

² Las percepciones de inflación de los consumidores guardan relación con los cambios percibidos en los precios en el pasado, y sus expectativas de inflación se refieren a las variaciones de los precios esperadas en el futuro.

³ Estos datos se publicaron de forma agregada para la UE y la zona del euro, e incluyen desgloses por categoría socioeconómica basados en un estudio de R. Arioli, C. Bates, H. Dieden, I. Duca, R. Friz, C. Gayer, G. Kenny, A. Meyler y I. Pavlova en [«EU Consumers' Quantitative Inflation Perceptions and Expectations: An Evaluation»](#), *European Economy - Discussion Paper*, n.º 038, Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea, noviembre de 2019. Desde principios de 2019 se publican trimestralmente en el informe *European Business Cycle Indicators* (EBCI) de la Comisión Europea. Véase también Comisión Europea, [«New data set on consumers' quantitative estimates of past and expected inflation in the euro area and the EU»](#), *European Business Cycle Indicators* (EBCI) – primer trimestre de 2019, *Technical Paper*, n.º 31, pp. 17-22, 12 de abril. Los datos se pueden descargar a través de [este enlace](#) (sección: Consumers – Qualitative and Quantitative Inflation perceptions).

Las percepciones y las expectativas de inflación están vinculadas a las características sociodemográficas y al sentimiento económico

siguientes: a) aunque la percepción/expectativa media ha evolucionado en paralelo a la inflación observada, ha tendido a situarse sistemáticamente por encima de esta; b) existe una correlación aparentemente negativa entre las expectativas de inflación y el sentimiento económico, y c) existe una heterogeneidad sustancial tanto entre países como entre personas en lo que respecta a los niveles de las expectativas de inflación.

Algunas de las regularidades empíricas de las expectativas de inflación de los consumidores pueden atribuirse a características sociodemográficas y al sentimiento económico.

El análisis que se realiza en este artículo corrobora conclusiones anteriores de la literatura de que es probable que los consumidores tengan mayores percepciones y expectativas de inflación si son más jóvenes, si son mujeres, si tienen niveles más bajos de educación reglada y si pertenecen a colectivos con ingresos más bajos⁴. También se confirma que los consumidores con una situación financiera mejor y perspectivas positivas sobre la economía en su conjunto se asocian a menores expectativas de inflación, y también ocurre lo mismo cuando se controla por factores sociodemográficos⁵.

En este artículo también se explica tanto el sesgo de las expectativas cuantitativas de inflación con respecto a la inflación observada como su relación negativa con el sentimiento económico.

Este sesgo parece estar relacionado con el hecho de que los agentes con mayor incertidumbre suelen utilizar números redondos (múltiplos de cinco) al indicar sus expectativas de inflación. Además, los que tienen una perspectiva negativa en relación con la economía en su conjunto también tienden a mostrar más incertidumbre sobre las perspectivas de inflación y a señalar mayores expectativas de inflación, lo que explica por qué las expectativas recogidas en la encuesta aumentan en períodos de incertidumbre económica.

Para explorar estas cuestiones, este artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se ofrece una visión general de las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores de la zona del euro en términos agregados. En la sección 3 se describe el marco de análisis de las expectativas de inflación desde la perspectiva de la incertidumbre. En la sección 4 se examina el impacto de variables como las características sociodemográficas específicas y el sentimiento económico en la probabilidad de que las personas sientan incertidumbre sobre la inflación y, por lo tanto, señalen sus expectativas en cifras redondeadas. En la sección 5 se analiza cómo el marco de (in)certidumbre ayuda a explicar las expectativas de inflación recogidas en la encuesta. Por último, en la sección 6 se presentan las conclusiones.

⁴ Para consultar un primer análisis (sobre consumidores suecos), véase L. Jonung, «*Perceived and Expected Rates of Inflation in Sweden*», *The American Economic Review*, vol. 71(5), 1981, pp. 961-968, y para información más reciente de la zona del euro, véase Arioli *et al.* (2016, *op. cit.*). En el estudio de M. Bryan y G. Venkatu, «*The Demographics of Inflation Opinion Surveys*», *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, octubre de 2001, se argumenta que estas diferencias no pueden atribuirse únicamente a las distintas cestas de consumo de estos grupos socioeconómicos diferentes.

⁵ Lo mismo se ha señalado con respecto a los consumidores italianos en P. Del Giovane, S. Fabiani y R. Sabbatini, «*What's behind "inflation perceptions"? A survey-based analysis of Italian consumers*», *Temi di discussione (Working papers)*, n.º 655, Banca d'Italia, enero de 2008, y a escala europea en M. Ehrmann, D. Pfajfar y D. Santoro, «*Consumers' Attitudes and Their Inflation Expectations*», *International Journal of Central Banking*, febrero de 2017, pp. 225-259.

Conclusiones

La (in)certidumbre sobre la inflación es un marco importante para analizar las expectativas cuantitativas de inflación de los consumidores

La (in)certidumbre sobre la inflación es un canal que arroja luz acerca de algunos de los aspectos más desconcertantes de las expectativas cuantitativas de inflación indicadas en la encuesta.

En primer lugar, el análisis desde la perspectiva de la (in)certidumbre contribuye a explicar por qué los agregados estimados que se pueden observar son elevados pese a que el nivel de inflación es bastante reducido. Esto se debe a que, en condiciones de incertidumbre, muchos consumidores responden con cifras redondeadas, por lo que a menudo sobrestiman la inflación en términos cuantitativos. En segundo lugar, el hecho de que el redondeo esté más extendido en algunos grupos sociodemográficos también ayuda a explicar por qué se observan percepciones y expectativas de mayor inflación en determinados colectivos con características específicas. Con todo, debe tenerse en cuenta que, aunque es posible que los consumidores que tienen más incertidumbre no cuantifiquen de forma precisa la inflación futura, sus expectativas identifican una inflación relativamente reducida y elevada de manera similar a otros consumidores con menos incertidumbre y cuyas expectativas se ajustan, en líneas generales, al ciclo de inflación observado.

La correlación negativa señalada entre las perspectivas económicas y las estimaciones de la inflación puede obedecer al aumento de la incertidumbre

Asimismo, el canal de la incertidumbre también es una posible explicación de la correlación negativa que se observa en ocasiones entre las perspectivas económicas y las expectativas de inflación.

Por tanto, ofrece una perspectiva alternativa a la opinión de que esta correlación negativa es una interpretación de la inflación desde el lado de la oferta, según la cual las personas interpretan que un incremento de la inflación esperada es inequívocamente negativo⁶. El estudio muestra que esta correlación podría reflejar una mayor incertidumbre, que, a su vez, eleva las expectativas de inflación indicadas.

Sin embargo, siguen existiendo aspectos de las expectativas de inflación de los consumidores que no pueden abordarse con los datos utilizados en este artículo.

Por ejemplo, como no se ha observado a la misma persona a lo largo del tiempo, resulta complicado entender la manera en que se forman las expectativas y la magnitud de su impacto económico. En el futuro, la encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) del BCE, cuya fase piloto se puso en marcha en 2020 y tiene una estructura de panel genuina, podría ofrecer una visión más detallada de las expectativas de los consumidores a lo largo del tiempo, de su formación y de cómo entienden y reaccionan los consumidores a la política monetaria⁷.

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

⁶ B. Candia, O. Coibion e Y. Gorodnichenko, «[Communication and the Beliefs of Economic Agents](#)», trabajo presentado en el Jackson Hole Economic Policy Symposium (simposio de política económica de Jackson Hole) organizado por el Federal Reserve Bank of Kansas City, 28 de agosto de 2020.

⁷ Para más información, véase la [encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE](#).

3 La paradoja del efectivo: entender la demanda de efectivo más allá del uso transaccional

Alejandro Zamora-Pérez

Introducción

En la zona del euro se ha observado un fenómeno conocido en inglés como *paradox of banknotes* («paradoja del efectivo»)¹; en los últimos años, la demanda de billetes en euros ha aumentado constantemente, mientras que la utilización de billetes a nivel transaccional parece haber disminuido. Según encuestas recientes sobre pagos, el porcentaje de operaciones en efectivo se ha reducido en la zona del euro. Cabría esperar que esta reducción, junto con el proceso de digitalización en curso de los pagos minoristas, se hubiera plasmado en un descenso de la demanda de efectivo², pero no ha sido así. De hecho, el número de billetes en euros en circulación ha aumentado desde 2007 (gráfico 1). Esta paradoja aparentemente contradictoria puede atribuirse a la demanda de billetes para su uso como depósito de valor en la zona del euro (por ejemplo, dinero en efectivo que atesoran los ciudadanos en su domicilio), unida a la demanda de billetes en euros de fuera de la zona. En este artículo se utilizará la evidencia disponible para explicar este fenómeno de forma más detallada.

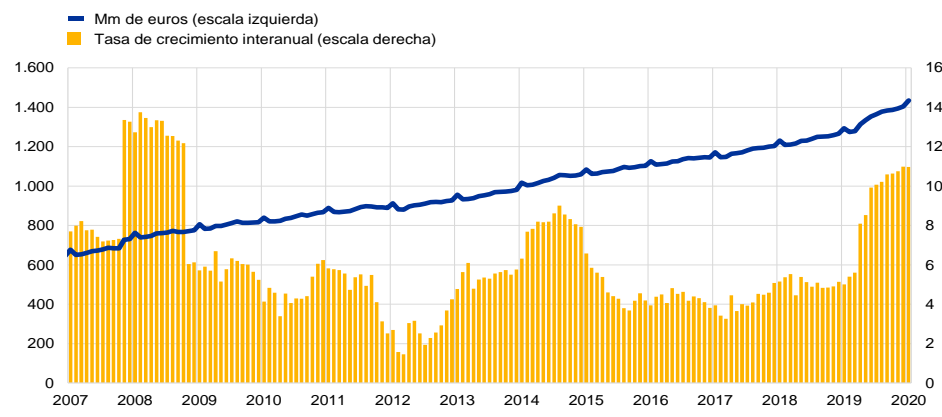
¹ Este fenómeno también se ha observado en otras monedas, particularmente las que tienen una fuerte demanda externa; la expresión fue acuñada por A. Bailey en «[Banknotes in Circulation: Still Rising: What does this Mean for the Future of Cash?](#)», discurso pronunciado en la Banknote 2009 Conference, Washington DC, 2009.

² Por simplicidad, en este artículo no se hacen referencias específicas a monedas (2 % del valor del efectivo en euros).

Gráfico 1

Billetes en euros en circulación

(escala izquierda: valor, mm de euros, datos sin desestacionalizar ni ajustar de efectos de calendario; escala derecha: porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: La última observación corresponde a diciembre de 2020. Los billetes en euros en circulación son la suma de todos los billetes emitidos en términos netos, es decir, la emisión neta (billetes emitidos menos billetes retirados) por los bancos centrales del Eurosistema desde la introducción del euro. Esta cifra incluye los billetes en poder de las entidades de crédito, las empresas y los ciudadanos dentro y fuera de la zona del euro.

Los billetes en euros en circulación han crecido de forma vigorosa desde su introducción, incluso cuando se tiene en cuenta la ratio de billetes en euros en relación con el PIB o con el agregado monetario amplio M3³. Este crecimiento se ha intensificado durante la pandemia de coronavirus (COVID-19). A finales de 2020, el valor de los billetes en euros en circulación ascendía a 1.435 mm de euros, lo que representa un incremento del 11 % con respecto a los 1.293 mm de euros de 2019 (gráfico 1). Como consecuencia de la pandemia de COVID-19, esta tasa de avance interanual fue excepcionalmente elevada en comparación con años anteriores (crecimiento interanual del 5 %, en promedio, en los diez últimos años). Solo se observó una tasa superior durante los meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008⁴. Con todo, los billetes en euros en circulación han crecido de manera muy acusada desde su introducción, incluso cuando se comparan con otras magnitudes macroeconómicas; así, por ejemplo, las ratios de billetes en euros en relación con el producto interior bruto (PIB) nominal y en relación con M3 han aumentado a lo largo de los años (gráfico 2), hasta situarse en el 10,83 % y el 9,94 % a finales de 2019, respectivamente. Lo anterior sugiere que existen determinantes singulares que explican la alta demanda de billetes en euros, distintos de la evolución de la actividad de la economía interna (PIB nominal) y diferentes de los factores que influyen en otros activos/pasivos monetarios (M3).

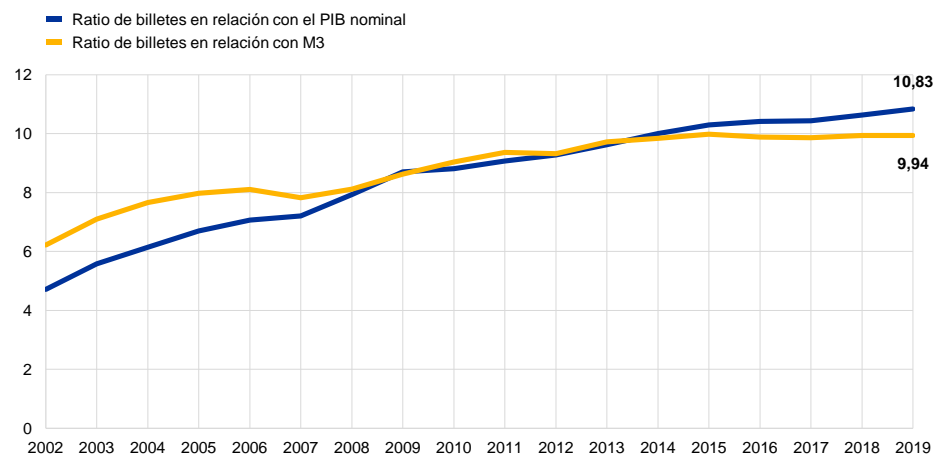
³ M3 o «agregado monetario amplio» es la suma del efectivo en circulación, los depósitos y otros pasivos monetarios líquidos.

⁴ Este y otros acontecimientos que influyen en el valor de los billetes en circulación se describen en el artículo titulado «Trends and developments in the use of euro cash over the past ten years», *Boletín Económico*, número 6, Frankfurt am Main, 2018.

Gráfico 2

Billetes en euros en relación con el PIB nominal y con M3 en la zona del euro

(porcentajes, cifras al final del año)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde a diciembre de 2019.

Comprender los factores determinantes del aumento de los billetes en circulación es importante para las principales actividades de los bancos centrales, como la gestión del efectivo y de la liquidez, las estrategias de pagos minoristas y la política monetaria. Una comprensión adecuada de la demanda de efectivo permite mejorar las actividades de gestión del efectivo y de la liquidez de los bancos centrales. Por ejemplo, si el efectivo se utiliza ampliamente como activo refugio en periodos de posibles turbulencias en los mercados, habría que mantener suficientes existencias de billetes en la reserva estratégica como medida de contingencia para atender una demanda extraordinariamente elevada en épocas de crisis⁵. Además, comprender la demanda de efectivo puede servir de base para definir estrategias de pagos minoristas bien fundamentadas, por ejemplo, realizando proyecciones sobre el uso futuro de los medios de pago, o incluso analizando la demanda potencial de dinero digital de banco central (CBDC, por sus siglas en inglés) similar al efectivo. Asimismo, la magnitud y el crecimiento de algunos componentes de la demanda de efectivo tienen implicaciones importantes a la hora de analizar la orientación de la política monetaria y su implementación en un entorno de tipos de interés bajos⁶.

Para esclarecer la «paradoja del efectivo», es importante identificar los usos principales de este instrumento de pago, aunque se trata de una labor compleja, ya que el uso del efectivo, en la mayoría de los casos, no se puede determinar. El valor de los billetes en euros en circulación puede desagregarse en tres componentes: a) el valor de los billetes utilizados para liquidar operaciones en la zona del euro, b) los billetes depositados dentro de la zona del euro y c) los entregados a residentes fuera de la zona del euro (para liquidar operaciones y como depósito de valor). Estimar la magnitud de estos componentes es fundamental para

⁵ Véase F. Panetta, «[Más allá de la política monetaria: proteger la continuidad y la seguridad de los pagos durante la crisis del coronavirus](#)», *El Blog del BCE*, 28 de abril de 2020.

⁶ Véase K. Assenmacher, F. Seitz y J. Tenhofen, «[The use of large denomination banknotes in Switzerland](#)», *International Cash Conference 2017 War on Cash: Is there a Future for Cash?*, Deutsche Bundesbank, Constanza, 2017, pp. 148-199.

comprender la «paradoja del efectivo». No obstante, la elaboración de estas estimaciones es un proceso muy complicado porque el uso del efectivo es anónimo. Los datos recopilados por el Banco Central Europeo (BCE) se refieren únicamente a los flujos de billetes a través de los bancos centrales y de los bancos comerciales, por lo que solo se puede observar una parte pequeña del ciclo del efectivo. También hay zonas grises en las que es imposible determinar si un billete se utiliza para liquidar operaciones o como depósito de valor. Con todo, sí que es posible conocer los distintos usos de los billetes a través de enfoques directos (esto es, encuestando a los usuarios de efectivo) e indirectos. Estos usos se analizarán en las secciones 2 y 3 de este artículo. En la sección 4 se abordarán los desarrollos relacionados con el COVID-19 durante 2020, haciendo hincapié en la importancia del efectivo durante las crisis.

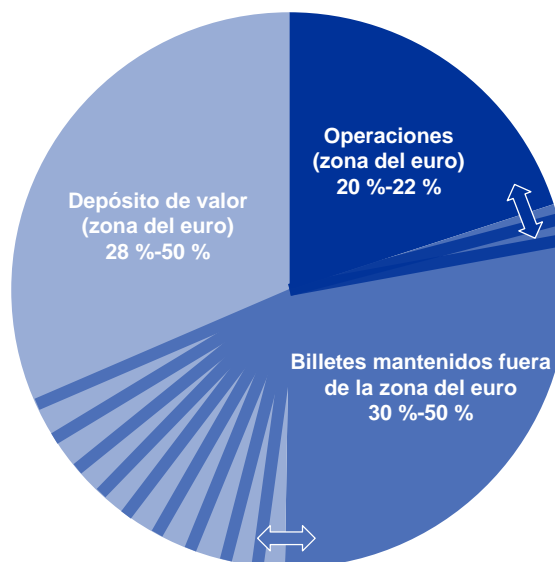
Conclusiones

El primer paso para comprender la «paradoja del efectivo» es reconocer la importancia de la demanda de efectivo como depósito de valor, así como de la demanda externa de billetes en euros. Aunque, según encuestas recientes del BCE, el efectivo sigue siendo el medio de pago más utilizado en los puntos de venta y entre particulares, el porcentaje de operaciones en efectivo frente a otros métodos de pago ha disminuido a lo largo del tiempo. Sin embargo, en general, la demanda de efectivo ha aumentado, y desagregar el valor de los billetes en circulación en sus tres componentes (demanda o uso transaccional en la zona del euro, depósito de valor dentro de la zona y demanda externa) es fundamental para explicar este aumento. Se estima que el porcentaje del valor de los billetes en circulación utilizados para liquidar operaciones en la zona del euro se sitúa entre el 20 % y el 22 % (los límites superior e inferior indican que este porcentaje puede situarse entre el 13 % y el 30 %, pero estos se basan en supuestos extremos y las estimaciones centrales se consideran razonables). Este porcentaje reducido subraya la importancia de los otros dos componentes de la demanda de efectivo: la demanda relacionada con la función de depósito de valor dentro de la zona del euro (entre el 28 % y el 50 % del valor total de los billetes en circulación en 2019) y la demanda externa de billetes en euros (entre el 30 % y el 50 % en 2019). La amplitud de los intervalos de las estimaciones señala un grado elevado de incertidumbre, debido a que no se puede observar de manera directa cómo los usuarios utilizan realmente el efectivo, lo que significa que estas estimaciones deberían considerarse con la debida cautela. La figura 1 representa la magnitud estimada de los distintos componentes de la demanda de billetes.

Figura 1

Estimaciones de los componentes de la demanda de billetes en euros en circulación

(porcentajes, cifras redondeadas sin decimales)



Fuentes: Cálculos del autor y L. Lalouette, *et al.*, *op. cit.*, 2021.

Notas: Las estimaciones de los porcentajes se refieren al valor de los billetes en circulación. Para calcular el porcentaje de la demanda interna, se utilizan las estimaciones centrales de los métodos de frecuencia estacional y de frecuencia de retorno. Por simplicidad, no se representan los límites inferior y superior derivados de supuestos extremos.

La pandemia de COVID-19 ha incrementado la demanda de efectivo por motivos de precaución (es decir, como depósito de valor) en la zona del euro, mientras que parece que la demanda transaccional ha seguido disminuyendo; aún se desconoce cómo se utilizará el efectivo después de la pandemia. La evidencia procedente de las encuestas y la reducción de los flujos de billetes hacia y desde los bancos centrales del Eurosistema sugieren que la demanda para operaciones en efectivo ha descendido. Como en otras crisis, el aumento de la demanda de efectivo ha estado impulsado por motivos de precaución, aunque esta demanda procedía, sobre todo, de la zona del euro. Será necesario obtener más evidencia en el futuro para analizar cómo se utilizará el efectivo una vez que se supere la pandemia.

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

Estadísticas

Índice

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

Información adicional

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

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (tasas de variación entre períodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro ²⁾ (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	3,6	3,0	1,3	0,6	6,7	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,2	1,4	0,3	6,0	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	.	-3,3	-9,9	-4,8	2,3	-6,6	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2020 I TR	-3,4	-1,3	-2,9	-0,6	-9,7	-3,8	2,1	2,2	2,1	0,2	0,5	5,0	1,1
II TR	-6,6	-9,0	-19,0	-8,3	11,6	-11,6	0,9	1,6	0,4	0,2	0,1	2,7	0,2
III TR	8,1	7,5	16,1	5,3	3,0	12,5	1,3	1,7	1,2	0,2	0,2	2,3	0,0
IV TR	.	1,0	1,0	3,0	2,6	-0,7	1,2	1,6	1,2	0,2	-0,8	0,1	-0,3
2020 Sep.	-	-	-	-	-	-	1,3	1,7	1,4	0,5	0,0	1,7	-0,3
Oct.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,2	0,7	-0,4	0,5	-0,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,2	0,3	-0,9	-0,5	-0,3
Dic.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,6	1,4	0,6	-1,2	0,2	-0,3
2021 Ene.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,4	0,7	-0,6	-0,3	0,9
Feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	0,9

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)									Importaciones de mercancías ¹⁾		
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global ²⁾			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,5	3,2	5,9
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,3	-0,8
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,6	-4,7	-4,6
2020 I TR	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,0	-2,0	-2,0
II TR	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-8,6	-8,6	-8,5
III TR	52,0	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	7,8	8,7	6,8
IV TR	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	4,4	4,9	3,8
2020 Sep.	53,0	54,3	56,5	46,6	54,5	50,4	53,1	53,0	51,0	7,8	8,7	6,8
Oct.	54,2	56,3	52,1	48,0	55,7	50,0	53,7	54,3	50,4	7,3	8,1	6,4
Nov.	54,8	58,6	49,0	48,1	57,5	45,3	55,3	54,7	51,6	5,7	6,7	4,6
Dic.	53,5	55,3	50,5	48,5	55,8	49,1	54,7	53,1	50,4	4,4	4,9	3,8
2021 Ene.	53,3	58,7	41,2	47,1	52,2	47,8	54,0	53,0	49,3	.	.	.
Feb.	54,2	59,5	49,6	48,2	51,7	48,8	53,6	54,4	49,8	.	.	.

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

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

2) Excluida la zona del euro.

2 Evolución financiera

2.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾						Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) ²⁾	Depósitos a la vista (eonia)	Depósitos a 1 mes (euribor)	Depósitos a 3 meses (euribor)	Depósitos a 6 meses (euribor)	Depósitos a 12 meses (euribor)	Depósitos a 3 meses (libor)	Depósitos a 3 meses (libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2020 Ago.	-0,55	-0,47	-0,52	-0,48	-0,43	-0,36	0,25	-0,05
Sep.	-0,55	-0,47	-0,52	-0,49	-0,46	-0,41	0,24	-0,09
Oct.	-0,55	-0,47	-0,54	-0,51	-0,49	-0,47	0,22	-0,10
Nov.	-0,56	-0,47	-0,54	-0,52	-0,51	-0,48	0,22	-0,10
Dic.	-0,56	-0,47	-0,56	-0,54	-0,52	-0,50	0,23	-0,10
2021 Ene.	-0,56	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,22	-0,08
Feb.	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,50	0,19	-0,09

Fuente: Refinitiv y cálculos del BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse notas generales del *Boletín Estadístico*.

2) El BCE publicó el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) por primera vez el 2 de octubre de 2019, con referencia a la actividad de negociación del 1 de octubre de 2019.

Los datos sobre períodos anteriores se refieren al *pre-€STR*, que se publicó únicamente a efectos informativos y no para que se utilizase como índice o tipo de interés de referencia en las operaciones de mercado.

2.2 Curvas de rendimiento

(fin de período; tasas en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos <i>forward</i> instantáneos			
	Zona del euro ^{1), 2)}					Zona del euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años – 1 año	10 años – 1 año	10 años – 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2020 Ago.	-0,58	-0,62	-0,66	-0,63	-0,37	0,25	0,58	0,30	-0,68	-0,71	-0,43	0,15
Sep.	-0,62	-0,64	-0,69	-0,71	-0,50	0,15	0,56	0,20	-0,69	-0,78	-0,58	-0,04
Oct.	-0,71	-0,75	-0,80	-0,81	-0,60	0,15	0,75	0,27	-0,81	-0,88	-0,68	-0,17
Nov.	-0,72	-0,72	-0,75	-0,75	-0,55	0,17	0,73	0,32	-0,75	-0,81	-0,62	-0,13
Dic.	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021 Ene.	-0,62	-0,70	-0,75	-0,74	-0,51	0,19	0,99	0,46	-0,78	-0,82	-0,58	-0,04
Feb.	-0,61	-0,65	-0,67	-0,55	-0,25	0,41	1,33	0,78	-0,69	-0,66	-0,26	0,32

Fuente: Cálculos del BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse notas generales del *Boletín Estadístico*.

2) Cálculos del BCE basados en datos brutos facilitados por EuroMTS y en calificaciones crediticias proporcionadas por Fitch Ratings.

2.3 Índices bursátiles

(niveles de los índices en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2020 Ago.	361,8	3.297,7	785,5	207,6	161,9	78,9	123,8	641,3	677,3	355,8	253,6	841,5	3.391,7	22.874,2
Sep.	359,2	3.260,7	800,6	215,7	162,0	75,4	119,0	638,1	669,1	347,2	245,9	822,8	3.365,5	23.306,9
Oct.	355,1	3.180,4	784,7	220,4	162,0	69,8	112,9	641,0	660,8	350,5	240,0	809,1	3.418,7	23.451,4
Nov.	377,7	3.391,8	824,1	238,4	167,0	80,5	130,3	692,7	653,1	364,4	249,2	820,1	3.549,0	25.384,9
Dic.	394,0	3.530,9	852,2	249,1	170,2	88,6	140,6	718,0	697,6	373,2	252,2	814,8	3.695,3	26.773,0
2021 Ene.	403,1	3.592,2	877,5	251,5	170,7	91,6	140,8	734,6	743,4	391,6	254,3	835,5	3.793,7	28.189,1
Feb.	410,0	3.667,1	873,5	258,5	168,5	90,7	146,1	751,4	785,6	372,8	253,9	851,8	3.883,4	29.458,8

Fuente: Refinitiv.

2 Evolución financiera

2.4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a los hogares y a sus depósitos (nuevas operaciones)^{1), 2)}

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda					
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses mon	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE ³⁾		Por período inicial de fijación del tipo de interés				TAE ³⁾	Indicador sintético del coste de financiación
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 a 10 años	Más de 10 años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2020 Feb.	0,02	0,36	0,33	0,70	5,62	16,60	5,48	5,58	6,13	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41
Mar.	0,02	0,36	0,31	0,64	5,60	16,19	5,47	5,45	5,88	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,65	1,39
Abr.	0,02	0,36	0,23	0,73	5,38	16,06	3,60	5,50	5,54	1,99	1,30	1,54	1,35	1,43	1,67	1,43
May	0,02	0,36	0,24	0,70	5,26	16,06	4,12	5,30	5,64	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42
Jun	0,02	0,35	0,23	0,71	5,28	16,02	4,41	5,14	5,57	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42
Jul	0,02	0,35	0,22	0,74	5,16	15,92	4,73	5,27	5,70	2,00	1,43	1,59	1,34	1,38	1,67	1,40
Ago.	0,02	0,35	0,19	0,71	5,20	15,88	5,33	5,35	5,88	1,91	1,42	1,61	1,31	1,40	1,67	1,40
Sep.	0,02	0,35	0,19	0,70	5,23	15,86	5,07	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38
Oct.	0,02	0,35	0,20	0,69	5,18	15,83	5,14	5,26	5,80	2,03	1,37	1,56	1,27	1,36	1,64	1,36
Nov.	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,78	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35
Dic.	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,78	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32
2021 Ene. ^(p)	0,01	0,35	0,21	0,68	5,01	15,80	4,85	5,32	5,87	1,91	1,35	1,50	1,29	1,35	1,60	1,33

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020 Feb.	0,00	-0,12	0,32	2,05	1,99	2,30	2,11	1,58	1,54	1,41	1,11	1,21	1,25	1,52
Mar.	0,00	-0,08	0,25	1,98	1,90	2,18	1,97	1,57	1,51	1,47	1,14	1,10	1,18	1,46
Abr.	0,00	-0,06	0,31	1,97	2,00	1,16	1,70	1,61	0,92	1,48	1,22	1,12	1,26	1,47
May	0,00	-0,10	0,39	1,89	1,87	1,21	1,62	1,54	0,86	1,56	1,23	1,07	1,31	1,46
Jun	0,00	-0,12	0,32	1,94	1,89	1,50	1,79	1,55	1,13	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49
Jul	0,00	-0,18	0,27	1,86	1,98	1,86	1,87	1,60	1,31	1,51	1,24	1,17	1,38	1,52
Ago.	0,00	-0,20	0,39	1,83	1,88	1,90	1,94	1,57	1,40	1,49	1,29	1,31	1,20	1,51
Sep.	0,00	-0,20	0,26	1,88	1,95	2,11	1,94	1,55	1,43	1,49	1,22	1,32	1,31	1,52
Oct.	0,00	-0,21	0,26	1,82	1,95	2,21	1,96	1,56	1,46	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53
Nov.	-0,01	-0,20	0,42	1,83	2,00	2,01	1,98	1,58	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
Dic.	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,04	1,94	1,94	1,62	1,43	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021 Ene. ^(p)	-0,01	-0,14	0,45	1,84	2,16	2,00	1,92	1,62	1,44	1,41	1,18	1,19	1,29	1,51

Fuente: BCE.

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

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

2 Evolución financiera

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
	1	2	Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas	8	9	Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Corto plazo														
2018	1.217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1.522	452	154	.	97	700	118	447	170	69	.	45	114	49
2020 Ago.	1.668	505	156	.	121	744	142	384	153	56	.	29	112	34
Sep.	1.690	511	165	.	113	754	146	453	181	63	.	43	126	40
Oct.	1.659	504	158	.	114	742	141	392	181	42	.	36	93	40
Nov.	1.626	493	153	.	116	731	132	393	193	39	.	37	83	41
Dic.	1.522	452	154	.	97	700	118	324	153	59	.	30	51	31
2021 Ene.	1.575	494	147	.	99	704	131	465	219	44	.	37	121	43
Largo plazo														
2018	15.744	3.687	3.162	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.312	3.817	3.398	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.242	3.891	3.195	.	1.449	7.982	725	295	67	70	.	27	114	16
2020 Ago.	17.191	3.928	3.172	.	1.442	7.969	680	161	21	45	.	3	85	8
Sep.	17.286	3.946	3.179	.	1.460	8.006	694	315	65	80	.	27	124	19
Oct.	17.287	3.937	3.204	.	1.456	7.978	713	275	47	78	.	27	91	32
Nov.	17.267	3.915	3.187	.	1.456	7.987	722	218	42	62	.	18	79	17
Dic.	17.242	3.891	3.195	.	1.449	7.982	725	199	38	102	.	17	36	7
2021 Ene.	17.354	3.892	3.201	.	1.457	8.069	736	308	81	55	.	21	133	19

Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Públicas				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldo vivo											
2018	16.961,3	4.191,4	3.332,0	.	1.318,6	7.445,8	673,5	7.023,4	465,0	1.099,2	5.459,2
2019	17.594,9	4.366,8	3.578,5	.	1.405,9	7.557,2	686,5	8.587,9	538,4	1.410,6	6.638,9
2020	18.763,9	4.343,3	3.348,5	.	1.546,3	8.682,6	843,1	8.442,0	460,7	1.351,3	6.630,0
2020 Ago.	18.859,7	4.432,8	3.328,3	.	1.563,5	8.713,2	821,9	7.723,5	395,0	1.191,2	6.137,3
Sep.	18.976,2	4.457,8	3.344,5	.	1.573,5	8.760,5	839,9	7.537,2	364,9	1.127,7	6.044,6
Oct.	18.945,6	4.440,2	3.361,7	.	1.569,6	8.720,1	854,1	7.230,6	348,2	1.102,7	5.779,7
Nov.	18.892,5	4.407,9	3.340,3	.	1.572,3	8.717,8	854,2	8.232,3	448,2	1.312,8	6.471,2
Dic.	18.763,9	4.343,3	3.348,5	.	1.546,3	8.682,6	843,1	8.442,0	460,7	1.351,3	6.630,0
2021 Ene.	18.928,9	4.385,3	3.347,8	.	1.555,8	8.773,2	866,7	8.327,8	437,5	1.344,7	6.545,6
Tasa de crecimiento											
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	7,4	1,2	2,6	.	12,3	10,9	24,3	1,3	0,0	3,0	1,1
2020 Ago.	7,7	2,8	4,6	.	12,1	10,2	18,2	0,3	-0,1	0,5	0,3
Sep.	7,9	2,7	4,3	.	11,7	10,6	21,2	0,6	-0,1	0,5	0,7
Oct.	8,2	2,5	4,4	.	11,9	11,0	24,2	1,0	0,1	2,2	0,8
Nov.	7,4	1,7	2,5	.	11,7	10,7	24,4	1,2	0,0	2,1	1,1
Dic.	7,4	1,2	2,6	.	12,3	10,9	24,3	1,3	0,0	3,0	1,1
2021 Ene.	7,4	0,2	2,9	.	11,5	11,3	25,4	1,4	0,0	4,3	1,0

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

2.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM reales ²⁾	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	100,0	95,7	94,0	90,5	80,6	95,8	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	78,9	93,1	115,5	92,4
2020	99,7	93,7	94,1	.	.	.	119,4	94,0
2020 I TR	97,5	91,8	92,4	88,0	78,2	92,9	115,2	91,2
II TR	98,8	93,1	93,2	88,6	81,6	93,8	118,1	93,3
III TR	101,2	94,9	95,3	90,0	78,7	94,5	121,7	95,6
IV TR	101,3	94,9	95,3	.	.	.	122,3	95,7
2020 Sep.	101,6	95,0	95,6	-	-	-	122,5	95,8
Oct.	101,4	94,8	95,3	-	-	-	122,4	95,7
Nov.	100,7	94,4	94,7	-	-	-	121,6	95,2
Dic.	101,9	95,4	95,9	-	-	-	123,0	96,1
2021 Ene.	101,4	95,7	95,2	-	-	-	122,4	96,3
Feb.	100,8	95,3	94,5	-	-	-	121,5	95,8
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2021 Feb.	-0,7	-0,4	-0,7	-	-	-	-0,7	-0,5
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2021 Feb.	4,6	5,0	3,4	-	-	-	7,0	6,6

Fuente: BCE.

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

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

2.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslopi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2020 I TR	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
II TR	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	4,8378	10,651	1,061	1,101
III TR	8,086	7,527	26,479	7,445	353,600	124,049	4,441	0,905	4,8454	10,364	1,075	1,169
IV TR	7,901	7,559	26,667	7,443	360,472	124,607	4,505	0,903	4,8718	10,268	1,078	1,193
2020 Sep.	8,033	7,542	26,741	7,442	360,605	124,501	4,473	0,909	4,8602	10,428	1,079	1,179
Oct.	7,923	7,575	27,213	7,442	362,529	123,889	4,541	0,907	4,8747	10,397	1,074	1,178
Nov.	7,815	7,562	26,466	7,446	359,842	123,610	4,495	0,896	4,8704	10,231	1,079	1,184
Dic.	7,960	7,542	26,311	7,441	359,016	126,278	4,479	0,906	4,8703	10,174	1,081	1,217
2021 Ene.	7,873	7,565	26,141	7,439	359,194	126,308	4,533	0,893	4,8732	10,095	1,079	1,217
Feb.	7,814	7,573	25,876	7,437	358,151	127,493	4,497	0,873	4,8750	10,089	1,086	1,210
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2021 Feb.	-0,8	0,1	-1,0	0,0	-0,3	0,9	-0,8	-2,2	0,0	-0,1	0,6	-0,6
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2021 Feb.	2,4	1,6	3,3	-0,5	6,2	6,2	5,1	3,8	1,9	-4,5	2,0	10,9

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Total ¹⁾			Inversion directa		Inversion de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversion		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2019 IV TR	27.829,5	27.882,0	-52,5	11.517,1	9.375,3	9.891,3	12.093,9	-85,5	5.693,1	6.412,8	813,6	14.759,7
2020 I TR	27.462,6	27.541,7	-79,1	11.265,3	9.318,6	8.883,9	11.121,5	-99,0	6.546,2	7.101,6	866,3	15.525,9
II TR	28.140,0	28.240,0	-100,0	11.316,2	9.503,7	9.854,1	11.939,3	-70,7	6.135,5	6.797,0	905,0	15.283,6
III TR	28.088,2	28.098,3	-10,1	11.165,5	9.335,2	9.972,6	12.062,8	-97,6	6.138,1	6.700,3	909,6	15.138,5
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2020 III TR	246,0	246,1	-0,1	97,8	81,8	87,3	105,6	-0,9	53,8	58,7	8,0	132,6
Transacciones												
2020 I TR	608,6	594,5	14,1	-33,0	-59,8	-129,0	59,6	12,3	754,8	594,7	3,4	-
II TR	153,0	111,7	41,4	81,7	173,6	383,2	201,2	38,0	-353,1	-263,1	3,2	-
III TR	195,6	101,1	94,5	39,3	-15,8	86,8	113,7	-31,0	97,1	3,2	3,4	-
IV TR	135,0	-11,0	146,0	-41,9	68,3	302,7	-210,8	-9,6	-118,3	131,5	2,1	-
2020 Jul	205,6	206,3	-0,7	64,1	39,9	9,5	59,0	5,1	127,4	107,5	-0,6	-
Ago.	48,9	-2,5	51,4	16,4	-7,5	57,8	33,4	-14,4	-12,2	-28,5	1,3	-
Sep.	-58,9	-102,8	43,8	-41,3	-48,3	19,5	21,3	-21,6	-18,2	-75,8	2,6	-
Oct.	166,5	134,1	32,4	13,2	-4,7	65,8	-18,5	-0,2	84,8	157,3	2,9	-
Nov.	219,9	188,7	31,2	34,8	100,6	85,8	-87,9	12,6	89,3	176,0	-2,6	-
Dic.	-251,4	-333,9	82,4	-89,9	-27,6	151,1	-104,5	-22,0	-292,4	-201,8	1,7	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2020 Dic.	1.092,2	796,2	296,0	46,1	166,3	643,8	163,6	9,7	380,5	466,2	12,1	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2020 Dic.	9,7	7,0	2,6	0,4	1,5	5,7	1,4	0,1	3,4	4,1	0,1	-

Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total		Demanda interna							Saldo exterior ¹⁾		
	Total	Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾	
					Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2018	11.588,3	11.120,3	6.222,7	2.369,0	2.431,4	1.178,2	746,0	500,7	97,2	468,0	5.575,9	5.107,9
2019	11.937,2	11.489,4	6.376,3	2.454,4	2.622,6	1.257,9	771,1	586,9	36,1	447,7	5.758,9	5.311,2
2020	11.317,6	10.865,7	5.894,3	2.552,8	2.433,4	1.205,6	678,7	542,0	-14,8	452,0	5.150,9	4.698,9
2020 I TR	2.912,3	2.818,1	1.537,3	626,8	645,4	309,7	174,8	159,3	8,5	94,2	1.389,7	1.295,5
II TR	2.599,7	2.519,4	1.343,3	629,7	540,9	272,6	142,1	124,5	5,5	80,3	1.108,2	1.027,9
III TR	2.898,3	2.760,8	1.527,4	645,3	615,7	309,3	179,1	125,5	-27,6	137,5	1.296,9	1.159,4
IV TR	2.897,0	2.759,8	1.484,5	651,7	625,8	311,4	180,4	132,3	-2,2	137,2	1.350,1	1.212,9
en porcentaje del PIB												
2020	100,0	96,0	52,1	22,6	21,5	10,7	6,0	4,8	-0,1	4,0	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2020 I TR	-3,8	-3,4	-4,5	-0,3	-5,9	-2,8	-9,5	-7,5	-	-	-3,7	-2,9
II TR	-11,6	-11,0	-12,6	-2,2	-16,1	-12,3	-18,9	-20,8	-	-	-18,8	-18,2
III TR	12,5	10,2	14,1	4,6	13,9	13,8	26,0	0,7	-	-	16,7	11,8
IV TR	-0,7	-0,6	-3,0	0,4	1,6	0,2	0,8	6,0	-	-	3,5	4,1
tasas de variación interanual												
2018	1,9	1,9	1,5	1,2	3,2	3,8	3,7	1,2	-	-	3,6	3,7
2019	1,3	1,9	1,3	1,8	5,7	3,4	2,1	16,4	-	-	2,5	3,9
2020	-6,6	-6,4	-8,0	1,2	-8,3	-5,7	-12,8	-8,2	-	-	-9,4	-9,2
2020 I TR	-3,3	-1,7	-3,9	1,1	0,8	-2,8	-10,2	26,9	-	-	-3,1	0,3
II TR	-14,6	-14,0	-16,1	-1,5	-20,8	-14,5	-27,3	-25,4	-	-	-21,4	-20,6
III TR	-4,2	-4,1	-4,6	2,4	-4,6	-3,5	-8,4	-1,7	-	-	-9,0	-9,2
IV TR	-4,9	-5,8	-7,6	2,5	-8,7	-2,8	-6,9	-21,8	-	-	-5,6	-7,6
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2020 I TR	-3,8	-3,3	-2,4	-0,1	-1,3	-0,3	-0,6	-0,4	0,5	-0,5	-	-
II TR	-11,6	-10,7	-6,7	-0,5	-3,6	-1,3	-1,1	-1,1	0,0	-0,9	-	-
III TR	12,5	10,0	7,4	1,1	2,9	1,4	1,4	0,0	-1,4	2,5	-	-
IV TR	-0,7	-0,6	-1,6	0,1	0,3	0,0	0,0	0,3	0,6	-0,1	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2018	1,9	1,8	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,4	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2020	-6,6	-6,1	-4,3	0,2	-1,8	-0,6	-0,8	-0,4	-0,3	-0,5	-	-
2020 I TR	-3,3	-1,7	-2,1	0,2	0,2	-0,3	-0,7	1,1	0,0	-1,6	-	-
II TR	-14,6	-13,6	-8,6	-0,3	-4,7	-1,5	-1,8	-1,4	0,0	-1,0	-	-
III TR	-4,2	-3,9	-2,5	0,5	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,3	-	-
IV TR	-4,9	-5,6	-4,1	0,5	-2,0	-0,3	-0,4	-1,2	-0,1	0,7	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3 Actividad económica

3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2018	10.384,2	174,6	2.052,2	528,1	1.964,0	500,5	476,9	1.167,2	1.207,0	1.957,5	356,2	1.204,0
2019	10.695,4	178,8	2.064,2	570,0	2.028,0	530,7	481,5	1.204,8	1.252,7	2.019,8	364,9	1.241,8
2020	10.186,0	176,8	1.930,7	558,2	1.779,9	536,1	473,2	1.214,9	1.157,0	2.045,2	314,0	1.131,6
2020 I TR	2.620,1	44,6	498,6	141,4	479,0	133,2	120,9	302,2	306,1	507,6	86,4	292,2
II TR	2.341,0	44,7	427,4	125,8	379,1	127,6	115,7	296,3	262,2	492,8	69,5	258,7
III TR	2.605,5	43,8	493,3	144,4	469,1	137,0	118,7	305,3	291,9	520,0	82,0	292,7
IV TR	2.605,5	43,9	512,1	145,9	451,3	136,6	117,6	306,6	297,1	519,6	74,8	291,4
en porcentaje del valor añadido												
2020	100,0	1,7	19,0	5,5	17,5	5,3	4,6	11,9	11,4	20,1	3,1	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2020 I TR	-3,4	-2,1	-3,8	-3,4	-6,2	-1,3	-1,0	-1,1	-3,4	-2,1	-6,8	-6,9
II TR	-11,8	0,1	-14,9	-12,3	-21,3	-4,3	-2,1	-2,5	-15,0	-6,4	-23,6	-9,5
III TR	12,2	0,6	15,9	14,2	23,4	7,2	2,9	2,5	11,6	9,1	22,5	14,4
IV TR	-0,7	0,6	2,9	0,0	-4,2	-0,5	-0,5	-0,1	0,8	-1,1	-11,8	0,0
tasas de variación interanual												
2018	1,9	-0,2	1,6	2,4	1,8	6,4	0,9	1,3	3,7	1,0	0,9	1,6
2019	1,3	1,0	-0,9	3,0	2,0	4,7	1,3	1,5	1,7	1,0	1,3	1,5
2020	-6,5	-1,0	-7,6	-5,8	-13,2	0,4	-1,2	-0,9	-9,0	-2,4	-17,7	-7,2
2020 I TR	-2,9	-1,6	-4,9	-3,1	-5,8	2,1	-0,5	0,4	-2,8	-1,4	-6,4	-6,3
II TR	-14,6	-1,3	-18,9	-14,8	-25,9	-4,6	-3,2	-2,4	-17,7	-7,8	-28,7	-15,2
III TR	-4,3	-0,6	-5,8	-3,2	-8,9	2,2	-0,5	-0,4	-8,3	0,4	-12,6	-3,7
IV TR	-5,1	-0,9	-2,4	-3,2	-12,8	0,8	-0,8	-1,1	-7,6	-1,1	-23,2	-3,7
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2020 I TR	-3,4	0,0	-0,7	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	-
II TR	-11,8	0,0	-2,9	-0,7	-3,9	-0,2	-0,1	-0,3	-1,8	-1,2	-0,8	-
III TR	12,2	0,0	2,9	0,8	3,8	0,4	0,1	0,3	1,3	1,9	0,6	-
IV TR	-0,7	0,0	0,6	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,4	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
2018	1,9	0,0	0,3	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2020	-6,5	0,0	-1,5	-0,3	-2,5	0,0	-0,1	-0,1	-1,0	-0,5	-0,6	-
2020 I TR	-2,9	0,0	-0,9	-0,2	-1,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-
II TR	-14,6	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,1	-0,3	-2,1	-1,5	-1,0	-
III TR	-4,3	0,0	-1,1	-0,2	-1,7	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,1	-0,4	-
IV TR	-5,1	0,0	-0,5	-0,2	-2,4	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-0,2	-0,8	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Actividad económica

3.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3 Actividad económica

3.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones	Sub-empleo, % de población activa	Desempleo ¹⁾											Tasa de vacantes ³⁾
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa ²⁾	Por edad				Por sexo				
						Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
			Millones	% de población activa		Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	% total puestos de trabajo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
			100,0			82,0		18,3		51,3		48,7		
2018	162,486	3,7	13,203	8,1	3,8	10,814	7,3	2,390	16,8	6,803	7,8	6,400	8,5	2,1
2019	163,200	3,5	12,233	7,5	3,3	9,999	6,7	2,234	15,6	6,269	7,2	5,963	7,9	2,3
2020	.	.	12,706	7,8	.	.	6,9	.	17,1	6,514	7,5	6,192	8,2	1,8
2020 I TR	162,385	3,4	11,852	7,3	3,1	9,617	6,5	2,235	15,8	6,028	6,9	5,824	7,7	1,9
II TR	159,969	3,5	11,886	7,4	2,5	9,589	6,6	2,297	16,8	6,258	7,3	5,629	7,6	1,6
III TR	162,001	3,6	13,373	8,3	3,1	10,769	7,3	2,604	18,5	6,832	7,9	6,540	8,7	1,7
IV TR	.	.	13,712	8,2	.	.	7,4	.	17,3	6,937	7,7	6,775	8,8	1,9
2020 Ago.	-	-	14,219	8,7	-	11,553	7,7	2,666	18,9	7,201	8,2	7,018	9,2	-
Sep.	-	-	14,167	8,6	-	11,621	7,7	2,545	18,0	7,117	8,1	7,050	9,2	-
Oct.	-	-	13,745	8,4	-	11,312	7,5	2,433	17,4	6,911	7,9	6,834	9,0	-
Nov.	-	-	13,332	8,1	-	10,952	7,3	2,379	17,2	6,719	7,7	6,613	8,7	-
Dic.	-	-	13,274	8,1	-	10,903	7,3	2,371	17,2	6,723	7,7	6,550	8,6	-
2021 Ene.	-	-	13,282	8,1	-	10,926	7,3	2,356	17,1	6,733	7,7	6,549	8,6	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Sin desestacionalizar.

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

3.5 Indicadores económicos a corto plazo

	Producción industrial						Producción de la construcción	Indicador del BCE sobre nuevos pedidos industriales	Ventas del comercio al por menor				Matriculaciones de automóviles
	Total (excluida construcción)		Principales ramas de actividad						Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
tasas de variación interanual													
2018	0,7	0,9	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,8	2,8	1,6	1,4	2,0	0,6	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	-4,3	2,4	0,9	3,8	0,7	1,8
2020	-8,7	-9,1	-7,5	-13,3	-4,7	-5,4	-5,9	-10,7	-1,1	3,6	-2,7	-14,5	-25,0
2020 I TR	-6,0	-6,1	-5,4	-10,2	-0,6	-5,4	-3,7	-6,5	-1,3	4,8	-4,5	-10,0	-27,4
II TR	-20,1	-21,2	-19,5	-28,0	-13,2	-10,4	-15,4	-26,4	-6,7	2,9	-10,8	-29,2	-50,8
III TR	-6,9	-7,2	-5,7	-11,6	-2,2	-4,1	-2,2	-7,7	2,4	2,5	3,2	-5,0	-6,9
IV TR	-1,8	-1,9	1,3	-3,8	-2,7	-2,1	-2,0	-2,1	1,1	4,4	0,6	-14,0	-9,2
2020 Ago.	-6,8	-7,3	-5,0	-12,6	-2,9	-3,2	0,4	-7,0	4,5	3,8	6,3	-3,8	-15,7
Sep.	-6,6	-7,1	-3,4	-13,1	-1,9	-2,5	-2,5	-5,8	2,5	2,7	3,5	-5,3	-1,8
Oct.	-3,7	-4,3	-1,0	-8,1	-2,2	0,5	-1,9	-3,1	4,4	5,0	5,6	-9,2	-4,8
Nov.	-0,6	-0,3	1,3	0,1	-2,6	-4,9	-0,6	-1,9	-1,9	2,4	-2,6	-18,4	-14,9
Dic.	-0,8	-1,0	4,1	-3,1	-3,2	-1,9	-2,3	-1,3	0,9	5,6	-0,6	-14,7	-8,0
2021 Ene.	.	.	.	.	.	.	.	.	-6,4	5,9	-13,6	-18,3	-18,8
tasas de variación intermensual (d.)													
2020 Ago.	0,8	0,3	3,4	-1,3	-0,8	3,4	4,0	4,0	3,9	2,1	5,6	1,8	-0,6
Sep.	-0,1	0,0	0,7	0,9	1,4	-0,7	-2,9	1,1	-1,5	-1,4	-1,7	-1,6	0,9
Oct.	2,5	2,3	2,3	2,9	0,4	2,3	0,3	2,5	1,6	2,3	1,7	-3,6	3,0
Nov.	2,6	3,4	1,8	6,8	-1,2	-4,0	2,3	0,8	-5,4	-2,2	-7,3	-11,4	-7,2
Dic.	-1,6	-1,7	1,0	-3,1	-0,2	1,4	-3,7	-0,1	1,8	2,3	1,0	4,7	10,4
2021 Ene.	.	.	.	.	.	.	.	.	-5,9	1,1	-12,0	-1,1	-22,5

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

3 Actividad económica

3.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)				
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de producción
		Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	99,3	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2018	111,8	6,7	83,7	-4,8	7,2	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,6	-5,2	82,0	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,2	-14,4	74,0	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2020 I TR	100,8	-8,2	74,6	-8,6	3,6	-3,0	6,7	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
II TR	72,0	-27,3	70,2	-18,5	-14,5	-26,4	-39,2	85,6	40,1	34,2	30,3	31,3
III TR	88,5	-13,6	74,2	-14,4	-10,6	-11,3	-18,0	85,9	52,4	56,0	51,1	52,4
IV TR	91,4	-8,8	76,9	-15,6	-8,3	-10,9	-15,4	85,6	54,6	56,7	45,0	48,1
2020 Sep.	92,3	-11,5	-	-13,6	-9,1	-8,5	-11,0	-	53,7	57,1	48,0	50,4
Oct.	92,5	-9,3	76,3	-15,5	-8,0	-6,9	-12,0	86,2	54,8	58,4	46,9	50,0
Nov.	89,3	-10,2	-	-17,6	-9,0	-12,7	-17,0	-	53,8	55,3	41,7	45,3
Dic.	92,4	-6,8	-	-13,8	-8,0	-13,2	-17,1	-	55,2	56,3	46,4	49,1
2021 Ene.	91,5	-6,1	77,5	-15,5	-7,7	-18,5	-17,7	85,1	54,8	54,6	45,4	47,8
Feb.	93,4	-3,3	-	-14,8	-7,5	-19,1	-17,1	-	57,9	57,6	45,7	48,8

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

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) ¹⁾		Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB		Tasas de variación interanual		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,2	93,7	1,7	2,3	5,4	4,3	4,1	35,0	6,9	77,3	4,1	9,6	2,7
2018	12,4	93,4	1,8	2,0	6,4	2,6	4,7	35,4	5,8	77,9	1,9	7,0	1,4
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	4,9	5,8	3,9	34,6	5,7	77,7	2,4	3,4	1,9
2019 IV TR	12,9	93,8	1,0	2,6	2,5	5,8	3,9	34,6	5,7	77,7	2,4	-8,1	1,9
2020 I TR	13,8	93,6	0,8	2,6	-0,9	2,9	4,2	33,7	4,6	78,9	2,5	1,4	2,1
II TR	16,5	95,0	-3,5	3,3	-14,8	4,0	4,4	31,2	4,1	83,6	2,8	-28,8	1,9
III TR	17,6	95,7	1,1	3,5	-2,2	3,8	4,6	30,5	3,4	83,8	3,3	-14,2	2,1

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

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

3 Actividad económica

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

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital ¹⁾	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria			
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020 I TR	1.058,4	1.007,7	50,7	586,9	497,5	242,1	251,8	200,1	192,5	29,4	65,9	10,8	10,8
II TR	860,0	817,9	42,1	467,0	413,2	190,7	182,9	176,0	152,2	26,4	69,6	10,6	15,6
III TR	948,7	881,0	67,7	548,3	455,0	193,0	184,8	179,0	179,2	28,4	62,0	11,1	10,2
IV TR	1.000,4	912,8	87,6	586,8	480,8	214,9	185,0	170,1	173,4	28,6	73,7	22,8	18,3
2020 Jul	310,6	293,5	17,1	178,7	149,5	63,3	60,8	59,0	62,0	9,6	21,1	3,4	3,8
Ago.	314,3	290,9	23,4	182,5	151,2	62,4	60,8	60,0	59,2	9,4	19,8	4,2	2,6
Sep.	323,7	296,6	27,1	187,0	154,3	67,4	63,2	59,9	58,0	9,4	21,2	3,5	3,8
Oct.	330,8	305,0	25,8	191,6	157,3	71,8	63,0	57,5	62,5	10,0	22,2	4,3	3,5
Nov.	336,0	310,8	25,1	195,5	162,0	72,0	61,9	58,7	58,1	9,7	28,8	4,1	3,3
Dic.	333,7	297,0	36,7	199,7	161,5	71,2	60,1	53,9	52,7	8,9	22,7	14,4	11,5
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2020 Dic.	3.867,5	3.619,4	248,0	2.188,9	1.846,4	840,7	804,5	725,1	697,2	112,8	271,3	55,4	54,8
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2020 Dic.	34,2	32,0	2,2	19,4	16,3	7,4	7,1	6,4	6,2	1,0	2,4	0,5	0,5

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

3.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro¹⁾, en términos nominales y reales por grupos de productos²⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu- facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufac- turas	Petró- leo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2020 I TR	-1,6	-4,1	578,6	274,6	116,2	176,2	480,8	507,4	282,6	83,1	134,1	370,7	55,7
II TR	-23,6	-21,6	447,0	218,0	87,6	133,0	369,3	423,1	220,7	77,5	119,2	319,7	26,1
III TR	-8,7	-11,5	531,3	248,3	107,8	164,9	447,9	469,1	243,0	83,6	134,0	358,9	34,3
IV TR	-2,9	-6,0	566,9	.	.	.	479,6	489,4	.	.	.	376,5	.
2020 Jul	-10,6	-14,4	172,9	80,3	35,0	54,6	145,6	154,4	80,0	28,1	43,7	116,9	11,4
Ago.	-12,5	-13,4	176,0	82,1	35,8	54,4	147,7	155,2	79,9	27,7	44,6	119,7	11,8
Sep.	-3,5	-6,9	182,4	85,8	37,0	55,9	154,7	159,5	83,0	27,9	45,7	122,2	11,1
Oct.	-9,1	-11,6	186,0	86,1	37,2	59,0	157,7	160,9	85,5	26,9	44,9	122,5	11,1
Nov.	-1,1	-4,4	189,4	89,0	36,6	59,9	160,7	164,5	86,9	28,9	45,6	127,7	11,2
Dic.	2,3	-1,4	191,6	.	.	.	161,2	164,0	.	.	.	126,3	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2020 I TR	-4,0	-4,7	103,8	106,5	100,5	102,7	102,3	104,0	103,4	100,7	108,9	105,0	97,5
II TR	-23,6	-16,3	81,6	86,5	76,1	79,0	79,1	92,3	90,2	94,8	97,2	91,2	81,1
III TR	-7,2	-7,0	98,5	100,1	94,9	99,4	97,9	101,7	97,1	104,5	110,5	104,0	81,1
IV TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Jun	-10,6	-7,7	89,8	91,8	83,8	90,9	88,0	95,9	91,3	101,1	104,1	97,0	81,1
Jul	-9,7	-10,3	95,5	96,1	92,2	98,4	94,7	100,1	95,6	104,4	108,0	101,3	80,0
Ago.	-10,8	-9,7	98,0	99,5	94,8	98,3	96,9	100,6	95,7	102,9	110,2	103,6	81,2
Sep.	-1,1	-1,0	101,9	104,6	97,8	101,4	102,0	104,4	100,0	106,3	113,3	106,9	82,2
Oct.	-7,6	-6,7	103,1	103,3	98,5	106,6	103,1	104,5	101,8	102,1	110,9	106,5	83,9
Nov.	0,3	0,5	104,6	107,2	95,8	107,3	104,5	106,0	102,9	106,9	112,4	110,3	83,4

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

4 Precios y costes

4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾						Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
			Total, excluidos energía y alimentos										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2020 I TR	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,6	1,4	0,1	-1,3	0,1	1,2	0,8
II TR	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,7	3,5	-0,1	-7,9	0,3	0,2	0,5
III TR	105,1	0,0	0,6	-0,7	0,7	0,0	-0,2	-1,9	0,4	0,9	-0,1	-0,1	0,4
IV TR	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,5	-0,6	0,5	0,3	-0,4	0,6
2020 Sep.	105,0	-0,3	0,2	-1,0	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,4
Oct.	105,2	-0,3	0,2	-0,8	0,4	0,1	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	-0,4	0,6
Nov.	104,8	-0,3	0,2	-1,0	0,6	0,1	0,1	0,7	-0,1	-0,1	0,2	-0,4	0,5
Dic.	105,2	-0,3	0,2	-1,0	0,7	0,1	0,0	-1,6	-0,1	1,6	0,2	-0,4	0,6
2021 Ene.	105,3	0,9	1,4	0,5	1,4	1,1	0,4	0,2	2,0	3,8	0,3	0,8	1,4
Feb. ³⁾	105,5	0,9	1,1	.	1,2	0,0	0,2	0,2	-0,4	0,9	0,1	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Alquileres					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2020 I TR	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5
II TR	3,4	2,3	6,7	-2,7	0,2	-10,3	1,4	1,3	1,1	0,1	1,2	1,5
III TR	1,8	1,5	2,8	-2,0	0,4	-8,1	1,3	1,2	-0,4	-0,7	0,6	1,4
IV TR	1,7	1,2	3,5	-2,4	-0,3	-7,8	1,2	1,2	-0,6	-1,5	0,6	1,3
2020 Sep.	1,8	1,4	3,1	-2,5	-0,3	-8,2	1,3	1,2	-0,6	-0,8	0,3	1,3
Oct.	2,0	1,3	4,3	-2,3	-0,1	-8,2	1,2	1,2	-0,9	-1,8	0,4	1,2
Nov.	1,9	1,2	4,2	-2,5	-0,3	-8,3	1,2	1,2	-0,6	-1,3	0,5	1,3
Dic.	1,3	1,1	2,1	-2,3	-0,5	-6,9	1,2	1,2	-0,3	-1,4	0,7	1,3
2021 Ene.	1,5	1,3	2,0	-0,1	1,5	-4,2	1,2	1,1	1,0	-0,3	1,8	1,5
Feb. ³⁾	1,4	1,3	1,4	.	1,0	-1,7	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

4 Precios y costes

4.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción ¹⁾										Con- strucción ²⁾	Precios de los inmuebles residen- ciales ³⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ³⁾
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía			
		Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo							
						Total	Alimen- tación, bebidas y tabaco	No ali- men- tación					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,4	4,8	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,0	4,2	4,6
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	.	.	.
2020 I TR	103,7	-1,7	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,4	1,5	5,0	3,9
II TR	100,2	-4,5	-3,0	-0,5	-2,7	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	0,8	5,0	5,8
III TR	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,7	5,1	.
IV TR	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	.	.	.
2020 Ago.	101,3	-2,6	-1,8	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,5	-8,7	-	-	-
Sep.	101,7	-2,3	-2,2	-0,3	-1,6	0,8	0,4	0,1	0,6	-8,3	-	-	-
Oct.	102,1	-2,0	-1,9	-0,2	-1,3	0,8	0,3	0,0	0,7	-7,7	-	-	-
Nov.	102,4	-2,0	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,1	-0,4	0,7	-7,6	-	-	-
Dic.	103,3	-1,1	-1,3	0,1	-0,1	0,8	-0,3	-1,0	0,6	-4,8	-	-	-
2021 Ene.	104,7	0,0	-0,6	0,7	0,9	0,8	-0,4	-1,0	0,6	-1,6	-	-	-

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

1) Únicamente ventas interiores.

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

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

4.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)					
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exporta- ciones ¹⁾	Importa- ciones ¹⁾		Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ³⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali- men- tación	No alimen- tación	Total	Ali- men- tación	No alimen- tación
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,7	-5,9	4,3	-0,3	-5,7	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,8	2,1	0,7	0,1	57,2	1,6	3,7	-0,1	2,6	7,4	-2,3
2020	106,8	1,5	1,0	0,5	2,8	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,5	-0,3	-0,9	0,0	-1,8
2020 I TR	106,4	1,8	1,3	1,1	2,4	1,7	0,0	-1,2	45,9	1,8	7,4	-3,1	1,2	7,1	-4,9
II TR	107,4	2,3	1,3	0,7	4,7	1,1	-2,0	-4,3	28,5	-2,4	4,0	-8,1	-4,3	0,1	-9,2
III TR	106,4	1,0	0,6	0,1	2,1	0,6	-1,8	-2,8	36,5	2,1	1,9	2,4	-0,4	-1,6	1,0
IV TR	107,1	1,1	0,9	0,0	2,1	1,4	-1,4	-2,2	37,4	4,4	0,8	7,9	0,0	-5,2	6,2
2020 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,9	3,6	4,0	3,2	1,0	0,2	1,9
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	34,4	2,7	2,6	2,9	0,0	-1,3	1,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	3,7	0,7	6,6	-1,6	-7,0	5,0
Dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,0	6,7	-0,8	14,0	1,6	-7,1	12,0
2021 Ene.	-	-	-	-	-	-	-	-	44,8	10,9	4,4	17,0	6,3	-0,9	14,8
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,2	17,1	8,3	25,6	13,2	4,9	23,0

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

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

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

4 Precios y costes

4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)					Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,3	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2018	11,5	7,5	9,6	12,6	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,2	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,3	1,6	-0,8	-5,8	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2020 I TR	2,0	6,7	7,5	4,0	13,2	45,6	54,7	48,0	49,7
II TR	-6,9	-3,6	-7,4	-11,6	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3
III TR	-1,7	0,9	-0,6	-7,8	12,4	49,4	52,9	49,3	47,7
IV TR	1,6	2,6	-2,7	-7,8	7,0	56,7	52,6	51,6	48,3
2020 Sep.	-1,3	2,7	-0,9	-6,0	10,8	50,6	53,0	49,6	47,1
Oct.	0,5	3,2	-2,1	-7,0	9,2	52,9	53,1	50,5	48,7
Nov.	0,2	1,4	-4,0	-8,2	6,9	55,9	51,5	51,6	47,7
Dic.	4,1	3,3	-2,0	-8,3	4,7	61,4	53,1	52,6	48,4
2021 Ene.	4,8	2,8	-3,1	-6,0	5,3	68,3	53,2	52,2	47,3
Feb.	9,7	3,9	-3,2	-5,7	7,2	73,9	53,2	56,5	48,1

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

4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
2018	104,2	2,4	2,3	2,7	2,5	2,1	2,0
2019	106,8	2,5	2,7	1,9	2,3	2,7	2,2
2020	.	.	.	.	.	.	1,8
2020 I TR	103,1	3,5	3,6	3,0	3,1	4,4	1,9
II TR	115,0	3,6	4,5	0,6	3,5	3,7	1,7
III TR	105,0	1,5	2,1	-0,4	1,5	1,8	1,6
IV TR	.	.	.	.	.	.	1,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

4 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios												
2018	103,4	1,9	1,0	1,8	2,2	1,8	-0,1	0,3	4,4	1,9	2,4	2,4
2019	105,3	1,9	-1,1	3,3	1,0	1,4	0,7	0,5	2,5	1,0	2,6	1,9
2020	110,2	4,6	-1,7	3,4	4,7	6,3	1,2	0,3	0,6	6,6	5,6	15,5
2020 I TR	109,0	4,4	-0,8	4,2	2,5	5,2	2,6	-0,1	1,7	5,0	5,1	6,5
II TR	114,0	8,6	-2,9	11,4	7,3	12,3	3,3	1,7	-4,6	9,4	10,5	21,8
III TR	108,6	2,8	-1,7	1,4	5,2	3,6	-1,0	-0,6	2,5	6,3	2,8	11,3
IV TR	110,0	3,9	-1,2	-0,7	5,1	6,0	1,3	0,7	2,9	6,8	5,0	25,4
Remuneración por asalariado												
2018	105,3	2,2	1,2	1,9	1,9	2,1	2,3	2,4	3,7	2,8	2,1	3,2
2019	107,3	1,9	1,8	1,6	2,0	2,1	1,8	2,2	2,5	1,4	2,1	2,6
2020	106,6	-0,6	0,5	-2,6	-1,7	-4,3	0,3	-0,1	0,0	-0,5	2,4	-1,6
2020 I TR	107,2	0,6	1,0	-0,5	-1,8	-1,3	2,1	-0,4	2,3	1,4	2,4	0,0
II TR	102,2	-4,5	-0,2	-7,6	-7,7	-11,8	-2,2	-0,4	-5,5	-5,6	1,7	-7,7
III TR	108,4	0,6	0,9	-1,8	1,1	-1,4	0,2	-0,1	1,9	1,0	2,6	1,0
IV TR	108,7	0,7	0,3	-0,7	1,2	-2,9	0,8	0,5	1,1	1,0	3,0	0,0
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2018	101,8	0,3	0,2	0,2	-0,3	0,3	2,4	2,1	-0,7	0,9	-0,3	0,8
2019	101,9	0,1	3,0	-1,7	1,0	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,5	0,8
2020	96,7	-5,0	2,2	-5,8	-6,2	-9,9	-1,0	-0,4	-0,7	-6,7	-3,0	-14,8
2020 I TR	98,4	-3,7	1,8	-4,5	-4,2	-6,1	-0,5	-0,3	0,5	-3,4	-2,5	-6,1
II TR	89,6	-12,0	2,8	-17,1	-14,0	-21,5	-5,3	-2,0	-1,0	-13,8	-7,9	-24,2
III TR	99,8	-2,2	2,6	-3,2	-4,0	-4,9	1,3	0,5	-0,6	-5,0	-0,2	-9,3
IV TR	98,8	-3,1	1,5	0,0	-3,7	-8,4	-0,4	-0,2	-1,7	-5,4	-1,9	-20,2
Remuneración por hora trabajada												
2018	105,0	1,9	0,8	2,0	0,9	1,9	2,0	2,3	2,8	2,1	2,0	2,7
2019	107,2	2,2	2,0	2,1	2,2	2,3	1,7	1,8	2,8	1,6	2,3	2,9
2020	112,8	5,2	2,5	2,9	3,9	6,2	3,0	2,0	5,2	4,7	4,8	7,4
2020 I TR	110,8	4,5	4,0	3,5	3,5	4,0	3,5	1,9	5,6	4,4	5,1	7,2
II TR	117,3	9,8	4,1	7,0	8,7	12,6	3,9	4,6	6,4	7,1	7,7	14,8
III TR	111,2	3,4	0,8	1,2	2,1	4,3	3,2	1,1	4,8	4,4	3,0	3,2
IV TR	113,4	5,1	1,8	2,5	3,9	6,9	2,4	1,8	5,6	4,4	4,5	6,9
Productividad del trabajo por hora												
2018	102,0	0,2	-0,4	0,3	-0,9	0,3	2,2	1,9	-1,4	0,5	-0,4	0,4
2019	102,4	0,4	3,7	-1,1	1,2	1,1	0,9	1,5	0,1	0,6	-0,3	0,9
2020	103,6	1,2	2,5	0,0	0,2	0,5	2,1	2,1	6,1	-1,3	-0,4	-5,1
2020 I TR	102,7	0,6	2,2	-0,4	1,3	-0,1	1,2	2,4	5,5	-0,1	0,3	1,3
II TR	105,1	2,7	5,9	-3,1	3,4	1,6	1,2	3,6	17,3	-0,9	-1,6	-1,2
III TR	103,2	0,7	1,4	0,0	-2,4	0,3	4,3	2,1	2,9	-1,7	0,6	-6,8
IV TR	104,3	1,6	1,5	3,5	-0,4	0,9	1,8	1,4	1,5	-1,9	-0,2	-12,6

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Dinero y crédito

5.1 Agregados monetarios ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1									
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista		Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses		Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2018	1.164,2	7.114,7	8.278,9	1.128,3	2.298,9	3.427,2	11.706,1	74,4	521,8	82,0	678,2	12.384,3
2019	1.221,5	7.726,9	8.948,4	1.073,1	2.362,4	3.435,5	12.383,9	78,7	529,1	19,4	627,1	13.011,0
2020	1.359,2	8.898,0	10.257,2	1.039,9	2.447,2	3.487,1	13.744,3	100,6	649,2	33,4	783,2	14.527,5
2020 I TR	1.265,3	8.079,2	9.344,5	1.075,1	2.368,6	3.443,7	12.788,2	109,9	538,1	48,1	696,1	13.484,3
II TR	1.302,8	8.425,2	9.728,0	1.075,3	2.400,8	3.476,1	13.204,1	95,2	582,2	20,1	697,6	13.901,7
III TR	1.330,5	8.617,0	9.947,6	1.076,9	2.423,3	3.500,3	13.447,8	100,3	612,8	7,1	720,2	14.168,1
IV TR	1.359,2	8.898,0	10.257,2	1.039,9	2.447,2	3.487,1	13.744,3	100,6	649,2	33,4	783,2	14.527,5
2020 Ago.	1.321,7	8.528,8	9.850,5	1.047,6	2.414,7	3.462,4	13.312,8	91,7	593,7	10,3	695,7	14.008,5
Sep.	1.330,5	8.617,0	9.947,6	1.076,9	2.423,3	3.500,3	13.447,8	100,3	612,8	7,1	720,2	14.168,1
Oct.	1.338,1	8.683,6	10.021,7	1.060,5	2.431,8	3.492,3	13.514,0	96,3	613,9	18,4	728,7	14.242,7
Nov.	1.351,2	8.781,7	10.132,9	1.029,5	2.446,3	3.475,8	13.608,7	101,2	614,0	19,7	735,0	14.343,7
Dic.	1.359,2	8.898,0	10.257,2	1.039,9	2.447,2	3.487,1	13.744,3	100,6	649,2	33,4	783,2	14.527,5
2021 Ene. ^(p)	1.380,4	8.993,2	10.373,7	1.003,4	2.456,6	3.460,0	13.833,7	111,2	631,0	28,6	770,8	14.604,5
Operaciones												
2018	50,6	468,0	518,6	-73,2	44,8	-28,5	490,1	-0,9	12,6	-0,9	10,8	500,9
2019	57,3	605,8	663,2	-59,7	61,5	1,7	664,9	4,1	-2,1	-56,6	-54,7	610,3
2020	137,7	1.255,4	1.393,1	-27,2	85,6	58,4	1.451,5	19,2	124,1	13,9	157,3	1.608,8
2020 I TR	43,8	347,7	391,5	0,0	6,1	6,1	397,6	30,9	9,2	26,8	66,8	464,4
II TR	37,5	343,0	380,5	2,1	32,6	34,8	415,3	-14,1	44,2	-28,8	1,3	416,6
III TR	27,7	269,0	296,8	5,6	22,9	28,5	325,3	5,9	29,8	-11,6	24,2	349,4
IV TR	28,7	295,6	324,3	-35,0	24,0	-11,0	313,3	-3,5	41,0	27,6	65,1	378,4
2020 Ago.	11,0	65,8	76,8	-31,8	8,0	-23,8	53,1	-14,3	-2,8	-0,3	-17,4	35,6
Sep.	8,9	84,4	93,3	28,0	8,7	36,7	129,9	8,3	19,1	-3,9	23,5	153,4
Oct.	7,6	65,4	73,0	-17,8	8,5	-9,3	63,7	-4,0	1,1	11,7	8,7	72,5
Nov.	13,1	108,3	121,3	-29,3	14,5	-14,7	106,6	0,8	0,2	1,8	2,8	109,4
Dic.	8,0	121,9	129,9	12,1	1,0	13,0	143,0	-0,3	39,6	14,1	53,5	196,4
2021 Ene. ^(p)	21,2	91,5	112,7	-37,6	11,2	-26,4	86,3	10,4	-18,1	-4,4	-12,1	74,3
Tasas de crecimiento												
2018	4,5	7,0	6,7	-6,1	2,0	-0,8	4,4	-1,3	2,5	-1,6	1,6	4,2
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-71,4	-8,0	4,9
2020	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,4	25,0	12,4
2020 I TR	7,1	11,0	10,4	-3,8	1,8	0,0	7,4	47,4	2,2	51,9	9,7	7,5
II TR	9,7	13,2	12,7	-3,3	2,6	0,7	9,3	28,2	11,0	-45,8	9,4	9,3
III TR	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-66,6	12,7	10,4
IV TR	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,4	25,0	12,4
2020 Ago.	10,4	13,7	13,3	-5,1	2,9	0,3	9,6	28,3	8,5	-49,1	8,6	9,5
Sep.	10,5	14,4	13,8	-2,1	3,0	1,4	10,3	36,7	12,6	-66,6	12,7	10,4
Oct.	10,7	14,3	13,8	-2,7	3,2	1,4	10,3	23,4	15,2	-25,8	14,5	10,5
Nov.	11,1	15,1	14,5	-4,4	3,8	1,2	10,8	31,9	14,7	-15,7	15,5	11,0
Dic.	11,3	16,3	15,6	-2,5	3,6	1,7	11,7	24,2	23,5	75,4	25,0	12,4
2021 Ene. ^(p)	12,3	17,1	16,4	-5,4	4,0	1,1	12,2	40,1	16,1	1,5	18,2	12,5

Fuente: BCE.

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

5 Dinero y crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2018	2.334,2	1.901,4	277,3	147,9	7,6	6.645,3	4.035,6	517,8	2.090,6	1,3	996,0	204,8	436,2
2019	2.482,3	2.068,7	256,9	150,2	6,5	7.041,2	4.397,1	492,3	2.151,0	0,8	1.032,6	217,1	468,0
2020	2.985,0	2.528,4	310,3	143,1	3,3	7.647,5	4.954,6	437,5	2.254,6	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2020 I TR	2.610,9	2.191,4	264,0	147,9	7,6	7.173,7	4.535,9	472,2	2.165,0	0,6	1.151,4	224,3	472,6
II TR	2.869,9	2.396,8	318,7	148,3	6,2	7.349,4	4.683,7	462,8	2.202,0	0,9	1.084,7	226,5	466,0
III TR	2.958,3	2.481,3	323,3	146,9	6,9	7.491,0	4.816,7	446,5	2.226,9	1,0	1.058,2	240,4	469,6
IV TR	2.985,0	2.528,4	310,3	143,1	3,3	7.647,5	4.954,6	437,5	2.254,6	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2020 Ago.	2.937,5	2.462,6	323,7	146,9	4,3	7.437,8	4.768,3	450,7	2.217,7	1,1	1.005,9	233,7	467,9
Sep.	2.958,3	2.481,3	323,3	146,9	6,9	7.491,0	4.816,7	446,5	2.226,9	1,0	1.058,2	240,4	469,6
Oct.	2.968,9	2.488,2	328,5	147,0	5,1	7.534,8	4.856,9	443,3	2.233,5	1,1	1.052,2	236,9	479,5
Nov.	2.966,9	2.502,2	312,7	146,4	5,5	7.595,0	4.903,6	441,0	2.249,2	1,1	1.074,6	238,9	483,5
Dic.	2.985,0	2.528,4	310,3	143,1	3,3	7.647,5	4.954,6	437,5	2.254,6	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2021 Ene. ^(p)	3.007,9	2.556,8	302,3	142,2	6,6	7.706,5	5.008,4	431,1	2.266,1	0,8	1.114,4	228,1	507,6
Operaciones													
2018	94,6	106,8	-9,7	-1,0	-1,4	326,6	325,4	-45,0	45,6	0,5	1,7	-3,6	19,2
2019	149,6	167,1	-18,9	1,7	-0,4	394,6	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2020	513,7	467,7	55,8	-6,9	-3,0	611,5	561,1	-53,8	104,3	-0,1	144,6	22,1	41,0
2020 I TR	126,0	120,8	6,4	-2,2	1,0	131,3	138,1	-20,6	14,0	-0,2	116,1	6,8	4,5
II TR	261,2	206,7	55,4	0,4	-1,3	177,6	149,0	-9,1	37,4	0,3	-71,4	2,7	-6,5
III TR	94,7	88,6	6,5	-1,3	0,9	144,3	134,8	-15,6	25,0	0,1	46,1	14,6	3,9
IV TR	31,8	51,6	-12,6	-3,7	-3,5	158,3	139,2	-8,5	27,9	-0,2	53,9	-2,1	39,2
2020 Ago.	18,4	27,5	-7,8	-0,3	-1,0	44,3	42,3	-5,4	7,5	-0,1	-21,0	-7,6	-6,5
Sep.	20,0	18,5	-1,0	0,0	2,5	51,0	46,4	-4,5	9,1	-0,1	50,0	6,6	1,8
Oct.	9,1	6,8	4,0	0,1	-1,8	43,6	40,1	-3,2	6,6	0,1	-7,0	-3,5	9,8
Nov.	1,3	16,4	-15,1	-0,5	0,5	61,2	47,4	-2,1	15,8	0,1	25,5	2,2	4,2
Dic.	21,4	28,4	-1,5	-3,3	-2,2	53,5	51,6	-3,2	5,4	-0,3	35,4	-0,8	25,2
2021 Ene. ^(p)	21,6	27,2	-8,0	-1,0	3,3	59,6	53,0	-6,6	13,2	0,1	5,2	-9,8	-1,0
Tasas de crecimiento													
2018	4,2	5,9	-3,4	-0,7	-16,2	5,2	8,8	-8,0	2,2	66,7	0,2	-1,7	4,6
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,1	2,9	-36,8	2,7	5,3	6,8
2020	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2020 I TR	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,5	6,1	9,8	-8,5	2,4	-56,9	16,9	5,7	2,7
II TR	19,2	20,7	21,1	-1,8	-13,8	7,4	11,3	-9,4	3,6	-48,0	5,0	3,7	0,6
III TR	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
IV TR	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2020 Ago.	19,9	21,3	24,6	-3,4	-31,4	7,5	11,5	-11,0	4,0	-40,8	4,8	0,8	1,1
Sep.	21,1	22,4	24,9	-3,3	23,4	7,7	11,7	-11,3	4,2	-0,2	8,2	9,9	0,9
Oct.	20,5	21,6	26,9	-3,0	-28,5	7,9	11,9	-11,4	4,4	-34,0	7,4	7,0	2,7
Nov.	20,3	21,5	24,6	-3,1	2,4	8,3	12,2	-11,1	4,9	-32,9	11,0	6,7	3,2
Dic.	20,7	22,6	21,6	-4,6	-46,9	8,7	12,8	-10,9	4,9	-6,5	14,5	10,2	8,8
2021 Ene. ^(p)	21,8	24,0	18,7	-5,3	65,1	9,1	13,2	-11,3	5,3	-6,3	15,6	4,7	8,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
												Préstamos ajustados ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2018	4.684,1	1.008,4	3.664,3	13.416,5	11.123,0	11.483,4	4.405,0	5.741,9	849,8	126,4	1.519,9	773,6
2019	4.660,7	986,8	3.662,2	13.865,4	11.452,3	11.839,5	4.475,7	5.931,1	893,5	152,0	1.562,5	850,6
2020	5.925,0	996,1	4.916,9	14.341,1	11.927,1	12.300,8	4.723,5	6.119,9	916,1	167,7	1.548,8	865,2
2020 I TR	4.794,6	1.007,2	3.775,6	14.055,9	11.692,0	12.067,7	4.605,0	5.965,4	960,7	160,9	1.564,9	799,0
II TR	5.279,2	1.005,9	4.261,6	14.244,9	11.781,7	12.163,6	4.718,4	5.995,4	912,6	155,2	1.646,7	816,6
III TR	5.737,1	1.003,0	4.722,3	14.200,5	11.868,4	12.226,5	4.731,8	6.066,1	912,6	157,9	1.517,9	814,2
IV TR	5.925,0	996,1	4.916,9	14.341,1	11.927,1	12.300,8	4.723,5	6.119,9	916,1	167,7	1.548,8	865,2
2020 Ago.	5.622,8	1.000,7	4.610,3	14.173,0	11.842,5	12.206,1	4.750,5	6.031,3	904,4	156,4	1.513,6	816,8
Sep.	5.737,1	1.003,0	4.722,3	14.200,5	11.868,4	12.226,5	4.731,8	6.066,1	912,6	157,9	1.517,9	814,2
Oct.	5.803,5	1.003,7	4.788,0	14.232,9	11.900,3	12.260,0	4.738,4	6.092,6	910,3	158,9	1.528,8	803,9
Nov.	5.850,1	1.006,4	4.831,6	14.288,5	11.926,8	12.285,8	4.735,9	6.106,6	927,5	156,7	1.541,0	820,7
Dic.	5.925,0	996,1	4.916,9	14.341,1	11.927,1	12.300,8	4.723,5	6.119,9	916,1	167,7	1.548,8	865,2
2021 Ene. ^(p)	5.950,5	989,0	4.960,0	14.357,3	11.947,3	12.311,5	4.723,9	6.136,4	938,5	148,5	1.547,0	863,0
Operaciones												
2018	91,5	-28,2	119,7	375,0	307,5	382,6	124,1	166,1	-0,3	17,7	88,5	-21,1
2019	-87,2	-23,3	-64,3	452,1	378,3	425,4	115,6	200,4	41,2	21,1	30,5	43,4
2020	1.046,4	13,3	1.033,0	737,1	539,9	560,7	288,8	209,1	26,2	15,8	169,6	27,7
2020 I TR	145,4	19,8	125,7	242,5	253,4	249,2	135,7	40,5	68,4	8,8	20,2	-31,1
II TR	465,6	-1,9	467,4	185,1	97,6	104,8	120,7	35,8	-53,3	-5,6	76,3	11,2
III TR	258,8	-2,8	261,6	154,4	105,0	86,7	28,9	72,1	1,1	2,9	44,3	5,0
IV TR	176,6	-1,9	178,3	155,2	83,9	120,0	3,5	60,7	10,0	9,7	28,8	42,5
2020 Ago.	65,7	-3,7	69,5	60,4	35,8	28,6	21,7	18,8	-5,5	0,8	21,1	3,4
Sep.	96,1	2,3	93,8	30,3	25,8	21,3	-11,7	29,9	6,0	1,6	5,3	-0,8
Oct.	54,9	1,0	53,9	36,8	32,4	37,1	7,7	26,7	-2,6	0,7	11,8	-7,5
Nov.	42,8	2,9	39,5	47,4	34,6	40,2	2,1	15,1	19,6	-2,1	6,7	6,1
Dic.	78,9	-5,8	84,9	71,0	16,8	42,7	-6,2	18,9	-6,9	11,0	10,3	43,9
2021 Ene. ^(p)	35,0	-7,4	52,8	17,0	20,1	11,9	1,0	17,1	21,2	-19,2	-1,5	-1,7
Tasas de crecimiento												
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,3	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5
2020	22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2020 I TR	1,6	0,4	2,0	4,3	4,8	5,1	5,0	3,3	11,3	20,7	3,0	-0,6
II TR	13,5	0,4	17,2	4,8	4,7	4,9	6,5	3,2	3,9	17,1	7,2	0,7
III TR	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,2	0,1
IV TR	22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2020 Ago.	16,6	-0,7	21,4	5,0	4,6	4,7	6,5	3,3	2,2	11,4	10,8	1,0
Sep.	18,9	0,0	24,1	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,2	0,1
Oct.	20,3	0,0	25,9	4,9	4,6	4,7	6,3	3,6	1,7	14,0	10,4	-1,3
Nov.	21,2	0,4	27,0	5,0	4,8	4,8	6,3	3,6	4,3	7,3	10,3	-1,3
Dic.	22,2	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,4	3,3
2021 Ene. ^(p)	22,9	0,0	29,4	5,1	4,4	4,5	6,3	3,3	3,5	-2,6	11,9	2,9

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

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

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
		Préstamos ajustados ⁴⁾					Préstamos ajustados ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2018	4.405,0	4.489,1	991,4	844,2	2.569,4	5.741,9	6.024,9	682,6	4.356,4	702,9
2019	4.475,7	4.577,8	967,4	878,0	2.630,3	5.931,1	6.224,0	720,1	4.524,6	686,4
2020	4.723,5	4.841,3	898,8	1.012,2	2.812,5	6.119,9	6.389,8	700,2	4.725,1	694,6
2020 I TR	4.605,0	4.706,2	1.003,2	917,4	2.684,5	5.965,4	6.254,1	714,9	4.565,8	684,7
II TR	4.718,4	4.829,8	957,8	993,4	2.767,2	5.995,4	6.276,5	701,0	4.603,8	690,6
III TR	4.731,8	4.845,5	930,0	1.014,7	2.787,1	6.066,1	6.334,1	702,4	4.667,5	696,1
IV TR	4.723,5	4.841,3	898,8	1.012,2	2.812,5	6.119,9	6.389,8	700,2	4.725,1	694,6
2020 Ago.	4.750,5	4.858,8	942,8	1.015,7	2.792,0	6.031,3	6.307,0	702,5	4.632,8	696,1
Sep.	4.731,8	4.845,5	930,0	1.014,7	2.787,1	6.066,1	6.334,1	702,4	4.667,5	696,1
Oct.	4.738,4	4.845,5	916,4	1.011,3	2.810,7	6.092,6	6.359,5	704,4	4.690,3	697,9
Nov.	4.735,9	4.842,3	911,8	1.004,9	2.819,3	6.106,6	6.376,2	701,7	4.708,6	696,4
Dic.	4.723,5	4.841,3	898,8	1.012,2	2.812,5	6.119,9	6.389,8	700,2	4.725,1	694,6
2021 Ene. ^(p)	4.723,9	4.838,3	889,4	1.006,6	2.827,9	6.136,4	6.404,2	697,1	4.745,6	693,6
Operaciones										
2018	124,1	176,3	18,0	32,8	73,3	166,1	188,4	41,2	134,2	-9,3
2019	115,6	143,9	-13,2	43,6	85,3	200,4	217,2	40,9	168,6	-9,2
2020	288,8	325,2	-54,0	139,1	203,7	209,1	194,7	-11,9	210,7	10,3
2020 I TR	135,7	137,9	33,2	44,0	58,5	40,5	38,3	-3,7	45,0	-0,8
II TR	120,7	131,0	-39,1	80,4	79,4	35,8	29,1	-12,2	39,2	8,8
III TR	28,9	33,9	-22,5	15,9	35,6	72,1	59,7	5,8	65,0	1,3
IV TR	3,5	22,4	-25,5	-1,2	30,2	60,7	67,6	-1,8	61,4	1,1
2020 Ago.	21,7	22,7	-2,8	8,3	16,2	18,8	19,5	2,5	16,0	0,3
Sep.	-11,7	-5,5	-12,9	0,8	0,4	29,9	22,1	-0,5	30,1	0,2
Oct.	7,7	2,2	-13,2	-2,9	23,8	26,7	26,4	2,2	22,7	1,7
Nov.	2,1	7,3	-2,7	-5,2	10,0	15,1	17,7	-3,7	19,3	-0,6
Dic.	-6,2	12,9	-9,6	6,9	-3,5	18,9	23,6	-0,4	19,4	-0,1
2021 Ene. ^(p)	1,0	-0,2	-9,4	-5,5	16,0	17,1	14,0	-2,5	20,6	-1,0
Tasas de crecimiento										
2018	2,9	4,1	1,8	4,0	2,9	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,3	5,2	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,7	4,7	1,5
2020 I TR	5,0	5,6	2,9	9,1	4,4	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
II TR	6,5	7,2	-1,2	16,1	6,2	3,2	3,1	0,3	4,1	0,4
III TR	6,5	7,1	-3,9	17,3	6,9	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
IV TR	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,7	4,7	1,5
2020 Ago.	6,5	7,2	-3,4	16,9	6,8	3,3	3,0	0,3	4,1	0,8
Sep.	6,5	7,1	-3,9	17,3	6,9	3,5	3,1	-0,1	4,5	1,0
Oct.	6,3	6,9	-5,2	16,3	7,2	3,6	3,2	-0,1	4,6	1,5
Nov.	6,3	6,9	-4,6	15,1	7,4	3,6	3,1	-1,1	4,7	1,3
Dic.	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,7	4,7	1,5
2021 Ene. ^(p)	6,3	7,0	-5,9	14,9	7,8	3,3	3,0	-2,5	4,5	1,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Dinero y crédito

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

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

	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Tenencias de la Administración Central ⁽²⁾	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Activos exteriores netos	Otros		
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Capital y reservas		Total		
								Cesiones temporales con entidades de contrapartida central ⁽³⁾	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central ⁽³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2018	389,2	6.817,4	1.940,0	56,1	2.099,7	2.721,6	1.030,0	460,2	187,0	194,9
2019	364,2	7.058,9	1.946,1	50,1	2.156,5	2.906,2	1.455,7	452,3	178,9	187,2
2020	749,0	6.965,7	1.915,5	42,1	1.994,9	3.013,3	1.449,5	526,7	130,1	139,2
2020 I TR	409,5	7.036,5	1.937,1	47,2	2.119,9	2.932,3	1.562,5	517,4	183,7	196,5
II TR	673,3	7.042,9	1.934,5	44,1	2.080,4	2.983,8	1.562,5	531,2	159,2	174,3
III TR	806,2	7.039,7	1.934,3	43,0	2.059,7	3.002,7	1.574,2	502,1	139,9	147,3
IV TR	749,0	6.965,7	1.915,5	42,1	1.994,9	3.013,3	1.449,5	526,7	130,1	139,2
2020 Ago.	819,5	7.026,8	1.938,9	43,1	2.033,7	3.011,1	1.556,6	502,5	170,4	177,6
Sep.	806,2	7.039,7	1.934,3	43,0	2.059,7	3.002,7	1.574,2	502,1	139,9	147,3
Oct.	864,3	7.038,0	1.933,5	42,7	2.036,5	3.025,3	1.578,9	529,7	148,7	154,3
Nov.	753,6	6.973,2	1.938,1	42,4	2.012,4	2.980,3	1.469,4	462,5	148,2	147,1
Dic.	749,0	6.965,7	1.915,5	42,1	1.994,9	3.013,3	1.449,5	526,7	130,1	139,2
2021 Ene. ^(p)	678,9	6.925,9	1.911,1	42,0	1.970,4	3.002,5	1.473,1	428,3	147,4	146,7
Operaciones										
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,3	107,8	-5,2	-3,3	27,3	89,0	309,4	19,4	-2,7	-2,5
2020	321,6	-34,4	-15,8	-8,0	-99,3	88,8	-28,6	141,0	-48,8	-48,0
2020 I TR	45,6	-45,4	-6,8	-2,9	-47,5	11,8	67,6	9,0	4,7	9,3
II TR	264,0	-0,3	-0,7	-3,1	-13,9	17,5	-28,9	58,5	-24,5	-22,2
III TR	69,2	10,7	-3,2	-1,1	6,1	8,9	27,4	-11,2	-19,3	-27,1
IV TR	-57,1	0,6	-5,2	-0,9	-44,0	50,6	-94,6	84,7	-9,8	-8,1
2020 Ago.	63,3	3,1	4,2	-0,5	-10,9	10,2	17,3	-41,4	8,1	3,5
Sep.	-13,5	10,8	-6,0	-0,1	19,6	-2,7	23,0	1,4	-30,5	-30,3
Oct.	58,2	-11,7	0,1	-0,3	-24,3	12,9	1,6	25,7	8,8	7,1
Nov.	-110,7	-0,9	13,4	-0,2	-13,8	-0,2	-55,0	-37,2	-0,5	-7,3
Dic.	-4,7	13,1	-18,6	-0,4	-5,9	38,0	-41,2	96,2	-18,1	-7,9
2021 Ene. ^(p)	-70,2	-38,4	-6,8	-0,1	-30,7	-0,9	20,5	-106,8	17,3	7,5
Tasas de crecimiento										
2018	13,0	0,8	-1,9	-8,0	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,3	1,6	-0,3	-5,9	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 I TR	11,7	0,3	-0,1	-11,1	-2,6	2,9	-	-	-0,3	0,6
II TR	81,0	-0,4	-1,3	-19,6	-3,3	2,6	-	-	-10,5	-8,8
III TR	91,8	-0,4	-0,6	-19,4	-3,1	2,1	-	-	-24,1	-25,6
IV TR	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 Ago.	89,8	0,0	1,2	-20,6	-4,0	2,5	-	-	-13,6	-16,6
Sep.	91,8	-0,4	-0,6	-19,4	-3,1	2,1	-	-	-24,1	-25,6
Oct.	108,5	-0,5	-0,7	-17,5	-3,6	2,2	-	-	-32,8	-34,6
Nov.	85,3	-0,7	-0,1	-17,1	-4,3	1,8	-	-	-30,0	-34,6
Dic.	88,5	-0,5	-0,8	-15,9	-4,6	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 Ene. ^(p)	65,1	-0,9	-1,0	-14,0	-6,1	3,1	-	-	-13,9	-19,5

Fuente: BCE.

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

2) Comprende los depósitos en el sector de IFM y los valores emitidos por este sector en poder de la Administración Central.

3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Pro memoria: Déficit (-)/superávit (+) primarios
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	6
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,6
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2019 IV TR	-0,6	.	.	.	.	1,0
2020 I TR	-1,1	.	.	.	.	0,5
II TR	-3,8	.	.	.	.	-2,2
III TR	-5,0	.	.	.	.	-3,4

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

6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes					Empleos de capital
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	46,3	45,8	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,2	10,0	5,4	2,1	22,7	3,6
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2019 IV TR	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8
2020 I TR	46,5	46,1	13,0	13,0	15,1	0,5	47,7	43,8	10,0	5,4	1,6	22,8	3,8
II TR	46,8	46,3	13,0	12,9	15,4	0,5	50,5	46,6	10,4	5,7	1,6	24,1	4,0
III TR	46,8	46,3	13,0	12,9	15,5	0,5	51,8	47,7	10,6	5,8	1,6	24,8	4,2

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor			Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda	
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes		Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
					IFM									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90,1	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,6	9,4	80,7	17,9	29,9	42,3	87,9	2,2
2017	87,7	3,2	14,6	70,0	48,2	32,1	39,5	8,6	79,0	16,5	29,0	42,3	85,8	1,9
2018	85,8	3,1	13,8	68,8	48,0	32,4	37,8	8,1	77,7	16,1	28,4	41,3	84,2	1,6
2019	84,0	3,0	13,1	67,9	45,4	30,6	38,6	7,7	76,3	15,7	27,9	40,4	82,6	1,4
2019 IV TR	84,0	3,0	13,1	67,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 I TR	86,2	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	95,0	3,2	14,3	77,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	97,3	3,2	14,1	80,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

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

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

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

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

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾						
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos					Operaciones	
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	Tipo de interés variable		Cupón cero	Tipo de interés fijo		Emisión	Amortización		
								Hasta 1 año					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	14,3	13,0	4,0	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2019 IV TR	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020 I TR	12,3	10,9	4,1	1,4	0,4	7,5	2,1	1,2	-0,2	2,4	2,0	0,1	1,0
II TR	14,7	13,3	4,7	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9
III TR	15,2	13,8	4,4	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
2020 Ago.	14,8	13,4	5,1	1,4	0,3	7,4	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,9
Sep.	15,2	13,8	4,4	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
Oct.	15,0	13,6	3,9	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,2	0,0	0,8
Nov.	14,6	13,3	3,7	1,4	0,3	7,7	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,1	0,0	0,8
Dic.	14,3	13,0	4,0	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021 Ene.	14,5	13,2	4,7	1,4	0,3	7,7	1,8	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,7

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP									
2016	-2,4	1,2	-0,4	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,7	-3,0	-3,0	-2,4	1,9
2018	-0,8	1,8	-0,5	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5
2019 IV TR	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,5	-2,9	-3,0	-1,6	1,5
2020 I TR	-2,6	1,1	-0,9	0,1	1,1	-3,4	-3,7	-2,3	2,1
II TR	-6,0	-1,4	-2,9	-1,9	-1,8	-6,9	-5,9	-4,8	-2,2
III TR	-7,0	-2,9	-3,5	-3,6	-4,6	-8,1	-6,1	-6,7	-4,4
Deuda pública									
2016	105,0	69,3	9,9	74,1	180,8	99,2	98,0	134,8	103,1
2017	102,0	65,1	9,1	67,0	179,2	98,6	98,3	134,1	93,5
2018	99,8	61,8	8,2	63,0	186,2	97,4	98,1	134,4	99,2
2019	98,1	59,6	8,4	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7	94,0
2019 IV TR	98,1	59,6	8,4	57,4	180,5	95,5	98,1	134,7	94,0
2020 I TR	103,4	61,0	8,9	58,9	180,7	99,0	101,3	137,6	96,2
II TR	114,1	67,4	18,5	62,7	191,4	110,2	114,0	149,3	113,3
III TR	113,2	70,0	18,5	62,0	199,9	114,1	116,5	154,2	119,5

	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2016	0,2	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,6	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-0,9	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	2,0	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,4	-1,0
2019 IV TR	-0,6	0,3	2,4	0,5	1,7	0,7	0,1	0,5	-1,4	-1,0
2020 I TR	-0,7	-0,2	1,3	-1,5	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,9	-1,2
II TR	-1,8	-2,4	-2,2	-5,1	-1,6	-3,4	-1,9	-4,8	-3,5	-3,3
III TR	-3,4	-4,3	-3,6	-8,0	-3,1	-5,5	-4,0	-5,4	-4,7	-4,5
Deuda pública										
2016	40,4	39,7	20,1	54,5	61,9	82,8	131,5	78,5	52,4	63,2
2017	39,0	39,1	22,3	48,8	56,9	78,5	126,1	74,1	51,7	61,3
2018	37,1	33,7	21,0	45,2	52,4	74,0	121,5	70,3	49,9	59,6
2019	36,9	35,9	22,0	42,6	48,7	70,5	117,2	65,6	48,5	59,3
2019 IV TR	36,9	35,9	22,0	42,4	48,7	70,5	117,2	65,6	48,5	59,3
2020 I TR	37,1	33,0	22,2	43,9	49,5	73,1	119,5	69,0	49,7	64,3
II TR	42,9	41,4	23,9	51,0	55,2	82,5	126,0	78,3	60,3	68,6
III TR	44,6	45,9	26,1	53,7	55,2	79,1	130,8	78,5	60,8	66,9

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2021

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 10 de marzo de 2021.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-21-002-ES-N (edición electrónica)