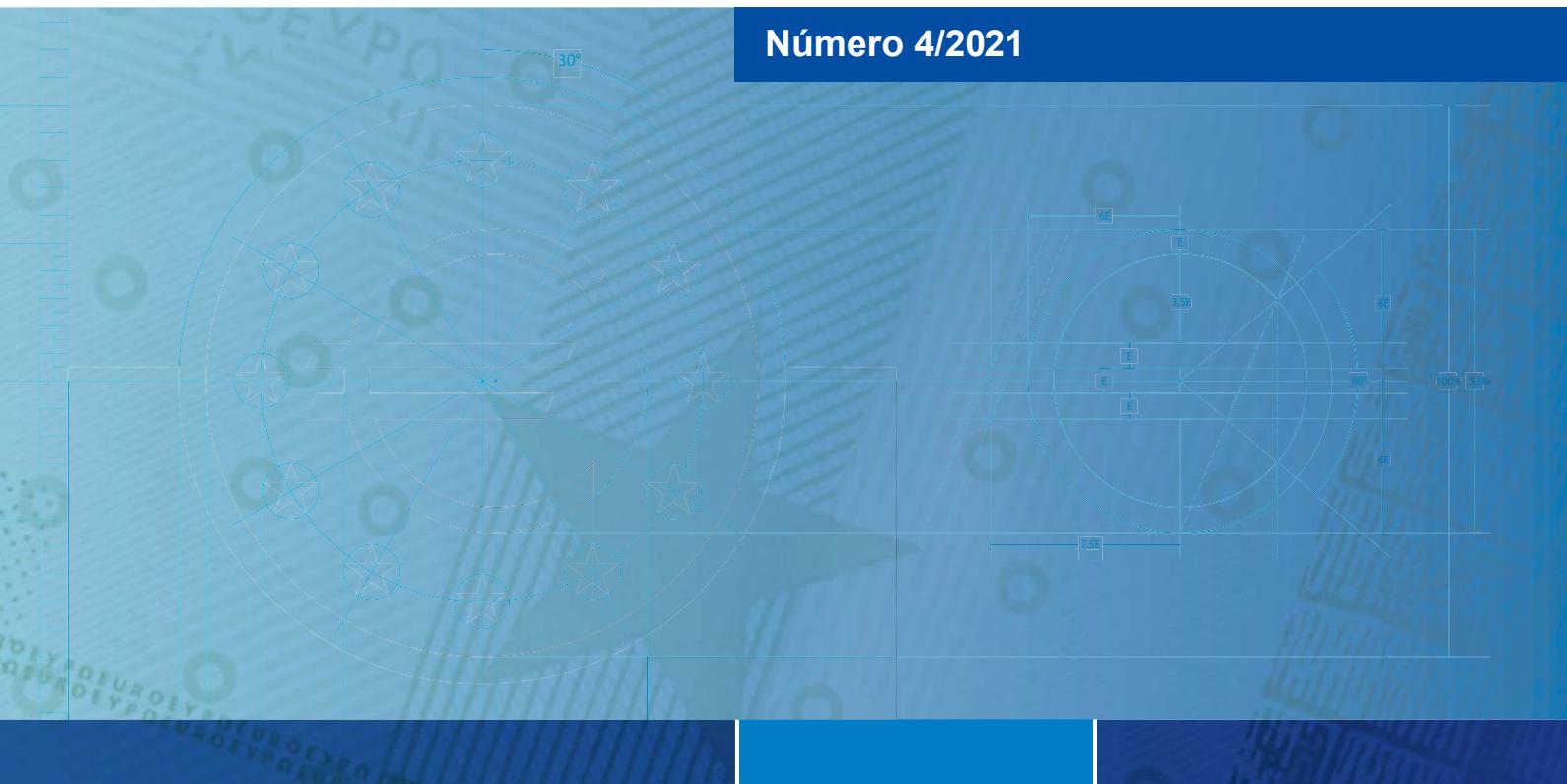


## Boletín Económico

Número 4/2021



# Índice

<b>Evolución económica y monetaria</b>	<b>2</b>
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	9
2 Evolución financiera	19
3 Actividad económica	26
4 Precios y costes	33
5 Dinero y crédito	41
6 Evolución de las finanzas públicas	51
<b>Recuadros</b>	<b>56</b>
1 Evolución de la cuenta corriente de la zona del euro durante la pandemia	56
2 El impacto de las medidas de apoyo fiscal en las necesidades de liquidez de las empresas durante la pandemia	64
3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 27 de enero y el 27 de abril de 2021	70
4 El impacto diferencial por sexos de la crisis del COVID-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro	78
5 Evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19	87
6 La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro	91
7 Implicaciones de los programas de estabilidad de 2021 para las políticas fiscales de la zona del euro	96
<b>Artículos</b>	<b>101</b>
1 La globalización y sus implicaciones para la inflación en las economías avanzadas	101
<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**Tras la contracción del primer trimestre de este año, se está produciendo una reapertura gradual de la economía de la zona del euro a medida que la situación de la pandemia de coronavirus (COVID-19) mejora y las campañas de vacunación progresan significativamente.** Los últimos datos señalan una recuperación de los servicios y la continuación del dinamismo de la producción de las manufacturas. Se espera una aceleración de la actividad económica en el segundo semestre de este año a medida que se vayan retirando más medidas de contención. Un repunte del gasto en consumo, una demanda mundial sólida y la orientación acomodaticia de las políticas fiscales y monetaria prestarán un apoyo crucial a la recuperación. Al mismo tiempo, siguen existiendo incertidumbres, dado que las perspectivas económicas a corto plazo continúan dependiendo de la evolución de la pandemia y de la forma en que la economía responda tras la reapertura. La inflación ha aumentado durante los últimos meses, debido principalmente a efectos de base, a factores transitorios y al incremento de los precios de la energía. Se espera que experimente un nuevo ascenso en el segundo semestre del año y que descienda más adelante cuando los factores temporales desaparezcan. Las últimas proyecciones apuntan a un incremento gradual de las presiones sobre la inflación subyacente durante el horizonte temporal considerado, si bien permanecen contenidas en el contexto del todavía considerable exceso de capacidad productiva sin utilizar, que se absorberá gradualmente a lo largo de dicho horizonte. Se espera que la inflación general se mantenga por debajo del objetivo del Consejo de Gobierno durante el horizonte de proyección.

**El mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia sigue siendo esencial para reducir la incertidumbre y fomentar la confianza y, con ello, respaldar la actividad económica y salvaguardar la estabilidad de precios a medio plazo.** Las condiciones de financiación para las empresas y los hogares han permanecido estables, en términos generales, desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada en marzo. No obstante, los tipos de interés de mercado han aumentado en mayor medida. Aunque en parte refleje una mejora de las perspectivas económicas, un incremento sostenido de los tipos de mercado podría traducirse en un endurecimiento de las condiciones de financiación en general que son importantes para el conjunto de la economía. Dicho endurecimiento sería prematuro y representaría un riesgo para la recuperación económica en curso y para las perspectivas de inflación. 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 decidió confirmar la orientación muy acomodaticia de su política monetaria.

## Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 10 de junio de 2021

**Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystemo de junio de 2021 sugieren que la actividad económica mundial continuó recuperándose en torno al cambio de año, a pesar de la intensificación de la pandemia, y las economías emergentes pasaron a ser el epicentro de los nuevos contagios a escala mundial.** Pese a que, en el cuarto trimestre de 2020, la actividad resultó ser algo más vigorosa de lo previsto en las proyecciones anteriores, la economía mundial inició el año mostrando una mayor debilidad, en un contexto de nuevos repuntes de los contagios y de medidas de contención más estrictas. Encuestas recientes apuntan a un intenso dinamismo de la actividad mundial, aunque cada vez son más evidentes señales de divergencia entre las economías avanzadas y las emergentes, así como entre las manufacturas y los servicios. Se espera que los amplios paquetes de estímulo fiscal aprobados por la Administración Biden fortalezcan la recuperación en Estados Unidos y que tengan algunos efectos positivos a escala global. Con este trasfondo, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial apenas han variado con respecto a las proyecciones de marzo. El PIB real mundial (excluida la zona del euro) crecerá un 6,2 % este año, y posteriormente se desacelerará hasta situarse en el 4,2 % y el 3,7 % en 2022 y 2023, respectivamente. Sin embargo, la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza en relación con el anterior ejercicio de proyección y se incrementará el 8,6 % este año y el 5,2 % y el 3,4 % en 2022 y 2023, respectivamente. Esto refleja principalmente el aumento de la demanda de Estados Unidos y del Reino Unido, los principales socios comerciales de la zona del euro. Los precios de exportación de los competidores de la zona del euro se han revisado al alza para este año, en un entorno de subidas de los precios de las materias primas y de mayor fortaleza de la demanda. Los riesgos para las proyecciones de referencia globales están relacionados, sobre todo, con la evolución futura de la pandemia. Se considera que otros riesgos para las perspectivas de la actividad mundial están, en general, equilibrados, mientras que los riesgos para la inflación a escala global están orientados al alza.

**Las condiciones financieras de la zona del euro han seguido endureciéndose ligeramente desde la última reunión del Consejo de Gobierno, en un contexto de percepción de riesgos positiva.** Durante el período de referencia (del 11 de marzo al 9 de junio de 2021), los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro y sus diferenciales con respecto al tipo *swap* del eonia experimentaron un aumento moderado, principalmente debido a la mejora de las perspectivas económicas en vista del avance de las campañas de vacunación en toda la zona, así como del apoyo continuado de las políticas. La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un leve desplazamiento al alza en los tramos a medio y largo plazo, mientras que en el tramo corto se ha mantenido prácticamente sin variación, lo que sugiere que no se espera una modificación inminente de los tipos de interés a muy corto plazo. Los precios de las acciones también subieron, respaldados por la firme recuperación de las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales, mientras que los tipos de descuento permanecieron en cotas relativamente bajas. Como reflejo de estos

precios, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro continuaron disminuyendo y se sitúan en niveles no observados con anterioridad a marzo de 2020. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se apreció ligeramente.

**En el primer trimestre de este año, el PIB real de la zona del euro descendió un 0,3 % adicional hasta situarse un 5,1 % por debajo del nivel registrado antes de la pandemia en el cuarto trimestre de 2019.** Las encuestas de consumidores y empresas, así como los indicadores de alta frecuencia, apuntan a una mejora considerable de la actividad en el segundo trimestre de este año. Las encuestas de opinión empresarial indican una fuerte recuperación de la actividad de los servicios debido al descenso de los contagios, lo que permitirá una normalización gradual de las actividades intensivas en contacto. La producción manufacturera sigue siendo sólida, respaldada por la fortaleza de la demanda mundial, si bien los cuellos de botella por el lado de la oferta podrían frenar, en cierta medida, la actividad industrial a corto plazo. Los indicadores de confianza de los consumidores están mejorando, lo que sugiere un fuerte repunte del consumo privado en los próximos meses. La inversión empresarial muestra capacidad de resistencia, pese a la mayor debilidad de los balances de las empresas y a la incertidumbre que aún pesa sobre las perspectivas económicas. De cara al futuro, se espera que el crecimiento siga mejorando significativamente en el segundo semestre de 2021 cuando el progreso de las campañas de vacunación permita una mayor relajación de las medidas de contención. A medio plazo se espera que la recuperación de la economía de la zona del euro se vea estimulada por el mayor vigor de la demanda mundial y de la zona, así como por el apoyo continuado de las políticas fiscales y monetaria.

**Esta valoración se refleja, en términos generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2021.** Estas proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB real del 4,6 % en 2021, el 4,7 % en 2022 y el 2,1 % en 2023. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2021, las perspectivas para la actividad económica se han revisado al alza para 2021 y 2022, mientras que se han mantenido inalteradas para 2023.

**En conjunto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados.** Por una parte, podría esperarse una recuperación incluso más fuerte sobre la base de perspectivas más optimistas para la demanda mundial y de una reducción más rápida de lo esperado de los ahorros de los hogares una vez que se hayan retirado las restricciones sociales y a los viajes. Por otra, 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.

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 2 % en mayo de 2021, desde el 1,3 % registrado en marzo y el 1,6 % de abril.** Este aumento se debió fundamentalmente a un fuerte incremento de los precios de la energía (que reflejó importantes efectos de base alcistas, así como incrementos intermensuales), y, en menor medida, a un ligero aumento de los precios de los bienes industriales no energéticos. La inflación

general probablemente seguirá aumentando hacia el otoño, debido principalmente al final de la rebaja temporal del IVA en Alemania, y se espera que vuelva a disminuir a principios del próximo año a medida que los factores temporales desaparezcan y los precios mundiales de la energía se moderen. Se espera que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten ligeramente este año debido a restricciones de oferta temporales y a la recuperación de la demanda interna. No obstante, es probable que, en conjunto, las presiones sobre los precios sigan siendo contenidas, en parte como reflejo de las bajas presiones salariales, en el contexto del todavía considerable exceso de capacidad productiva sin utilizar y de la apreciación del tipo de cambio 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 fiscales y monetaria, contribuirá a un aumento gradual de la inflación subyacente a medio plazo. Los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen en niveles bajos, aunque los indicadores de mercado han continuado aumentando.

**Esta valoración se refleja, en líneas generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro de junio de 2021, que sitúan la inflación anual en el 1,9 % en 2021, el 1,5 % en 2022 y el 1,4 % en 2023.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021, 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, cuando el descenso esperado de la inflación de los precios de la energía compense gran parte del aumento de la inflación subyacente. Se proyecta que el IAPC excluidos la energía y los alimentos se eleve desde el 1,1 % en 2021 hasta el 1,3 % en 2022 y el 1,4 % en 2023, tras revisarse al alza en comparación con el ejercicio de marzo de 2021 para todo el horizonte considerado.

**La creación de dinero en la zona del euro se moderó en abril de 2021, mostrando algunas señales incipientes de normalización tras la ingente expansión monetaria asociada a la crisis del coronavirus.** El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 9,2 % en abril de 2021, frente al 10 % de marzo. La desaceleración de marzo y abril se debió, en parte, a fuertes efectos de base negativos, dado que los importantes flujos de entrada en la fase inicial de la crisis provocada por la pandemia desaparecieron de las estadísticas de crecimiento interanual. También refleja una moderación de la dinámica monetaria a más corto plazo, que obedece fundamentalmente a una evolución más débil de los depósitos de los hogares y las empresas en abril y a las menores necesidades de liquidez a medida que mejora la situación de la pandemia. Las compras de activos por el Eurosystema siguen siendo la principal fuente de creación de dinero. Aunque el agregado monetario estrecho (M1) también se desaceleró, volvió a ser el componente que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. Su fuerte contribución es coherente con una preferencia aún elevada por la liquidez en el sector tenedor de dinero y con el bajo coste de oportunidad de mantener sus formas más líquidas.

**La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se redujo hasta el 3,2 % en abril, tras el 3,6 % registrado en marzo y el 4,5 % observado en febrero.** Este descenso tuvo lugar en un contexto de dinámicas opuestas de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se redujo hasta el 3,2 % en abril, tras el 5,3 % registrado en marzo y el 7 % observado en febrero. Esta contracción refleja importantes efectos de base negativos y cierto adelanto en la creación de crédito en marzo con respecto a abril. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares aumentó hasta el 3,8 % en abril, tras el 3,3 % de marzo y el 3 % de febrero, apoyada por unos sólidos flujos mensuales y efectos de base positivos. 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 de la enérgica respuesta fiscal, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó con fuerza y se situó en el 7,3 % del PIB en 2020, desde el 0,6 % de 2019.** Este año, como los países de la zona del euro se han visto afectados por nuevas olas de la pandemia, la vigencia de muchas medidas de emergencia se ha prolongado y se han introducido otras de apoyo a la recuperación. Por consiguiente, en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de junio de 2021 se prevé solo una mejora marginal del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro, que se situará en el -7,1 % del PIB en 2021. Sin embargo, a medida que la pandemia vaya remitiendo y la recuperación económica se afiance, se espera que la ratio de déficit disminuya con mayor celeridad, hasta situarse en el 3,4 % en 2022 y en el 2,6 % al final del horizonte de proyección, en 2023. La deuda de la zona del euro alcanzaría un máximo justo por debajo del 100 % del PIB en 2021 y descendería hasta el entorno del 95 % del PIB en 2023, unos 11 puntos porcentuales por encima del nivel anterior a la crisis del coronavirus. Con todo, una orientación fiscal ambiciosa y coordinada sigue siendo crucial, ya que una retirada prematura del apoyo fiscal podría debilitar la recuperación y agravar las secuelas a largo plazo. Por tanto, las políticas fiscales nacionales deben continuar ofreciendo un respaldo fundamental y oportuno a las empresas y hogares más expuestos a la pandemia y a las medidas de contención asociadas. Paralelamente, las medidas fiscales deberían seguir siendo de naturaleza temporal y anticíclica y, al mismo tiempo, tener un objetivo suficientemente específico para abordar las vulnerabilidades de manera efectiva y favorecer una rápida recuperación de la economía de la zona del euro. Como complemento de las medidas fiscales nacionales, se espera que el programa «Next Generation EU» (NGEU) desempeñe un papel esencial contribuyendo a una recuperación más rápida, sólida y uniforme. Este programa debería aumentar la capacidad de resistencia y el potencial de crecimiento de las economías de la UE, en especial 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 junio, la combinación de las subvenciones y los préstamos del NGEU debería proporcionar un estímulo adicional de alrededor del 0,5 % del PIB al año entre 2021 y 2023.

## Las decisiones de política monetaria

El 10 de junio de 2021, el Consejo de Gobierno decidió reconfirmar la orientación muy acomodaticia de su política monetaria para preservar unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores de la economía, que son necesarias para una recuperación sostenida de la economía y para salvaguardar la estabilidad de precios.

1. El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Se espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hacia un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.
2. El Consejo de Gobierno seguirá 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 las compras netas en el marco del PEPP durante el próximo trimestre continúen a un ritmo 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 PEPP durante el horizonte de las compras netas del programa, no será necesario utilizar su 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.
3. 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 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.

4. Por último, el Consejo de Gobierno continuará proporcionando liquidez abundante a través de sus operaciones de financiación. La financiación obtenida mediante la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) es fundamental para apoyar 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.

# 1

## Entorno exterior

*Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de junio de 2021 sugieren que la actividad económica mundial continuó recuperándose en torno al cambio de año. Pese a que, en el cuarto trimestre de 2020, la actividad resultó ser algo más vigorosa de lo previsto en las proyecciones anteriores, la economía global inició este año mostrando una mayor debilidad, en un contexto de nuevos repuntes de los contagios y de medidas de contención más estrictas. Encuestas recientes apuntan a un intenso dinamismo de la actividad mundial, aunque cada vez son más evidentes señales de divergencia entre las economías avanzadas y las emergentes, así como entre las manufacturas y los servicios. Se espera que los amplios paquetes de estímulo fiscal aprobados por la Administración Biden fortalezcan la recuperación en Estados Unidos y que tengan algunos efectos positivos a escala global. Con este trasfondo, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial apenas han variado en comparación con las proyecciones de marzo. El PIB real mundial (excluida la zona del euro) crecerá un 6,2 % este año y posteriormente se desacelerará hasta situarse en el 4,2 % en 2022 y en el 3,7 % en 2023. Sin embargo, la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza en relación con el anterior ejercicio de proyección y se incrementará el 8,6 % este año y el 5,2 % y el 3,4 % en 2022 y 2023. Esto refleja principalmente el aumento de la demanda de Estados Unidos y del Reino Unido, los principales socios comerciales de la zona del euro. Los precios de exportación de los competidores de la zona del euro se han revisado al alza para este año, en un entorno de subidas de los precios de las materias primas y de mayor fortaleza de la demanda. Los riesgos para las proyecciones de referencia globales están relacionados, sobre todo, con la evolución futura de la pandemia. Se considera que otros riesgos para las perspectivas de la actividad mundial están, en general, equilibrados, mientras que los riesgos para la inflación a escala global están orientados al alza.*

### Actividad económica y comercio mundiales

**La actividad económica mundial continuó recuperándose en torno al cambio de año, pese a la intensificación de la pandemia.** El crecimiento intertrimestral del PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumentó un 2,6 % en el cuarto trimestre de 2020, más de lo previsto en las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2021. Con todo, la economía global inició el año mostrando una mayor debilidad, ya que el nuevo repunte de los contagios llevó a los Gobiernos a endurecer las medidas de contención. En consecuencia, se estima que el avance del PIB real mundial (excluida la zona del euro) experimentó una marcada desaceleración, hasta el 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2021. Este patrón refleja una moderación del crecimiento, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Al mismo tiempo, en las primeras, la actividad fue más resistente de lo señalado en las proyecciones anteriores porque los hogares y las empresas se adaptaron mejor a los confinamientos, y se aplicaron medidas de estímulo adicional.

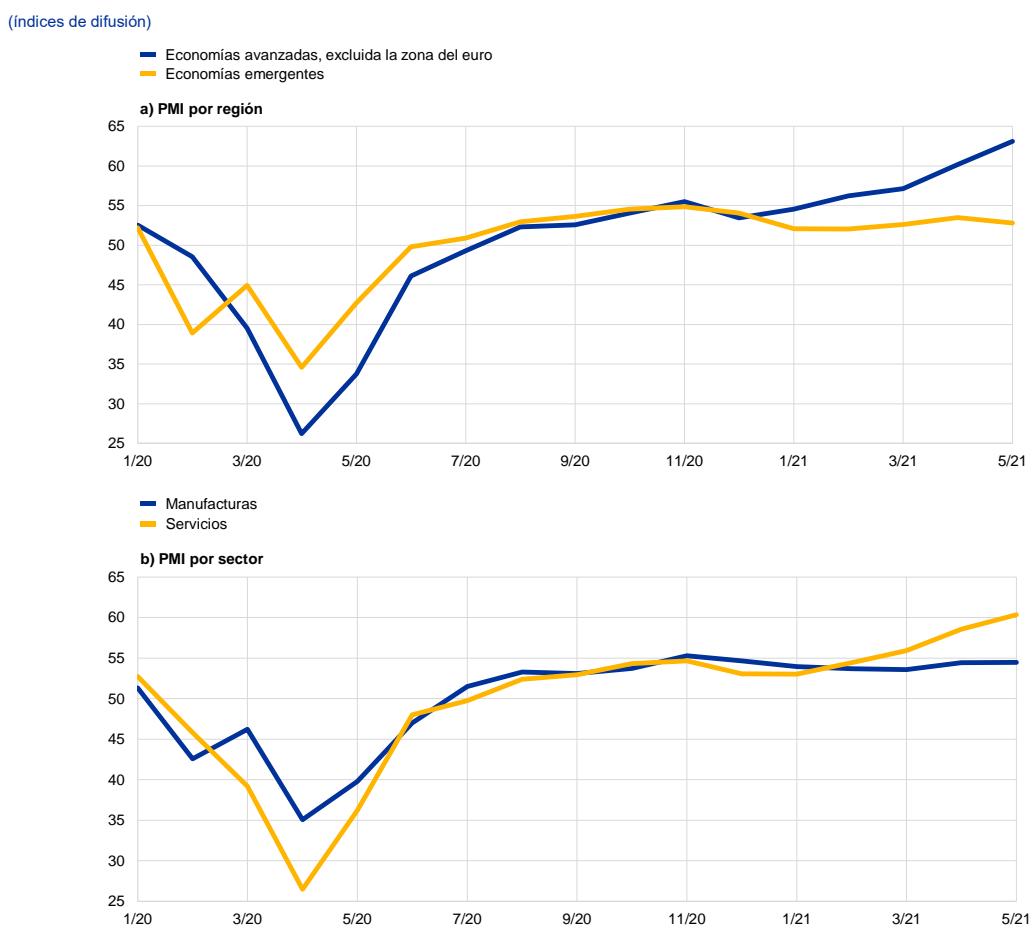
En cambio, la ralentización observada en las economías emergentes resultó ser más acusada.

**La pandemia se intensificó en las economías emergentes, al tiempo que la situación mejoró notablemente en las economías avanzadas gracias al avance de las campañas de vacunación.** En meses anteriores de este año, la situación también empeoró en Europa, mientras que el rápido ritmo de vacunación en el Reino Unido y en Estados Unidos contribuyó a reducir el número de nuevos contagios en las economías avanzadas en su conjunto. En los países emergentes, la situación epidemiológica sigue siendo precaria y continúa constituyendo el principal factor determinante de la evolución económica en los distintos países.

**En la coyuntura actual, los datos procedentes de encuestas apuntan a un intenso dinamismo de la actividad mundial, en un contexto de señales más evidentes de divergencia entre países y sectores.** El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de actividad aumentó hasta situarse en 58,8 en mayo, bastante por encima de su media de largo plazo y también fuera de su rango intercuartílico histórico. Aunque el intenso dinamismo de la actividad es visible, en general, tanto en las manufacturas como en los servicios, recientemente se han hecho más palpables algunas diferencias en los distintos países y sectores. Primero, en las economías avanzadas, el ritmo de crecimiento es sólido y últimamente se ha fortalecido más. Esta evolución contrasta con la de los países emergentes, en los que la actividad sigue mejorando con más lentitud (panel superior del gráfico 1). Segundo, la expansión económica repuntó a una velocidad notable en los servicios a medida que se retiraron las restricciones. La rápida expansión debe considerarse asimismo en el contexto de una recuperación que partía de niveles reducidos, en especial en los servicios intensivos en contacto. En cambio, la producción de las manufacturas, que demostró mayor capacidad de resistencia durante la fase más aguda de la pandemia, continúa creciendo a un ritmo más pausado, aunque sigue siendo vigoroso, en un entorno en el que se observaron algunos factores adversos generados por las restricciones de oferta (panel inferior del gráfico 1).

## Gráfico 1

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



**La recuperación mundial se ha visto respaldada por unas condiciones financieras muy holgadas.** Tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, las condiciones financieras siguen siendo favorables, ya que el aumento de los rendimientos de los valores de renta fija se vio compensado por la subida de los precios de las acciones y por la reducción de los diferenciales de los valores de renta fija privada.

**A corto plazo, las perspectivas de la economía mundial siguen estando determinadas por la posible evolución de la pandemia.** En las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro, la rápida administración de las vacunas es una señal alentadora de que es posible contener la pandemia, de que las economías pueden reabrirse gradualmente y luego recuperarse con bastante rapidez. Esto contrasta con la situación epidemiológica en varias economías emergentes importantes, en las que la actividad económica habría seguido debilitándose, pese a las restricciones de movilidad relativamente limitadas impuestas por las autoridades hasta ahora.

**Se espera que los amplios paquetes de estímulo fiscal aprobados por la Administración Biden tengan algunos efectos positivos para la economía mundial, lo que fortalecerá la recuperación en Estados Unidos.** El plan de rescate estadounidense (*American Rescue Plan*, ARP), que asciende a un total de 1,9 billones de dólares (8,9 % del PIB), incluye la renovación de las prestaciones por desempleo, pagos extraordinarios adicionales a los hogares y un aumento del gasto local y estatal para financiar medidas de salud pública y la educación. Se prevé que los cheques de estímulo adicional enviados desde que el ARP se convirtió en ley, a mediados de marzo, estimulen el consumo privado en los próximos trimestres, lo que generaría efectos positivos en otros países a través de los vínculos comerciales. Entretanto, la Administración Biden anunció dos nuevos planes fiscales a medio plazo, el plan estadounidense de empleo (*American Jobs Plan*) y el plan estadounidense para las familias (*American Families Plan*). El primero plantea realizar una serie de inversiones en infraestructuras que en parte se financiarán con aumentos del impuesto de sociedades, mientras que el segundo se centra en el gasto en prestaciones sociales y en créditos fiscales, y se financiará prácticamente en su totalidad mediante subidas del impuesto sobre la renta de las personas físicas. Se estima que, en conjunto, el impacto de los dos planes en la actividad económica será más limitado que el del ARP, debido a que se pondrán en práctica a lo largo de una década y al hecho de que está previsto que se financien mediante incrementos impositivos.

**Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial apenas han cambiado con respecto a las proyecciones anteriores.** El PIB real mundial (excluida la zona del euro) crecerá un 6,2 % este año, y posteriormente se desacelerará hasta situarse en el 4,2 % en 2022 y en el 3,7% en 2023. Esta previsión se ha revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2021 y al alza en 0,3 puntos porcentuales para 2022 en comparación con el ejercicio de proyección anterior, y para 2023 no se ha modificado. Este perfil refleja una interacción de factores, como el agravamiento de la pandemia en las economías avanzadas a principios de este año y en las economías emergentes más recientemente, así como el impacto macroeconómico de los amplios paquetes de estímulo fiscal en Estados Unidos y la mejora de las perspectivas en otras economías avanzadas gracias al rápido avance de la vacunación. Entre las economías emergentes, las perspectivas a corto plazo de la India empeoraron de forma significativa, debido al deterioro de la situación epidemiológica. Con todo, los indicadores económicos y de movilidad sugieren que es posible que las consecuencias de la ola actual no sean tan graves como las observadas durante la primavera.

**En Estados Unidos se prevé que la actividad económica aumente como resultado del firme apoyo público y de la reapertura gradual de la economía.** Después de registrar una sólida tasa de crecimiento intertrimestral anualizada (el 6,4 %) en el primer trimestre de 2021, se espera que la actividad haya seguido repuntando en el segundo, en un contexto de vigoroso gasto en consumo respaldado por el desembolso de las ayudas públicas directas a las rentas de los hogares. Mientras tanto, en el mercado de trabajo, la tasa de vacantes permaneció en niveles elevados, al tiempo que la tasa de paro continuó siendo relativamente alta. Esto apunta a la posibilidad de que los desajustes entre la oferta y la demanda

de cualificaciones, así como la falta de trabajadores en sectores de servicios intensivos en contacto, generen algunos efectos adversos a medida que se produzca la reapertura de la economía. Las encuestas sobre empleo indican que el crecimiento del salario por hora se aceleró en abril y que el número de horas semanales trabajadas aumentó hasta alcanzar un máximo histórico, en particular en sectores con un número considerable de vacantes, como la hostelería. La inflación general medida por los precios de consumo se incrementó hasta el 4,2 % en abril. Aunque este incremento fue resultado, sobre todo, del acusado avance interanual del componente energético, la inflación subyacente también registró un alza significativa, ya que los sectores que se han visto muy afectados por la pandemia han subido los precios sustancialmente en paralelo a la reapertura de la economía, como ha sido el caso de los precios de los billetes de avión y de los servicios de alojamiento. Las disrupciones en las cadenas globales de suministro lastraron la producción de automóviles en Estados Unidos, y es probable que hayan contribuido al aumento de los precios de los vehículos de segunda mano en abril.

**En el Reino Unido se espera que el gasto fiscal y la prórroga de las importantes medidas adoptadas en respuesta al coronavirus brinden apoyo a la economía.** El crecimiento del PIB real se redujo un 1,5 % en el primer trimestre de 2021, en el que estuvo vigente un confinamiento estricto. Esta contracción relativamente suave sugiere que las empresas y los hogares se adaptaron bien a las restricciones impuestas por el Gobierno. Con todo, la contribución del consumo privado fue negativa, al igual que la de la sustancial reversión del acopio de existencias registrado en 2020 en respuesta a los temores de un Brexit «sin acuerdo». Sin embargo, hacia el final del primer trimestre, a medida que la vacunación avanzaba y las restricciones de movilidad se fueron relajando, la actividad económica empezó a recuperarse. Las encuestas a empresas, la confianza de los consumidores y los indicadores de movilidad señalan un intenso repunte en el segundo trimestre. La inflación interanual medida por los precios de consumo aumentó hasta situarse en el 1,5 % en abril, desde el 0,7 % del mes anterior, mientras que la inflación subyacente se incrementó hasta el 1,3 % en abril, frente al 1,1 % de marzo. El aumento de la inflación estuvo impulsado, en su mayor parte, por los precios energéticos, ya que la reciente subida de los precios del petróleo comenzó a transmitirse a los precios que pagan los hogares por la energía, contribuyendo al alza de los precios del transporte. De cara al futuro, se prevé que la inflación general siga elevándose hacia el objetivo del 2 % del Banco de Inglaterra durante los próximos meses, debido principalmente a efectos base atribuibles a las débiles presiones inflacionistas registradas en la primavera de 2020 y al impacto de las subidas recientes de los precios energéticos.

**En China se espera que la actividad económica continúe creciendo a un ritmo sostenido durante el horizonte de proyección.** En mayo, los datos procedentes de encuestas apuntaban a un ritmo de avance sostenido, tras unos datos más débiles de lo esperado sobre el crecimiento de la producción industrial y de las ventas del comercio minorista el mes anterior, mientras que el crecimiento de las exportaciones fue sólido en abril y se está generalizando más en un contexto de mayor fortaleza de la demanda mundial. Las políticas expansivas también continuaron respaldando la recuperación, aunque su orientación se está

equilibrando gradualmente. De cara al futuro, se prevé que el principal factor impulsor de la actividad económica se traslade de la inversión al consumo privado a medida que se afiancen las perspectivas de empleo y de ingresos. La inflación general interanual medida por los precios de consumo registró un aumento moderado en mayo, hasta el 1,3 %, desde el 0,9 % de abril. La tasa de variación de los precios de consumo sigue siendo débil, en general. Aunque los precios de la energía se incrementaron notablemente, la recuperación de la oferta de carne de porcino, tras la irrupción de la peste porcina africana el año pasado, mantiene la inflación de los precios de los alimentos en niveles contenidos. Mientras tanto, la tasa de variación interanual de los precios de producción avanzó hasta el 9 % en mayo.

**En Japón se prevé una reanudación más firme de la recuperación en meses posteriores de este año, y que después prosiga a un ritmo moderado.** La mayor fortaleza de la demanda interna tras la relajación de las medidas de contención, así como la continuación del apoyo fiscal y la mejora de la demanda externa, contribuirán a una recuperación gradual, pero sostenida. El PIB real retrocedió un 1,3 % en el primer trimestre de 2021, ya que el segundo estado de emergencia, vigente desde principios de enero hasta mediados de marzo, incidió en el consumo privado y en la inversión empresarial. Es probable que el tercer estado de emergencia anunciado a finales de abril y los limitados progresos en la vacunación posterguen una recuperación más sólida al segundo semestre de este año. La inflación general interanual medida por los precios de consumo se situó en el -0,4 % en abril, ya que el impacto de la subida de los precios de la energía se vio superado por el acusado descenso de las tarifas de telefonía móvil. Se prevé que la inflación interanual medida por los precios de consumo aumente paulatinamente durante el horizonte de proyección, pero que se mantenga por debajo del objetivo del Banco de Japón.

**En los Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental, la recuperación se frenó de forma significativa en torno al cambio de año,** y se espera que siga desacelerándose a corto plazo porque el empeoramiento de la situación epidemiológica continúa lastrando la actividad. Cuando se relajen las medidas de confinamiento y se avance en la vacunación, se prevé que la actividad recobre impulso de manera gradual, favorecida por unas políticas acomodaticias en los ámbitos monetario y fiscal.

**En los grandes países exportadores de materias primas, la actividad económica se está recuperando a medida que se fortalece la demanda mundial.** En Rusia, tras experimentar una recesión relativamente leve el año pasado, se estima que la actividad registró un ligero avance en el primer trimestre. De cara al futuro, se espera que la mayor fortaleza de la demanda mundial de petróleo, junto con el repunte del consumo y de la inversión, respalden la actividad durante el horizonte de proyección. En cuanto a Brasil, la actividad siguió recuperándose en el primer trimestre y se situó próxima a los niveles anteriores a la pandemia, pese al nuevo repunte de los contagios. En adelante se prevé que el mayor vigor de la demanda externa y del consumo privado impulsen la recuperación. En cambio, la política monetaria se ha endurecido recientemente, mientras que el margen de maniobra fiscal continúa siendo limitado.

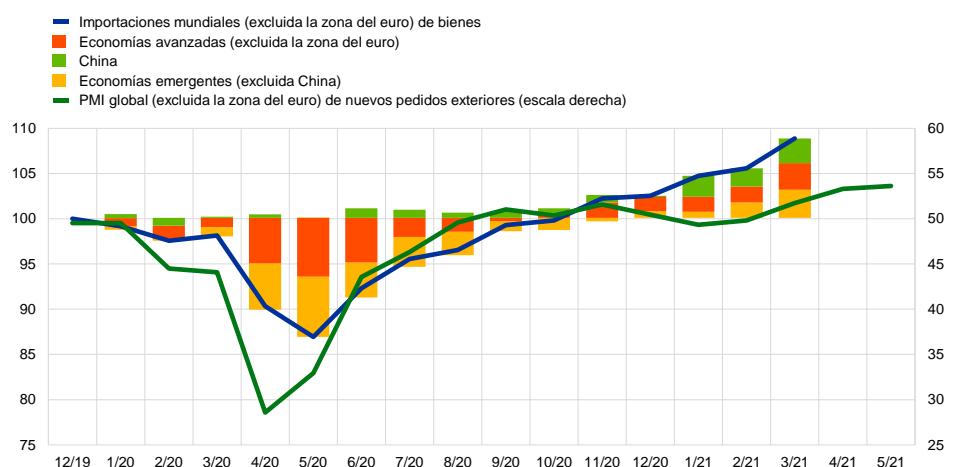
**En Turquía, la demanda interna está desacelerándose, en un contexto de retirada gradual de las medidas de estímulo al crédito.** Además, la mayor incertidumbre sobre las políticas y el debilitamiento de la confianza de los mercados continúan afectando a las perspectivas económicas a corto plazo. El impacto de la menor absorción interna en la actividad económica se ha visto compensado por el mejor comportamiento de las exportaciones en el primer trimestre de 2021. De cara al futuro, es probable que el crecimiento del PIB real siga siendo moderado, aunque más equilibrado, siempre que se mantenga el cambio reciente de las políticas, que ahora están orientadas a la estabilidad macroeconómica.

**La recuperación del comercio internacional se mantiene a un ritmo sostenido a medida que la demanda interna se fortalece en las economías avanzadas y en China.** Tras la dinámica recuperación de las importaciones mundiales de bienes (excluida la zona del euro) a finales de 2020, el dinamismo del crecimiento ha experimentado una leve desaceleración recientemente. La recuperación está impulsada, sobre todo, por la mejora de la absorción interna en economías avanzadas importantes y en China, pese al ligero aumento de la volatilidad en torno al período de vacaciones del Año Nuevo lunar (gráfico 2). Aunque el comercio internacional de servicios está cobrando ímpetu, su mejora con respecto al mínimo registrado a finales de la primavera de 2020 sigue siendo gradual, ya que continúan vigentes medidas de contención y restricciones a los desplazamientos. A corto plazo se espera que el repunte de los intercambios comerciales continúe a un ritmo sostenido. El PMI de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas siguió aumentando en mayo y se mantuvo en niveles bastante por encima de su media de largo plazo, lo que apunta a que el comercio mundial continuará acelerándose en el corto plazo. Con todo, las disruptoras registradas en las cadenas globales de suministro siguen generando efectos adversos para la recuperación de los flujos comerciales internacionales. Indicadores de alta frecuencia de la existencia de cuellos de botella en las cadenas de suministro, como los PMI de trabajos acumulados, se han incrementado hasta alcanzar los valores más elevados observados desde el final de la crisis financiera global, mientras que el PMI de plazos de entrega de los proveedores señaló plazos de entrega más largos y actualmente se sitúa próximo al máximo histórico registrado en la fase más aguda de la pandemia. Por otra parte, el elevado nivel del PMI de nuevos pedidos en relación con las existencias y el PMI de trabajos acumulados indican que la producción está tratando de satisfacer la vigorosa y creciente demanda, en especial en los sectores tecnológico y de automoción.

## Gráfico 2

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

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



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

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

**La mejora de las perspectivas de los principales socios comerciales de la zona del euro dio lugar a un aumento de la demanda interna de la zona.** Se prevé que dicha demanda crezca el 8,6 % este año y el 5,2 % y el 3,4 % en 2022 y 2023, respectivamente, lo que supone una revisión al alza para los tres años en comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021. Las revisiones reflejan principalmente una aceleración de la demanda procedente de Estados Unidos y del Reino Unido más intensa de lo previsto, pese a unos datos más débiles de lo esperado en el primer trimestre. En general, los datos más positivos a principios del año y la mejora de las perspectivas en algunos de los principales socios comerciales de la zona del euro implican que la brecha en la trayectoria del comercio internacional con respecto a la senda anterior a la pandemia ha seguido estrechándose. Las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) también se revisaron al alza en el horizonte de las proyecciones, y se prevé un crecimiento del 10,8 % en 2021 y una desaceleración hasta el 4,9 % en 2022 y el 3,7 % en 2023.

**Se considera que los riesgos para las proyecciones de referencia relativas al crecimiento mundial están equilibrados, en general, mientras que los relacionados con la inflación a escala global están orientados al alza.** 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 contención<sup>1</sup>. Otros riesgos para las perspectivas de actividad a escala global están relacionados con una reversión más rápida de lo esperado del exceso de ahorro acumulado durante

<sup>1</sup> Para más detalles, véase la sección 5, titulada «Escenarios alternativos de las perspectivas económicas de la zona del euro», en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de junio de 2021 para la zona del euro.

la pandemia en las economías avanzadas. Esto podría llevar a un aumento del consumo privado en estas economías y, en consecuencia, de la actividad y de la inflación. Las perspectivas de una recuperación más intensa y rápida en los países avanzados pueden alterar las expectativas de los participantes en los mercados sobre las perspectivas relativas a la política monetaria a nivel mundial y acrecentar el riesgo de que se produzca una corrección de precios en los mercados financieros internacionales. Este tipo de corrección suele afectar más a las economías emergentes, en especial a aquellas con fundamentos económicos débiles, y agudizaría los riesgos asociados al elevado endeudamiento tanto de los países avanzados como de los emergentes. En caso de que las disruptpciones en las cadenas globales de suministro se prolonguen más de lo previsto actualmente, podrían generar mayores presiones inflacionistas y efectos adversos para la recuperación de la actividad y el comercio mundiales.

## Evolución mundial de los precios

**Los precios mundiales de las materias primas han seguido aumentando desde las proyecciones anteriores.** La escalada de precios que ya había comenzado el verano pasado se interrumpió temporalmente en marzo, en un contexto de volatilidad en el clima de los mercados ante el aumento de los rendimientos de la deuda soberana. Esto dio lugar a una ligera corrección de los precios del crudo, mientras que los de los alimentos y los metales se han mantenido estables, en general. No obstante, desde entonces, los precios han subido, ya que las políticas acomodaticias, unidas a la administración en curso de las vacunas y las expectativas de que se levanten las medidas de contención se han traducido en la mejora de las perspectivas de demanda de materias primas. La Agencia Internacional de la Energía espera que la demanda mundial de petróleo recupere la mayor parte del volumen perdido durante la pandemia para finales de 2021. Con este trasfondo, el grupo de países que integran la OPEP+ ha revisado gradualmente al alza sus objetivos de producción, lo que también incluye la retirada progresiva de los recortes unilaterales de la producción por parte de Arabia Saudí. En líneas generales, los precios del crudo en los mercados internacionales se están viendo condicionados por la mayor fortaleza de la demanda y por el aumento paulatino de la oferta, y también se ven respaldados por una percepción del riesgo positiva a escala global.

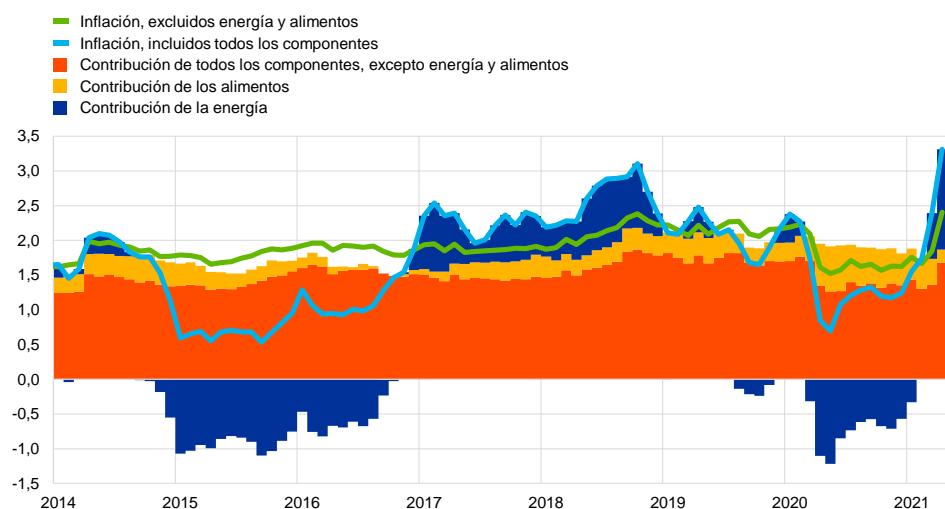
**Se prevé un aumento de la inflación mundial medida por los precios de consumo, en un contexto de subida de los precios de las materias primas y de recuperación de la demanda.** Con todo, es probable que el incremento esperado de la inflación sea transitorio, dado el grado de holgura de la economía mundial y el anclaje de las expectativas de inflación. 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 3,3 % en abril, desde el 2,4 % de marzo (gráfico 3). Los precios de la energía subieron considerablemente, mientras que la tasa de variación de los precios de los alimentos siguió disminuyendo en abril. La inflación subyacente medida por el índice de precios de consumo, excluidos la energía y los alimentos, avanzó hasta el 2,4 %

en abril, frente al 1,8 % registrado el mes precedente. La inflación general interanual medida por los precios de consumo aumentó en todas las economías avanzadas, aunque en Japón permaneció en territorio negativo. En las principales economías emergentes no pertenecientes a la OCDE, la inflación general interanual retornó con más firmeza a territorio positivo en China, después de dos trimestres en los que la inflación permaneció en niveles muy cercanos a cero.

### Gráfico 3

#### Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2021.

**El aumento de la inflación observado este año y la previsión de desaceleración gradual posteriormente también se incluyen en las proyecciones de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro.** Se prevé que estos precios (en moneda nacional) se incrementen de forma significativa durante este año. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021, los precios de exportación de los competidores de la zona del euro se han revisado al alza para 2021, en un contexto de subida de los precios de las materias primas y de mayor fortaleza de la demanda. A más largo plazo, dichos precios son similares, en general, a los de proyecciones anteriores.

## 2

## Evolución financiera

*La curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un leve desplazamiento al alza en los tramos a medio y largo plazo, mientras que en el tramo corto se ha mantenido prácticamente sin variación, lo que sugiere que no se espera una modificación inminente de los tipos de interés a muy corto plazo. Durante el período de referencia (del 11 de marzo al 9 de junio de 2021), los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro experimentaron un aumento moderado, principalmente debido a la mejora de las perspectivas económicas en vista del avance de las campañas de vacunación en toda la zona, así como del apoyo continuado de las políticas. El incremento más reciente de los diferenciales soberanos con respecto al tipo swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) en las distintas jurisdicciones puede estar relacionado, en parte, con las especulaciones sobre una reducción (tapering) temprana de las compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). Los precios de las acciones también subieron, respaldados por la firme recuperación de las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales, mientras que los tipos de descuento permanecieron en cotas relativamente bajas. Como reflejo de estos precios, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro continuaron disminuyendo y se sitúan en niveles no observados con anterioridad a marzo de 2020. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se apreció ligeramente.*

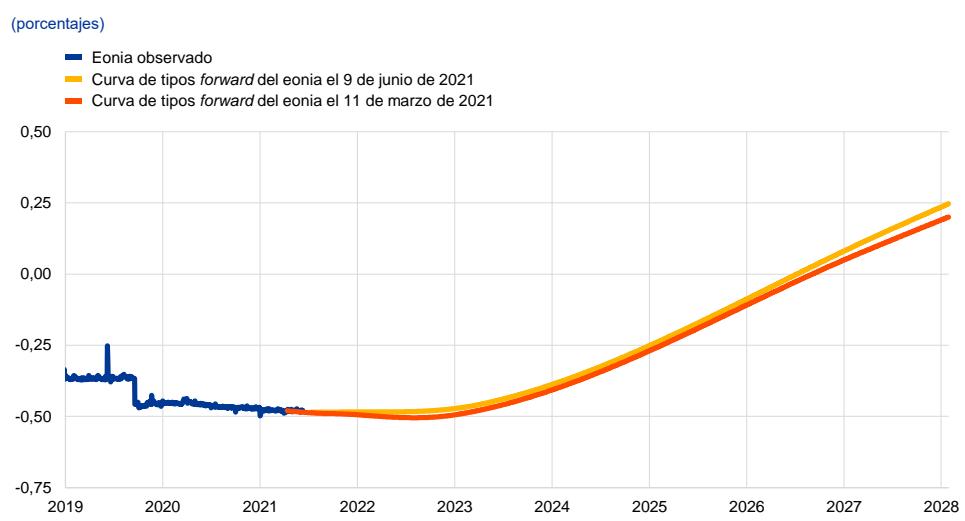
**El eonia y el tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -48 y -57 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado<sup>2</sup>.** El exceso de liquidez aumentó en unos 516 mm de euros y se situó en torno a los 4.207 mm de euros. Este incremento reflejó, principalmente, las adquisiciones de activos en el marco del PEPP y del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como los 330,5 mm de euros adjudicados en la operación TLTRO III.7. Estas inyecciones de liquidez se vieron compensadas parcialmente por la evolución de los factores autónomos y por la finalización de las operaciones TLTRO II.

**La curva de tipos forward del eonia se desplazó ligeramente al alza en los tramos a medio y largo plazo durante el período analizado, mientras que en el tramo corto se mantuvo prácticamente sin variación y continúa indicando que no se espera una modificación inminente del tipo de interés de la facilidad de depósito (gráfico 4).** En los plazos cortos, esta curva es, en la actualidad, casi completamente plana, lo que sugiere que los participantes en los mercados financieros no están descontando un recorte o subida inminente de los tipos de interés. El tipo al contado del eonia a diez años aumentó 6,2 puntos básicos.

---

<sup>2</sup> 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.

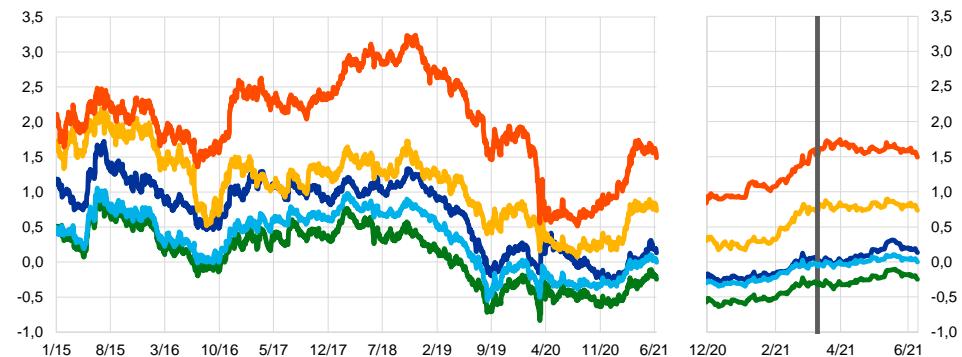
**Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro experimentaron un ligero aumento durante el período considerado (gráfico 5).** Estos rendimientos se incrementaron de forma notable cuando las primas por plazo se situaron en niveles menos negativos. A ello contribuyeron las perspectivas más alentadoras sobre la situación sanitaria y la consiguiente mejora de la valoración de las perspectivas económicas por parte de los participantes en los mercados. En concreto, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó en 14 puntos básicos, hasta el 0,13 %. Al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido registraron un leve descenso y se situaron en el 1,49 % y el 0,73 %, respectivamente.

## Gráfico 5

### Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)

- Media ponderada por el PIB de la zona del euro
- Reino Unido
- Estados Unidos
- Alemania
- OIS de la zona del euro a diez años



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

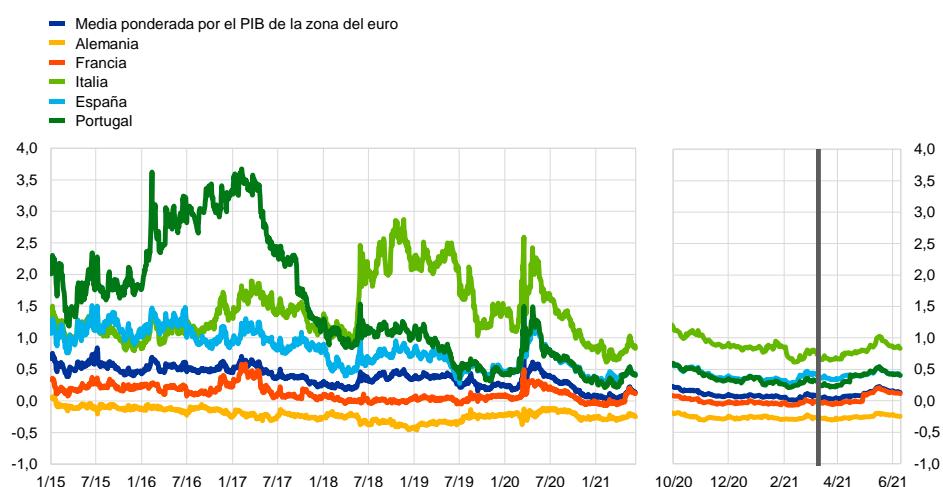
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de marzo de 2021). La última observación corresponde al 9 de junio de 2021.

**Los diferenciales a largo plazo de la deuda soberana de la zona del euro con respecto a los tipos OIS registraron un aumento moderado (gráfico 6).** Aunque la ampliación de los diferenciales de rendimiento durante el período de referencia puede atribuirse, en parte, al incremento de las primas de riesgo de crédito, las fluctuaciones más recientes también pueden estar relacionadas con las especulaciones sobre ajustes del ritmo de compras del PEPP, así como con la significativa oferta de bonos soberanos. En conjunto, los diferenciales soberanos a diez años han crecido de forma generalizada en los distintos países. En Italia, Portugal y Francia se incrementaron en 16, 15 y 15 puntos básicos, hasta situarse en el 0,83 %, el 0,40 % y el 0,11 %, respectivamente. En el mismo período, los correspondientes a Alemania y a España registraron subidas respectivas de 3 y 4 puntos básicos, y se situaron en el -0,25 % y el 0,41 %.

## Gráfico 6

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo OIS a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de marzo de 2021). La última observación corresponde al 9 de junio de 2021.

**Los precios de las acciones subieron a ambos lados del Atlántico y alcanzaron máximos históricos en Estados Unidos, como resultado de las expectativas de mayor crecimiento de los beneficios y del mantenimiento de los tipos de descuento en niveles relativamente bajos (gráfico 7).** Las cotizaciones de la zona del euro aumentaron de nuevo en un contexto de tipos de descuento persistentemente reducidos y, en particular, de firme recuperación de las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales. Con todo, los mercados de renta variable siguen señalando una recuperación desigual por sectores y países. Al mismo tiempo, no se observan signos evidentes de sobrevaloración o de asunción de riesgos excesivos. En general, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos se incrementaron en un 7,9 % y un 5,4 %, respectivamente, mientras que las cotizaciones del sector bancario de estas dos áreas económicas crecieron un 11 % y un 8,6 %.

## Gráfico 7

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

(índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de marzo de 2021). La última observación corresponde al 9 de junio de 2021.

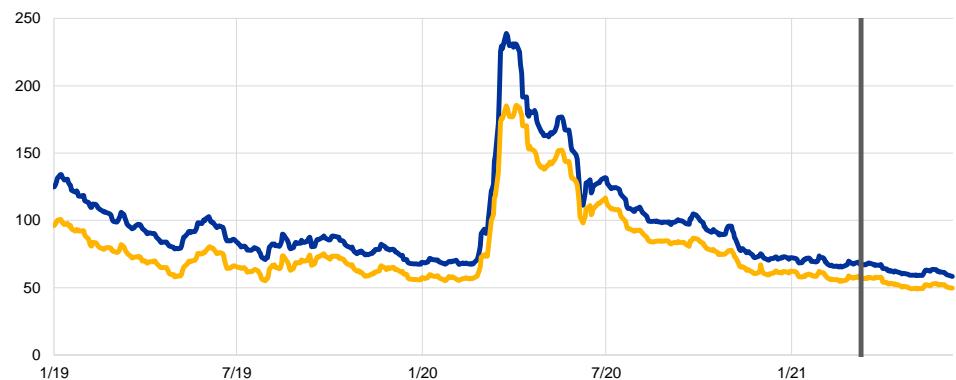
**Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro continuaron estrechándose ligeramente hasta situarse en niveles no observados con anterioridad a marzo de 2020 (gráfico 8).** Como reflejo de la subida de las cotizaciones, estos diferenciales siguieron disminuyendo. Durante el período de referencia, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y el correspondiente a los bonos del sector financiero (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) se redujeron 8 y 9 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en cotas previas a la pandemia. Es probable que este estrechamiento continuado esté relacionado, entre otras razones, con la mejora adicional de las perspectivas macroeconómicas, así como con las medidas de apoyo sin precedentes y con la actual valoración de las agencias de calificación crediticia, relativamente optimista, de los riesgos de crédito a corto plazo. Pese a ello, siguen existiendo focos de vulnerabilidad y el nivel actual de los diferenciales parece reflejar el respaldo que están proporcionando las políticas.

**Gráfico 8**

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

(puntos básicos)

- Instituciones financieras
- Sociedades no financieras



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: Los diferenciales son la diferencia entre los tipos de los asset swaps y el tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de marzo de 2021). La última observación corresponde al 9 de junio de 2021.

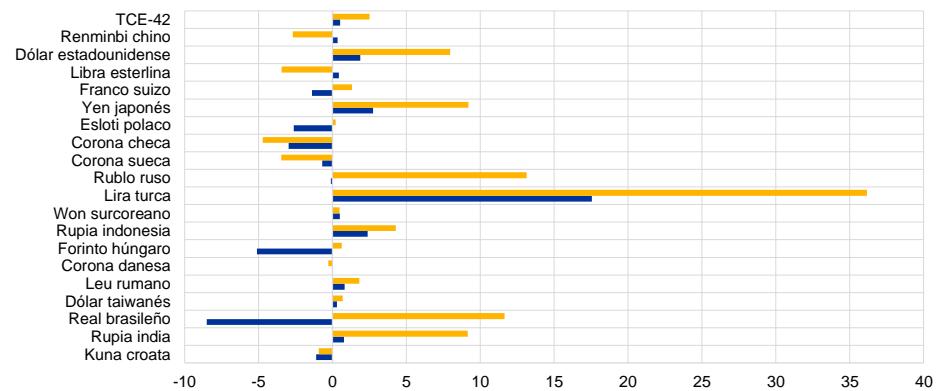
**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció ligeramente (gráfico 9) en un contexto de mejora de las perspectivas económicas de la zona del euro.** En el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se apreció un 0,5 %. La moneda única se fortaleció frente al dólar estadounidense (1,9 %), como consecuencia de la mejora de las expectativas para la economía de la zona del euro a medida que repuntó el ritmo de vacunación, unida al debilitamiento del dólar, que perdió valor a partir de finales de marzo en paralelo a los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos. El euro también se apreció frente al yen japonés (2,7 %), la libra esterlina (0,4 %) y el renminbi chino (0,3 %). La moneda única se apreció considerablemente (17,5 %) frente a la lira turca —que exhibió una amplia debilidad—, pero se depreció de forma notable (8,5 %) frente al real brasileño, que se fortaleció en general como consecuencia del repunte de los precios de las materias primas. Asimismo, el euro perdió valor frente al franco suizo (1,4 %) y a las monedas de varios de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, como el forinto húngaro, la corona checa y el esloti polaco.

### Gráfico 9

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

(tasas de variación)

- Desde el 11 de marzo de 2021
- Desde el 9 de junio de 2020



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 9 de junio de 2021.

### 3

## Actividad económica

*En el primer trimestre de 2021, el PIB experimentó un descenso adicional del 0,3 % y se situó un 5,1 % por debajo del nivel registrado antes de la pandemia, en el cuarto trimestre de 2019. La contribución de la demanda interna al crecimiento fue negativa en el primer trimestre de 2021, mientras que la demanda exterior neta contribuyó de forma ligeramente positiva. La variación de existencias tuvo un fuerte impacto positivo en el crecimiento. Las encuestas de consumidores y empresas, así como los indicadores de alta frecuencia, apuntan a una mejora considerable de la actividad en el segundo trimestre de este año. La producción manufacturera sigue siendo sólida, respaldada por la fortaleza de la demanda mundial, si bien los cuellos de botella por el lado de la oferta podrían frenar, en cierta medida, la actividad industrial a corto plazo. Asimismo, las encuestas de opinión empresarial indican una fuerte recuperación de la actividad de los servicios debido al descenso de los contagios, lo que permitirá una normalización gradual de las actividades intensivas en contacto. Los indicadores de confianza de los consumidores están mejorando, lo que sugiere un intenso repunte del consumo privado en los próximos meses. La inversión empresarial muestra capacidad de resistencia, pese a la mayor debilidad de los balances de las empresas y a la incertidumbre que aún pesa sobre las perspectivas económicas. Se espera que el crecimiento siga mejorando de forma significativa en el segundo semestre de 2021 cuando el progreso de las campañas de vacunación debería permitir una mayor relajación de las medidas de contención. A medio plazo, se prevé que la recuperación de la economía de la zona del euro se vea impulsada por la mayor fortaleza de la demanda interna y mundial, así como por el apoyo continuado de las políticas fiscales y monetaria.*

*Esta valoración se refleja, en términos generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2021, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 4,6 % en 2021, el 4,7 % en 2022 y el 2,1 % en 2023. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2021, las perspectivas para la actividad económica se han revisado al alza para 2021 y 2022, mientras que se han mantenido inalteradas para 2023.*

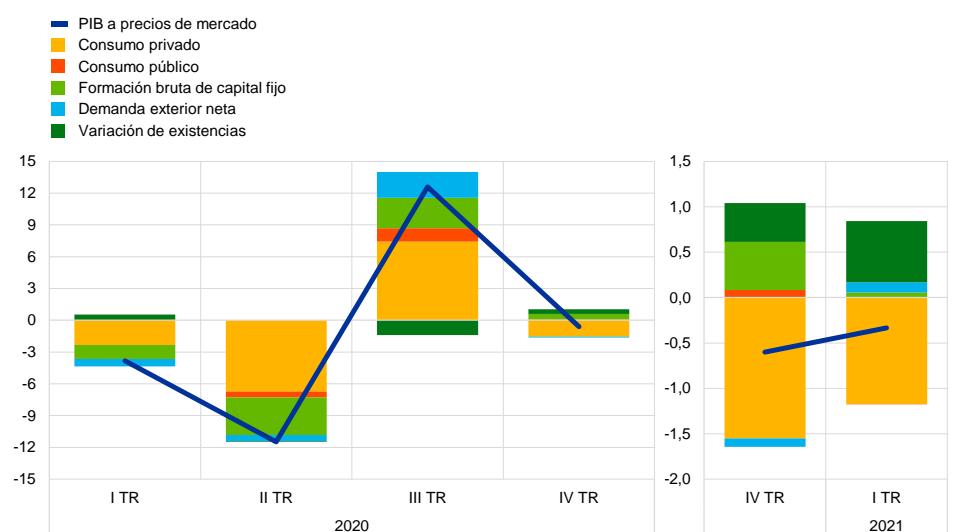
*En conjunto, se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados. Por una parte, podría esperarse una recuperación aún más intensa sobre la base de perspectivas más optimistas para la demanda mundial y de una reducción más rápida de lo esperado de los ahorros de los hogares una vez que se hayan retirado las restricciones sociales y a los viajes. Por otra, 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.*

**Tras una nueva contracción del producto en el primer trimestre de 2021, se prevé que la actividad económica de la zona del euro repunte en el segundo trimestre.** El PIB real experimentó un descenso intertrimestral adicional del 0,3 % en el primer trimestre de 2021 —después de caer un 0,6 % en el cuarto trimestre del

año pasado (gráfico 10)—, algo menos que la contracción del 0,4 % contemplada en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021. La caída del producto en el primer trimestre fue atribuible a la demanda interna, en particular al consumo privado, mientras que la variación de existencias tuvo un fuerte impacto positivo y la contribución de la demanda exterior neta también fue ligeramente positiva. En cuanto a la producción, su evolución en el primer trimestre continuó variando de forma sustancial entre los distintos sectores. Aunque el valor añadido de los servicios siguió disminuyendo, la producción del sector industrial (excluida la construcción) volvió a aumentar.

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

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



Fuente: Eurostat.

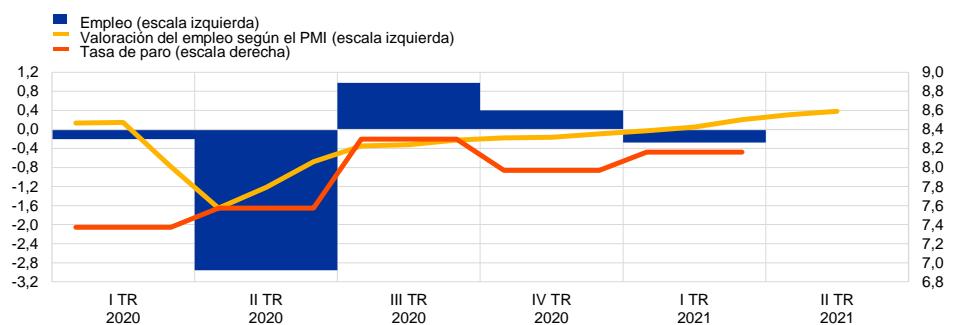
**El mercado de trabajo de la zona del euro sigue beneficiándose de un apoyo público sustancial que está mitigando el impacto de la pandemia.** Según el dato preliminar de avance publicado, el empleo retrocedió un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2021, tras registrar un incremento del 0,3 % en el cuarto trimestre de 2020 (gráfico 11). En consecuencia, la tasa de paro en ese trimestre aumentó hasta el 8,2 %, frente al 8 % del trimestre anterior. En el primer trimestre de 2021, el empleo se situó un 2,2 % por debajo del nivel registrado en el cuarto trimestre de 2019, antes de la irrupción de la pandemia. Las horas trabajadas continúan desempeñando un papel importante en el ajuste de los mercados de trabajo de la zona del euro y en las respuestas de las políticas públicas a los retos planteados por la pandemia. El total de horas trabajadas descendió un 1,5 %, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre de 2020 —el último dato disponible—, después de crecer un 14,7 % en el tercero, y se mantiene en una cota un 6,4 % inferior a la observada al cierre de 2019. Entretanto, la tasa de paro descendió hasta el 8 % en abril de 2021, desde el 8,1 % del mes precedente y por debajo del máximo del 8,7 % alcanzado durante la crisis pandémica, en agosto de 2020. Con todo, esta tasa supera el nivel previo a la pandemia correspondiente a febrero de 2020 (7,3 %). Según las estimaciones, el porcentaje de trabajadores

acogidos a programas de mantenimiento del empleo era de alrededor del 6 % de la población activa en marzo de 2021, frente a casi un 20 % en abril de 2020. Con todo, el número de trabajadores sujetos a estos programas ha ido aumentado desde octubre de 2020 como resultado de las nuevas medidas de contención adoptadas en algunos países. De cara al futuro, el sustancial número de trabajadores que siguen acogidos a programas de mantenimiento del empleo plantea riesgos al alza para la tasa de paro.

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

**Pese a la mejora de los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo, las expectativas de desempleo de los hogares continúan siendo elevadas.** En mayo de 2021, el PMI compuesto de empleo correspondiente a la zona del euro siguió adentrándose más en terreno expansivo. Este indicador señala que el empleo ha crecido desde febrero de este año. Más recientemente, las expectativas de los hogares sobre las futuras condiciones de desempleo han mejorado. Aunque las expectativas de desempleo han disminuido desde marzo de 2021, se mantienen significativamente por encima de los niveles anteriores a la pandemia.

**Después de que el consumo privado registrara una caída en el primer trimestre, los consumidores han empezado a sentirse paulatinamente más optimistas, aunque su situación financiera sigue siendo frágil.** Tras la debilidad que mostró el consumo privado durante el primer trimestre, en el que disminuyó un 2,3 %, se espera que el gasto en consumo se recupere en el transcurso del segundo trimestre, aunque esta mejora no sea aún del todo evidente en una serie de indicadores publicados al principio de ese trimestre. En abril de 2021, el volumen de ventas del comercio minorista se redujo un 3,1 %, en tasa intermensual, pero se situó un 0,3 % por encima de su media en el primer trimestre. Las matriculaciones de automóviles descendieron ligeramente en abril (un 0,4 %, en tasa intermensual), hasta situarse más de un 20 % por debajo de los niveles de febrero de 2020. Entre los aspectos positivos cabe señalar que la confianza de los consumidores retornó al nivel anterior a la pandemia en mayo (-5,1, frente a -8,1 en abril y -10,8 en marzo). Las últimas mejoras son atribuibles, en gran medida, al repunte de las expectativas de los

hogares sobre la situación económica general, mientras que la valoración que hacen de su situación financiera personal actual todavía se mantiene muy por debajo de los niveles previos a la crisis. Conforme la economía se recupere, las rentas del trabajo deberían proporcionar un respaldo creciente a los ingresos de los hogares, lo que reduciría su dependencia del apoyo fiscal. En abril, los consumidores también comenzaron a ahorrar menos en depósitos bancarios, en consonancia con una recuperación gradual del consumo privado (véase también la sección 5). La encuesta de opinión de los consumidores que elabora la Comisión Europea sugiere que el gasto en consumo seguirá aumentando a lo largo de los próximos doce meses, aunque sin mostrar signos de exuberancia.

**La inversión empresarial, excluida la construcción, disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2021, pero se espera que repunte con fuerza en el segundo trimestre y durante el resto del año.** Los cuellos de botella en las cadenas de suministro y el endurecimiento de las medidas de contención en algunos países de la zona del euro contribuyeron a que la inversión, excluida la construcción, se contrajera un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2021, tras experimentar un crecimiento intertrimestral elevado en el último trimestre de 2020. La disminución del primer trimestre obedece a un descenso acusado de la inversión en vehículos de motor y a una reversión sustancial de la vigorosa actividad inversora en productos de propiedad intelectual observada en el último trimestre de 2020, que contrarrestó con creces el intenso incremento de la inversión en otra maquinaria. En el segundo trimestre de 2021, los indicadores coyunturales sugieren un fortalecimiento pronunciado y generalizado en los distintos países. Concretamente, los datos de las encuestas publicados hasta principios de mayo muestran un aumento notable de la confianza del sector de bienes de equipo, reflejo de la pujanza de la demanda y la fortaleza de los pedidos exteriores después de que las expectativas de producción alcanzaran máximos históricos en abril. Por el lado de la oferta, la utilización de la capacidad productiva en el sector de bienes de equipo también se situó en niveles muy superiores a los anteriores a la pandemia al principio del segundo trimestre y los límites a la producción derivados de la escasez de bienes de equipo han aumentado de forma notable. Para el conjunto del año, los datos de las encuestas avalan la opinión de que la inversión empresarial experimentará un crecimiento más vigoroso en adelante. La última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE<sup>3</sup>, por sus siglas en inglés), realizada en marzo y abril de 2021, apunta a una estabilización de la inversión en capital fijo de las empresas, pese a una incertidumbre todavía elevada y a la mayor debilidad de los balances empresariales<sup>4</sup>. Según la encuesta semestral de inversión de la Comisión Europea de abril de 2021, la inversión industrial crecerá un 7 % en 2021 —en torno al doble de la tasa prevista en la encuesta de noviembre de 2020—, principalmente con fines de ampliación y sustitución, más que para racionalizar la producción.

**La inversión en vivienda siguió creciendo en el primer trimestre de 2021 y se espera que esta tendencia positiva, en términos generales, continúe en el**

<sup>3</sup> Véase «Survey on the Access to Finance of Enterprises», BCE, 1 de junio de 2021.

<sup>4</sup> Véase también la sección titulada «Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors», Financial Stability Review, BCE, mayo de 2021.

**futuro.** La inversión residencial aumentó en el primer trimestre —un 0,5 % en tasa intertrimestral — y se situó un 1,2 % por debajo del nivel registrado en el último trimestre de 2019, antes de la crisis. A largo plazo, se espera que la inversión en vivienda en la zona del euro continúe mostrando una tendencia positiva, aunque es probable que, a corto plazo, la intensidad de este movimiento al alza se vea limitada por las restricciones de oferta. Por el lado de la demanda, los datos procedentes de encuestas de la Comisión Europea señalan que las intenciones de compra o de construcción de vivienda a corto plazo de los consumidores se han situado en el nivel más alto desde principios de 2003, mientras que las de renovación de vivienda han alcanzado un máximo histórico. Por el lado de la oferta, la confianza del sector de la construcción siguió mejorando en abril y mayo. El fuerte incremento de la valoración del nivel total de pedidos de las empresas apunta a una sólida demanda de vivienda. Al mismo tiempo, sin embargo, la preocupación por la oferta se ha intensificado. Según los indicadores de opinión de la Comisión Europea, las empresas de construcción se enfrentaron a límites a la producción históricamente elevados en los dos primeros meses del segundo trimestre, debido a la escasez de materiales y de mano de obra. Las restricciones de oferta también se reflejaron en las encuestas PMI del sector de la construcción, lo que sugiere que, en abril y mayo, los plazos de entrega de los proveedores se incrementaron notablemente, en promedio, con respecto al primer trimestre de 2021. Además, las expectativas de negocio de las empresas para el próximo año disminuyeron algo, pero se mantuvieron en territorio expansivo.

**El crecimiento del comercio de la zona del euro disminuyó en el primer trimestre de 2021 y se plasmó en una contribución ligeramente positiva de la demanda exterior neta al PIB.** Después de registrar tasas de crecimiento sostenido en la segunda mitad de 2020, la recuperación de las exportaciones de la zona del euro se desaceleró en el primer trimestre de 2021 (+1 %, en tasa intertrimestral). Las disruptivas derivadas del Brexit, junto con las restricciones relacionadas con el transporte y los insumos, constituyeron un lastre. Los datos sobre el comercio de bienes en términos nominales revelan que los intercambios comerciales con el Reino Unido se recuperaron solo en parte del desplome de enero de 2021 asociado al Brexit. Las importaciones nominales se vieron especialmente afectadas y en marzo de 2021 se situaron en un nivel equivalente al 75 % del alcanzado en diciembre de 2020. En cuanto a otros destinos, China contribuyó positivamente al crecimiento de las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro. Desde una perspectiva sectorial, la desaceleración es evidente en todas las categorías, excepto en la de bienes de equipo. Los largos plazos de entrega y el aumento de las tarifas de flete, así como la escasez de insumos intermedios (como productos químicos, madera, plástico, metales y semiconductores), aumentaron la presión sobre el crecimiento de las exportaciones de manufacturas de la zona del euro (recuadro 6). Con todo, los indicadores adelantados basados en pedidos señalan un intenso dinamismo en las exportaciones de bienes en adelante. El comercio de servicios muestra algunos indicios de mejora con la llegada de la estación estival y las expectativas de relajación de la movilidad que favorecerían las exportaciones de servicios de turismo y viajes. Las importaciones crecieron prácticamente al mismo ritmo que las exportaciones en el primer trimestre de 2021 (+0,9 %, en tasa intertrimestral) y se

espera que se vean respaldadas por la recuperación de la demanda interna en los próximos trimestres.

**La información más reciente apunta a una mejora sustancial de la actividad de la zona del euro en el segundo trimestre de 2021.** Los datos de las encuestas han mejorado, en consonancia con la reactivación de un crecimiento vigoroso en el segundo trimestre de 2021. Este reciente fortalecimiento ha sido generalizado en los distintos sectores y países. El PMI compuesto de actividad, que aumentó hasta situarse en 49,9 en el primer trimestre de 2021 —desde un nivel de 48,1 en el cuarto trimestre de 2020—, ha vuelto a ascender recientemente y en abril y mayo se situó en un valor medio de 55,4. Esta mejora refleja la evolución de las manufacturas y los servicios, y los resultados de las encuestas para ambos sectores son ahora coherentes con el crecimiento. El avance de las campañas de vacunación parece haber impulsado la confianza en mayor medida, sobre todo en los servicios. La confianza se ha incrementado en todas las ramas de los servicios, aunque en las actividades intensivas en contacto permanece en niveles sustancialmente inferiores a los registrados antes de la pandemia. El aumento de la confianza es una buena señal para la recuperación esperada de los servicios, pero la enorme brecha con respecto a los niveles de actividad previos a la crisis en sectores intensivos en contacto sugiere que estos siguen afectados por una abundante capacidad productiva sin utilizar.

**Aunque la pandemia de COVID-19 ha debilitado el crecimiento en los últimos meses, la recuperación es inminente, y se espera un fuerte repunte a partir de la segunda mitad de 2021.** Pese a la prolongación de las estrictas medidas de contención durante buena parte del primer semestre de 2021, los efectos de aprendizaje, la capacidad de resistencia de la producción de manufacturas y de la demanda externa, así como el apoyo de las medidas de política monetaria y fiscal, han contenido las pérdidas de producción en mayor medida que en la primera ola de la pandemia, aunque los cuellos de botella en la oferta están lastrando la producción en algunos sectores. A corto plazo, la aceleración de la vacunación y la consiguiente disminución de las tasas de contagio deberían permitir una relajación más rápida de lo esperado anteriormente de las medidas de contención con respecto a su mayor severidad en el primer semestre de 2021. Esta evolución se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2021, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 4,6 % en 2021, el 4,7 % en 2022 y el 2,1 % en 2023 (gráfico 12). Se espera que el crecimiento de la actividad de la zona del euro se reanude en el segundo trimestre de 2021 y que, impulsada por un intenso repunte del consumo privado y la reducción de las actuales disruptoras en las cadenas de suministro, se recupere con firmeza en el segundo semestre del año, lo que permitiría que el PIB real supere su nivel anterior a la crisis a partir del primer trimestre de 2022<sup>5</sup>.

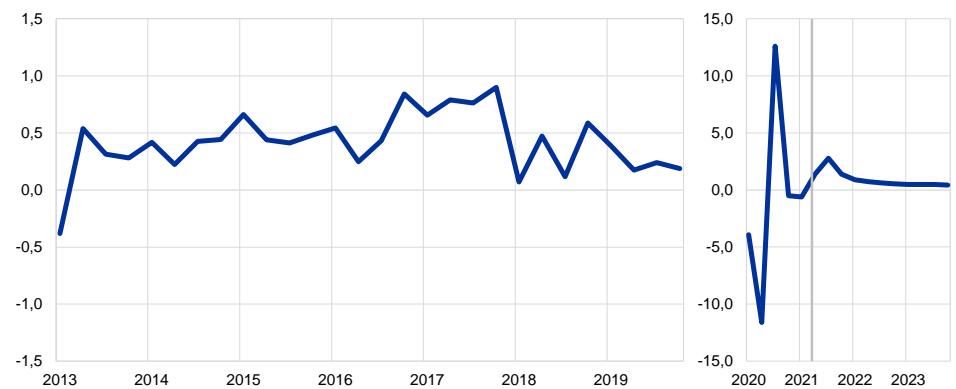
---

<sup>5</sup> Véase el recuadro 4 de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicadas en la web del BCE el 10 de junio de 2021.

## Gráfico 12

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicadas en la web del BCE el 10 junio 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.

## 4

## Precios y costes

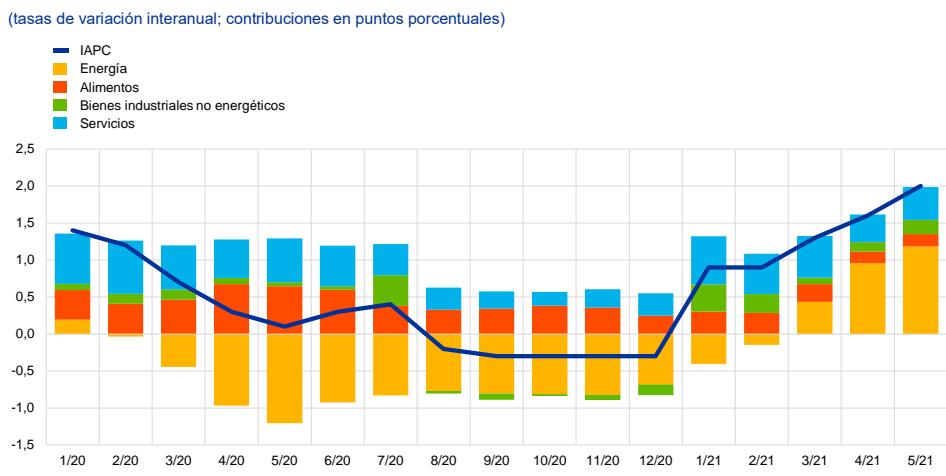
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 2 % en mayo de 2021, desde el 1,3 % registrado en marzo y el 1,6 % de abril. Este incremento se debió fundamentalmente a una fuerte subida de los precios de la energía (que reflejó importantes efectos de base alcistas, así como incrementos intermensuales), pero también, en menor medida, a un ligero avance de los precios de los bienes industriales no energéticos. Es probable que la inflación general siga aumentando hacia el otoño, debido, sobre todo, a la reversión de la reducción temporal del IVA en Alemania, y se espera que vuelva a disminuir a principios del próximo año a medida que desaparezca el impacto de los factores temporales y se moderen las presiones mundiales sobre los precios de la energía. Se espera que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten ligeramente este año como consecuencia de restricciones de oferta temporales y de la recuperación de la demanda interna. No obstante, en conjunto, se prevé que las presiones sobre los precios sigan siendo contenidas, en parte como reflejo de las bajas presiones salariales, en un contexto de exceso considerable de capacidad productiva sin utilizar y de los efectos de la reciente apreciación de los tipos de cambio del euro. Cuando el impacto de la pandemia desaparezca, la absorción de los elevados niveles de holgura, apoyada por la orientación acomodaticia de las políticas fiscales y monetaria, contribuirá a un aumento gradual de la inflación subyacente 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 mejorando.

Esta valoración se refleja, en líneas generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2021, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,9 % en 2021, el 1,5 % en 2022 y el 1,4 % en 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021, 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, cuando el descenso esperado de la inflación de los precios de la energía compense gran parte del aumento de la inflación subyacente. Se proyecta que el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1,1 % en 2021, el 1,3 % en 2022 y el 1,4 % en 2023, y se ha revisado al alza en todos los horizontes de proyección con respecto a las proyecciones de marzo de 2021.

**Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC siguió aumentando en mayo.** Ese mes se situó en el 2 %, frente al 1,6 % de abril y el 1,3 % de marzo, sobre todo como reflejo del fortalecimiento adicional de la tasa de avance de los precios de la energía (gráfico 13). Los efectos de base alcistas asociados a los acusados descensos observados en los precios del petróleo y de la energía en la primavera de 2020 fueron el origen de aproximadamente la

mitad del incremento total de la inflación general registrado entre diciembre de 2020 y mayo de 2021<sup>6</sup>.

**Gráfico 13**  
Inflación general y sus componentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2021 (estimaciones de avance).

**La evolución de la inflación general en los últimos meses también refleja la influencia de otros factores transitorios.** Por ejemplo, los cambios en las ponderaciones del IAPC a comienzos de este año se tradujeron en fuertes aumentos de la inflación en enero, pero ese efecto remitió hasta cierto punto en los meses siguientes (abril es el mes más reciente para el que se puede hacer el cálculo)<sup>7</sup>. Del mismo modo, el repunte temporal de los precios de los alimentos no elaborados en abril de 2020 generó un efecto base a la baja en abril de 2021, que compensó algunas de las presiones alcistas derivadas de los efectos base relacionados con la energía (gráfico 14). Los efectos de calendario también han afectado a las tasas de inflación de los últimos meses. Por ejemplo, la tasa de variación de los precios de los servicios se incrementó hasta el 1,1 % en mayo, desde el 0,9 % registrado el mes anterior, debido, en parte, a las fechas de la Semana Santa y de otros días festivos en ese período. Al mismo tiempo, los cambios en las fechas y en la magnitud de los períodos de rebajas de los establecimientos comerciales tuvieron un fuerte impacto al alza en la inflación de los bienes industriales no energéticos en enero y febrero, pero desde entonces ese efecto ha revertido, y el 0,7 % registrado en mayo —ligeramente superior a la media de largo plazo del 0,6 %— puede indicar mejor la medida en la que los costes de los insumos han aumentado en toda la cadena de suministro en los últimos meses.

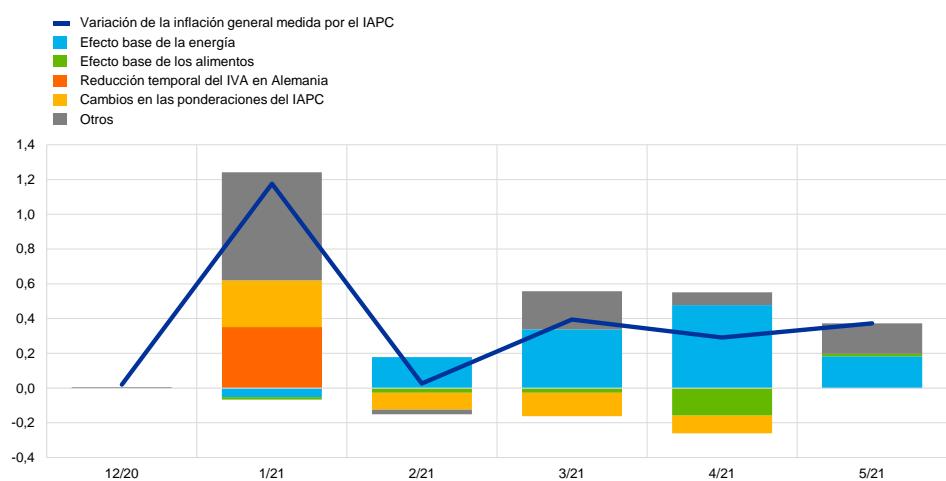
<sup>6</sup> Para más información sobre el impacto de los efectos base en la inflación de los precios de la energía, véase el recuadro titulado «[La evolución reciente de la inflación de la energía: el papel de los efectos base y de los impuestos](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021.

<sup>7</sup> La pandemia de coronavirus (COVID-19) provocó cambios significativos en el gasto de los hogares en 2020, que se reflejan en las ponderaciones del IAPC de 2021 y, por tanto, en las tasas de inflación interanual resultantes. Para un análisis de la complejidad de este impacto, véase el recuadro titulado «[Ponderaciones del IAPC para 2021 y sus implicaciones para la medición de la inflación](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

**Gráfico 14**

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

(contribuciones y variaciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Deutsche Bundesbank y cálculos del BCE.

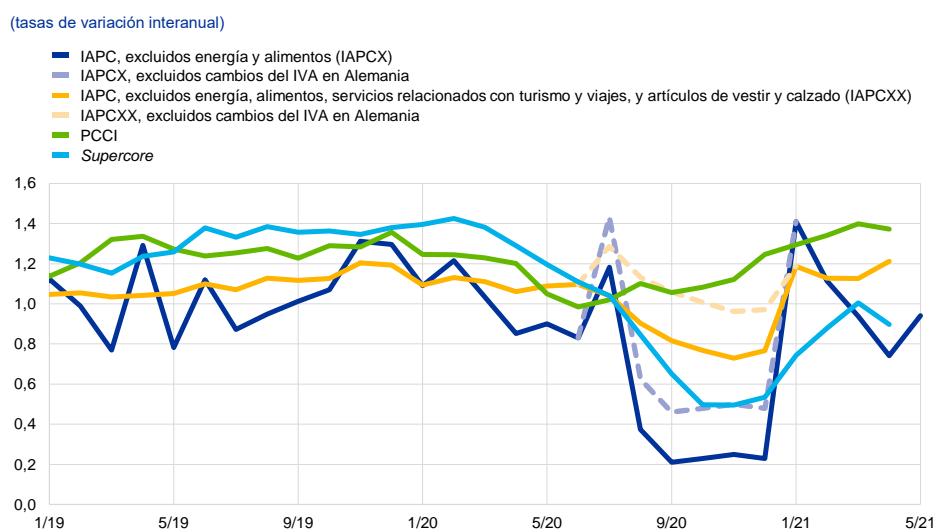
Notas: La contribución de la reducción temporal del IVA en Alemania se basa en las estimaciones presentadas en el [informe mensual de noviembre de 2020](#) del Deutsche Bundesbank. No es posible calcular la contribución de los cambios en las ponderaciones del IAPC para mayo de 2021 (dado que no se dispone aún de los datos necesarios) y, por tanto, se excluye del componente «otros». Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2021 (estimación de avance).

**Las imputaciones de precios implican que persiste la incertidumbre en torno a las señales de presiones inflacionistas subyacentes.** Según datos provisionales de Eurostat, entre enero y mayo el porcentaje de imputaciones disminuyó solo de forma moderada, del 13 % al 10 % en el caso del IAPC, y del 18 % al 13 % en el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Esta evolución obedece, sobre todo, al porcentaje de imputaciones de los servicios, que se ha mantenido bastante estable en torno a un 20 % desde noviembre del año pasado como resultado de los elevados porcentajes correspondientes a los servicios recreativos y los relacionados con turismo y viajes. En cambio, el porcentaje de imputaciones de los bienes industriales no energéticos se ha reducido considerablemente hasta situarse en el 6 % en mayo, desde el 17 % registrado en enero. Sin embargo, dado el mayor peso atribuido a los servicios, esta evolución sigue implicando un grado elevado de incertidumbre en torno a las señales de presiones inflacionistas subyacentes.

**Los indicadores de la inflación subyacente no proporcionan señales generalizadas que sugieran un aumento sostenido de las presiones inflacionistas (gráfico 15).** Después de incrementarse con fuerza en enero, la inflación medida por el IAPCX disminuyó de forma considerable hasta situarse en el 0,9 % en marzo y el 0,7 % en abril, y posteriormente aumentó hasta el 0,9 % en mayo. Estos patrones observados en los primeros meses de 2021 fueron atribuibles, sobre todo, a la evolución de los artículos de vestir, del calzado y de los servicios relacionados con turismo y viajes (incluidos los paquetes turísticos, los servicios de

alojamiento y el transporte aéreo de pasajeros)<sup>8</sup>. La inflación medida por el IAPCX, que excluye los artículos de vestir y turismo y viajes, ha sido más estable que el IAPCX y fue del 1,2 % en abril (último dato disponible). Si se analizan otros indicadores de la inflación subyacente, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) se situó en torno al 1,4 % en abril, prácticamente sin variación con respecto a marzo, mientras que el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») registró un descenso moderado (se redujo del 1 % al 0,9 %) en el mismo período.

**Gráfico 15**  
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2021 para el indicador IAPCX (estimación de avance) y a abril de 2021 para el resto.

**Las presiones inflacionistas latentes sobre los bienes industriales no energéticos continúan creciendo de forma considerable, aunque, por el momento, afectan principalmente a las primeras fases del proceso de formación de precios.** A este respecto, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios ha seguido aumentando y en abril se situó en el 6,9 %, 2,5 puntos porcentuales y 4,4 puntos porcentuales por encima de las tasas de marzo y febrero, respectivamente. Asimismo, la inflación de los precios de importación de estos bienes ha registrado un incremento sustancial y en abril fue del 7,1 %, frente al 4,6 % de marzo y el 1,5 % de febrero. Esta evolución refleja probablemente presiones al alza derivadas de los costes del transporte, de los cuellos de botella en la oferta y de la elevada tasa de variación de los precios de las materias primas. Estas presiones son menos visibles en fases posteriores del proceso de formación de precios, en consonancia con la experiencia pasada de moderación sustancial a lo largo del proceso. Con todo, la inflación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio, que fue del 0,9 % en

<sup>8</sup> Para información detallada de las posibles similitudes en los servicios relacionados con turismo y viajes afectados por los confinamientos asociados al COVID-19, 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.

marzo y del 1 % en abril, se ha incrementado por encima de su media de largo plazo (0,6 %). El impacto de los precios de producción internos en la inflación de los bienes de consumo está siendo contenido, en parte, por las tasas de crecimiento interanual negativas de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio (-0,8 % en abril, frente al -0,5 % de marzo), que siguen en niveles reducidos como consecuencia del efecto de la anterior apreciación del tipo de cambio<sup>9</sup>.

**El crecimiento de los salarios negociados se debilitó considerablemente en el primer trimestre de 2021 (gráfico 16).** El crecimiento interanual del 1,4 % observado en ese trimestre constituye una moderación sustancial con respecto a las tasas registradas en el cuarto trimestre de 2020 (2 %) y en el conjunto de ese año (1,8 %). Como se había previsto, el impacto del COVID-19 sobre los salarios negociados no fue evidente hasta que los convenios colectivos firmados antes del comienzo de la pandemia dejaron de estar vigentes y los nuevos se retrasaron o se concluyeron utilizando tarifas salariales más reducidas<sup>10</sup>. Dados los posibles problemas de cobertura y de tiempo, el incremento de los salarios negociados observado en el primer trimestre no necesariamente señala aumentos de los salarios reales. Los indicadores del crecimiento de los salarios reales, como la remuneración por asalariado o la remuneración por hora, siguen estando muy afectados por los programas de mantenimiento del empleo y de regulación temporal de empleo, que influyen en los salarios y en las horas trabajadas, y tienden a reducir el primer indicador y a incrementar el segundo. En el primer trimestre de 2021, la diferencia entre las tasas de avance de los dos indicadores descendió, pero siguió siendo significativa. En el primer trimestre de este año, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó hasta situarse en el 1,9 % (frente al 1 % del cuarto trimestre de 2020), mientras que la tasa correspondiente a la remuneración por hora se redujo del 5,2 % al 3,2 % en el mismo período.

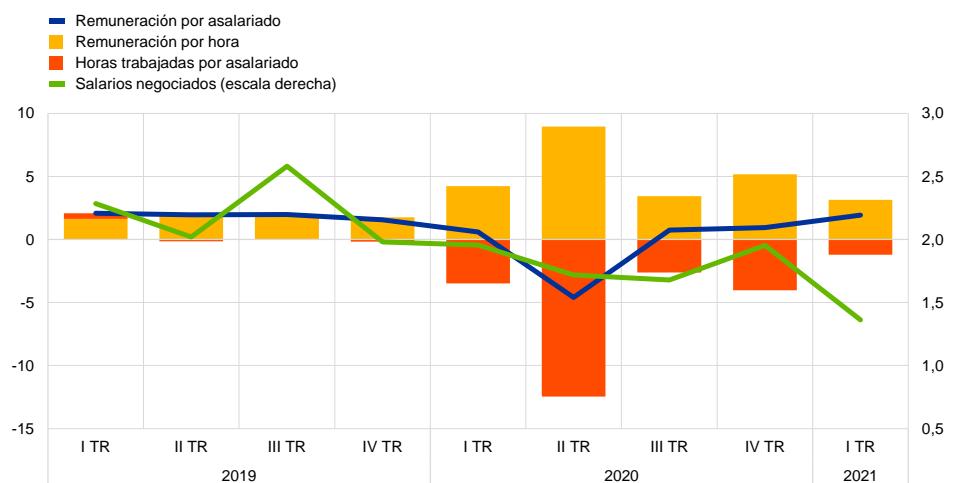
<sup>9</sup> Para una descripción general del proceso de formación de precios del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC, véase recuadro titulado «*La evolución reciente de la inflación de la energía: el papel de los efectos base y de los impuestos*», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

<sup>10</sup> Para un análisis pormenorizado del indicador de salarios negociados, incluida información detallada de la evolución reciente y el papel que desempeña el indicador en el análisis y en las previsiones de evolución salarial en la coyuntura actual, véase el recuadro titulado «*¿Pueden los datos sobre salarios negociados contribuir al análisis de la dinámica salarial durante la pandemia de Covid-19?*», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

## Gráfico 16

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



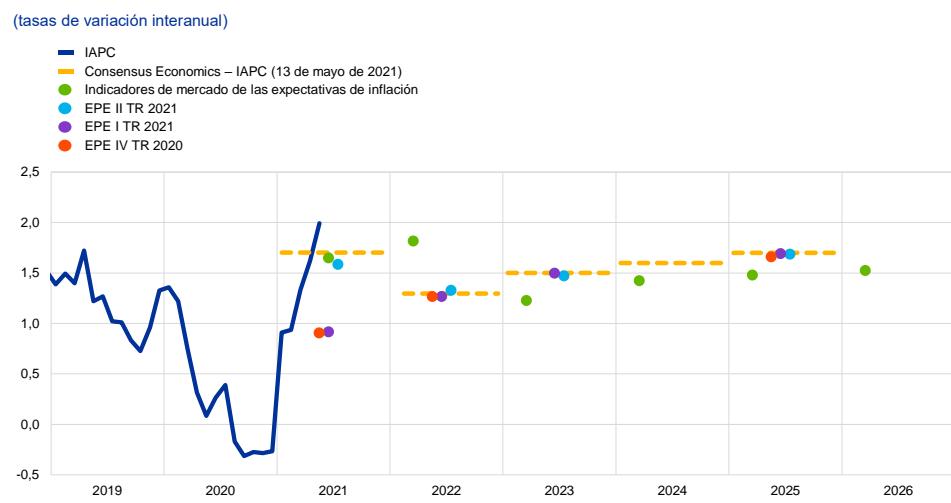
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021.

**Los indicadores de mercado de la compensación por inflación continuaron aumentando.** Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto y a largo plazo permanecen en una senda ascendente, en un contexto de mejora de la percepción de riesgos y de las expectativas de reversión del gasto embalsado en consumo, así como de medidas de estímulo fiscal desplegadas en todo el mundo. Se estima que las primas de riesgo de inflación a largo plazo han aumentado considerablemente en los últimos meses, por lo que explican el grueso del incremento total observado en la compensación por inflación a largo plazo. La mejora de las expectativas ha sido mayor para los horizontes más cortos, lo que se plasmó en el aplanamiento de la curva de tipos *forward* de la inflación (gráfico 17). El tipo *forward* de swaps de inflación más importante —el swap de inflación a cinco años dentro de cinco años— se situó en el 1,56 % el 9 de junio, frente al 1,52 % observado el 20 de abril. En lo que respecta a los indicadores de opinión, los datos extraídos de la [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#) y de Consensus Economics indican que las expectativas medias de inflación a largo plazo para 2025 se mantuvieron sin variación en el 1,7 % en abril.

## Gráfico 17

### Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación



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

Notas: La encuesta EPE correspondiente al segundo trimestre de 2021 se realizó entre el 31 de marzo y el 12 de abril de 2021. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a la compensación por inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 9 de junio de 2021.

**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2021, la inflación aumentará de forma sustancial durante 2021, volverá a caer a principios de 2022 y se mantendrá**

**prácticamente estable hasta finales de 2023.** La inflación interanual medida por el IAPC se situará, en promedio, en el 1,9 % en 2021, con un máximo del 2,6 % en el cuarto trimestre, y registrará una media del 1,5 % y el 1,4 % en 2022 y 2023, respectivamente. El fuerte crecimiento proyectado para 2021 refleja presiones al alza procedentes de varios factores temporales, entre ellos la reversión de la reducción del IVA en Alemania, el fuerte repunte de la inflación de la energía (debido a efectos de base alcistas) y el aumento de los costes de los insumos como consecuencia de las restricciones de oferta. Según las proyecciones, cuando se haya disipado el impacto de esos efectos transitorios, la inflación medida por el IAPC se mantendrá prácticamente estable en 2022 y 2023. Se espera que las previsiones de recuperación económica y de reducción del exceso de capacidad productiva tengan como resultado un incremento gradual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, desde el 1,1 % en 2021 hasta el 1,4 % en 2023. Entretanto, también se prevé que la inflación del componente de alimentos del IAPC crezca ligeramente durante el horizonte de proyección. No obstante, se espera que las presiones al alza que ejercen esos dos componentes sobre la inflación general se vean compensadas, en general, en 2022 y 2023 por los descensos previstos de la tasa de variación de los precios de la energía, dada la pendiente descendente de la curva de futuros sobre el precio del petróleo.

**Gráfico 18**

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2021](#)», publicado en el sitio web del BCE el 10 de junio de 2021.

Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2023 (proyecciones). La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones fue el 26 de mayo de 2021 (y el 18 de mayo de 2021 para los supuestos utilizados).

## 5

## Dinero y crédito

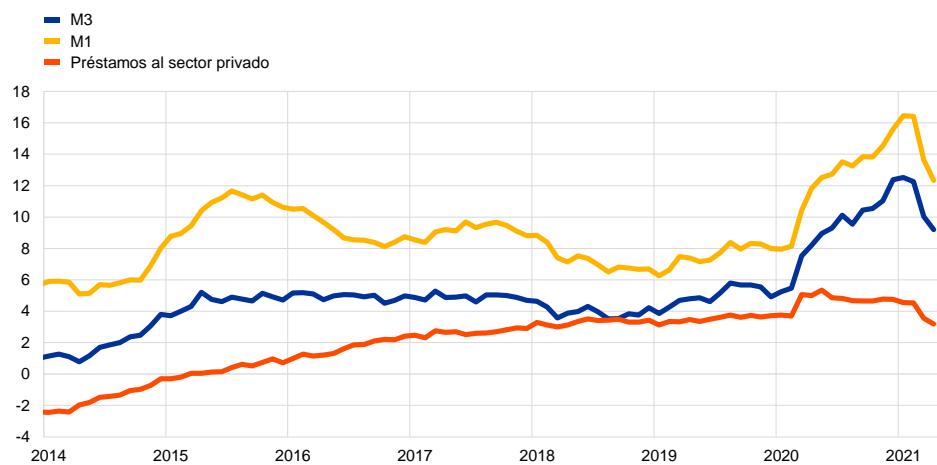
*La creación de dinero en la zona del euro se moderó en abril de 2021, mostrando algunas señales incipientes de normalización tras la sustancial expansión monetaria asociada a la crisis del coronavirus (COVID-19). El crédito interno continuó siendo la principal fuente de creación de dinero, y las compras del Eurosistema fueron las que más contribuyeron. Aunque 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, el crecimiento de los préstamos al sector privado se redujo y retornó a los niveles anteriores a la pandemia, impulsado por el crédito a empresas. El volumen total de financiación externa de las empresas repuntó en el primer trimestre de 2021. Entretanto, el coste total de dicha financiación aumentó ligeramente en los cuatro primeros meses del año, sobre todo como consecuencia del mayor coste de las acciones, al tiempo que el coste de los valores de renta fija y de la financiación bancaria también registró un incremento marginal.*

**El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se moderó en abril de 2021.** La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 9,2 % en abril, frente al 10 % de marzo (gráfico 19), como consecuencia de una entrada mensual relativamente reducida y del menor crecimiento de los depósitos a la vista. Además de un efecto base considerablemente negativo, dado que los importantes flujos de entrada registrados en la fase inicial de la pandemia desaparecieron de los datos de crecimiento interanual, la caída del crecimiento de M3 también reflejó la disminución de las entradas en los depósitos de los hogares y las salidas de los depósitos de las empresas. La menor acumulación de depósitos por parte de los hogares coincidió con un repunte de la confianza de los consumidores y respalda las expectativas de aumento del gasto en consumo. Aunque la dinámica a más corto plazo del agregado monetario amplio continuó atemperándose, el ritmo de creación de dinero siguió siendo elevado, gracias al apoyo proporcionado por las políticas monetaria, fiscal y prudencial. Por lo que se refiere a los componentes, el avance de M3 estuvo impulsado, sobre todo, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 retrocedió hasta el 12,3 % en abril, desde el 13,6 % de marzo, principalmente como resultado de la evolución de los depósitos de las empresas y los hogares. La contribución de otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables al crecimiento interanual de M3 continuó siendo limitada, lo que obedece al bajo nivel de los tipos de interés y a la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

## Gráfico 19

### 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 nocional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a abril de 2021.

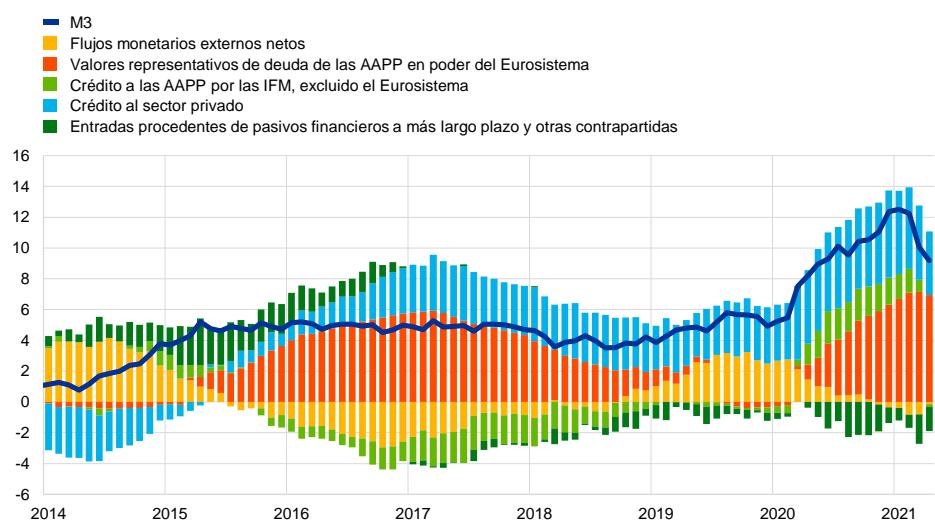
**El crecimiento de los depósitos a la vista volvió a moderarse.** La tasa de crecimiento interanual de estos depósitos disminuyó hasta el 12,7 % en abril, frente al 14,2 % de marzo, debido principalmente a los depósitos de las empresas y los hogares. Los primeros crecieron de forma dispar entre países en abril, como consecuencia de las diferentes necesidades de liquidez de las empresas y de las medidas de apoyo adoptadas por los Gobiernos nacionales. Mientras, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo estable, en general, en el 9,8 %. En conjunto, la marcada preferencia de los tenedores de dinero por los depósitos a la vista durante la pandemia refleja motivos de precaución, así como el nivel muy bajo de los tipos de interés, que reduce el coste de oportunidad de mantener estos instrumentos.

**La creación de dinero siguió estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosystema.** En abril, las compras netas de deuda pública por parte del Eurosystema en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) del BCE fueron las que más contribuyeron al avance de M3 (parte de color rojo de las barras del gráfico 20). El crédito al sector privado (parte de color azul de las barras) también contribuyó al crecimiento de M3. La aportación a la creación de dinero procedente del crédito a las Administraciones Públicas concedido por las entidades de crédito dejó de ser positiva, debido a las ventas de deuda pública y a la reducida actividad emisora de este tipo de valores (parte de color verde claro de las barras). Los flujos monetarios externos netos continuaron causando un ligero efecto moderador en la creación de dinero (parte de color amarillo de las barras). Del mismo modo, los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas también siguieron frenando el crecimiento del agregado monetario amplio (parte de color verde oscuro de las barras), principalmente como consecuencia de la evolución de otras contrapartidas, al tiempo que la contribución

al avance de M3 con origen en las condiciones favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), que siguieron respaldando la sustitución de la financiación bancaria, fue limitada.

### Gráfico 20 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

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

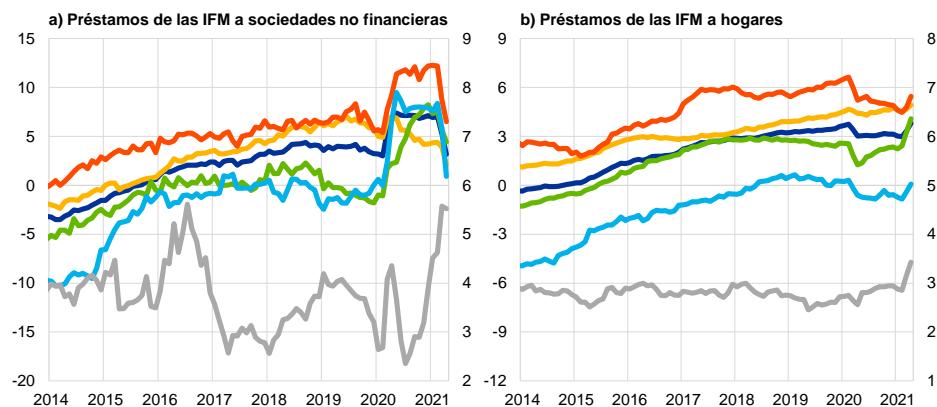
**El crecimiento de los préstamos al sector privado descendió en abril, retornando a los niveles más bajos observados antes de la pandemia.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado se redujo hasta situarse en el 3,2 % en abril, desde el 3,6 % de marzo (gráfico 19). Esta evolución tuvo su origen, principalmente, en el descenso de la tasa de avance interanual de los préstamos a empresas, que cayó hasta el 3,2 % en abril, frente al 5,3 % observado en marzo, mientras que la de los préstamos a hogares aumentó hasta el 3,8 % en abril, tras haber permanecido en torno al 3 % desde junio de 2020 (gráfico 21). La moderación del crédito empresarial observado en abril debe interpretarse a la luz de varias circunstancias. Puede haber obedecido a la disminución de las necesidades de liquidez, ya que los sectores más afectados por la pandemia están mostrando señales de recuperación. Otro factor fueron los elevados flujos de crédito registrados en marzo 2021, atribuibles, en parte, a que algunas entidades de crédito concedieron préstamos de forma anticipada para tratar de alcanzar los valores de referencia para la concesión de crédito en las TLTRO con el fin de beneficiarse de las atractivas condiciones que ofrecen. El recurso de las empresas a los préstamos a más largo plazo motivado por el COVID siguió aumentando en detrimento de los préstamos a más corto plazo.

## Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Desviación típica entre países (escala derecha)



Fuente: BCE.

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

**El crédito total a los hogares repuntó en abril (gráfico 21).** Este repunte fue atribuible, principalmente, a los préstamos para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual (5,4 %) fue la más elevada desde el inicio de la crisis financiera global. Al mismo tiempo, la tasa de avance interanual del crédito para consumo volvió a ser positiva —reflejo de la mejora de la confianza de los consumidores y de las posibilidades de gasto— y se situó en el 0,3 % en abril, desde el -1,7 % de marzo. Con todo, parece que los hogares han aumentado su gasto recurriendo sobre todo a los depósitos acumulados durante el año pasado. Mientras, en abril, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para otros fines permaneció, en general, estable en el 1,5 %. La evolución 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 contenida pese a las leves mejoras observadas en los últimos meses. Aunque los Gobiernos han ayudado a las pequeñas empresas a cubrir sus necesidades de financiación, dichas empresas se han visto particularmente afectadas por la desaceleración de la actividad económica.

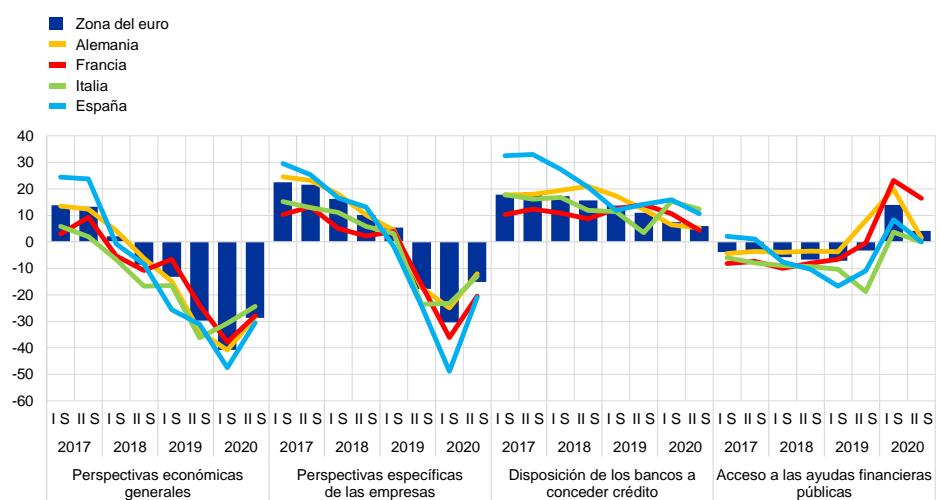
**La moderación observada, en general, en el crecimiento del crédito a empresas oculta cierta heterogeneidad.** Según la última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) del BCE, referida al período comprendido entre octubre de 2020 y marzo de 2021, un menor número de pequeñas y medianas empresas (pymes) señalaron mejoras en la disponibilidad de préstamos en ese período. En términos netos, el 3 % de las pymes de la zona del euro participantes en la encuesta indicaron mejoras en la disponibilidad de préstamos bancarios (frente al 6 % de la encuesta anterior). Las

microempresas fueron las más pesimistas en su valoración de la situación. De hecho, por primera vez desde mediados de 2015, comunicaron un deterioro en la disponibilidad de préstamos bancarios, mientras que las respuestas de grandes empresas sugerían que dicha disponibilidad había retorna a los niveles anteriores al COVID-19. Al mismo tiempo, un porcentaje neto más reducido de pymes consideraron que el entorno macroeconómico había incidido negativamente en su acceso a la financiación (gráfico 22). Ese porcentaje neto era comparable a los observados justo antes de la irrupción de la pandemia, y puede reflejar los efectos positivos de las medidas de apoyo público vigentes. Asimismo, un porcentaje neto ligeramente más bajo de pymes manifestaron una mejora en la disposición de los bancos a conceder crédito. Del mismo modo, un porcentaje neto menor de pymes señalaron mejoras en el acceso a las ayudas financieras públicas, lo que probablemente se deba a la disminución del uso de avales observada hacia finales de 2020. A la pregunta específica sobre los programas de apoyo público introducidos en respuesta a la pandemia, la mayoría de las pymes participantes en la encuesta confirmaron que habían accedido a estos programas en los últimos doce meses y que las habían ayudado a cumplir con sus obligaciones inmediatas y a corto plazo (véase también el [recuadro 2](#) de este Boletín Económico).

### Gráfico 22

#### Cambios en los factores que afectan a la disponibilidad de financiación externa para las pymes de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

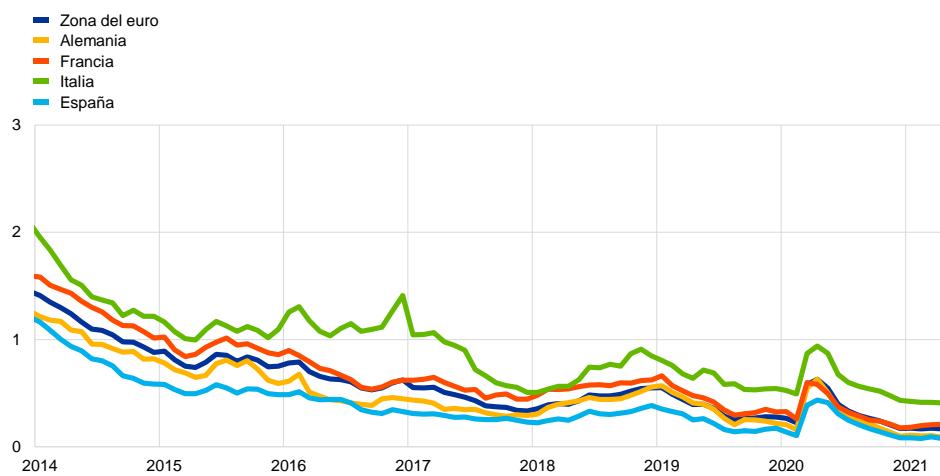
Notas: Este gráfico se refiere a la siguiente pregunta de la encuesta SAFE: «Considerando cada uno de los siguientes factores, ¿diría que han mejorado, no han variado o han empeorado durante los seis meses anteriores?». Los porcentajes netos se calculan como la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican que un factor ha mejorado y el de aquellas que señalan que ha empeorado. Las cifras se refieren a las olas 17 (abril-septiembre de 2017) a 24 (octubre de 2020-marzo de 2021) de la encuesta.

**Las entidades de crédito han seguido beneficiándose de unas condiciones de financiación favorables, mientras que el aumento del riesgo de crédito está incidiendo en su capacidad de intermediación.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se mantiene por debajo del nivel previo a la pandemia, debido al sustancial apoyo de la política monetaria y al respaldo continuado de los Gobiernos y de las autoridades de regulación (gráfico 23), pese al incremento de los rendimientos de los bonos

bancarios observado desde principios de 2021. Los programas APP y PEPP del BCE han ejercido presión a la baja sobre los rendimientos, y las entidades de crédito han sustituido parte de la financiación de mercado por las operaciones TLTRO con condiciones muy favorables. Ambos factores han sustentado 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. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro permanecieron prácticamente sin variación en mínimos históricos en abril de 2021, contribuyendo así a las favorables condiciones de financiación de la deuda, en un contexto de transmisión efectiva de los tipos negativos. De hecho, desde el comienzo de la pandemia, las entidades de crédito de la zona del euro han aplicado de manera creciente tipos de interés negativos a los depósitos de las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, la capacidad de las entidades para aplicar tipos de interés negativos depende de su poder de mercado, y los tipos de los depósitos minoristas de los hogares han tendido a permanecer en cero o en niveles superiores, lo que comprime los márgenes de intermediación de los bancos. Pese a que las entidades continuaron reforzando su capacidad de absorción de pérdidas en el cuarto trimestre de 2020 incrementando su capitalización, el mayor riesgo de crédito y la reducida rentabilidad bancaria pueden limitar la capacidad de los bancos para conceder crédito. Como muestra la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) correspondiente a abril de 2021, las entidades de crédito siguieron endureciendo los criterios de concesión de préstamos en el primer trimestre de 2021 (si bien solo los de los préstamos a empresas y en menor medida que en los dos trimestres precedentes), lo que refleja su mayor percepción de riesgos y su menor tolerancia al riesgo como consecuencia de la pandemia.

**Gráfico 23**  
Coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito

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



Fuentes: BCE, Markit iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2021.

**Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras aumentaron, pero se mantuvieron en niveles reducidos.** En abril de 2021, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a estas sociedades se incrementó en 17 puntos básicos, hasta el 1,56 %, tras descender en el primer trimestre del año, mientras que el aplicado a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo sin variación en el mínimo histórico del 1,31 % (gráfico 24). Esta evolución refleja el impacto que están teniendo las medidas adoptadas por el BCE, las autoridades supervisoras y los Gobiernos nacionales para respaldar las condiciones de oferta del crédito, en particular a las empresas que se han visto más afectadas por la pandemia. 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 ha estabilizado en los niveles registrados antes de la pandemia. Asimismo, la incertidumbre acerca de los efectos a más largo plazo de la pandemia en la economía —y, por tanto, en la solvencia de los prestatarios y en los balances bancarios— continúa siendo elevada. Todas las medidas de respaldo vigentes siguen siendo esenciales para evitar que esta incertidumbre precipite un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación que intensifique el impacto económico de la pandemia.

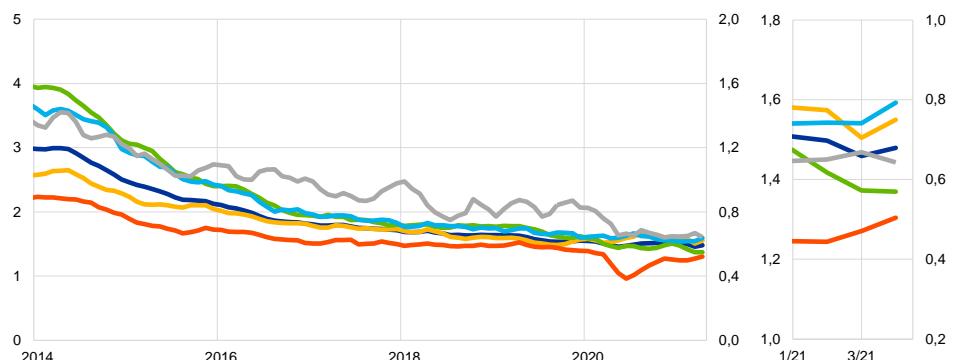
## Gráfico 24

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

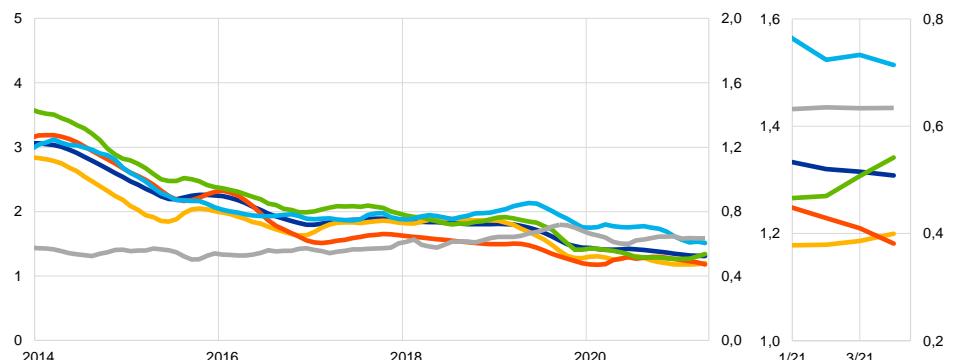
(porcentajes [medias móviles de tres meses]; desviación típica)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Desviación típica entre países (escala derecha)

a) Tipos de los préstamos a sociedades no financieras



b) Tipos de los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda



Fuente: BCE.

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

**El volumen total de financiación externa de las empresas aumentó ligeramente en el primer trimestre de 2021.** La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa se situó en el 4,5 % en marzo 2021, y la dinámica a más corto plazo de la financiación ha revertido la tendencia a la baja que comenzó a observarse al final del verano pasado. Los factores impulsores de estos flujos han sido, sobre todo, la financiación bancaria y, en menor medida, las emisiones netas de acciones cotizadas (panel a del gráfico 25). Las empresas han reducido su recurso a la financiación de mercado, mientras que los flujos de financiación externa han seguido beneficiándose de unas condiciones de financiación favorables. Los motivos que explican el uso de la financiación bancaria son heterogéneos en los distintos sectores: es probable que aquellos orientados a la exportación hayan aprovechado la mejora de las condiciones globales, y la actividad de la construcción ha sido pujante en algunos países, mientras que otros sectores más expuestos a las repercusiones de la pandemia han necesitado más liquidez.

**El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras (que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones) se mantuvo en cotas reducidas, pero aumentó ligeramente.** Este coste se situó en el 4,6 % al final de abril (panel b del gráfico 25), unos 30 puntos básicos por debajo del máximo de marzo de 2020 y 50 puntos básicos por encima del mínimo histórico registrado en junio del mismo año. El leve incremento del coste total de la financiación observado en los cuatro primeros meses de 2021 estuvo asociado con el mayor coste de las acciones, que reflejó alzas de los tipos de interés libres de riesgo y de la prima de riesgo de las acciones. Asimismo, la compresión adicional de los diferenciales de los valores de renta fija compensó los incrementos de los tipos libres de riesgo, por lo que el coste de los valores de renta fija se mantuvo prácticamente invariable, en líneas generales. El coste de la financiación bancaria —principalmente el del crédito a largo plazo— también experimentó un leve aumento. Según las estimaciones, entre el final de abril y el 9 de junio de 2021, el coste total de la financiación se incrementó en otros 35 puntos básicos, aproximadamente, sobre todo como consecuencia del mayor coste de las acciones. Esto se debió a un ligero incremento de la prima de riesgo de estos valores, tras un crecimiento excepcionalmente acusado de las expectativas de beneficios empresariales a largo plazo (como también ponen de manifiesto las encuestas a empresas), mientras que los tipos de descuento continuaron siendo reducidos, en general. Habida cuenta de la pronunciada mejora de las expectativas de beneficios y de unos tipos de descuento que siguen siendo bajos, normalmente, los modelos habrían sugerido un incremento de los precios de las acciones algo mayor que el observado, lo que, por consiguiente, se refleja automáticamente en una prima de riesgo un poco más alta. En ese mismo período, el coste de los valores de renta fija experimentó una subida solo marginal, ya que el aumento de los tipos libres de riesgo se vio compensado casi por completo por la reducción adicional de los diferenciales de los valores de renta fija privada tanto en los segmentos de grado de inversión como en los de alta rentabilidad (*high-yield*).

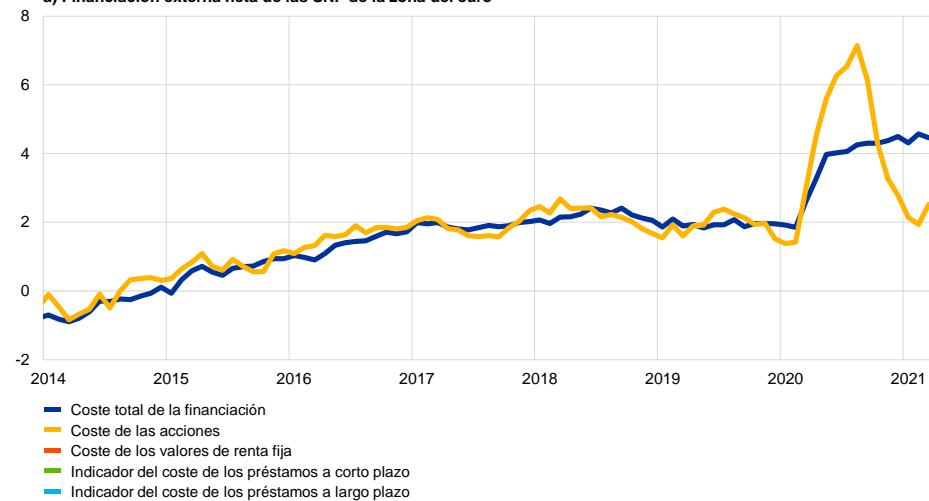
## Gráfico 25

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

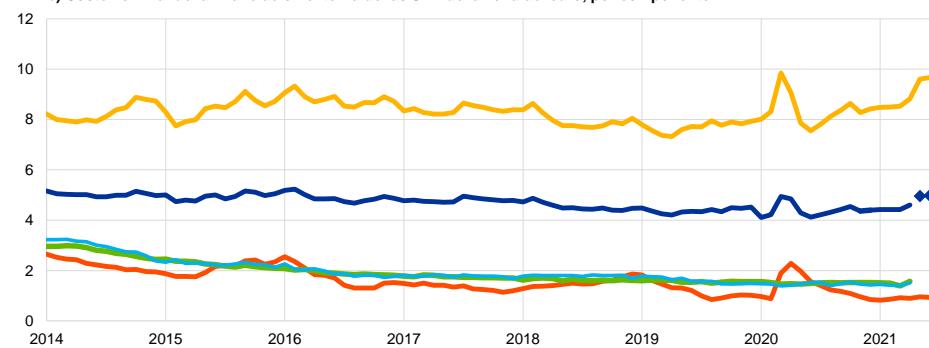
(tasas de variación - panel a; porcentajes - panel b)

- Tasa de crecimiento interanual
- Tasa de crecimiento semestral anualizada

a) Financiación externa neta de las SNF de la zona del euro



b) Coste nominal de la financiación externa de las SNF de la zona del euro, por componente



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 mayo y junio de 2021, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de abril de 2021. Las últimas observaciones del panel a corresponden a marzo de 2021. Las últimas observaciones del panel b se refieren al 9 de junio de 2021 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 4 de junio de 2021 para el coste de las acciones (datos semanales) y a abril de 2021 para el coste de los préstamos (datos mensuales).

## 6

## Evolución de las finanzas públicas

*Como resultado de la desaceleración económica muy pronunciada registrada durante la pandemia de coronavirus (COVID-19) y de la enérgica respuesta fiscal, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó con fuerza y se situó en el 7,3 % del PIB en 2020, desde el 0,6 % de 2019. Este año, como los países de la zona del euro se han visto afectados por nuevas olas de la pandemia, la vigencia de muchas medidas de emergencia se ha prolongado y se han introducido otras de apoyo a la recuperación. Por consiguiente, en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021 se prevé solo una mejora marginal del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro, que se situará en el -7,1 % del PIB en 2021. Sin embargo, a medida que la pandemia vaya remitiendo y la recuperación económica se afiance, se espera que la ratio de déficit disminuya con mayor celeridad, hasta situarse en el 3,4 % en 2022 y en el 2,6 % al final del horizonte de proyección, en 2023. La deuda de la zona del euro alcanzaría un máximo justo por debajo del 100 % del PIB en 2021 y descendería hasta el entorno del 95 % del PIB en 2023, unos 11 puntos porcentuales por encima del nivel anterior a la crisis del coronavirus. Con todo, una orientación fiscal ambiciosa y coordinada sigue siendo crucial, puesto que una retirada prematura del apoyo fiscal podría debilitar la recuperación y agravar las secuelas a largo plazo. Por tanto, las políticas fiscales nacionales deben continuar ofreciendo un respaldo fundamental y oportuno a las empresas y hogares más expuestos a la pandemia y a las medidas de contención asociadas.*

*Paralelamente, las medidas fiscales deberían seguir siendo de naturaleza temporal y anticíclica y, al mismo tiempo, tener un objetivo suficientemente específico para abordar las vulnerabilidades de manera efectiva y favorecer una rápida recuperación de la economía de la zona del euro. Como complemento de las medidas fiscales nacionales, se espera que el programa «Next Generation EU» (NGEU) desempeñe un papel esencial contribuyendo a una recuperación más rápida, sólida y uniforme. Este programa debería aumentar la capacidad de resistencia y el potencial de crecimiento de las economías de la UE, en especial 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 junio, la combinación de las subvenciones y los préstamos del NGEU debería proporcionar un estímulo adicional de alrededor del 0,5 % del PIB al año entre 2021 y 2023.*

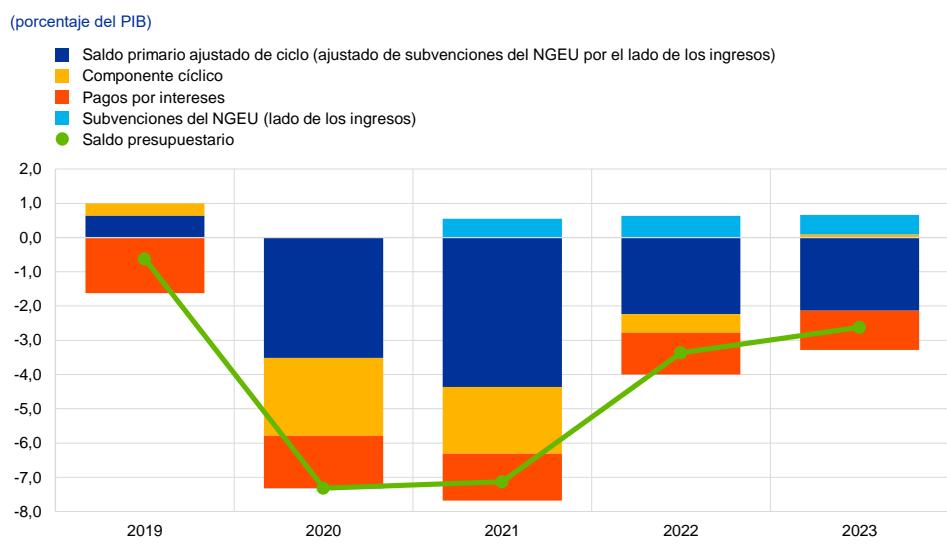
**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2021, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará solo de forma marginal en 2021, pero debería recuperarse con fuerza a partir de 2022<sup>11</sup>.** La ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó desde el 0,6 % del PIB en 2019 hasta el 7,3 %<sup>12</sup> del PIB en 2020, el mayor déficit registrado desde la

<sup>11</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2021», publicadas en el sitio web del BCE el 10 de junio de 2021.

<sup>12</sup> El saldo presupuestario de la zona del euro para 2020 se ha actualizado con respecto al dato publicado por Eurostat el 22 de abril de 2021 (la primera notificación lo situaba en el -7,2 % del PIB), a raíz de una actualización del dato correspondiente a Alemania.

introducción del euro. Se prevé que descienda solo ligeramente, hasta el -7,1 %, en 2021, pero de manera más intensa después, hasta situarse en el 3,4 % en 2022 y el 2,6 % en 2023 (gráfico 26). El mayor déficit presupuestario en 2020 fue atribuible, en gran parte, al deterioro del saldo primario ajustado de ciclo como consecuencia de las medidas de apoyo económico adoptadas en respuesta a la pandemia por un importe equivalente a aproximadamente el 4 % del PIB. En la actualidad, se prevé que el apoyo para afrontar la crisis y para la recuperación aumente hasta alrededor del 4,5 % del PIB en 2021. Este aumento refleja el hecho de que los Gobiernos han prolongado la vigencia de sus medidas de emergencia, han incrementado progresivamente su importe o han adoptado otras nuevas para respaldar la recuperación, entre ellas las que se financiarán a través del NGEU. El aumento del déficit el año pasado también obedeció, en parte, a un importante componente cíclico negativo, que se espera que empiece a disminuir en 2021, aunque solo de forma marginal. A tenor de las proyecciones, la mejora más sustancial del saldo presupuestario a partir de 2022 estará impulsada por un saldo primario ajustado de ciclo más elevado, ya que buena parte de las medidas de emergencia (que no se financian con las subvenciones del NGEU) expirarán. Además, se espera que la contribución del ciclo económico aumente con rapidez desde ese año. A lo largo de todo el horizonte de proyección, la mejora del saldo presupuestario también se verá favorecida por la disminución gradual de las aportaciones de los pagos por intereses, pero en menor medida.

**Gráfico 26**  
Saldo presupuestario y sus componentes



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

**Las proyecciones para la zona del euro incorporan subvenciones del NGEU por importe de alrededor del 0,6 % del PIB en cada año del horizonte de proyección, que, junto con préstamos limitados, se prevé que financien un estímulo adicional del 0,5 % del PIB al año.** Las subvenciones del NGEU incorporadas en las proyecciones ascienden al 1,75 % del PIB, aproximadamente, en el período 2021-2023. Se supone que el NGEU, junto con préstamos por un

importe equivalente a alrededor del 0,3 % del PIB, financiará un gasto cercano al 1,9 % del PIB, del que algo más del 1,5 % se destinaría a proporcionar estímulo adicional, mientras que el resto se utilizaría para financiar los planes existentes.

**La orientación general de la política fiscal fue muy expansiva en 2020 y se prevé que mantenga este tono en 2021<sup>13</sup>.** En 2022 se espera un endurecimiento de la orientación de la política fiscal desde unos niveles de apoyo muy elevados a medida que el respaldo fiscal desaparezca en paralelo a la finalización de las medidas de apoyo de naturaleza temporal y las adoptadas frente a la pandemia. La orientación de la política fiscal sería prácticamente neutral en 2023<sup>14</sup>. Pese a ello, el respaldo fiscal a la recuperación económica sigue siendo sustancial durante todo el horizonte de proyección, lo que se refleja en la persistencia de un saldo presupuestario primario total claramente negativo que mejorará solo de forma gradual, desde el -5,8 % del PIB en 2021 hasta el -1,5 % en 2023.

**Además de prestar apoyo fiscal a sus economías, los países de la zona del euro han proporcionado sustanciales avales públicos para préstamos, con el fin de reforzar la liquidez de las empresas.** En total, estos avales ascienden a alrededor del 19 % del PIB para la zona del euro en 2021, pero su importe y tasa de utilización varían considerablemente de unos países a otros. Los avales para préstamos constituyen pasivos contingentes para los Gobiernos y, por tanto, su ejecución supondrá un incremento del gasto público que elevará la deuda pública.

**En la actualidad se prevé que el saldo presupuestario en 2021 sea sustancialmente inferior al previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021, y las perspectivas para 2022 y 2023 también se han revisado algo a la baja.** En concreto, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado a la baja en 1 punto porcentual para 2021, y en 0,2 y 0,3 puntos porcentuales, respectivamente, para los dos años siguientes. Estas revisiones obedecen al mayor alcance de las medidas fiscales discretionales adoptadas en respuesta a la pandemia, sobre todo en 2021, que se compensan solo en parte por una contribución más elevada del ciclo económico. Los pagos por intereses proyectados son prácticamente iguales a los de las proyecciones de marzo.

**La ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro experimentó un aumento acusado en 2020, y se prevé que alcance un máximo justo por debajo del 100 % del PIB en 2021 y que descienda de forma gradual**

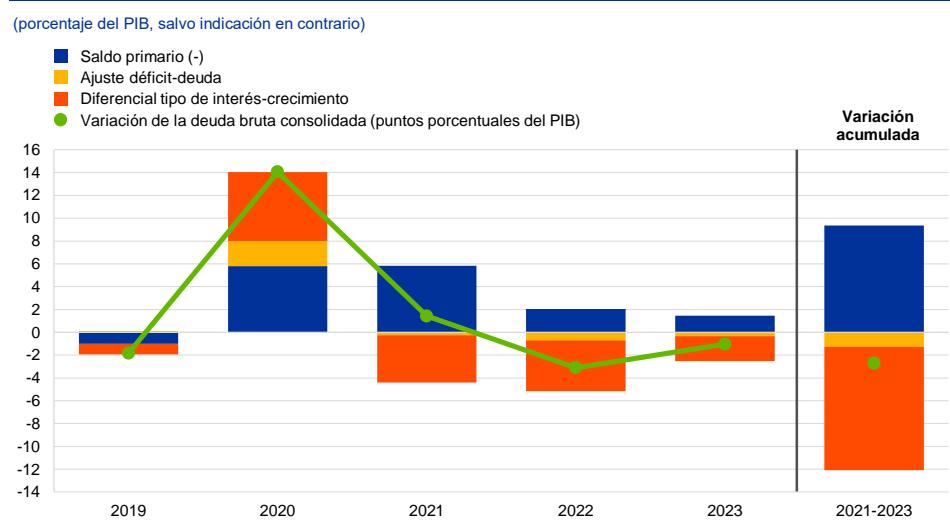
<sup>13</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. Asimismo, cabe señalar que las proyecciones fiscales para la zona del euro a las que se refiere esta sección no incluyen el déficit y la deuda supranacionales europeos relacionados con las subvenciones del NGEU. En el artículo titulado «*The euro area fiscal stance*», Boletín Económico, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

<sup>14</sup> Se considera que el impacto de la orientación de la política fiscal fue de -4,2 puntos porcentuales del PIB en 2020, y se prevé que sea de -1, +2,1 y +0,1 puntos porcentuales del PIB en 2021, 2022 y 2023, respectivamente, tras ajustar por los ingresos relacionados con las subvenciones del NGEU.

**hasta situarse aproximadamente en el 95 % en 2023.** El incremento de 14 puntos porcentuales de esta ratio en 2020 refleja la combinación de un déficit primario elevado y de un diferencial tipo de interés-crecimiento muy negativo, pero también un ajuste sustancial entre déficit y deuda debido, entre otros factores, al apoyo a la liquidez proporcionado en respuesta a la pandemia. En 2021, el déficit primario, todavía elevado, se verá contrarrestado solo en parte por una importante contribución del diferencial tipo de interés-crecimiento a la reducción de la deuda. Sin embargo, en 2022 y 2023, la ratio de deuda empezará a descender, ya que la disminución de los déficits primarios se compensará con creces con las contribuciones favorables de los diferenciales tipo de interés-crecimiento y, en menor medida, con los ajustes negativos entre déficit y deuda (gráfico 27). Por consiguiente, se espera que al final del horizonte de proyección, en 2023, la ratio de deuda se sitúe unos 11 puntos porcentuales por encima de su nivel previo a la crisis. Con todo, cabe señalar que el impacto negativo de la crisis del coronavirus en la trayectoria de la deuda ha sido algo menor de lo previsto, en general, en su fase inicial.

### Gráfico 27

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



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de junio de 2021.

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

**Las políticas fiscales nacionales deben continuar ofreciendo un respaldo fundamental y oportuno a las empresas y hogares más expuestos a la pandemia y a las medidas de contención asociadas.** Una retirada prematura del apoyo fiscal podría debilitar la recuperación y agravar las secuelas a largo plazo. Paralelamente, las medidas fiscales deberían seguir siendo de naturaleza temporal y anticíclica y, al mismo tiempo, tener un objetivo suficientemente específico para abordar las vulnerabilidades de manera efectiva y promover una rápida recuperación de la economía de la zona del euro. La sostenibilidad de las finanzas públicas se verá propiciada por la recuperación económica prevista, pero también, de manera importante, por las condiciones de financiación, que deberían continuar siendo holgadas. 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 hacia una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento y reformas estructurales que aumenten el potencial de crecimiento de las economías de la zona del euro, como también se señala en las recomendaciones de política fiscal de la Comisión publicadas el 2 de junio (para información detallada, véase el recuadro titulado «[Implicaciones de los programas de estabilidad de 2021 para las políticas fiscales de la zona del euro](#)», en este Boletín Económico). 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 de la cuenta corriente de la zona del euro durante la pandemia

Michael Fidora, Fausto Pastoris y Martin Schmitz

**En un contexto de volatilidad elevada de la actividad económica y del comercio internacional a raíz de la pandemia de coronavirus (COVID-19), en 2020 el superávit por cuenta corriente de la zona del euro se redujo solo ligeramente con respecto a 2019, del 2,3 % al 2,2 % del PIB (panel a del gráfico A).** Sin embargo, la disminución moderada del superávit por cuenta corriente en relación con el PIB oculta un descenso considerable de su valor — desde 280 mm de euros en 2019 hasta 250 mm de euros en 2020—, debido a que el PIB nominal experimentó una fuerte contracción durante este período. Además, se produjeron cambios significativos en la composición del comercio y en la desagregación geográfica del superávit, así como en las operaciones (de pago y de adeudo) exteriores subyacentes en términos brutos. En este recuadro se analizan los aspectos más destacados de la evolución de la cuenta corriente de la zona del euro en 2020, centrando la atención en cómo afectó la pandemia a sus distintos componentes.

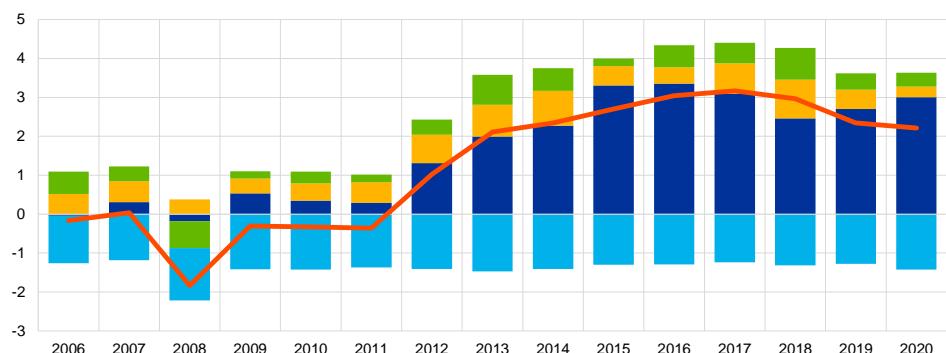
## Gráfico A

### Evolución de la cuenta corriente de la zona del euro

#### a) Balanza por cuenta corriente de la zona del euro

(porcentajes del PIB)

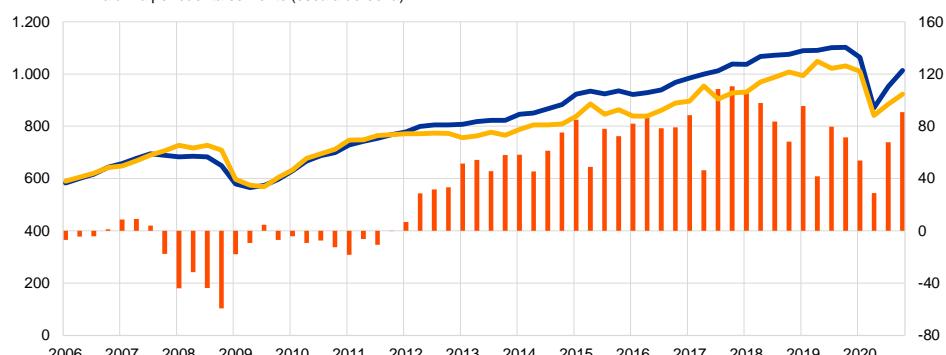
- Bienes
- Servicios
- Cuenta corriente
- Renta primaria
- Renta secundaria



#### b) Transacciones trimestrales de la cuenta corriente de la zona del euro

(mm de euros; datos desestacionalizados y ajustados por días laborables)

- Exportaciones de bienes y servicios e ingresos por rentas
- Importaciones de bienes y servicios y pagos por rentas
- Balanza por cuenta corriente (escala derecha)



Fuentes: BCE y Eurostat.

**Las transacciones de la cuenta corriente de la zona del euro se redujeron de forma acusada en la primera mitad de 2020 tras la irrupción de la pandemia y la introducción de medidas para contener su propagación (panel b del gráfico A).** En términos nominales, en el primer semestre de 2020 el superávit por cuenta corriente de la zona del euro se situó 55 mm de euros por debajo del nivel registrado en el mismo período de 2019<sup>1</sup>. Este descenso fue consecuencia de la fuerte caída de los ingresos brutos —es decir, las exportaciones de bienes y servicios y los ingresos por rentas del exterior—, que contrarrestó con creces la contracción de los pagos brutos, es decir, las importaciones de bienes y servicios y los pagos por rentas a los no residentes en la zona del euro. Como la demanda exterior se recuperó durante la segunda mitad del año y las exportaciones de la zona del euro repuntaron en mayor medida que las importaciones, el superávit por

<sup>1</sup> La evolución intraanual se presenta en datos desestacionalizados y ajustados por días laborables.

cuenta corriente del segundo semestre de 2020 se incrementó en 7 mm de euros con respecto al mismo período de 2019<sup>2</sup>. En conjunto, en términos nominales, el superávit por cuenta corriente de 2020 fue más de un 10 % inferior al observado en 2019.

**El superávit comercial de bienes aumentó hasta situarse en el 3 % del PIB en 2020, dado que la caída observada en las exportaciones de la zona del euro se vio compensada por una disminución incluso más acusada de las importaciones.** En 2020, el superávit de la balanza de bienes se incrementó en 17 mm de euros (0,3 puntos porcentuales en términos de PIB). Esta evolución ocultó el descenso significativo en el valor de las exportaciones de bienes —de 216 mm de euros (0,8 puntos porcentuales en términos de PIB)—, que fue compensado con creces por el retroceso más acusado de las importaciones (234 mm de euros [1,1 puntos porcentuales en términos de PIB]). Las estadísticas correspondientes al comercio de bienes muestran que el déficit energético de la zona del euro se redujo de forma notable, como resultado de la evolución favorable de los precios de la energía y de la contracción de las importaciones en términos reales debido al desplome de la actividad económica. Por otro lado, el superávit de los bienes manufacturados de la zona del euro disminuyó considerablemente en un contexto de disruptiones en las cadenas globales de valor, que también se reflejaron en la fuerte caída del déficit de los bienes intermedios de la zona del euro<sup>3</sup>.

**Las repercusiones económicas de la pandemia son particularmente evidentes en la balanza de servicios, en la que las restricciones a los desplazamientos se tradujeron en un descenso acusado del superávit de turismo y viajes de la zona del euro (gráfico B).** En 2020, el superávit de la balanza de servicios se redujo en 29 mm de euros (0,2 puntos porcentuales en términos de PIB), debido, sobre todo, a la disminución de los superávits de turismo y viajes (del 0,3 % del PIB en 2019 al 0,1 % del PIB en 2020) y de servicios de transporte (del 0,2 % del PIB al 0,1 % del PIB). En el caso del primero, esta evolución reflejó el desplome de las exportaciones (alrededor del 65 % en términos nominales con respecto a 2019) como consecuencia de las restricciones a los desplazamientos introducidas para contener la pandemia<sup>4</sup>. En cambio, el superávit de los servicios de telecomunicaciones, de informática y de información creció (del 0,8 % del PIB al 0,9 % del PIB), gracias al aumento de las exportaciones. Los grandes cambios que experimentaron los déficits de los cargos por el uso de la propiedad intelectual (que

<sup>2</sup> Mientras que la balanza comercial mejoró en la segunda mitad del año, la balanza de rentas siguió deteriorándose. La contracción de la balanza de rentas de la zona del euro en 2020 se debió al empeoramiento del déficit de la renta secundaria y a la disminución del superávit de las rentas de inversión. El saldo de las rentas de inversión refleja los rendimientos de la zona del euro obtenidos de los activos exteriores netos. La evolución de estos activos de la zona del euro (la posición de inversión internacional neta) estuvo determinada en los últimos años no solo por las transacciones de la balanza por cuenta corriente, sino también por los efectos valoración (es decir, las fluctuaciones registradas en las valoraciones de los activos y pasivos exteriores como consecuencia de variaciones de los tipos de cambio y de cambios en los precios de los activos y pasivos). Para más información, véase el recuadro titulado «[Los factores determinantes de la reciente mejora de la posición de inversión internacional de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2018.

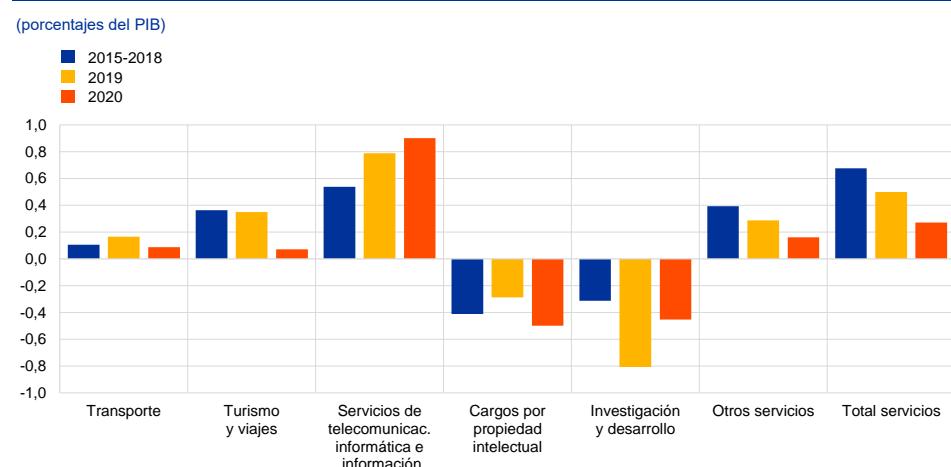
<sup>3</sup> Véase también el recuadro titulado «[El fuerte desplome del comercio en 2020 y el papel amplificador de las cadenas globales de valor](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

<sup>4</sup> Véase también el recuadro titulado «[Evolución del sector turístico durante la pandemia de Covid-19](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

se incrementaron en 0,2 puntos porcentuales en términos de PIB) y de los servicios de investigación y desarrollo (que experimentaron un descenso de 0,4 puntos porcentuales en términos de PIB) reflejaron la volatilidad pronunciada que se observó en las importaciones de estos servicios de la zona del euro en los últimos años, debido a la actividad de las grandes multinacionales<sup>5</sup>.

### Gráfico B

Evolución de la balanza de servicios de la zona del euro, por principales tipos de servicio



Fuente: BCE.

Nota: «Otros servicios» incluye las categorías de comercio de servicios que no se muestran en otras partes del gráfico.

**Los datos sobre las contrapartidas geográficas de la cuenta corriente de la zona del euro muestran que, en 2020, los mayores superávits bilaterales de esta zona disminuyeron (panel a del gráfico C).** Al igual que en los últimos años, en 2020, los superávits bilaterales más elevados de la zona del euro correspondieron a Reino Unido, Estados Unidos y Suiza (1,3 %, 0,7 % y 0,5 % del PIB, respectivamente). El grupo «otros países» —que incluye a importantes productores de petróleo— también contribuyó positivamente al superávit exterior de la zona del euro (con un superávit de alrededor del 1,6 % del PIB), mientras que la zona registró un déficit por cuenta corriente frente a China (0,6 % del PIB) y frente al grupo «centros financieros extraterritoriales» (0,7 % del PIB).

<sup>5</sup> Para información adicional sobre el impacto de las operaciones de las multinacionales en las cuentas exteriores de la zona del euro, véanse el artículo titulado «[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2020, y P. R. Lane, «[Maximising the user value of statistics: lessons from globalisation and the pandemic](#)», discurso pronunciado en el Foro Estadístico Europeo (virtual), 26 de abril de 2021.

## Gráfico C

### Desagregación geográfica de la cuenta corriente de la zona del euro

#### a) Cuenta corriente de la zona del euro, por principales contrapartidas geográficas

(porcentajes del PIB)



#### b) Variación de las balanzas bilaterales por cuenta corriente entre 2020 y 2019

(puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: «Otros UE» incluye los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y las instituciones y organismos de la UE que, con fines estadísticos, se consideran fuera de la zona del euro, como la Comisión Europea y el Banco Europeo de Inversiones. «Centros financieros extraterritoriales» abarca los países o jurisdicciones fuera de la UE que prestan servicios financieros a los no residentes a una escala desproporcionada en relación con el tamaño de su economía nacional, incluidos, por ejemplo, Hong Kong RAE y las Islas Caimán. «Otros países» incluye todos los países y grupos de países que no figuran en el gráfico, así como la información que ha quedado indeterminada geográficamente.

**Los cambios más pronunciados de la desagregación geográfica de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro en 2020 fueron el descenso de los superávits frente al Reino Unido y Estados Unidos, y el aumento del superávit frente al grupo «otros países» (panel b del gráfico C).** La disminución de los superávits frente al Reino Unido y Estados Unidos tuvo su origen, principalmente, en los servicios. En el caso del primer país, se debió, sobre todo, a la caída significativa de las exportaciones de turismo y viajes de la zona del euro en un contexto de restricciones a los desplazamientos como consecuencia de la pandemia, mientras que en Estados Unidos también reflejó un incremento acusado de los pagos por el uso de propiedad intelectual, relacionados con las operaciones de las

multinacionales<sup>6</sup>. El superávit de la balanza de bienes frente al grupo «otros países» creció con fuerza debido a la caída de las importaciones energéticas que se mencionó anteriormente, y que también fue la causa de que el déficit bilateral por cuenta corriente frente a Rusia pasase a ser un superávit. El déficit de la balanza de bienes frente a China siguió aumentando en 2020, como consecuencia, en parte, del incremento de las importaciones de suministros médicos vinculado a la pandemia.

**Desde una perspectiva de ahorro/inversión, la estabilidad de la capacidad de financiación de la zona del euro frente al resto del mundo en 2020 ocultó los incrementos sin precedentes observados en la capacidad de financiación de los hogares y en la necesidad de financiación del sector de Administraciones Públicas (gráfico D).** La necesidad de contener las repercusiones de la pandemia para la economía frenó de forma repentina la disminución sostenida de la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas observada en los últimos años, y en 2020 la necesidad de financiación de los Gobiernos de la zona del euro creció hasta situarse en el 7,3 % del PIB. Con todo, esta evolución se vio compensada casi en su totalidad por el fuerte incremento de la capacidad de financiación de los hogares de la zona del euro (hasta alcanzar el 7,3 % del PIB), como consecuencia del ahorro por precaución y forzoso<sup>7</sup>. Habida cuenta de que la capacidad de financiación del sector financiero y de las sociedades no financieras también creció —aunque de forma más moderada— en 2020, la capacidad de financiación de la zona del euro frente al resto del mundo se mantuvo, en general, estable en torno al 2,2 % del PIB.

---

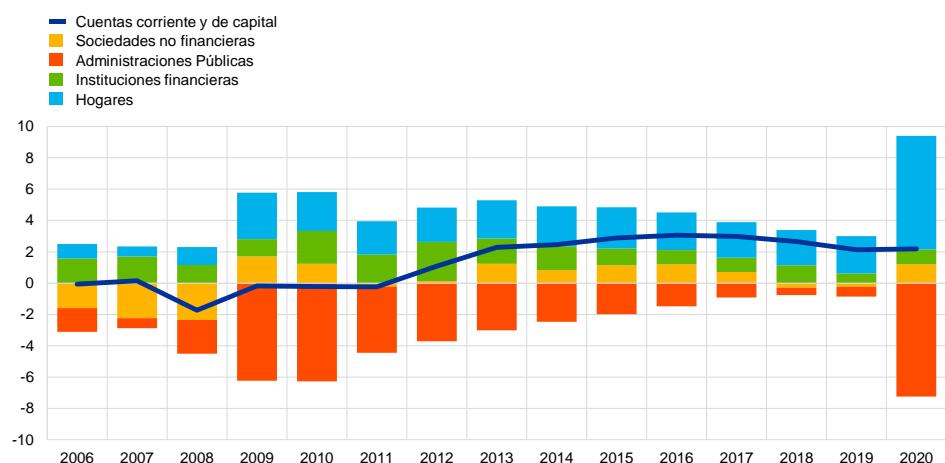
<sup>6</sup> Estas operaciones también se reflejaron en la reducción correspondiente del déficit de la balanza de servicios de la zona del euro frente a los centros financieros extraterritoriales.

<sup>7</sup> Véase también el recuadro titulado «[El COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

## Gráfico D

La capacidad/necesidad de financiación de los sectores de la zona del euro y el saldo de las cuentas corriente y de capital

(porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La descomposición sectorial de la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro refleja los balances sectoriales domésticos de la zona del euro obtenidos de los datos de las cuentas no financieras de los sectores. El saldo de las cuentas corriente y de capital de la zona del euro refleja la capacidad/necesidad de financiación de la zona frente al resto del mundo que se incluye en los datos de la balanza de pagos. Pueden existir pequeñas discrepancias entre los dos indicadores como resultado de diferencias entre las fuentes de datos.

**Las balanzas por cuenta corriente de los países de la zona del euro mostraron una evolución heterogénea en 2020, y las balanzas comerciales de los países que dependen en gran medida del turismo experimentaron fuertes retrocesos (gráfico E).** Estas grandes fluctuaciones, principalmente vinculadas a una caída pronunciada de las exportaciones de turismo y viajes, se tradujeron en un deterioro considerable de las balanzas por cuenta corriente de España (del 2,1 % al 0,7 % del PIB), Portugal (del 0,4 % al -1,2 % del PIB) y Grecia (del -1,5 % al -6,7 % del PIB). Las balanzas por cuenta corriente de Malta y de Chipre también registraron un retroceso notable, debido, sobre todo, a la disminución de las exportaciones netas de turismo y viajes y de otros servicios. Al mismo tiempo, en Irlanda, la balanza por cuenta corriente mejoró de forma sustancial, impulsada por los cambios observados en el comercio de servicios —y, en menor medida, en el comercio de bienes— como consecuencia, mayoritariamente, de las actividades de las grandes multinacionales<sup>8</sup>.

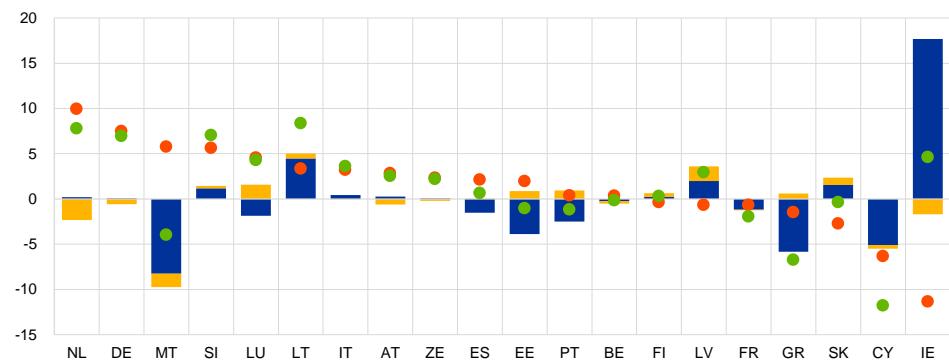
<sup>8</sup> La mejora excepcional de la balanza de servicios de Irlanda en 2020 obedeció al descenso acusado de las importaciones de servicios de investigación y desarrollo, en un contexto de volatilidad pronunciada en las cuentas exteriores del país debido al impacto muy significativo de las operaciones de las multinacionales.

## Gráfico E

### Variaciones de las cuentas corrientes de los países de la zona del euro entre 2020 y 2019

(porcentajes de PIB; puntos porcentuales)

- Cuenta corriente 2019
- Cuenta corriente 2020
- Variación de la balanza comercial
- Variación de la balanza de rentas



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La balanza comercial incorpora las balanzas de bienes y servicios. La balanza de rentas incluye las balanzas de la rentas primaria y secundaria. «ZE» se refiere a la «zona del euro».

## 2

# El impacto de las medidas de apoyo fiscal en las necesidades de liquidez de las empresas durante la pandemia

Roberto A. De Santis, Annalisa Ferrando y Elena Sofia Gabbani

**Los Gobiernos europeos respondieron a la irrupción de la pandemia de coronavirus (COVID-19) desplegando importantes paquetes fiscales con el fin de prestar apoyo a los hogares, a los trabajadores y a las empresas.**

Transcurrido casi un año de vigencia del respaldo fiscal, a través de la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés)<sup>1</sup> se recopiló información sobre cómo se han utilizado estos paquetes durante este período para aliviar las necesidades de liquidez de las empresas a corto y medio plazo. Las medidas fiscales de los Gobiernos se clasifican en tres categorías principales: i) apoyo a los salarios<sup>2</sup>; ii) reducciones y moratorias de impuestos, y iii) otras medidas de apoyo<sup>3</sup>. En este recuadro se presenta un resumen de los resultados de la encuesta, agrupando los correspondientes a cada país en cuatro sectores diferentes (industria, construcción, comercio mayorista y minorista, y otros servicios empresariales)<sup>4</sup>.

**Dos tercios de las empresas encuestadas se acogieron al menos a una de las medidas de apoyo público introducidas en respuesta a la pandemia.** En torno al 55 % de las grandes empresas y el 48 % de las pymes de la zona del euro participantes en la encuesta hicieron uso de estas ayudas públicas para reducir sus costes salariales; alrededor del 28 % de las primeras y del 25 % de las segundas se

<sup>1</sup> La encuesta semestral SAFE se realizó entre el 8 de marzo y el 22 de abril de 2021. En ella se pedía a las empresas de la zona del euro que señalaran los cambios en su situación financiera y en la necesidad y disponibilidad de financiación externa durante el período comprendido entre octubre de 2020 y marzo de 2021. El tamaño total de la muestra fue de 11.007 empresas, de las que 10.054 (el 91 %) eran pymes. Todas las cifras de este recuadro están ponderadas por tamaño, actividad económica y país para reflejar la estructura económica de la población de empresas. Véase el [informe de la SAFE](#).

<sup>2</sup> Apoyo a los salarios se refiere a las ayudas públicas en forma de subsidios salariales para trabajadores que se han visto afectados temporalmente por una reducción total o parcial de su jornada laboral, los denominados «programas de regulación temporal de empleo».

<sup>3</sup> Aunque no se especificaba en el cuestionario, en esta tercera categoría pueden incluirse diversos programas relacionados con las ayudas públicas, como avales para préstamos bancarios no destinados a reducir los costes salariales, ayudas financieras directas, y fondos de recapitalización y reestructuración. Para información adicional sobre las preguntas *ad hoc* formuladas en la SAFE, véase también el recuadro titulado «[Government support policies during the COVID-19 period](#)», incluido en el informe de la SAFE.

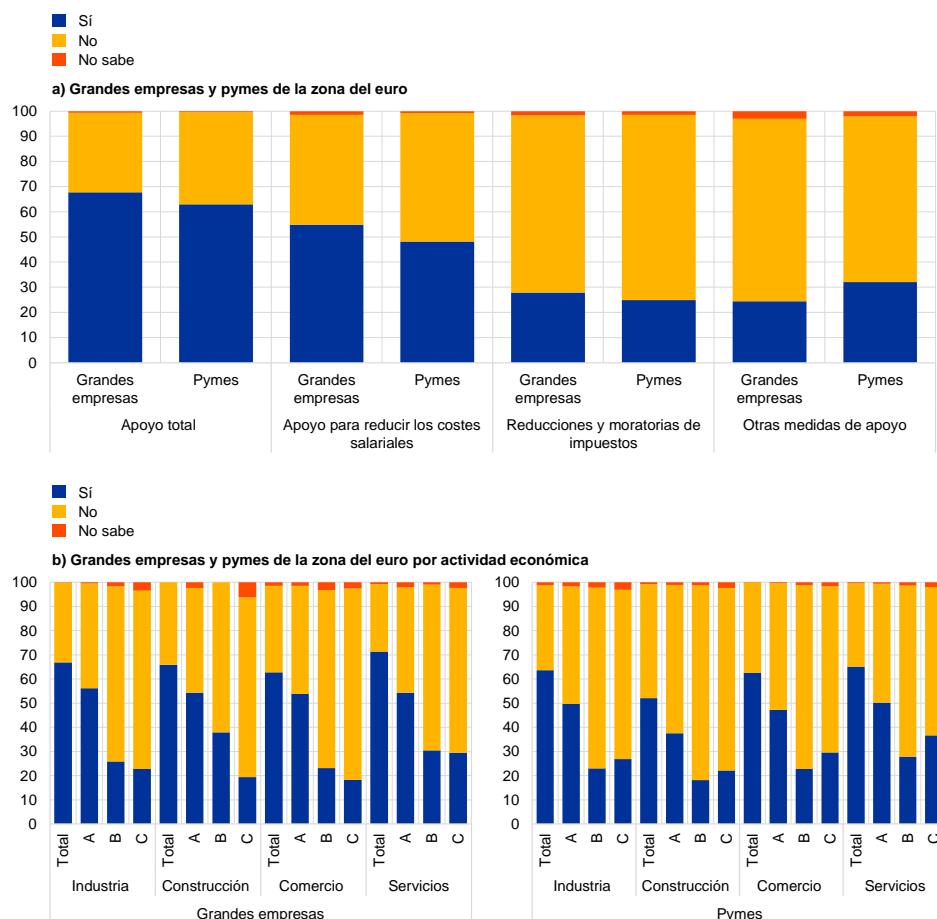
<sup>4</sup> Este recuadro complementa estudios relacionados sobre programas públicos. [Albertazzi et al.](#) analizan cómo los programas de avales públicos para préstamos anunciados podrían incidir en el importe de las pérdidas que pueden afrontar las entidades de crédito. [Falagiarda et al.](#) examinan las características de estos programas y su grado de utilización en los países de mayor tamaño de la zona del euro. [Anderson et al.](#) proporcionan un resumen de las medidas de apoyo al crédito adoptadas en las cinco mayores economías de la zona del euro. En un [estudio de la OCDE](#) de 2021 se presenta un resumen de las medidas de apoyo estructural y a la liquidez adoptadas a escala mundial. Véanse U. Albertazzi, M. Bijsterbosch, M. Grodzicki, J. Metzler y A. Ponte Marques, «Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2020; M. Falagiarda, A. Prapiestis y E. Rancoita, «Los avales públicos para préstamos y el crédito bancario durante la pandemia de Covid-19», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020; J. Anderson, F. Papadia y N. Vérón, «COVID-19 credit-support programmes in Europe's five largest economies», *Working Paper*, 03/2021, Bruegel, 2021, y *One year of SME and entrepreneurship policy responses to COVID-19: Lessons learned to "build back better"*, OCDE, abril de 2021.

beneficiaron de reducciones y moratorias de impuestos, y aproximadamente el 24 % y el 32 %, respectivamente, recurrieron a otros programas de apoyo público (panel a del gráfico A).

### Gráfico A

Porcentaje de empresas de la zona del euro que recibieron apoyo fiscal de los Gobiernos en respuesta a la pandemia: detalle por tamaño y por sectores

(porcentaje de empresas encuestadas)



Fuentes: BCE y encuesta de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).

Nota: «A» se refiere a las medidas públicas de apoyo a los salarios, «B» a las ayudas públicas en forma de reducciones y moratorias de impuestos, «C» a otros programas de apoyo público, y «Total» al agregado de los programas (es decir, se recibe al menos un tipo de ayuda).

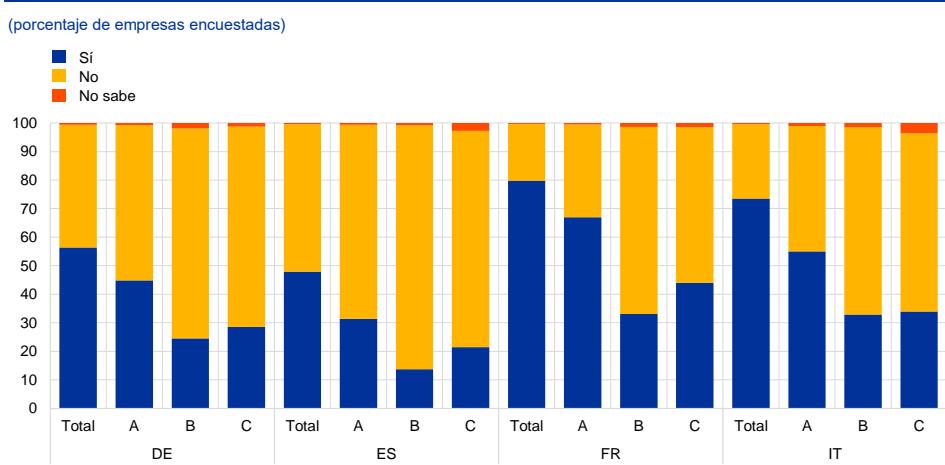
**Por sectores, las pymes de la industria y los servicios recibieron más apoyo que las de la construcción.** Las actividades que se vieron muy afectadas por las medidas de distanciamiento social —como hostelería, turismo y viajes, ocio y cultura— suelen ser gestionadas por pequeñas y medianas empresas (pymes) de hasta 249 empleados, es decir, la categoría de empresas con mayor peso en la SAFE. Para este tipo de actividades, las pymes obtuvieron relativamente más ayudas que las grandes empresas a través de otros programas de apoyo público, lo que en parte se debe a que las medidas específicas de cada país fueron concebidas, fundamentalmente, para ayudar a las empresas de menor tamaño. El respaldo prestado a las pymes fue comparativamente mayor en la industria y los servicios que en la construcción, en particular, a través de medidas de apoyo a los

salarios. En cambio, las grandes empresas se beneficiaron de ayudas públicas para reducir sus costes salariales en todos los sectores (panel b del gráfico A). En torno a la mitad de las pymes encuestadas de la industria, el comercio mayorista y minorista («Comercio» en los gráficos) y otros servicios empresariales («Servicios»), así como el 37 % de las pymes del sector de la construcción, recibieron ayudas con esta finalidad; estos porcentajes descienden hasta alrededor del 25 % y el 18 %, respectivamente, en lo que respecta a las reducciones y moratorias de impuestos. En cuanto a otros programas de apoyo público, la divergencia sectorial es más acusada (panel b del gráfico A).

**El respaldo proporcionado por los Gobiernos fue diferente en los distintos países.** En España y Alemania, la proporción de pymes que se acogieron a medidas de apoyo fiscal fue más bajo, en términos relativos, que en Francia e Italia, con independencia del tipo de ayuda (gráfico B). Concretamente, alrededor de dos tercios de las empresas francesas recurrieron a las medidas de apoyo a la liquidez para reducir sus costes salariales, mientras que solo un tercio de las empresas españolas afirmaron haber recibido ese tipo de apoyo. En cuanto a las reducciones y moratorias de impuestos, un tercio de las empresas italianas señalaron que se habían beneficiado de este tipo de medidas; en cambio, en España, este porcentaje desciende hasta el 14 %. El 44 % de las empresas encuestadas en Francia también se acogió a otros programas de apoyo público, mientras que el porcentaje equivalente en el caso de las empresas radicadas en España se sitúa en torno al 21 %.

#### Gráfico B

Porcentaje de pymes que recurrieron al apoyo fiscal de los Gobiernos en respuesta a la pandemia: detalle por países



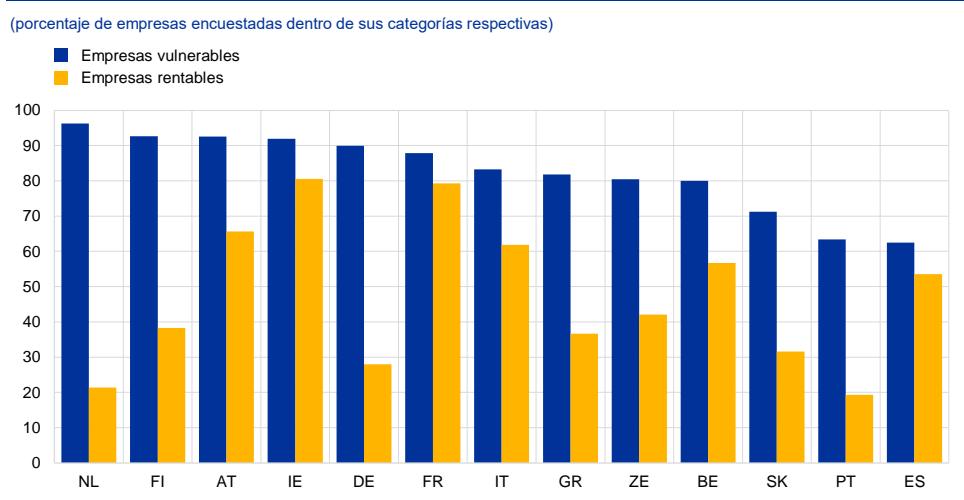
Fuentes: BCE y encuesta de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).  
Nota: «A» se refiere a las medidas públicas de apoyo a los salarios, «B» a las ayudas públicas en forma de reducciones y moratorias de impuestos, «C» a otros programas de apoyo público, y «Total» al agregado de los programas (es decir, se recibe al menos un tipo de ayuda).

**Un análisis basado en las respuestas de las empresas sugiere que aquellas más negativamente afectadas por la pandemia recurrieron en mayor medida al apoyo fiscal.** Si se considera la situación financiera individual de las empresas, se puede establecer una distinción entre empresas «vulnerables» —es decir, aquellas que en la última encuesta (octubre de 2020–marzo de 2021) indicaron que la cifra de negocios y los beneficios habían disminuido, así como que los gastos por

intereses y el apalancamiento habían aumentado con respecto a los seis meses anteriores— y empresas «rentables», las que, durante el mismo período, señalaron un aumento de la cifra de negocios y de los beneficios, y una disminución de los gastos por intereses y del apalancamiento<sup>5</sup>. El gráfico C muestra el porcentaje de empresas que, dentro de sus respectivas categorías, se acogieron al menos a una de las modalidades de apoyo fiscal previstas en los países de la zona del euro. Ambos porcentajes son muy elevados en Irlanda y Francia, y más bajos en Portugal. En promedio, en la zona del euro, el 80 % de las empresas más vulnerables y en torno al 40 % de las más rentables —dentro de su categoría correspondiente en cada caso— recurrieron al respaldo fiscal durante la pandemia. En comparación con la evidencia histórica, una proporción relativamente alta de empresas vulnerables habían sido clasificadas como no vulnerables antes de la irrupción de la pandemia. Esto sugiere que las empresas más afectadas que se habían enfrentado a necesidades de liquidez inmediatas dispusieron de más apoyo fiscal.

### Gráfico C

#### Porcentaje de empresas vulnerables y rentables que recurrieron al apoyo fiscal de los Gobiernos



Fuentes: BCE y encuesta de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).  
Nota: Las empresas vulnerables se definen como aquellas que, en la última encuesta SAFE (octubre de 2020–marzo de 2021) con respecto a la anterior (abril–septiembre de 2020), indicaron que habían experimentado simultáneamente una caída de la cifra de negocios y de los beneficios, un aumento de los gastos por intereses y un incremento o invariabilidad de la ratio de deuda sobre activos totales; las empresas rentables se definen como aquellas que señalaron que habían experimentado simultáneamente un crecimiento de la cifra de negocios y de los beneficios, una disminución o inexistencia de los gastos por intereses, y un descenso o invariabilidad de la ratio de deuda sobre activos totales.

**La mayoría de las empresas que recibieron apoyo público lo destinaron a atender sus obligaciones inmediatas y a corto plazo.** Se solicitó a dichas empresas que valoraran la importancia de las distintas medidas para aliviar sus necesidades de liquidez (entendiéndose por liquidez el volumen de efectivo necesario para atender las obligaciones inmediatas y a corto plazo de la empresa). En conjunto, estos programas de apoyo desempeñaron un papel destacado para mitigar el riesgo de liquidez, aunque con algunas diferencias entre sectores y por tipo de medida. Entre las empresas que obtuvieron ayudas públicas para reducir sus

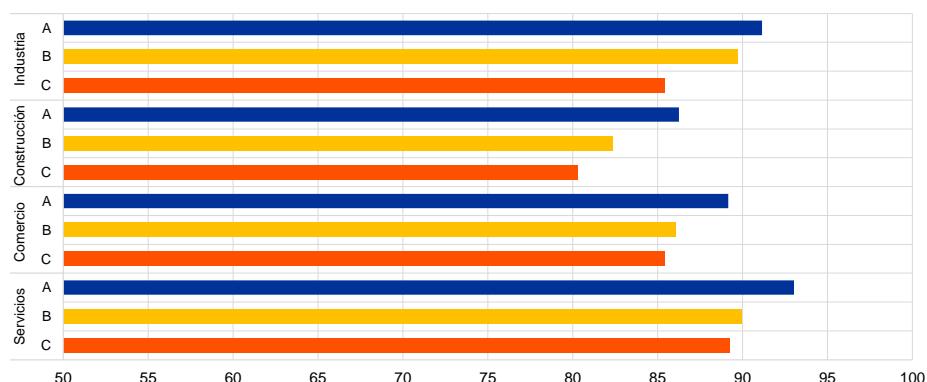
<sup>5</sup> Para información sobre la evolución en el tiempo de las empresas vulnerables y las rentables antes de la pandemia, véase «Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area», octubre de 2017–marzo de 2018, BCE.

costes salariales, alrededor del 90 % de las pymes de la zona del euro —en promedio— las consideraron importantes para ayudarlas a cumplir sus obligaciones a corto plazo, correspondiendo los porcentajes más elevados a las empresas del sector servicios (gráfico D). De igual forma, las reducciones y moratorias de impuestos fueron consideradas relevantes por el 87 % de las pymes, en promedio, y los porcentajes más altos se registraron en la industria y los servicios. Por último, más de dos tercios de las pymes destacaron la importancia de otros programas de apoyo, sobre todo en los servicios. Por países, de la proporción relativamente reducida de pymes que se acogieron al apoyo fiscal en Alemania (gráfico B), la mayoría indicó que habían utilizado de forma generalizada todos los tipos de programas de apoyo público para reforzar su liquidez. Las pymes italianas atribuyeron una relevancia mayor a las ayudas para reducir los costes salariales y a las reducciones y moratorias de impuestos, mientras que, en las pymes francesas, los porcentajes en relación con otras medidas de respaldo y con los programas de apoyo a los salarios fueron más elevados.

#### Gráfico D

Importancia de las medidas de apoyo público para las pymes de la zona del euro que destinaron las ayudas a atender sus obligaciones de pago a corto plazo, por sector

(porcentaje de empresas encuestadas que respondieron «muy importante» o «moderadamente importante»)



Fuentes: BCE y encuesta de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).

Nota: «A» se refiere a las medidas públicas de apoyo a los salarios, «B» a las ayudas públicas en forma de reducciones y moratorias de impuestos, y «C» a otros programas de apoyo público.

**Más de dos tercios de las empresas que se acogieron a las medidas de apoyo público indicaron que las medidas vigentes o previstas en respuesta a la pandemia las ayudarían a atender el pago de sus deudas en los dos años siguientes.** Se pidió a las empresas que consideraran si las medidas de apoyo relacionadas con la pandemia vigentes en ese momento o que se esperaba que los Gobiernos introdujeran en el futuro próximo serían suficientes para reducir el riesgo de quiebra de su empresa en los dos años siguientes (es decir, la probabilidad de que la empresa no fuera capaz de hacer frente al pago de sus deudas a medio y largo plazo). En respuesta a esta pregunta, el 74 % de las pymes y el 65 % de las grandes empresas que habían recibido ayudas públicas indicaron que estas medidas aliviarían sus necesidades de liquidez a medio plazo (panel a del gráfico E). Concretamente, las empresas del sector de otros servicios empresariales

afirmaron que estos programas contribuirían a que su riesgo de quiebra disminuyera en los dos años siguientes. En todos los países, las empresas consideraron que las medidas públicas de apoyo a la liquidez eran cruciales para reducir ese riesgo.

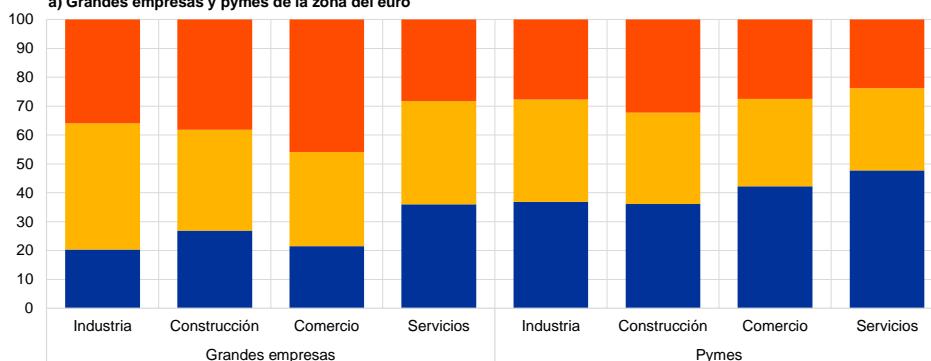
### Gráfico E

Importancia de las medidas de apoyo público para las empresas de la zona del euro que destinaron las ayudas a atender sus obligaciones a largo plazo

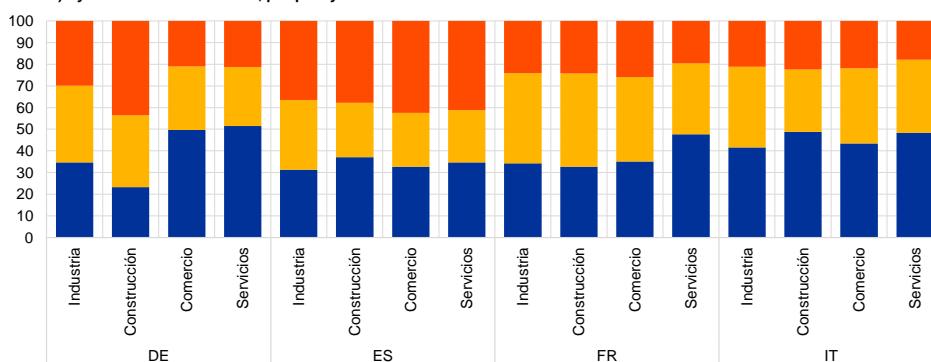
(porcentaje de empresas encuestadas)

- █ Muy importante
- █ Moderadamente importante
- █ Nada importante

a) Grandes empresas y pymes de la zona del euro



b) Pymes de la zona del euro, por país y actividad económica



Fuentes: BCE y encuesta de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).

**En conjunto, las medidas de apoyo fiscal fueron efectivas para paliar las necesidades de liquidez de las empresas tras la irrupción de la pandemia.** En torno a dos tercios de las grandes empresas y pymes encuestadas se acogieron a medidas de apoyo público. La mayoría utilizó estos programas para atender sus obligaciones inmediatas y a corto plazo, en particular para reducir sus costes salariales y mejorar su situación fiscal. Asimismo, las empresas indicaron que las medidas relacionadas con la pandemia vigentes en ese momento o previstas por los Gobiernos las ayudarían a pagar sus deudas en los dos años siguientes.

### 3

## Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 27 de enero y el 27 de abril de 2021

**Guido Della Valle y Nikolaus Solonar**

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE y la evolución de la liquidez en la zona del euro durante el primer y segundo período de mantenimiento de reservas de 2021. Conjuntamente, estos dos períodos de mantenimiento abarcaron desde el 27 de enero hasta el 27 de abril (el «período de referencia»).

Los niveles de liquidez del banco central en el sistema bancario siguieron aumentando durante el período considerado. Esta evolución se debió, principalmente, a las compras netas de activos realizadas en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), así como a la liquidación de la séptima operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés). El 11 de marzo, el Consejo de Gobierno anunció que esperaba que, a lo largo del segundo trimestre, las compras en el marco del PEPP se efectuaran a un ritmo significativamente más elevado que en los primeros meses del año. Durante el período de referencia, los factores autónomos netos se mantuvieron en niveles bastante similares a los observados en el período de referencia anterior, comprendido entre el 4 de noviembre de 2020 y el 26 de enero de 2021.

### 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 2.030,6 mm de euros en el período de referencia, lo que representa un incremento marginal de 4,4 mm de euros.** Este leve incremento con respecto al período de referencia anterior se debe al efecto combinado del ligero aumento de 2,2 mm de euros, hasta un importe de 1.883,7 mm de euros, de los factores autónomos netos y del incremento de 2,2 mm de euros, hasta una cifra de 146,9 mm de euros, de las exigencias de reservas mínimas (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»).

**El avance de los factores autónomos netos fue atribuible, principalmente, al crecimiento de los depósitos de las Administraciones Públicas, que en el período considerado se incrementaron en 29,6 mm de euros (el 5 %), hasta un importe de 618,3 mm de euros.** Este incremento revierte, en parte, el descenso registrado en el último trimestre de 2020 desde el máximo histórico observado en los primeros meses de 2020, cuando los Gobiernos intensificaron su actividad emisora de valores para financiar las medidas adoptadas en respuesta a la crisis del

coronavirus (COVID-19) y aumentaron sus saldos precautorios para hacer frente a la incertidumbre. En conjunto, pese a este incremento, los depósitos de las Administraciones Pùblicas se mantienen por debajo de la cifra récord de 729,8 mm de euros alcanzada en el sexto período de mantenimiento de 2020, aunque todavía en un nivel significativamente superior a su media histórica —246,8 mm de euros— en el mismo período de años anteriores (del 27 de enero al 27 de abril de 2020, 2019 y 2018). El crecimiento de los depósitos de las Administraciones Pùblicas se vio compensado, en parte, por la caída de 24,5 mm de euros de otros factores autónomos, que se cifraron en 891,1 mm de euros. Los billetes en circulación aumentaron en 23,4 mm de euros y se situaron en 1.440 mm de euros. En total, los factores autónomos de absorción de liquidez registraron un alza de 28,4 mm de euros, hasta un importe de 2.949,4 mm de euros. El aumento de los factores de absorción de liquidez se compensó parcialmente con el observado en los factores inyección de liquidez (de 26,2 mm de euros, hasta una cifra de 1.066 mm de euros), que se debió al efecto combinado de un incremento de 56,5 mm de euros de los activos netos denominados en euros y una disminución de 30,3 mm de euros de los activos exteriores netos. 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: 27 de enero de 2021 a 27 de abril de 2021				Período de referencia anterior: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021	
	Primer y segundo período de mantenimiento	Primer período de mantenimiento: 27 de enero a 16 de marzo	Segundo período de mantenimiento: 17 de marzo a 27 de abril	Séptimo y octavo período de mantenimiento		
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>2.949,4</b> <b>(+28,4)</b>	<b>2.930,2</b> <b>(+54,4)</b>	<b>2.971,8</b> <b>(+41,5)</b>	<b>2.921,0</b> <b>(-77,4)</b>		
<b>Billetes en circulación</b>	1.440,0	(+23,4)	1.433,4	(+4,0)	1.447,7	(+14,3)
<b>Depósitos de las AAPP</b>	618,3	(+29,6)	595,8	(+65,4)	644,5	(+48,8)
<b>Otros factores autónomos (neto)<sup>1)</sup></b>	891,1	(-24,5)	901,1	(-15,1)	879,6	(-21,5)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	<b>3.132,3</b> <b>(+282,0)</b>	<b>3.011,2</b> <b>(+127,4)</b>	<b>3.273,6</b> <b>(+262,4)</b>	<b>2.850,3</b> <b>(+287,6)</b>		
de los cuales, exceso de reservas exento en el sistema de dos tramos <sup>2)</sup>	874,1	(+14,9)	871,4	(+8,4)	876,8	(+5,4)
de los cuales, exceso de reservas no exento en el sistema de dos tramos <sup>2)</sup>	2.268,4	(+277,2)	2.139,9	(+118,9)	2.396,9	(+257,1)
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>3)</sup></b>	<b>146,9</b> <b>(+2,2)</b>	<b>146,5</b> <b>(+1,0)</b>	<b>147,5</b> <b>(+1,0)</b>	<b>144,8</b> <b>(+1,8)</b>		
<b>Tramo exento<sup>3)</sup></b>	<b>881,6</b> <b>(+13,0)</b>	<b>878,8</b> <b>(+5,8)</b>	<b>884,8</b> <b>(+5,9)</b>	<b>868,5</b> <b>(+10,9)</b>		
<b>Facilidad de depósito</b>	<b>634,2</b> <b>(+73,0)</b>	<b>598,0</b> <b>(+11,1)</b>	<b>676,4</b> <b>(+78,4)</b>	<b>561,2</b> <b>(+125,8)</b>		
<b>Operaciones de ajuste de absorción de liquidez</b>	<b>0,0</b> <b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b> <b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b> <b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b> <b>(+0,0)</b>		

Fuente: BCE.

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

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

2) El exceso de reservas exento y el no exento se explican en el [sitio web](#) del BCE.

3) 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)

	Periodo de referencia actual: 27 de enero de 2021 a 27 de abril de 2021						Período de referencia anterior: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021	
	Primer y segundo periodo de mantenimiento	Primer periodo de mantenimiento: 27 de enero a 16 de marzo	Segundo periodo de mantenimiento: 17 de marzo a 27 de abril			Séptimo y octavo periodo de mantenimiento		
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.066,0</b>	<b>(+26,2)</b>	<b>1.068,3</b>	<b>(+81,6)</b>	<b>1.063,3</b>	<b>(-4,9)</b>	<b>1.039,8</b>	<b>(-57,2)</b>
Activos exteriores netos	826,5	(-30,3)	834,9	(-13,6)	816,7	(-18,2)	856,8	(-8,4)
Activos netos denominados en euros	239,5	(+56,5)	233,3	(+95,2)	246,6	(+13,3)	183,0	(-48,8)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>5.797,2</b>	<b>(+359,5)</b>	<b>5.617,9</b>	<b>(+112,1)</b>	<b>6.006,3</b>	<b>(+388,4)</b>	<b>5.437,7</b>	<b>(+395,1)</b>
Operaciones de mercado abierto	5.797,2	(+359,5)	5.617,9	(+112,1)	6.006,3	(+388,4)	5.437,7	(+395,1)
Operaciones de subasta	1.913,8	(+139,9)	1.792,8	(-0,1)	2.054,9	(+262,1)	1.773,9	(+125,9)
OPF	0,4	(-0,0)	0,4	(+0,1)	0,3	(-0,1)	0,4	(-0,9)
OFPML a tres meses	0,5	(-0,4)	0,7	(-0,2)	0,3	(-0,4)	0,9	(-0,7)
Operaciones TLTRO II	9,7	(-12,8)	15,7	(+0,0)	2,6	(-13,1)	22,5	(-17,9)
Operaciones TLTRO III	1.876,5	(+152,3)	1.749,4	(-0,0)	2.024,8	(+275,4)	1.724,2	(+141,5)
Operaciones PELTRO	26,7	(+0,8)	26,6	(+0,0)	26,9	(+0,3)	25,9	(+3,9)
Carteras en firme	3.883,4	(+219,6)	3.825,1	(+112,2)	3.951,4	(+126,3)	3.663,8	(+269,2)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,5	(-0,0)	0,5	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,6	(-0,2)	2,6	(-0,1)	2,5	(-0,1)	2,8	(-0,1)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	289,5	(+2,2)	289,3	(+1,5)	289,7	(+0,4)	287,3	(+1,5)
Programa para los mercados de valores	25,6	(-3,0)	27,1	(-1,5)	23,8	(-3,3)	28,6	(-4,5)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	28,7	(-1,0)	28,8	(-0,8)	28,7	(-0,1)	29,7	(+0,1)
Programa de compras de valores públicos	2.374,3	(+37,2)	2.366,1	(+20,9)	2.383,9	(+17,8)	2.337,1	(+53,9)
Programa de compras de bonos corporativos	263,4	(+13,5)	259,4	(+7,4)	268,1	(+8,7)	249,9	(+17,6)
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	898,8	(+170,9)	851,3	(+84,8)	954,2	(+102,9)	727,9	(+200,6)
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: 27 de enero de 2021 a 27 de abril de 2021						Período de referencia anterior: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021
	Primer y segundo período de mantenimiento	Primer período de mantenimiento: 27 de enero a 16 de marzo	Segundo período de mantenimiento: 17 de marzo a 27 de abril	Séptimo y octavo período de mantenimiento			
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1)</sup>	2.030,6 (+4,4)	2.008,7 (-26,4)	2.056,3 (+47,7)	2.026,3 (-18,2)			
Factores autónomos netos <sup>2)</sup>	1.883,7 (+2,2)	1.862,2 (-27,3)	1.908,9 (+46,7)	1.881,5 (-20,1)			
Exceso de liquidez <sup>3)</sup>	3.766,5 (+355,1)	3.609,3 (+138,5)	3.950,0 (+340,7)	3.411,4 (+413,4)			

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 de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.

## Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Período de referencia actual: 27 de enero de 2021 a 27 de abril de 2021						Período de referencia anterior: 4 de noviembre de 2020 a 26 de enero de 2021
	Primer y segundo período de mantenimiento	Primer período de mantenimiento: 27 de enero a 16 de marzo	Segundo período de mantenimiento: 17 de marzo a 27 de abril	Séptimo y octavo período de mantenimiento			
OPF	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	
Facilidad marginal de crédito	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	
Facilidad de depósito	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	
Eonia <sup>1)</sup>	-0,480 (-0,005)	-0,478 (-0,001)	-0,481 (-0,003)	-0,475 (-0,006)			
€STR	-0,565 (-0,005)	-0,563 (-0,001)	-0,567 (-0,003)	-0,560 (-0,006)			

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

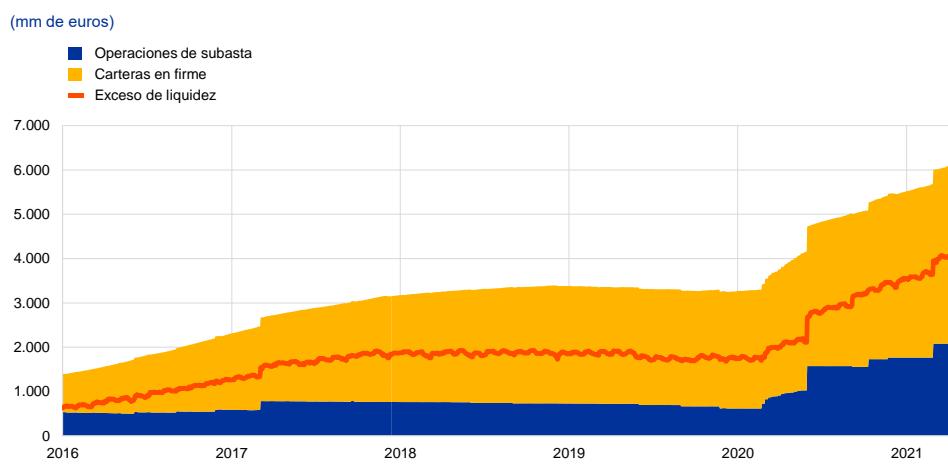
## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria aumentó, en promedio, en 359,5 mm de euros, hasta un importe de 5.797,2 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).**

Alrededor del 61 % 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 39 % restante se debió a operaciones de crédito, principalmente en relación con la adjudicación de la séptima operación de la serie TLTRO III en marzo de 2021.

## Gráfico A

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 27 de abril de 2021.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito aumentó en 139,9 mm de euros durante el período de referencia.** Este aumento se debió, sobre todo, a la liquidación de la séptima operación de la serie TLTRO III el 24 de marzo, que inyectó 330,5 mm de euros. Esta inyección de liquidez se vio compensada, en parte, por el vencimiento final de la serie TLTRO II, en el que se reembolsaron 9,7 mm de euros. La primera de las cuatro operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés) adicionales, anunciada en diciembre de 2020 y liquidada el 25 de marzo de 2021, aportó otros 0,8 mm de euros de liquidez. Las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses siguen desempeñando un papel marginal, y el recurso medio a estas dos operaciones regulares de financiación se redujo en 0,4 mm de euros con respecto al período de referencia anterior, hasta un nuevo mínimo histórico de 0,9 mm de euros.

**Al mismo tiempo, las carteras en firme aumentaron en 219,6 mm de euros, hasta situarse en 3.883,4 mm de euros, debido a las adquisiciones netas realizadas en el contexto del APP y del PEPP.** Las tenencias de valores en el marco del PEPP se incrementaron, en promedio, en 170,9 mm de euros con respecto a la media del período de referencia anterior y se situaron en 898,8 mm de euros. Las adquisiciones efectuadas en el marco de este programa supusieron el mayor aumento, con diferencia, de todos los programas de compras de activos, seguidas de las del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y de las del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés), en los que las tenencias registraron un alza, en promedio, de 37,2 mm de euros (hasta 2.374,3 mm de euros) y de 13,5 mm de euros (hasta 263,4 mm de euros), respectivamente.

## Exceso de liquidez

**El exceso medio de liquidez aumentó en 355,1 mm de euros, hasta un nuevo máximo histórico de 3.766,5 mm de euros (gráfico A).** El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas y el recurso a la facilidad de depósito neto de cualquier recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez proporcionada y las necesidades de liquidez. Los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas registraron un incremento de 282 mm de euros y se situaron en 3.132,3 mm de euros, mientras que el recurso a la facilidad de depósito creció, en promedio, 73 mm de euros, hasta un importe de 634,2 mm de euros.

**El exceso de reservas exento de la aplicación del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito en el marco del sistema de dos tramos<sup>1</sup> se incrementó en 14,9 mm de euros, hasta una cifra de 874,1 mm de euros, mientras que las reservas no exentas crecieron en 277,2 mm de euros, hasta alcanzar los 2.268,4 mm de euros.** El incremento del exceso de reservas exento obedece, en gran medida, a un aumento de 13 mm de euros del tramo exento (hasta un importe de 881,6 mm de euros) que en sí mismo es una función de las exigencias de reservas mínimas y del incremento de las mismas durante el período de referencia. El crecimiento de las reservas no exentas es atribuible al incremento general del exceso de liquidez, impulsado por las compras netas de activos y por el mayor recurso a las operaciones de crédito. La tasa de utilización agregada del tramo exento, es decir, la ratio entre las reservas exentas y el máximo que podría estar exento, aumentó marginalmente, desde el 98,9 % hasta el 99,1 %. El nivel persistentemente elevado de la tasa de utilización muestra que el exceso de liquidez sigue siendo generalizado, y la mayor parte de las entidades de crédito mantienen reservas muy por encima de las mínimas requeridas. La tasa de utilización permanece por encima del 98 % desde el tercer período de mantenimiento de 2020. En el período considerado, las reservas exentas supusieron el 23,3 % del exceso de liquidez total, frente al 25,2 % en el período de referencia anterior.

## Evolución de los tipos de interés

**Durante el período considerado, el €STR descendió ligeramente con respecto al período de referencia anterior.** El €STR se situó, en promedio, en –56,5 puntos básicos en el período analizado, y apenas varió en relación con la media de –56 puntos básicos registrada en el período de referencia anterior, dado que la magnitud del exceso de liquidez hace que el €STR sea relativamente inelástico incluso a las variaciones sustanciales de liquidez. Cabe señalar que, 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 —los tipos de interés de la facilidad de depósito, de la

---

<sup>1</sup> El sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de liquidez se explica en el [sitio web](#) del BCE.

OPF y de la facilidad marginal de crédito— no variaron durante el período de referencia.

## 4

# El impacto diferencial por sexos de la crisis del COVID-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro

Vasco Botelho y Pedro Neves

**En la zona del euro, según los datos disponibles hasta el cuarto trimestre de 2020, la crisis del coronavirus (COVID-19) provocó un descenso de la población activa, una caída del empleo y un aumento del paro, que han afectado de distinta manera a los hombres y las mujeres a lo largo del tiempo<sup>1</sup>.**

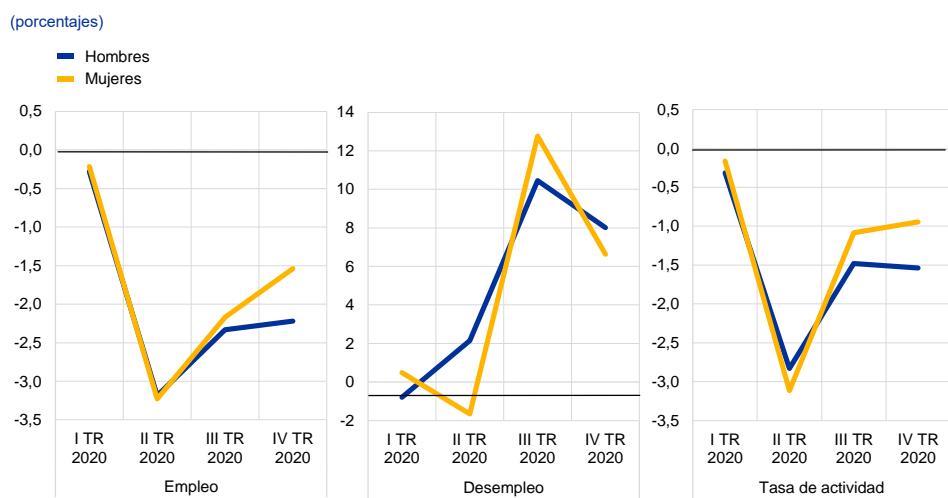
Entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2020, el empleo se redujo en torno a 3,1 millones de trabajadores en la zona del euro (gráfico A). Según las estimaciones, alrededor de 1,9 millones de estos trabajadores son hombres y 1,2 millones, aproximadamente, mujeres, lo que implica un descenso total del empleo del 2,2 % para el primer colectivo y del 1,5 % para el segundo en ese período<sup>2</sup>. El paro aumentó en 0,9 millones (495.000 hombres y 388.000 mujeres) en el mismo período. En total, el paro masculino creció un 8 % y el femenino un 6,6 % entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2020. El aumento porcentual del desempleo durante dicho período alcanzó un máximo en el tercer trimestre de 2020 y se situó en el 10,5 % en el caso de los hombres y en el 12,8 % en el de las mujeres. Posteriormente, en el cuarto trimestre de 2020, el número de mujeres desempleadas disminuyó más que el de varones. La fuerte caída del empleo no fue acompañada de un incremento equivalente del paro en ninguno de los dos性os, dado que 2,2 millones de personas (1,4 millones de hombres y 0,8 millones de mujeres) pasaron a la categoría de inactivos entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo período de 2020. Si bien la tasa de actividad de las mujeres se vio más afectada durante la primera ola de la pandemia, hasta el segundo trimestre de 2020, durante la segunda mitad del año se recuperó con más rapidez.

<sup>1</sup> Las cifras agregadas de empleo y del total de horas trabajadas se basan en datos de Eurostat sobre las cuentas nacionales, mientras que la información sobre el paro y la composición por sexos del empleo y de las horas trabajadas se extraen de la encuesta trimestral de población activa de la UE de Eurostat. Se establece una correspondencia a nivel sectorial y agregado entre la información sobre los efectos en el empleo y las horas trabajadas por hombres y mujeres procedente de la encuesta de población activa y los datos de las cuentas nacionales. Implícitamente se supone que la distribución por sexos en la zona del euro calculada utilizando la encuesta de población activa también es aproximadamente la misma que en los datos de las cuentas nacionales. Los términos «horas de trabajo habituales» y «horas de trabajo por contrato» se utilizan indistintamente en este recuadro.

<sup>2</sup> Hasta el tercer trimestre de 2020, el descenso del empleo en hombres y mujeres fue prácticamente igual y se situó en torno al 2,3 % para los primeros y el 2,2 % para las segundas en términos acumulados desde el cuarto trimestre de 2019.

## Gráfico A

Variación del empleo, del desempleo y de la tasa de actividad de los hombres y las mujeres en la zona del euro durante la crisis del COVID-19



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la variación porcentual del número de trabajadores empleados y desempleados entre el cuarto trimestre de 2019 y cada trimestre de 2020. La variación de la tasa de actividad se calcula de forma análoga. La población activa se calcula como la suma del número de trabajadores empleados y desempleados.

**La tasa de desempleo de las mujeres es mayor que la de los hombres, pero existe cierta incertidumbre sobre el tamaño de la brecha de género en estas tasas (gráfico B).** La tasa de paro femenino es superior a la de los hombres y en el cuarto trimestre de 2020 se situó en el 8,3 %, frente al 7,7 % correspondiente al desempleo masculino. Esta evolución no constituye una novedad: en el cuarto trimestre de 2019, antes de que estallase la crisis del COVID-19, la tasa de desempleo se situaba en el 7,7 % para las mujeres y en el 7,1 % para los hombres. Por tanto, la brecha de género en la tasa de paro fue de 0,6 puntos porcentuales en el cuarto trimestre de 2019 y de 0,5 puntos porcentuales en el mismo trimestre de 2020<sup>3</sup>. Esta brecha se redujo en el segundo trimestre de 2020 y volvió a aumentar en el tercero, pero existe cierta incertidumbre sobre su trayectoria posterior. Esta incertidumbre tiene su origen en el uso de distintos indicadores estadísticos obtenidos de la encuesta de población activa de la UE (concretamente, las series temporales mensuales frente a las trimestrales) y de la reclasificación estadística que se está realizando de los trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo<sup>4</sup>. Según Eurostat, las series trimestrales son más robustas, pero, actualmente, las series mensuales están disponibles con mayor frecuencia y rapidez. De acuerdo con la serie mensual, la brecha de desempleo entre hombres y mujeres se mantuvo prácticamente sin variación en el cuarto trimestre de 2020, y la tasa de paro femenino se situó 1 punto porcentual por encima de la de los hombres. En cambio, la serie trimestral sugiere que esta brecha

<sup>3</sup> Más concretamente, la brecha de género en la tasa paro fue de 0,53 puntos porcentuales en el cuarto trimestre de 2020 porque la tasa de desempleo calculada con dos decimales se situó en el 8,25 % para las mujeres y en el 7,72 % para los hombres.

<sup>4</sup> La crisis del COVID-19 ha provocado cambios importantes en la tasa de actividad; los indicadores mensuales del mercado de trabajo por sexos no reflejan por completo estos cambios y se revisan *ex post*. La incertidumbre sobre el tamaño de la brecha de género en la tasa de desempleo con origen en la frecuencia del conjunto de datos es temporal y se espera que esta cuestión se aborde en un futuro próximo con la aplicación de la metodología de las estadísticas sociales europeas integradas.

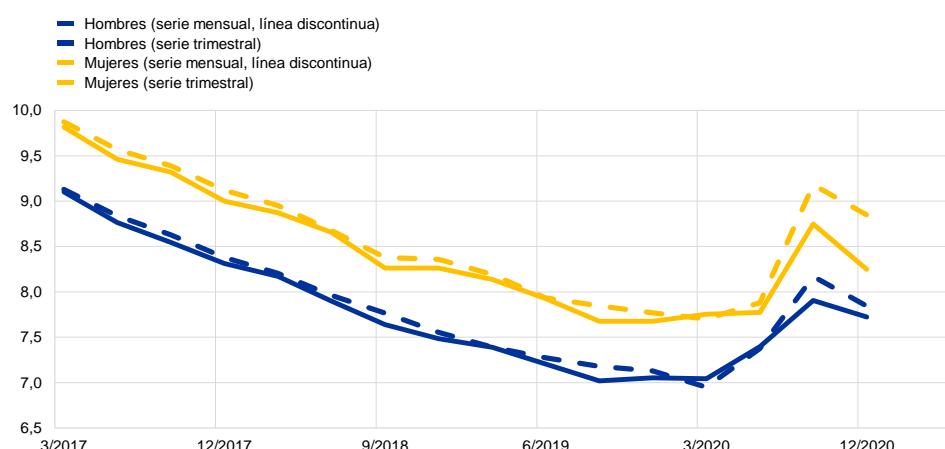
se redujo en el cuarto trimestre de 2020, y que la tasa de desempleo femenino fue 0,5 puntos porcentuales superior a la correspondiente al paro masculino.

### Gráfico B

#### Brecha de género en la tasa de paro – estadísticas trimestrales frente a estadísticas mensuales

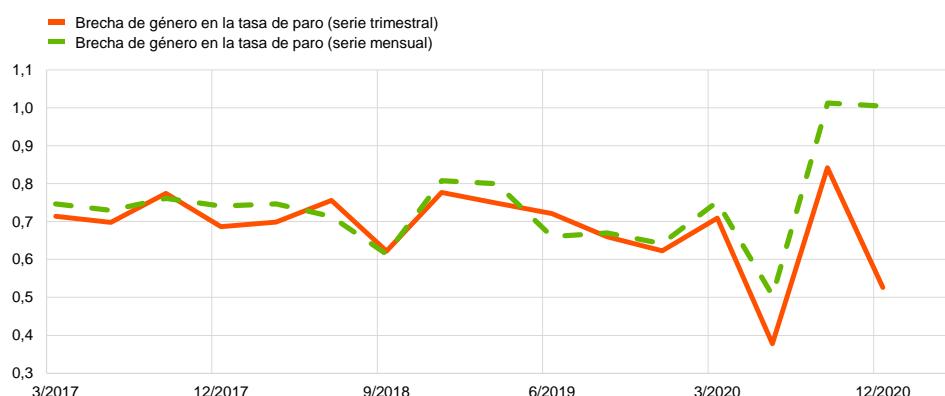
##### a) Tasa de paro

(porcentajes)



##### b) Brecha de género en la tasa de paro

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

Notas: Los datos con frecuencias temporales diferentes ofrecen una imagen distinta de la brecha existente en las tasas de paro de los hombres y de las mujeres. El aumento de la volatilidad en los mercados de trabajo durante la pandemia, que puede atribuirse al número de personas que dejaron de formar parte de la población activa y al amplio uso de los programas de mantenimiento del empleo, puede afectar a estas brechas de paro. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2021 (serie mensual) y al cuarto trimestre de 2020 (serie trimestral).

**La evidencia preliminar sugiere que tanto los hombres como las mujeres se beneficiaron considerablemente del uso generalizado de los programas de mantenimiento del empleo.** El número de trabajadores que mencionan la suspensión temporal de empleo como motivo para no estar trabajando en una semana determinada es similar, a grandes rasgos, en los dos性os, con las mujeres representando el 49,4 % de los trabajadores de los Estados miembros de la UE que estaban en esta situación en el cuarto trimestre de 2020. Este indicador puede considerarse una aproximación (*proxy*) del número de trabajadores acogidos

a programas de mantenimiento del empleo que trabajan cero horas<sup>5</sup>. El recurso generalizado a estos programas ha respaldado ampliamente el empleo y ha protegido los puestos de trabajo durante la pandemia. Las suspensiones temporales de empleo registraron un máximo del 38,9 % del número total de personas que no trabajaron en el segundo trimestre de 2020 y se estabilizaron en el 14,1 % en el cuarto<sup>6</sup>. Asimismo, el porcentaje de mujeres entre los trabajadores en suspensión temporal de empleo se incrementó y pasó de registrar una media del 34,7 % entre 2006 y 2009 a situarse en el 45,7 % en el primer trimestre de 2020, antes de volver a aumentar hasta el 49,4 % alcanzado en el cuarto trimestre del mismo año<sup>7</sup>.

**El análisis del total de horas trabajadas puede aportar información sobre los distintos factores que afectaron a la evolución por sexos del mercado de trabajo durante la crisis del COVID-19.** Entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2020, el total de horas trabajadas disminuyó un 6,4 %. Los hombres representaron 4,4 puntos porcentuales de este descenso y las mujeres 2 puntos porcentuales. En el caso de los varones, la caída del empleo contribuyó con 1,3 puntos porcentuales al descenso del total de horas trabajadas, y la reducción de la duración media de la jornada de trabajo fue la causa de los 3,1 puntos porcentuales restantes. En el de las mujeres, la contribución de estos factores fue de 0,6 puntos porcentuales y 1,4 puntos porcentuales, respectivamente. El fuerte retroceso de la duración media de la jornada de trabajo para ambos sexos puede analizarse con más detalle desglosando las variaciones en las horas de trabajo habituales (interpretables como horas de trabajo según contrato) y las horas de trabajo efectivas<sup>8</sup>. Por consiguiente, la brecha entre las horas de trabajo efectivas y las horas de trabajo por contrato puede aportar información adicional sobre factores *ad hoc* que motivaron el descenso en el total de horas de trabajo de hombres y mujeres durante la pandemia de COVID-19.

**Una tercera parte del descenso de las horas medias trabajadas por los hombres es atribuible a disminución de las horas de trabajo según contrato, mientras que las horas de trabajo por contrato de las mujeres apenas variaron**

<sup>5</sup> Véase A. L. Gómez y J. M. Montero, «[El impacto del confinamiento sobre el mercado de trabajo del área del euro durante la primera mitad de 2020](#)», *Boletín Económico*, número 4, Banco de España, 2020. Para un análisis exhaustivo del impacto y del uso generalizado de los programas 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.

<sup>6</sup> La crisis del COVID-19 aumentó considerablemente el número de suspensiones temporales de empleo en la UE. Entre 2006 y 2019, estas suspensiones representaron solo el 2,7 % de la media total de personas que no estaban trabajando.

<sup>7</sup> En Alemania, la Agencia Federal de Empleo proporciona un desglose por sexos del número de trabajadores acogidos a programas de regulación temporal de empleo (*Kurzarbeit*). Estos datos están disponibles hasta octubre de 2020 y confirman que tanto los hombres como las mujeres se vieron respaldados en gran medida por programas de mantenimiento del empleo en el país. Con todo, también sugieren que la probabilidad de estar acogido a estos programas es mayor entre los hombres que entre las mujeres, y la proporción de trabajadoras participantes en estos programas registró un máximo del 46,1 % en marzo de 2020 y después disminuyó progresivamente hasta el 37,4 % en octubre del mismo año. Por tanto, es posible que exista cierta heterogeneidad entre países en el impacto por sexos de los programas de mantenimiento del empleo.

<sup>8</sup> Las horas de trabajo efectivas incluyen: i) las horas de trabajo por contrato y, ii) las horas extraordinarias remuneradas y no remuneradas, además de las horas de trabajo en otros empleos. Estas horas de trabajo efectivas excluyen días festivos, vacaciones, bajas por enfermedad, lesión o incapacidad temporal, baja por maternidad, baja parental, estudios o formación, paro parcial por razones técnicas o económicas, huelgas o conflictos laborales, suspensiones por malas condiciones meteorológicas y ausencias por compensación de tiempo trabajado.

**(gráfico C).** El retroceso de las horas de trabajo según contrato de los hombres contribuyó con 1,2 puntos porcentuales a la caída del total de horas trabajadas entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2020, mientras que las horas de trabajo por contrato de las mujeres se mantuvieron prácticamente inalteradas en el mismo período<sup>9</sup>. Las variaciones en las horas de trabajo por contrato obedecen principalmente a efectos composición, que difieren entre sexos. Los datos preliminares de la encuesta trimestral de población activa de la UE sugieren que el empleo a tiempo parcial y el número de empleados con contrato indefinido experimentaron un descenso más acusado entre las mujeres que entre los hombres. Por el contrario, en el caso de los varones se observaron caídas más pronunciadas en el empleo a tiempo completo y con contrato temporal, así como un incremento mayor del empleo a tiempo parcial masculino. La práctica ausencia de variaciones en las horas de trabajo por contrato de las mujeres está relacionada con efectos composición, como el descenso del empleo a tiempo parcial, que les ha afectado más que a los hombres<sup>10</sup>. Dado que los empleados a tiempo parcial trabajan menos horas que los empleados a tiempo completo, se produjo un efecto composición que eleva el número de horas de trabajo por contrato. En cambio, la disminución de las horas de trabajo por contrato de los hombres se debió a la caída relativamente más acusada del número de trabajadores a tiempo completo y al aumento del número de empleados a tiempo parcial<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo período de 2020, la media de horas de trabajo habituales (según contrato) de las mujeres no varió y se mantuvo en 32,9 horas por semana.

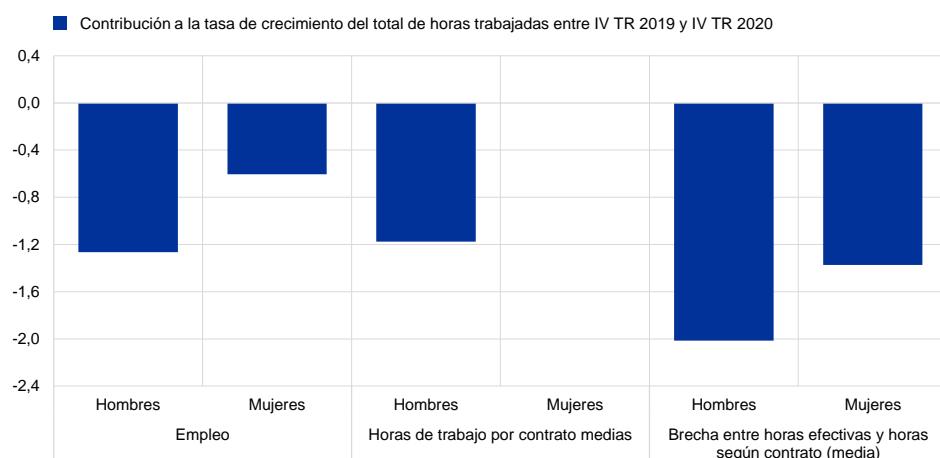
<sup>10</sup> Los descensos del empleo a tiempo parcial de los hombres y las mujeres durante la crisis del COVID-19 se corresponden, en términos generales, con la composición por sexos del empleo a tiempo parcial en el cuarto trimestre de 2019.

<sup>11</sup> Aunque en mucho menor grado, la reducción del número de hombres que trabajan por cuenta propia también contribuyó al retroceso de las horas de trabajo por contrato. Los autónomos representan alrededor del 14 % del empleo total y el 18,5 % del total de horas trabajadas. A partir de esta información, puede afirmarse que los autónomos trabajan, en promedio, más horas que los asalariados. El trabajo por cuenta propia representa en torno al 17 % del empleo total de los hombres y el 10 %, aproximadamente, en el caso de las mujeres. Pese a la reducida proporción que supone el trabajo autónomo en el empleo total de ambos性, la pérdida de empleo de varones que trabajan por cuenta propia puede ser importante para el descenso de las horas de trabajo por contrato, dado que: i) los autónomos trabajan, en promedio, más horas que los asalariados, y ii) los trabajadores hombres por cuenta propia trabajan, en media, más horas que las mujeres trabajadoras por cuenta propia, lo que hace que el efecto composición sea más acusado para los primeros. Para más detalles, véase «[Hours of work – annual statistics](#)», Eurostat, mayo de 2020.

### Gráfico C

Contribución del empleo, de las horas de trabajo por contrato y de las horas de trabajo efectivas a las variaciones del total de horas de trabajo

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

Nota: La contribución del empleo, de las horas de trabajo por contrato y de la brecha entre horas de trabajo efectivas y por contrato se refiere al período comprendido entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2020.

**La brecha entre las horas de trabajo efectivas y las horas de trabajo por contrato contribuye de forma desproporcionada a la caída en el total de horas trabajadas por ambos性, lo que proporciona cierta información sobre las decisiones de participación laboral que adoptan los hogares.** Alrededor de dos tercios del descenso de las horas medias de trabajo de los hombres y la totalidad de este descenso en el caso de las mujeres son atribuibles a la diferencia entre las horas de trabajo efectivas y las horas de trabajo por contrato entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo período de 2020. Las variaciones de esta diferencia para los hombres contribuyeron con 2 puntos porcentuales y para las mujeres con 1,4 puntos porcentuales a la caída del total de las horas de trabajo<sup>12</sup>. Los programas de mantenimiento del empleo incentivarón la retención de trabajadores y permitieron introducir flexibilidad mediante ajustes de las horas trabajadas, lo que amplió la brecha entre las horas de trabajo efectivas y las horas de trabajo por

<sup>12</sup> Estas contribuciones en puntos porcentuales tienen en cuenta efectos base por sexos, concretamente el hecho de que las mujeres representan alrededor del 40 % del total de horas trabajadas en la zona del euro. Para comprobar la robustez, se volvió a realizar el mismo ejercicio utilizando un enfoque de «abajo arriba» (*bottom-up*) que establece una correspondencia de la tasa de crecimiento del empleo y las horas trabajadas entre la encuesta de población activa de la UE y los datos de las cuentas nacionales a nivel sectorial. Resulta llamativo que las diferencias entre hombres y mujeres en la contribución del empleo y de las horas medias de trabajo sean menores en estos cálculos alternativos. En este caso, las contribuciones de ambos sexos al descenso del total de horas de trabajo fueron las siguientes: i) contribución del empleo, -1 punto porcentual (hombres) y -0,9 puntos porcentuales (mujeres), y ii) contribución de las horas medias de trabajo, -2,7 puntos porcentuales (hombres) y -1,9 puntos porcentuales (mujeres). Esto afectaría a la contribución cuantitativa de las variaciones de la brecha entre las horas de trabajo efectivas y las horas de trabajo por contrato, que se reduciría en el caso de los varones y aumentaría para las mujeres. Por tanto, la incorporación de los efectos de composición sectorial permitiría cualificar mejor el impacto diferencial por sexos de la crisis del COVID-19 en el mercado de trabajo.

contrato, tanto en el caso de los hombres como en el de las mujeres<sup>13</sup>. Esto sugiere que los descensos desproporcionados de las horas medias de trabajo también se deben, en parte, a reducciones parciales *ad hoc* de la jornada laboral de los asalariados, que puede afectar más a las mujeres que a los hombres<sup>14</sup>. Este resultado también puede aportar información sobre las decisiones de participación laboral que adoptan los hogares. Se puede consultar información más detallada en Fuchs-Schündeln *et al.*<sup>15</sup>, donde se muestra que la mayor necesidad de cuidar a los niños en casa tras el cierre de las escuelas y guarderías en respuesta a la pandemia de COVID-19 podría afectar hasta al 35 % de la población activa (y hasta el 12 % de las horas de trabajo por contrato) en Europa.

**El descenso del total de las horas de trabajo estuvo vinculado a una evolución sectorial heterogénea entre hombres y mujeres (gráfico D)<sup>16</sup>.** Ambos sexos se vieron afectados de manera significativa por la pandemia si se consideran las variaciones del total de horas de trabajo entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo período de 2020 en los distintos sectores. La pandemia tuvo efectos relativamente más intensos para los hombres empleados en los sectores de comercio, transporte y servicios profesionales, si se comparan con la proporción del total de horas trabajadas por los varones en cada sector en el cuarto trimestre de 2019. En cambio, las contribuciones a la caída en el total de horas de trabajo fueron comparativamente mayores en el caso de las mujeres empleadas en los sectores de hostelería, actividades administrativas y auxiliares, y servicios recreativos y personales. En la mayoría de los sectores, la disminución del total de horas de trabajo fue consecuencia de la reducción del empleo y de las horas medias de trabajo. Las pérdidas de empleo entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo período de 2020 se concentraron, principalmente, en el comercio al por mayor y al por menor y en el transporte en el caso de los hombres, y en los servicios recreativos y personales en el de las mujeres. En cambio, las mejoras de empleo en la Administración Pública y en la educación beneficiaron más a las mujeres empleadas en dichos sectores. La caída de las horas medias de trabajo complementó la asimetría sectorial y la heterogeneidad por género dentro de un mismo sector en los descensos observados en el empleo, y representó la mayor parte de la disminución del total de horas trabajadas.

<sup>13</sup> La retención de trabajadores es la parte del factor trabajo que una empresa no utiliza plenamente durante su proceso productivo en un momento dado, y podría ayudar a las empresas a evitar nuevas contrataciones y costes de formación cuando las condiciones económicas mejoran después de una recesión.

<sup>14</sup> La contribución de la brecha entre las horas medias de trabajo efectivas y las horas de trabajo por contrato de los hombres a la caída en el total de horas de trabajo también se ve afectada por el incremento más acusado del empleo a tiempo parcial en el caso de los hombres entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2020.

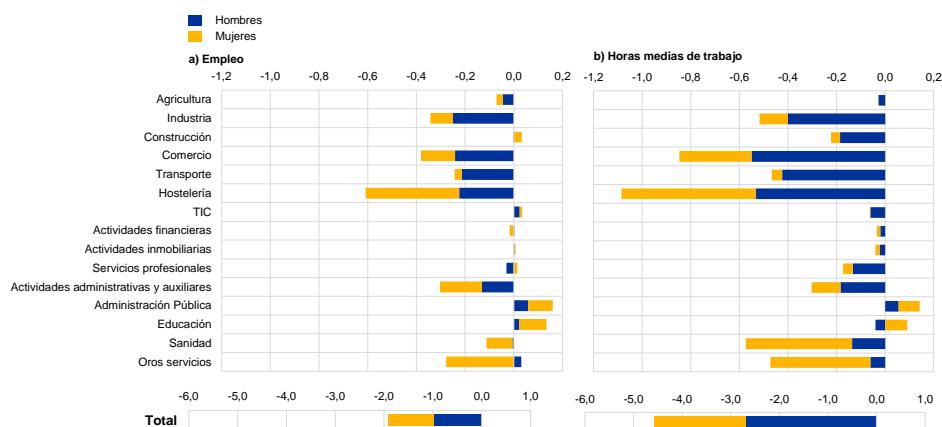
<sup>15</sup> N. Fuchs-Schündeln, M. Kuhn y M. Tertilt, «[The short-run macro implications of school and child-care closures](#)», *IZA Discussion Paper Series*, n.º 13353, IZA Institute of Labor Economics, Bonn, junio de 2020.

<sup>16</sup> Los efectos desglosados por sectores y por性os de la crisis del COVID-19 en el empleo y en las horas medias trabajadas documentados en el gráfico D se han elaborado utilizando el enfoque *bottom-up* descrito anteriormente.

## Gráfico D

### Contribuciones sectoriales al crecimiento del empleo y de las horas medias de trabajo por sexos

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

Notas: La contribución de cada sector a la variación del empleo y a las horas medias de trabajo se refiere al período comprendido entre el cuarto trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2020. Estas contribuciones se han elaborado siguiendo el enfoque *bottom-up* descrito anteriormente, que establece una correspondencia entre la composición por sectores y por sexos de la encuesta de población activa de la UE y la composición sectorial del empleo y de las horas trabajadas obtenida de los datos de las cuentas nacionales. «Otros servicios» engloba los sectores de servicios recreativos y personales.

**En resumen, en este recuadro se documenta el impacto de la crisis del COVID-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro a partir de los datos disponibles hasta el cuarto trimestre de 2020, y se pone de relieve que afectó de manera significativa tanto a los hombres como a las mujeres.** Durante la crisis del COVID-19, en términos absolutos, más hombres que mujeres perdieron su trabajo y pasaron a estar inactivos, mientras que los programas de mantenimiento del empleo parecen haber protegido ampliamente el empleo y haber beneficiado de forma notable a los trabajadores de ambos性. El descenso de las horas medias de trabajo fue algo más pronunciado en los varones que en las mujeres, pero los factores determinantes de este descenso son diferentes en cada caso. En el caso de los primeros, el descenso de las horas medias de trabajo se debió, en parte, a la disminución de las horas de trabajo por contrato, mientras que las reducciones *ad hoc* de las horas de trabajo —que aumentan la brecha entre las horas de trabajo efectivas y las horas de trabajo por contrato— contribuyeron a reducir las horas medias de trabajo tanto para los hombres como para las mujeres. Esta evolución puede atribuirse al impacto sectorial asimétrico de la crisis del COVID-19<sup>17</sup>. Los efectos documentados en este recuadro solo se refieren al impacto agregado en el empleo, el paro, la tasa de actividad y las horas de trabajo por sexos, y no tienen en cuenta las pérdidas de bienestar que sufren los trabajadores cuando otro miembro de su hogar pierde el empleo. Asimismo, en Bluedorn *et al.*<sup>18</sup> se argumenta que la

<sup>17</sup> Para más información al respecto, véase el recuadro titulado «Evolución de los datos de alta frecuencia en el mercado de trabajo de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 5, 2020, que ofrece una valoración preliminar de la heterogeneidad sectorial de la crisis del COVID-19 en el mercado de trabajo desde una perspectiva de datos de alta frecuencia. Para un análisis detallado del impacto del COVID-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro, incluido el uso generalizado de los programas 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.

<sup>18</sup> J. Bluedorn, F. Caselli, N.-J. Hansen y M. Mendes Tavares, «Gender and Employment in the COVID-19 Recession: Evidence on 'She-cessions'», *IMF Working Paper Series*, n.º 2021/095, marzo de 2021.

magnitud y la persistencia de una respuesta del empleo diferente para las mujeres durante la crisis del COVID-19 varían significativamente entre países y que las diferencias de género en el empleo suelen ser transitorias.

## 5

# Evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19

Moreno Roma

**La evolución agregada de los precios de la vivienda en la zona del euro ha seguido siendo vigorosa durante la pandemia de coronavirus (COVID-19).**

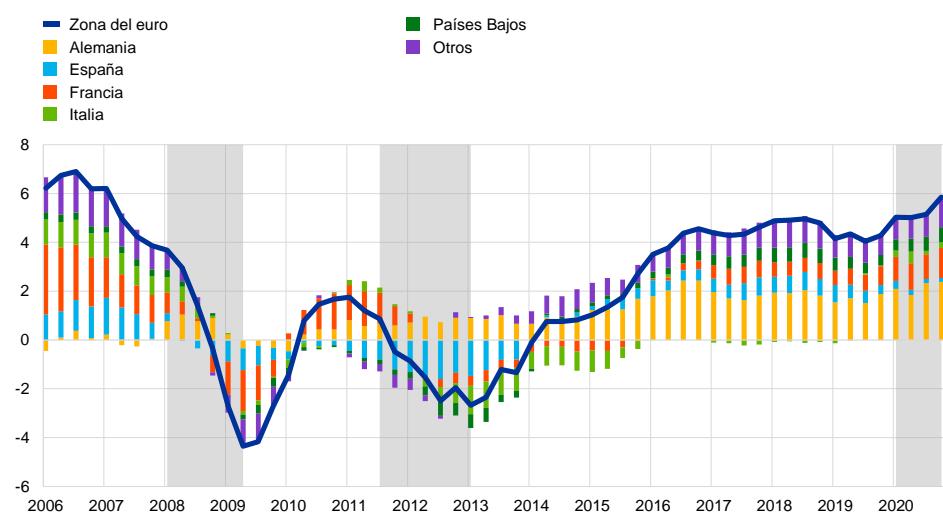
Estos precios aumentaron desde el 4,3 % observado a finales de 2019 hasta el 5,8 % en el último trimestre de 2020, la tasa de crecimiento más elevada desde mediados de 2007. En este recuadro se analiza la evolución reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro y su relación con las condiciones macroeconómicas desde distintas perspectivas (por países, tipología de vivienda y ubicación).

**La pandemia es diferente de crisis anteriores.** La crisis financiera global de 2008 se originó en el mercado de la vivienda estadounidense, y la crisis de deuda soberana que comenzó en 2010 tuvo consecuencias adversas para las condiciones de financiación en varios países de la zona del euro. En ambos casos, los precios de la vivienda de la zona registraron un descenso relativamente rápido (áreas sombreadas del gráfico A). La crisis del COVID-19 afectó a los hogares en un momento de fortaleza relativa de las rentas y del empleo, y, aunque el crecimiento se contrajo de forma acusada, estos precios resistieron e incluso han aumentado desde el inicio de la pandemia.

## Gráfico A

Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro y contribuciones por países

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE, cálculos propios y Eurostat.

Notas: Las zonas sombreadas señalan períodos de recesión en la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020.

**Una primera perspectiva para analizar la evolución agregada de los precios de la vivienda en la zona del euro consiste en considerar las contribuciones subyacentes por países.**

La capacidad de resistencia observada en los precios de la vivienda en 2020 fue generalizada y todas las grandes economías de la zona del euro contribuyeron positivamente a la subida interanual de estos precios en la zona. Alrededor del 73 % del incremento total registrado en el último trimestre de 2020 correspondió a Alemania, Francia y Países Bajos (gráfico A), por encima de su peso en el índice general de precios de la vivienda. En el caso de Alemania, su contribución a los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro comenzó a ser positiva a mediados de 2010, también como reflejo de una cierta convergencia tras un período de evolución moderada de los precios de la vivienda.

**La capacidad de resistencia de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro refleja una combinación de factores.** En primer lugar, el impacto negativo de la perturbación generada por el COVID-19 se asocia a una caída pronunciada del volumen de transacciones de viviendas en el segundo trimestre de 2020 debido a las medidas de confinamiento<sup>1</sup>. Este cambio continuó observándose, hasta cierto punto, en el tercer trimestre de 2020 y, en general, implicó un ajuste en términos de cantidad más que de precios. En segundo lugar, las moratorias de los reembolsos de préstamos y los programas de mantenimiento del empleo amortiguaron, en cierta medida, la disminución de la renta de los hogares y el aumento del desempleo. En tercer lugar, los préstamos para adquisición de vivienda siguieron creciendo en 2020 y las condiciones de financiación se mantuvieron favorables, ya que el tipo de interés sintético de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se situó en un mínimo histórico —el 1,3 %— al final del año. Además, puede que el período de ahorro forzoso relacionado con la pandemia haya aliviado las restricciones de liquidez de algunos hogares, sobre todo en países en los que es necesario realizar un pago inicial elevado. Por último, en un entorno de considerable incertidumbre económica y de baja rentabilidad, los inversores privados e institucionales han contribuido a la demanda de viviendas por motivos de inversión.

**En la segunda perspectiva para analizar la evolución agregada de los precios de la vivienda en la zona del euro se establece una distinción entre los precios de la vivienda nueva y usada.** En un mercado residencial pujante cabría esperar que los precios de las viviendas de segunda mano aumentaran más que los de las de nueva construcción, ya que parte de la demanda puede redirigirse hacia el stock existente para compensar la escasa oferta de vivienda nueva. De hecho, los precios de la vivienda de segunda mano han sido especialmente dinámicos durante la pandemia y, debido a su elevado peso en los índices de precios de la vivienda, han contribuido de forma significativa a los aumentos de los precios de los inmuebles residenciales (gráfico B)<sup>2</sup>. Según datos de Eurostat, durante 2020, los precios de la

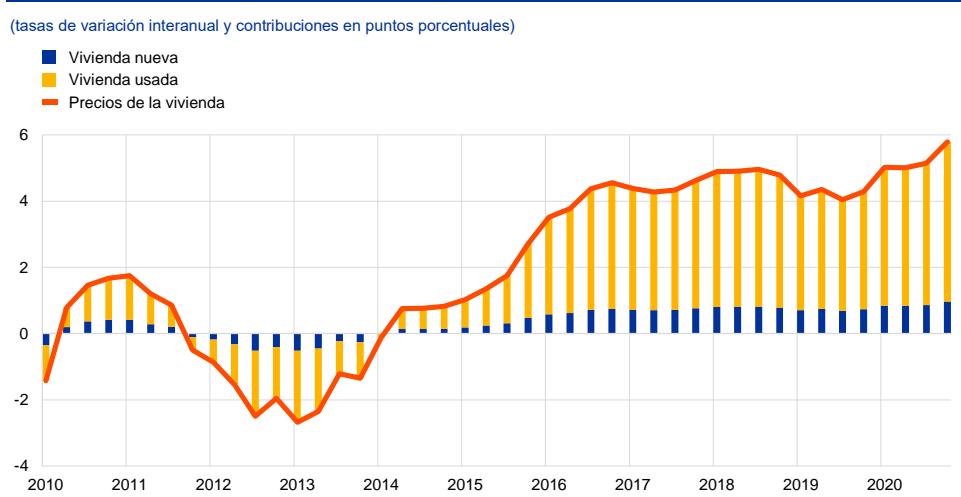
<sup>1</sup> La disponibilidad de datos sobre transacciones de viviendas se limita a una selección de países de la zona del euro (Eurostat y fuentes nacionales) y no incluye el agregado de la zona. Con todo, en general, los datos disponibles apuntan a descensos acusados de la tasa de variación interanual del volumen de transacciones en el segundo trimestre de 2020 (desde caídas superiores al 40 % en España e Irlanda hasta un incremento próximo al 7 % en los Países Bajos), seguidos de una normalización progresiva en el tercer trimestre del mismo año.

<sup>2</sup> El peso de la vivienda usada en la zona del euro es de alrededor del 83 %.

vivienda usada en la zona del euro subieron 0,8 puntos porcentuales más, en términos interanuales, que los de la vivienda nueva.

### Gráfico B

#### Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro y contribuciones por tipología de vivienda



Fuentes: BCE, cálculos propios y Eurostat.

Notas: Las ponderaciones de las viviendas nuevas y usadas en la zona del euro son una media ponderada de los pesos por países basados en ponderaciones del PIB. En cuanto a Grecia, las ponderaciones de vivienda nueva y usada se han aproximado utilizando la media de la zona del euro, excluida Grecia. Los precios de la vivienda en la zona del euro se refieren al índice de precios de inmuebles residenciales del BCE. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020.

La evolución de los precios de la vivienda varió considerablemente de unos países de la zona de la zona del euro a otros, pero aquellos en los que esta evolución fue vigorosa (como Alemania, Francia e Italia) se asociaron, en general, a mayores subidas de los precios de la vivienda usada. Esto podría sugerir que la contracción de la inversión residencial observada en la zona del euro en 2020 (superior al 5 % en términos interanuales) puede haber lastrado la oferta de vivienda de nueva construcción, generando presiones adicionales al alza sobre los precios de la de segunda mano. La concesión de menos visados de obra nueva durante 2020 podría hacer que este fenómeno se prolongue, lo que contribuiría a sostener los precios de la vivienda.

**La evolución agregada de los precios de la vivienda se puede analizar desde una tercera perspectiva que compara la evolución observada en las capitales con la del resto del país<sup>3</sup>.** La distinta evolución de los precios de la vivienda a escala regional podría estar justificada por variables fundamentales, como las diferencias regionales en términos de renta, empleo, dinámicas demográficas y servicios comunitarios, pero también podría señalar una sobrevaloración de estos precios en determinadas áreas<sup>4</sup>. La reciente capacidad de resistencia del mercado

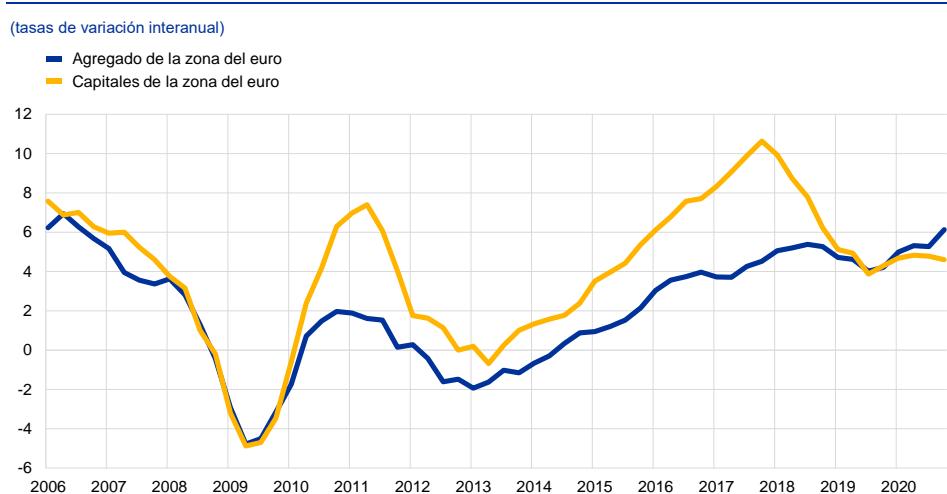
<sup>3</sup> Los precios de la vivienda en la zona del euro pueden descomponerse en la evolución comparada de una selección de capitales de la zona del euro y la de un agregado sintético de la zona del euro. Este agregado incluye países de la zona para los que se dispone de datos sobre los precios de la vivienda en las capitales, y representa alrededor del 95 % de la zona del euro (véanse las notas del gráfico C). La evolución de los índices oficiales y sintéticos de precios de la vivienda en la zona del euro es comparable, en términos generales.

<sup>4</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Residential real estate prices in capital cities: a review of trends», *Financial Stability Review*, mayo, BCE, 2017.

de la vivienda parece ser generalizada y no exclusiva de las capitales (gráfico C). Según estimaciones del BCE, durante 2020, los precios de la vivienda en una selección de capitales de la zona del euro aumentaron 0,7 puntos porcentuales menos, en términos interanuales, que en el agregado de la zona. Ello puede deberse a cierta desaceleración natural de la dinámica de estos precios, dadas las fuertes subidas registradas en las capitales en años anteriores, y a que los altos niveles que alcanzaron los precios en algunas jurisdicciones desencadenaron ciertos efectos secundarios sobre los precios o cambios en la demanda a favor de zonas situadas fuera de las capitales. El incremento de los precios de la vivienda fuera de las capitales también puede reflejar un cambio de preferencia relacionado con las mayores posibilidades de teletrabajo. La cuestión de si, y en qué medida, ese cambio hacia ubicaciones menos céntricas es permanente, y hasta qué punto, deberá confirmarse con evidencia adicional cuando la pandemia termine.

### Gráfico C

Precios de los inmuebles residenciales para un agregado sintético de la zona del euro y una selección de capitales de la zona



Fuentes: BCE, cálculos propios, Eurostat y fuentes nacionales. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020.  
Notas: La serie del agregado sintético de la zona del euro es una media ponderada basada en las ponderaciones del PIB de 2019. El agregado incluye Bélgica, Alemania, Estonia, Irlanda, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Eslovenia y Finlandia. La agregación correspondiente al cuarto trimestre de 2020 no incluye Bélgica ni Eslovenia.

**En conjunto, el análisis de la evolución reciente de los precios de la vivienda desde distintas perspectivas apunta a un crecimiento sólido y generalizado en las distintas jurisdicciones, tipologías de vivienda y ubicaciones.** La dinámica de los precios de la vivienda continúa dependiendo mucho de la senda de recuperación de la economía en un entorno caracterizado por unas condiciones de financiación favorables, por un lado, y por las incertidumbres relacionadas con la pandemia, por otro.

## 6

# La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro

Maria Grazia Attinasi, Roberta De Stefani, Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Gerrit Koester, Alexandros Melemenidis y Máté Tóth

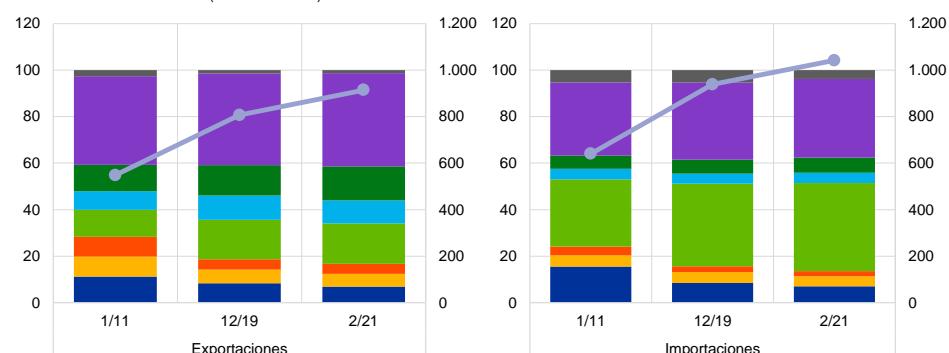
**La demanda de semiconductores ha experimentado un fuerte aumento recientemente.** Los ingresos obtenidos de las ventas mundiales de estos componentes casi se han duplicado a lo largo de la última década, y las economías asiáticas han consolidado su posición dominante en este ámbito (gráfico A). Si se consideran las importaciones, la cuota de importaciones chinas de semiconductores parece estar creciendo con respecto a la de la UE y la de Estados Unidos. Al inicio de la pandemia de COVID-19, las ventas de semiconductores a la industria automovilística se desplomaron a escala global durante el segundo trimestre de 2020, pero esta caída se vio compensada con creces por una intensa demanda de estos componentes para equipos informáticos y electrónicos. Cuando la recuperación mundial se afianzó, los volúmenes de producción de semiconductores no fueron suficientes para atender el acusado incremento de la demanda del sector automovilístico. Además, diversos acontecimientos adversos, como incendios y sequías que afectaron a grandes plantas de producción, agravaron la escasez de semiconductores en todo el mundo.

**Gráfico A**

Comercio mundial de semiconductores por regiones

(parte izquierda: cuota porcentual; parte derecha: mm de dólares estadounidenses)

- UE-28
- Estados Unidos
- Japón
- China
- Corea del Sur
- Taiwán
- Otros países asiáticos
- Resto del mundo
- Comercio mundial (escala derecha)



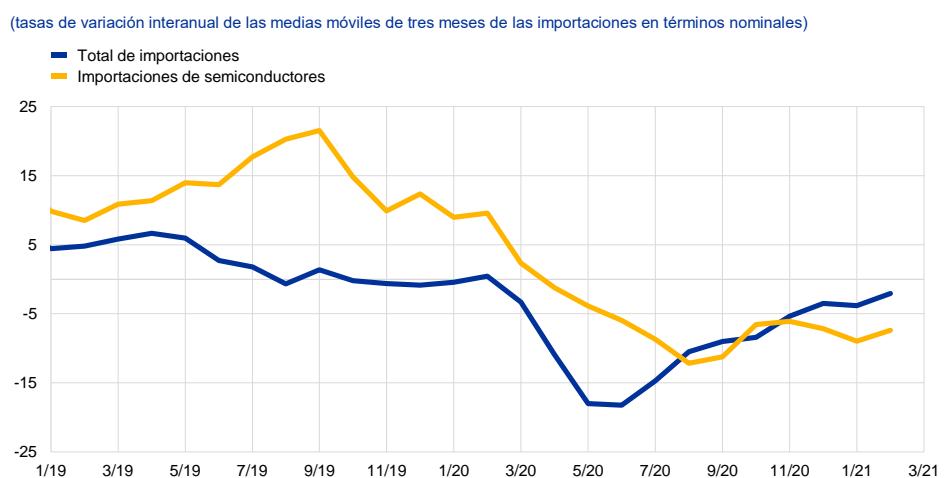
Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: Componentes de semiconductores clasificados bajo los códigos 8541 y 8542 del Sistema armonizado de designación y codificación de mercancías (SA). Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2021.

**Mientras la demanda se recuperaba, los productores de manufacturas de la zona del euro tuvieron problemas de suministro de semiconductores.** Dado

que, entretanto, la oferta se había dirigido a otros sectores, las importaciones de la zona de estos componentes se redujeron de forma considerable tras la irrupción de la pandemia, pese a mostrar una capacidad de resistencia mayor que el total de importaciones. No obstante, durante la fase de recuperación, sus tasas de crecimiento fueron inferiores a la del total de importaciones (gráfico B). Aunque su peso en la producción de insumos (*inputs*) del sector de equipos tecnológicos y electrónicos no es muy sustancial, esta industria es un proveedor esencial en las fases *upstream* de la cadena de producción y, por lo tanto, es probable que cualquier perturbación que se produzca se propague a otros muchos sectores económicos. La falta de chips semiconductores, unida a la escasez de otros insumos (como productos químicos, plásticos, metálicos y madera), así como las interrupciones en los servicios de transporte, incidieron notablemente en los plazos de entrega de los proveedores. Esto se tradujo en un aumento sin precedentes de la ratio entre el PMI de nuevos pedidos y los plazos de entrega de los proveedores<sup>1</sup> de la industria manufacturera de la zona del euro, en particular en los sectores que utilizan semiconductores en los procesos de producción, como el de automóviles y componentes de automóviles, y el de equipos tecnológicos (gráfico C).

**Gráfico B**  
Importaciones de semiconductores de la zona del euro



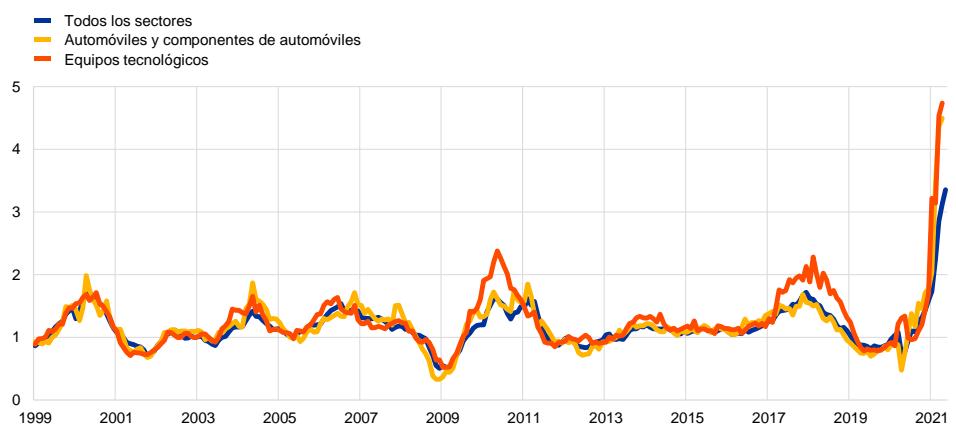
Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2021.

<sup>1</sup> Cabe observar que un aumento (disminución) del índice PMI de plazos de entrega de proveedores señala un plazo de entrega más corto (más largo).

### Gráfico C

#### Plazos de entrega de los proveedores de la zona del euro

(ratio entre el PMI de nuevos pedidos y los plazos de entrega de los proveedores)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2021 (PMI sectorial) y a mayo de 2021 (PMI agregado).

**La evidencia reciente procedente de encuestas apunta a la existencia de importantes cuellos de botella en algunas de las industrias manufactureras clave, sobre todo en Alemania.** De acuerdo con la última encuesta trimestral de opinión empresarial de la Comisión Europea, el 23 % de las empresas manufactureras de la zona del euro indicaron que la falta de materiales o de bienes de equipo era un importante factor limitador de la producción (gráfico D), que actualmente se sitúa en niveles muy por encima de la media histórica (en torno al 6 %). En el gráfico D se muestra que los efectos de estos cuellos de botella asociados a la escasez de semiconductores son más evidentes en sectores con una mayor proporción de insumos de equipos electrónicos, como los de ordenadores y productos electrónicos, equipos eléctricos y automoción. En los distintos países, esta escasez se aprecia claramente en las empresas alemanas.

### Gráfico D

#### Falta de materiales o de equipos como factor limitador de la producción

(porcentaje de encuestados por sectores)

	Zona del euro	Alemania	Francia	Italia	España	Países Bajos
Manufacturas	23	42	6	7	14	20
Ordenadores/productos electrónicos	34	70	-1	14	19	11
Equipos eléctricos	36	56	23	12	32	37
Vehículos de motor/remolques	35	58	2	7	50	35

Fuente: Encuesta de opinión empresarial de la Comisión Europea de abril de 2021.

Nota: Las series temporales relativas a las respuestas a la encuesta están desestacionalizadas, lo que puede explicar los valores negativos en algunos sectores.

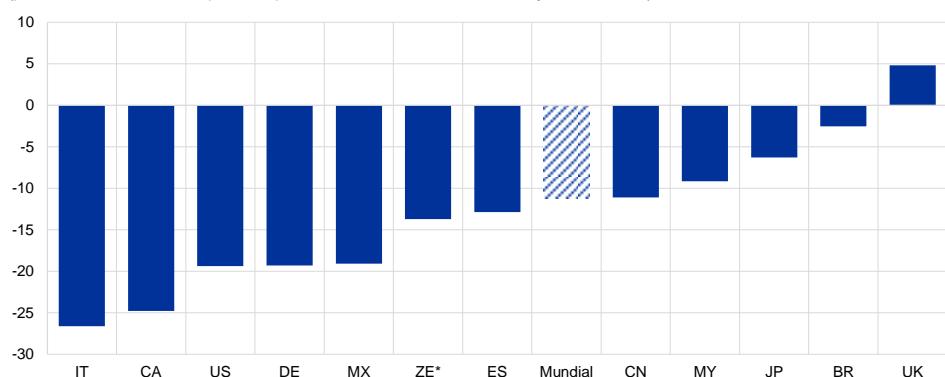
**Este desajuste entre la producción y los pedidos en algunas de las industrias manufactureras clave también apunta a la existencia de cuellos de botella en la oferta.** Hasta el momento, el sector de automoción parece ser el más afectado

por la escasez de chips. En el primer trimestre de 2021, la producción mundial de automóviles para uso privado se redujo en casi 1,3 millones de unidades, lo que corresponde a un descenso del 11,3 % con respecto al último trimestre de 2020 y de alrededor del 2,8 % en comparación con el nivel de producción de 2019 (gráfico E). En la zona del euro, la producción de vehículos de motor disminuyó durante cuatro meses consecutivos hasta marzo de 2021, situándose un 18,2 % por debajo del nivel de noviembre de 2020. En Alemania, el aumento intermensual de la acumulación de pedidos en las manufacturas fue sistemáticamente superior al crecimiento de la producción entre enero y marzo de 2021, sobre todo en los sectores de automoción y de ordenadores/productos electrónicos, lo que se ha confirmado en los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras<sup>2</sup>. Estos contactos esperaban que las restricciones de oferta se agudizaran en el segundo trimestre de 2021 y que se aliviaran gradualmente en la segunda mitad del año.

#### Gráfico E

##### Producción mundial de vehículos de motor

(producción de automóviles para uso privado, variación entre el I TR 2021 y el IV TR 2020)



Fuentes: Haver, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los países se han seleccionado en función de la disponibilidad de datos y el agregado mundial incluye el 70 % de la producción mundial de vehículos de motor. Series ajustadas de estacionalidad. Los datos ZE\* se refieren a los datos de producción industrial de la zona del euro, NACE2 código 29.1.

**Hasta el momento se dispone de evidencia muy limitada sobre los efectos de la falta de semiconductores en la evolución de los precios a lo largo del proceso de formación de precios.** Los efectos al alza sobre los precios podrían proceder, por ejemplo, de una escasez de oferta de bienes, de una creciente capacidad para fijar precios en las distintas fases de la cadena de producción o de los intentos de las empresas de trasladar los costes derivados de la infrautilización forzosa de la capacidad productiva. En la zona del euro, la inflación de los precios de producción de componentes y cuadros electrónicos, en los que los semiconductores desempeñan un papel destacado, continúa siendo negativa (gráfico F). En las fases posteriores del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de consumo de los ordenadores y los vehículos de motor (los dos productos más importantes de los bienes electrónicos de consumo) pone de

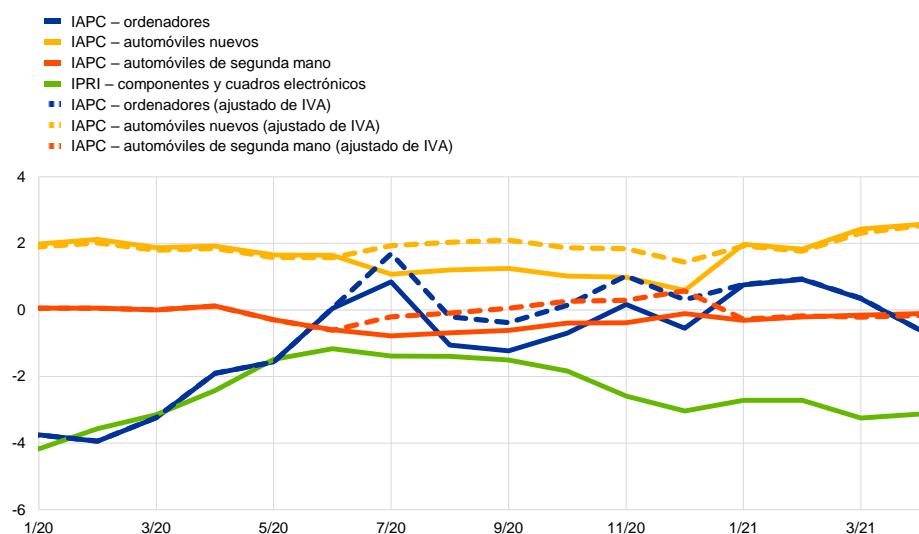
<sup>2</sup> Véase el recuadro titulado «Resultados principales de los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras», Boletín Económico, número 3, BCE, 2021.

manifiesto algunos aumentos en el caso de los segundos<sup>3</sup>, mientras que los precios de los ordenadores empezaron a descender de nuevo. Con todo, se debe observar que los efectos alcistas sobre los precios atribuibles a la falta de semiconductores podrían materializarse, pero con un retardo sustancial a lo largo del proceso de formación de precios.

### Gráfico F

#### Precios de producción y de consumo de productos cuyos componentes incluyen semiconductores

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las líneas discontinuas muestran series a impuestos constantes (bajo el supuesto de una transmisión completa de las modificaciones de los impuestos indirectos, que incluyen la reducción temporal del IVA en Alemania). Las últimas observaciones corresponden a abril de 2021.

#### Se espera que la escasez de semiconductores persista en el corto plazo.

Aunque las principales empresas mundiales productoras de chips tienen previsto ampliar su capacidad e incrementar casi un 74 % sus gastos de capital —unos planes que en su mayor parte se prevé que se pongan en práctica para finales de 2021—, la complejidad y el tiempo necesario para construir nuevas plantas de producción son de tal envergadura que es probable que los factores adversos para el sector persistan durante este año.

<sup>3</sup> Mientras que, en Estados Unidos, los precios de los automóviles de segunda mano, en particular, subieron de forma muy acusada durante la pandemia —en parte debido a la reciente caída de la producción de automóviles nuevos resultante de la escasez de semiconductores—, en la zona del euro no mostraron una dinámica alcista sustancial.

## Implicaciones de los programas de estabilidad de 2021 para las políticas fiscales de la zona del euro

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Steffen Osterloh

**Los programas de estabilidad para el período 2021–2024 proporcionan por primera vez detalles exhaustivos de los planes presupuestarios a medio plazo de los países de la zona del euro en respuesta a la pandemia de coronavirus (COVID-19).** El año pasado, debido al carácter novedoso de la grave crisis sanitaria y a la extrema incertidumbre aparejada, la mayoría de los Gobiernos de la zona del euro no presentaron planes presupuestarios detallados. Los programas actualizados, que se presentaron a finales de abril de 2021, fueron preparados por los Gobiernos conscientes de que la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) seguiría activada al menos hasta el final de 2021, lo que les permitiría desviarse de las exigencias de ajuste del PEC<sup>1</sup>. Asimismo, se suponía que los programas debían reflejar las recomendaciones específicas por país (REP) adoptadas por el Consejo Europeo el 20 de julio de 2020 para el período 2020-2021, en las que no se incluían exigencias de ajustes presupuestarios numéricos, sino que se instaba a adoptar políticas fiscales cuyo objetivo sea alcanzar posiciones fiscales prudentes a medio plazo y a garantizar la sostenibilidad de la deuda «cuando las condiciones económicas lo permitan». A corto plazo, se recomendó a los Gobiernos «tomar todas las medidas necesarias para combatir la pandemia, sostener la economía y respaldar la posterior recuperación de forma eficaz». Por último, los programas son un primer reflejo de los planes de recuperación y resiliencia —que los Estados miembros tenían que presentar antes del 30 de abril— en los que describen las reformas y los proyectos que tienen previsto implementar utilizando los fondos disponibles a través del programa «Next Generation EU» (NGEU). Con ese trasfondo, en este recuadro se analizan los planes presupuestarios a medio plazo de los países de la zona del euro para salir de la crisis actual, y se señalan los retos pendientes derivados de las recomendaciones de política fiscal que la Comisión Europea publicó el 2 de junio en su paquete de primavera del Semestre Europeo de 2021.

**En los programas de estabilidad de 2021 se presentan las proyecciones de política fiscal de los Estados miembros en un momento en el que esta política está desempeñando un papel decisivo en la respuesta a la pandemia.** Al comienzo de la crisis, la política presupuestaria se centró en garantizar la disponibilidad de los recursos necesarios para el sistema sanitario y en proteger a las empresas y a los trabajadores de los sectores afectados<sup>2</sup>. Conforme la

<sup>1</sup> La cláusula general de salvaguardia se activó en marzo de 2020, y en septiembre de 2020 se prorrogó hasta 2021. Esta cláusula permite que los Estados miembros se desvíen de las exigencias de ajuste del PEC en determinadas situaciones concretas, como los períodos de recesión económica grave en la zona del euro o en la Unión en su conjunto. Para más información, véase la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Europeo de Inversiones, *Estrategia anual de crecimiento sostenible 2021*, COM(2020) 575 final.

<sup>2</sup> Para más información, véase el artículo titulado «*The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis*», Boletín Económico, número 1, BCE, 2021.

vacunación sigue avanzando y las medidas de confinamiento se van levantando gradualmente, la política fiscal está reemplazando las medidas de emergencia temporales con objetivos específicos por otras dirigidas a respaldar la recuperación. Las inversiones públicas, complementadas por el NGEU y acompañadas de políticas estructurales adecuadas, han de desempeñar un papel importante a este respecto.

**Según los programas de estabilidad, los desequilibrios presupuestarios se reducirán gradualmente con respecto a sus niveles elevados durante el horizonte de proyección.** En el conjunto de la zona del euro, la ratio de déficit público sobre el PIB se incrementó del 0,6 % al 7,2 % entre 2019 y 2020, y seguirá aumentando hasta situarse en el 8,7 % en 2021 (gráfico A), mientras que, a escala nacional, los déficits públicos esperados oscilan entre el 2 % y el 12 % del PIB para 2021. Aunque está previsto que el déficit público agregado de la zona del euro se mantenga por encima de los niveles anteriores a la crisis (en 1,5 puntos porcentuales) hasta el final del horizonte de previsión (es decir, 2024), se espera una dispersión menor de las posiciones presupuestarias entre países. Algunos países de la zona del euro no prevén reducir sus déficits por debajo del umbral del 3 % del PIB en el horizonte contemplado (gráfico B)—en especial aquellos con ratios elevadas de deuda en relación con el PIB (sobre todo Italia, España, Bélgica y Francia)—, mientras que otros, incluidos los países anteriormente sujetos a un programa de ajuste (Grecia, Chipre y Portugal), prevén registrar déficits presupuestarios comparativamente más reducidos. Según las proyecciones de los programas de estabilidad, la ratio media de deuda sobre el PIB de la zona del euro superará el 103 % en 2021, lo que implica un incremento de alrededor de 17 puntos porcentuales frente al nivel registrado antes de la crisis, en 2019. En 2022, se espera que empiece a disminuir algo, principalmente debido a la reversión anticipada de las medidas de apoyo y a un crecimiento nominal elevado, pero en 2024 se mantendrá en torno al 100 %. Además, la deuda adicional, aunque limitada, relacionada con el NGEU comenzará a acumularse a nivel de la UE a partir de 2021, y se estima que ascienda a alrededor del 1 % del PIB durante el período 2021–2022<sup>3</sup>. Cabe señalar que la trayectoria de las finanzas públicas descrita en los programas nacionales de estabilidad difiere de las previsiones fiscales del ejercicio de proyecciones macroeconómicas de junio de 2021 elaboradas por los expertos del Eurosistema, como se señala en la sección 6 de este Boletín Económico, que solo tiene en cuenta las medidas aprobadas por el parlamento nacional o las que ya han sido definidas con detalle por el Gobierno y es probable que se aprueben en el proceso legislativo.

<sup>3</sup> Véase la página 2 de «European Economic Forecast Spring 2021», donde se indica que el gasto total de la UE que se prevé financiar con subvenciones del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) durante el horizonte de previsión de 2021–2022 asciende a 140 mm de euros (algo menos del 1 % del PIB de 2019). Se espera que, a lo largo de este horizonte, el MRR tenga un impacto económico total de alrededor del 1,2 % del PIB real de la UE de 2019.

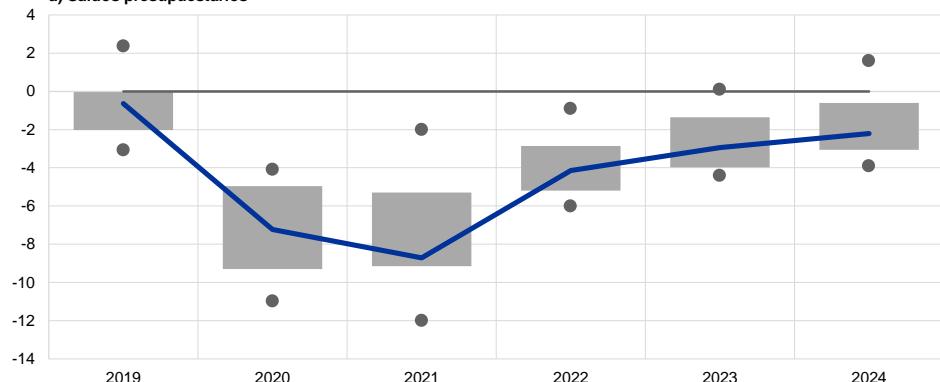
## Gráfico A

Proyecciones de saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas y de ratios de deuda sobre el PIB basadas en los programas de estabilidad de 2021

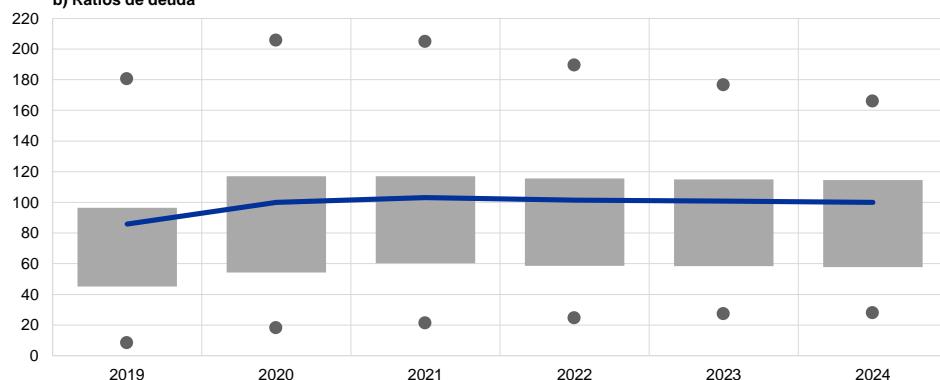
(porcentajes del PIB)

- Rango intercuartílico
- Zona del euro
- Mínimo/máximo

a) Saldos presupuestarios



b) Ratios de deuda



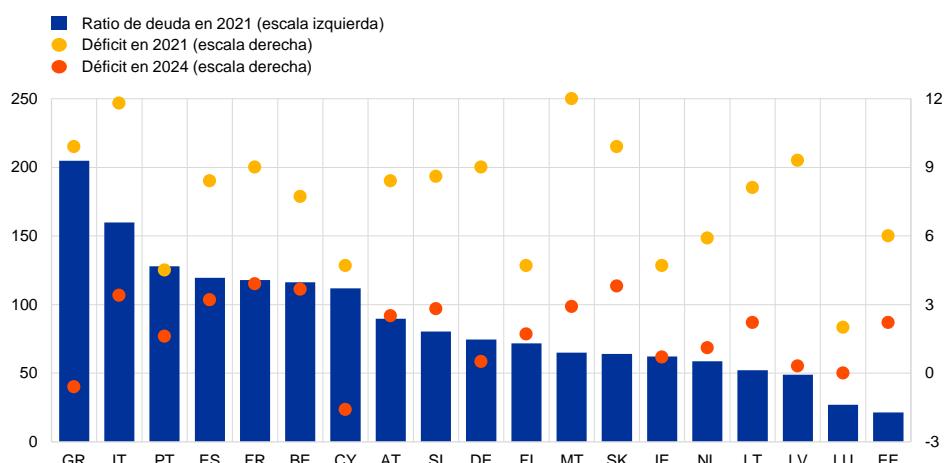
Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO para 2019–2020) y cálculos propios basados en los programas de estabilidad de 2021 para el período 2021–2024.

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

## Gráfico B

Proyecciones de ratios de deuda y de déficits de las Administraciones Públicas basadas en los programas de estabilidad de 2021

(porcentajes del PIB)



Fuente: Programas de estabilidad de 2021.

**A diferencia de lo que ocurrió en la gran crisis financiera, se espera que la recuperación de la pandemia de COVID-19 se vea respaldada por la expansión de la inversión pública.** Según los programas de estabilidad de 2021, la inmensa mayoría de los países de la zona del euro tienen previsto aumentar los recursos disponibles para inversiones públicas, que en la literatura económica suele considerarse una categoría de gasto público particularmente favorable al crecimiento<sup>4</sup>. Se espera que la proporción de inversión pública en relación con el PIB se incremente con respecto a los niveles observados antes de la crisis y pase del 2,8 % de 2019 al 3,3 % en 2023. Esto contrasta claramente con los años posteriores a la gran crisis financiera, cuando muchos países de la zona del euro adoptaron medidas de consolidación fiscal que en su mayor parte se centraron en reducir la inversión pública. Más en concreto, durante el período 2009–2013, el porcentaje de gasto público de la zona del euro en la formación bruta de capital fijo de las Administraciones Públicas en relación con el PIB disminuyó hasta situarse en el 2,9 %, desde el 3,7 %, y algunas de las mayores reducciones se registraron en los países en los que la consolidación era más necesaria. El incremento de la inversión previsto para los próximos años corresponde en gran medida al NGEU, en el que destaca el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), que brinda a los países de la zona del euro una oportunidad ideal para apoyar la recuperación con políticas que mejoren el potencial de crecimiento de sus economías<sup>5</sup>.

**En las REP propuestas por la Comisión Europea como parte de su paquete de primavera del Semestre Europeo de 2021 se prevé que la cláusula general de salvaguardia del PEC siga activada en 2022, al tiempo que se recomienda que las políticas fiscales de los Estados miembros sean de alta calidad y tengan un mayor grado de diferenciación.** La cláusula general de salvaguardia del PEC

<sup>4</sup> Para más información, véase el artículo titulado «The composition of public finances in the euro area», Boletín Económico, número 5, BCE, 2017.

<sup>5</sup> Para más detalles, véase la sección 6 de este Boletín Económico.

«seguirá aplicándose en 2022 y se espera que se desactive a partir de 2023». Mientras que las REP formuladas en 2020 eran homogéneas para todos los Estados miembros, las publicadas en la primavera de 2021 recomiendan que las políticas fiscales que se adopten en 2022 tengan «en cuenta el estado de la recuperación, los riesgos para la sostenibilidad presupuestaria y la necesidad de reducir las divergencias económicas, sociales y territoriales». A los países con un nivel bajo de deuda se les recomienda seguir una política fiscal expansiva (medida de forma específica)<sup>6</sup>, teniendo en cuenta también el impulso proporcionado por el MRR, mientras que los países con una deuda elevada deben «utilizar el [MRR] para financiar inversiones adicionales en apoyo de la recuperación, al tiempo que aplican una política presupuestaria prudente». Esta última recomendación se aplica a Bélgica, Francia, Grecia, España, Italia y Portugal. También se recomienda que todos los Estados miembros preserven la inversión financiada a nivel nacional, y «al mismo tiempo, el aumento de los gastos corrientes financiados a nivel nacional debe mantenerse bajo control y limitarse en el caso de los Estados miembros con una deuda elevada». Como parte de una recomendación en la que se subraya la importancia de la calidad de las medidas presupuestarias para asegurar una recuperación sostenible e inclusiva se insta a fomentar la inversión, en especial en las transiciones ecológica y digital, para impulsar el crecimiento potencial. Por último, en la evaluación del cumplimiento de los criterios de déficit y de deuda por parte de los Estados miembros, la Comisión Europea considera que 23 no cumplen el criterio de déficit y 13 no cumplen el de deuda. Pese a ello, estima que, «teniendo en cuenta la elevada incertidumbre, la respuesta acordada en materia de política presupuestaria a la crisis de la COVID-19 y las recomendaciones del Consejo de 20 de julio de 2020», en la coyuntura actual, no debe adoptarse una decisión relativa a la aplicación del procedimiento de déficit excesivo a los Estados miembros.

**Los planes presupuestarios a medio plazo presentados en los programas de estabilidad de 2021 están sujetos a un grado elevado de incertidumbre.** Esta incertidumbre está relacionada, entre otros factores, no solo con la evolución de la pandemia de COVID-19, sino también con el gran impacto transformador que puede tener el MRR en la zona del euro. Por tanto, para el conjunto de la zona es importante que, por el momento, las políticas fiscales sigan proporcionando apoyo, mientras se refuerza la sostenibilidad de las finanzas públicas a través de medidas con objetivos suficientemente específicos y con políticas cada vez más diferenciadas a escala nacional.

---

<sup>6</sup> En lugar de utilizar las medidas habituales para determinar la orientación de la política fiscal, como las mencionadas en la sección 6 de este Boletín Económico, la Comisión Europea mide la orientación presupuestaria como la variación del gasto primario (neto de medidas discrecionales de ingresos y excluidas las medidas de emergencia temporales relacionadas con la crisis) incluido el gasto financiado por subvenciones en el marco del MRR y de otros fondos de la UE. Para ello se tiene en cuenta, entre otros factores, el hecho de que, aunque las subvenciones concedidas con arreglo al MRR no afectan al déficit, impulsan las economías.

# Artículos

## 1 La globalización y sus implicaciones para la inflación en las economías avanzadas

Maria Grazia Attinasi y Mirco Balatti

### Introducción

**La hipótesis de la globalización de la inflación sostiene que los factores que influyen en la dinámica de la inflación son cada vez más internacionales.** En los últimos años, los economistas han empezado a replantearse la capacidad predictiva de los modelos estándar de inflación (por ejemplo, la curva de Phillips) y a considerar de manera creciente los factores globales, incluida la globalización, para poder explicar la menor sensibilidad de la inflación a determinantes internos (lo que se conoce como «hipótesis de la globalización de la inflación»)<sup>1</sup>. En consecuencia, además de las medidas nacionales del grado de holgura, los modelos estándar de inflación deberían tener en cuenta la influencia de los factores globales más allá de su impacto a través de los precios de importación.

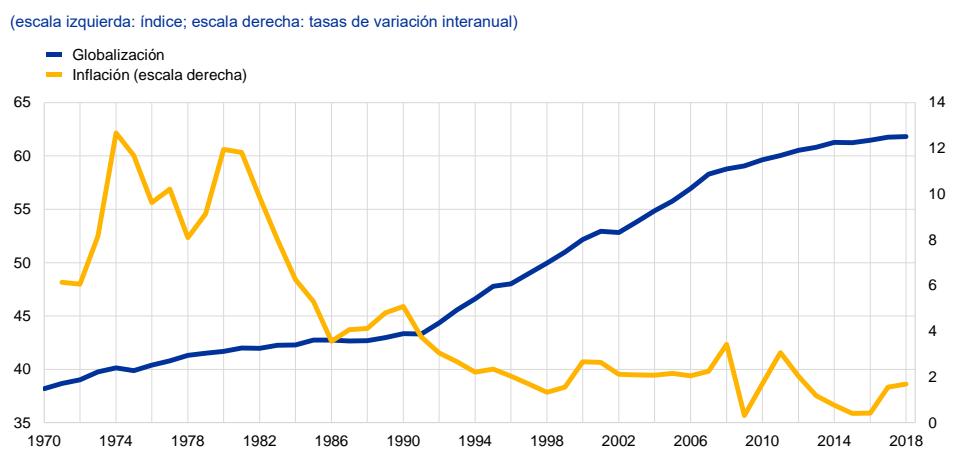
**El interés en los determinantes globales de la inflación se deriva del comovimiento de las tasas de inflación observado en las economías avanzadas en un contexto de creciente internacionalización de los mercados de bienes, servicios y financieros.** Las tasas medias de inflación de estas economías han disminuido, pasando de alrededor del 10 % en los años setenta a niveles inferiores al 2 % a partir de 2014. Sin embargo, el ritmo de globalización se ha acelerado de forma significativa desde principios de la década de 1990 (gráfico 1), con profundas implicaciones para la estructura de la economía mundial. Si bien el efecto de los factores externos (por ejemplo, los precios de las materias primas) en la inflación observada ha sido ampliamente documentado, también podría argumentarse que la globalización, al aumentar la interconexión de las economías mundiales, hace que las perturbaciones que se producen en una economía se propaguen a otros países, influyendo así en los resultados macroeconómicos nacionales. En este sentido, los investigadores han estudiado la posibilidad de que la globalización pueda afectar a la inflación de una manera más fundamental en lugar de provocar solo cambios transitorios en el nivel de esta variable<sup>2</sup>. Más concretamente, al modificar la estructura de la economía mundial, la globalización podría alterar el proceso de formación de la inflación, lo que incidiría en el componente más persistente de la inflación en las economías avanzadas.

<sup>1</sup> Véase R. Auer, C. Borio y A. Filardo, «The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains», *BIS Working Papers*, n.º 602, Banco de Pagos Internacionales, enero de 2017.

<sup>2</sup> Véase K. Forbes, «Has globalization changed the inflation process?», *BIS Working Papers*, n.º 791, Banco de Pagos Internacionales, junio de 2019.

**Gráfico 1**

Mediana de las tasas de inflación de las economías avanzadas e Índice de Globalización de KOF



Fuentes: Cálculos del BCE, KOF Swiss Economic Institute y fuentes nacionales.

Nota: Mediana de la inflación de 22 países de la OCDE e Índice de Globalización de KOF.

**En este artículo se analiza la evolución reciente de la inflación en las economías avanzadas y los canales por los que la globalización puede influir en el componente más persistente de la inflación.** Esta cuestión es relevante desde la perspectiva de la política monetaria. Si se estima que el impacto de la globalización en la inflación es solo transitorio, la autoridad monetaria no debería tenerlo en cuenta. Sin embargo, si este fenómeno supone un cambio en el proceso de fijación de precios y salarios, afectaría al componente más persistente de la inflación, con implicaciones directas para la ejecución de la política monetaria. Este artículo se centra en la evolución de la inflación a medio plazo, medida como una media suavizada de la inflación subyacente para excluir los subcomponentes más volátiles (como los precios del petróleo y de los alimentos) y que se denomina «componente más persistente de la inflación». En el artículo se determina que existen tres elementos de la globalización que parecen estar relacionados con una inflación persistente más baja: la integración comercial, la globalización de la información y la participación en las cadenas globales de valor. No obstante, las estimaciones disponibles sugieren que este efecto es reducido desde el punto de vista económico, y en el artículo se llega a la conclusión de que la globalización no parece ser un determinante clave de la sincronización y del descenso de las tasas de inflación observados en las economías avanzadas. De cara al futuro, una reversión (o ralentización adicional) de las tendencias de la globalización solo daría un impulso limitado a las tendencias de la inflación.

## Conclusiones

**En este artículo se analiza el efecto desinflacionista de la globalización en las economías avanzadas, centrando la atención en el componente más persistente de la inflación.** A partir de la literatura existente, en este artículo se examinan tres conjuntos de factores que pueden explicar el comovimiento

internacional de la inflación y su trayectoria descendente observada en las últimas décadas. En primer lugar, están las perturbaciones comunes (por ejemplo, fluctuaciones de los precios de las materias primas), que afectan al componente más volátil de la inflación general. En segundo lugar, el giro de la política monetaria de varias economías avanzadas hacia una estrategia de objetivo de inflación y el anclaje de las expectativas de inflación lograron que esta se mantuviese constantemente próxima a su objetivo durante las tres últimas décadas y hasta la crisis financiera global. En tercer lugar, los cambios en la estructura de la economía que afectan a los mecanismos de fijación de precios y de salarios pueden influir en el componente más persistente de la inflación.

**La evidencia presentada en este artículo señala que el efecto desinflacionista de la globalización ha sido reducido en términos económicos.** La mayor parte de la literatura económica se centra en ampliar la curva de Phillips estándar con medidas del grado de holgura global y muestra que, cuando se controla por esos factores, la sensibilidad de la inflación a la holgura interna disminuye. Aunque la evidencia del impacto en el componente persistente de la inflación es más limitada, en general se determina que este impacto es menor. El artículo concluye que la globalización no parece ser un determinante fundamental de las tendencias desinflacionistas de las últimas décadas, y que los efectos derivados de la globalización han sido demasiado escasos para ser económicamente significativos. Esta conclusión se basa en tres elementos principales. Primero, el acusado descenso de la inflación y su componente persistente empezó en la década de 1980, cuando la globalización estaba todavía latente, y se interrumpió alrededor de mediados de los años noventa, cuando China aún no se había incorporado a la Organización Mundial del Comercio (OMC). Asimismo, la caída de la inflación fue sincronizada en los bienes y los servicios y, dada su diferente comerciabilidad, no deberían responder de manera homogénea a la integración transfronteriza. Segundo, y relacionado con el punto anterior, la evidencia presentada en este artículo sugiere que la globalización tiene un impacto heterogéneo en los distintos sectores de la economía, estando las manufacturas más expuestas a presiones desinflacionistas que los servicios. Esto respalda la opinión de que la globalización provoca cambios en los precios relativos, pero no necesariamente una disminución de la inflación general. Por último, incluso cuando la globalización ejerce presiones desinflacionistas, el impacto estimado es reducido desde el punto de vista económico. Por tanto, y habida cuenta de que en los últimos años los tipos de interés se han ido aproximando al límite inferior en muchos países, una razón que puede explicar la inflación persistentemente baja observada en las últimas décadas es el margen limitado del que dispone la política monetaria para neutralizar la influencia de factores estructurales (de origen interno o externo) en la inflación.

**De cara al futuro, la globalización se encuentra en una encrucijada.** Pese a que parece que el aumento del proteccionismo supone una amenaza para este fenómeno, la creciente digitalización y el comercio de servicios también le están dando un nuevo impulso, transformando y reconfigurando su senda futura. Además, aunque la integración global podría estar disminuyendo, parece que la integración del comercio regional ha ido creciendo por motivos económicos y geopolíticos. El coronavirus (COVID-19) podría acelerar algunas de estas tendencias, pero resulta

premature extraer conclusiones firmes sobre las consecuencias para la globalización y la inflación.

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

# Estadísticas

## Índice

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

## Información adicional

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

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

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

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

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

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

## Símbolos utilizados en los cuadros

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

# 1 Entorno exterior

## 1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

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

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)									Importaciones de mercancías <sup>1)</sup>					
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global <sup>2)</sup>			Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores	Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global <sup>2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	7	8	9						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,2	5,5			
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,5			
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,5	-4,7	-4,3			
2020 II TR	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-8,6	-8,6	-8,6			
III TR	51,9	53,1	57,5	45,6	54,7	52,4	52,6	51,7	49,0	8,1	8,9	7,2			
IV TR	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	4,5	4,9	4,1			
2021 I TR	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,8	1,8	8,1			
2020 Dic	53,5	55,3	50,5	48,5	55,8	49,1	54,7	53,1	50,5	4,5	4,9	4,1			
2021 Ene	53,3	58,7	41,2	47,1	52,2	47,8	54,0	53,0	49,3	4,7	4,3	5,1			
Feb	54,3	59,5	49,6	48,2	51,7	48,8	53,7	54,4	49,8	3,8	2,2	5,6			
Mar	55,3	59,7	56,4	49,9	53,1	53,2	53,6	55,9	51,7	4,8	1,8	8,1			
Abr	57,5	63,5	60,7	51,0	54,7	53,8	54,4	58,6	53,3	.	.	.			
May	58,8	68,7	62,9	48,8	53,8	57,1	54,5	60,4	53,6	.	.	.			

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 periodo)

	Zona del euro <sup>1)</sup>						Estados Unidos	Japón
Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) <sup>2)</sup>	Depósitos a la vista (eonia)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Depósitos a 3 meses (líbor)	Depósitos a 3 meses (líbor)	
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 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
Mar	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,52	-0,49	0,19	-0,08
Abr	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,48	0,19	-0,07
May	-0,56	-0,48	-0,56	-0,54	-0,51	-0,48	0,15	-0,09

Fuente: Refinitiv y cálculos del BCE.

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

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

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

### 2.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>					Zona del euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años – 1 año	10 años	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 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
Mar	-0,64	-0,69	-0,72	-0,62	-0,28	0,41	1,68	0,82	-0,75	-0,73	-0,32	0,37
Abr	-0,63	-0,68	-0,70	-0,57	-0,18	0,50	1,57	0,80	-0,73	-0,70	-0,21	0,53
May	-0,63	-0,68	-0,69	-0,54	-0,15	0,53	1,54	0,75	-0,72	-0,67	-0,16	0,57

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											
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2020 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
Mar	422,4	3.813,3	911,1	271,6	168,4	97,0	159,1	774,6	770,1	367,2	264,5	838,1	3.910,5	29.315,3
Abr	440,1	3.987,3	952,7	286,0	177,2	93,2	161,5	807,2	835,4	387,5	267,3	874,0	4.141,2	29.426,8
May	443,8	4.003,6	959,5	290,0	183,0	94,8	167,8	808,7	811,7	384,1	278,3	870,2	4.169,6	28.517,1

Fuente: Refinitiv.

## 2 Evolución financiera

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda					Indicador sintético del coste de financiación				
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:			Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE <sup>3)</sup>		Por período inicial de fijación del tipo de interés				TAE <sup>3)</sup>					
						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 May	0,02	0,36	0,24	0,69	5,26	16,07	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	5,08	5,25	5,75	1,94	1,39	1,61	1,31	1,37	1,66	1,38			
Oct	0,02	0,35	0,20	0,69	5,18	15,82	5,14	5,26	5,80	2,03	1,37	1,56	1,27	1,36	1,64	1,36			
Nov	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,78	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35			
Dic	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,78	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32			
2021 Ene	0,01	0,35	0,22	0,68	5,01	15,81	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,50	1,29	1,35	1,60	1,33			
Feb	0,01	0,35	0,23	0,66	5,02	15,74	5,05	5,24	5,86	1,98	1,30	1,49	1,27	1,32	1,58	1,31			
Mar	0,01	0,35	0,20	0,61	4,99	15,77	4,88	5,12	5,72	1,93	1,32	1,44	1,24	1,32	1,58	1,31			
abr <sup>(p)</sup>	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,13	5,17	5,78	1,98	1,32	1,48	1,27	1,31	1,59	1,31			

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros				Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	1	2	3												
2020 May	0,00	-0,10	0,39	1,89	1,84	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	1,86	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	1,95	1,86	1,87	1,60	1,30	1,51	1,24	1,17	1,38	1,51	
Ago	0,00	-0,20	0,39	1,83	1,84	1,90	1,94	1,56	1,39	1,49	1,29	1,31	1,20	1,51	
Sep	0,00	-0,20	0,26	1,88	1,91	2,10	1,94	1,54	1,43	1,49	1,22	1,31	1,31	1,51	
Oct	0,00	-0,21	0,26	1,82	1,91	2,20	1,96	1,55	1,46	1,50	1,22	1,42	1,40	1,53	
Nov	-0,01	-0,20	0,42	1,83	1,97	2,00	1,98	1,57	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51	
Dic	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,01	1,94	1,94	1,61	1,42	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51	
2021 Ene	-0,01	-0,14	0,39	1,84	2,14	2,00	1,92	1,61	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,50	
Feb	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,01	1,95	1,58	1,44	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48	
Mar	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,97	2,01	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39	
abr <sup>(p)</sup>	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,99	1,57	1,44	1,38	1,32	1,33	1,38	1,56	

Fuente: BCE.

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

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

## 2 Evolución financiera

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

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

	Saldos vivos								Emisiones brutas <sup>1)</sup>							
	Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas			
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no finan- cieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
	Corto plazo															
2018	1.215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35		
2019	1.283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38		
2020	1.527	454	144	.	97	714	118	458	181	70	.	45	114	49		
2020 Oct	1.662	504	161	.	114	742	141	417	202	46	.	36	93	40		
Nov	1.630	493	158	.	116	731	132	419	217	40	.	37	83	41		
Dic	1.527	454	144	.	97	714	118	339	168	60	.	30	51	31		
2021 Ene	1.582	495	139	.	99	718	131	464	217	45	.	37	121	43		
Feb	1.539	475	139	.	102	702	121	373	168	42	.	32	103	27		
Mar	1.579	485	145	.	94	726	130	449	208	50	.	30	118	43		
	Largo plazo															
2018	15.745	3.687	3.162	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6		
2019	16.312	3.816	3.398	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7		
2020	17.242	3.892	3.172	.	1.450	8.003	725	295	68	71	.	27	114	16		
2020 Oct	17.286	3.936	3.203	.	1.456	7.977	713	275	47	78	.	27	91	32		
Nov	17.266	3.915	3.187	.	1.456	7.986	722	219	42	63	.	18	79	17		
Dic	17.242	3.892	3.172	.	1.450	8.003	725	204	40	104	.	17	36	7		
2021 Ene	17.358	3.897	3.177	.	1.458	8.090	736	318	90	55	.	21	133	19		
Feb	17.492	3.904	3.173	.	1.458	8.206	751	307	57	66	.	20	144	19		
Mar	17.694	3.969	3.213	.	1.479	8.271	763	358	106	82	.	27	125	17		

Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas							
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Pùblicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras	Otras Administraciones Pùblicas	Otras Administraciones Pùblicas		
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Pùblicas								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11				
	Saldo vivo														
2018	16.959,9	4.189,8	3.332,3	.	1.318,5	7.445,8	673,5	7.024,3	465,0	1.099,2	5.460,1				
2019	17.595,0	4.366,8	3.578,6	.	1.405,9	7.557,2	686,5	8.587,9	538,4	1.410,6	6.638,9				
2020	18.769,0	4.345,8	3.315,9	.	1.546,7	8.717,5	843,1	8.448,8	469,3	1.321,5	6.658,0				
2020 Oct	18.947,5	4.440,1	3.364,3	.	1.570,0	8.719,0	854,1	7.225,5	348,2	1.077,5	5.799,7				
Nov	18.896,0	4.407,8	3.344,6	.	1.572,7	8.716,8	854,2	8.235,9	448,2	1.296,9	6.490,8				
Dic	18.769,0	4.345,8	3.315,9	.	1.546,7	8.717,5	843,1	8.448,8	469,3	1.321,5	6.658,0				
2021 Ene	18.940,3	4.391,9	3.316,3	.	1.557,3	8.808,1	866,7	8.331,9	446,6	1.317,5	6.567,8				
Feb	19.031,9	4.379,1	3.312,1	.	1.560,1	8.908,5	872,1	8.649,1	520,6	1.407,7	6.720,8				
Mar	19.272,9	4.453,5	3.358,4	.	1.572,5	8.996,2	892,3	9.238,8	542,9	1.468,9	7.227,1				
	Tasa de crecimiento														
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,2	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4				
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0				
2020	7,4	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,3	0,0	3,1	1,1				
2020 Oct	8,2	2,5	4,5	.	12,0	11,0	24,2	1,0	0,1	2,2	0,8				
Nov	7,5	1,7	2,6	.	11,7	10,7	24,4	1,2	0,0	2,2	1,1				
Dic	7,4	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,3	0,0	3,1	1,1				
2021 Ene	7,4	0,3	2,8	.	11,6	11,2	25,4	1,5	-0,1	4,5	1,0				
Feb	7,5	-0,3	3,4	.	10,8	11,8	25,1	1,7	-0,1	4,7	1,2				
Mar	8,4	2,2	3,8	.	11,9	11,9	24,5	2,0	1,4	5,0	1,4				

Fuente: BCE.

## 2 Evolución financiera

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

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM reales <sup>2)</sup>	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	100,0	95,7	94,0	90,5	80,8	89,1	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,9	88,7	79,0	86,6	115,5	92,4
2020	99,7	93,7	94,1	89,1	78,8	87,4	119,4	94,0
2020 II TR	98,8	93,1	93,2	88,5	82,0	87,4	118,1	93,3
III TR	101,2	94,9	95,3	89,9	79,0	87,8	121,7	95,6
IV TR	101,3	94,9	95,3	90,2	75,8	87,8	122,3	95,7
2021 I TR	100,9	94,9	95,3	-	-	-	121,7	95,5
2020 Dic	101,9	95,4	95,9	-	-	-	123,0	96,1
2021 Ene	101,4	95,6	95,7	-	-	-	122,4	96,2
Feb	100,8	94,8	95,3	-	-	-	121,5	95,3
Mar	100,4	94,3	94,8	-	-	-	121,3	94,9
Abr	100,7	94,4	94,9	-	-	-	121,9	95,2
May	100,9	94,5	95,0	-	-	-	122,3	95,3
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2021 May	0,2	0,1	0,1	-	-	-	0,3	0,1
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2021 May	2,6	1,9	2,4	-	-	-	4,0	2,5

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	Eslotí 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 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
2021 I TR	7,808	7,572	26,070	7,437	361,206	127,806	4,546	0,874	4,8793	10,120	1,091	1,205
2020 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
Mar	7,747	7,578	26,178	7,436	365,612	129,380	4,599	0,859	4,8884	10,169	1,106	1,190
Abr	7,805	7,568	25,924	7,437	360,583	130,489	4,561	0,865	4,9231	10,162	1,103	1,198
May	7,811	7,523	25,558	7,436	353,647	132,569	4,528	0,863	4,9250	10,147	1,097	1,215
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2021 May	0,1	-0,6	-1,4	0,0	-1,9	1,6	-0,7	-0,3	0,0	-0,1	-0,6	1,4
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2021 May	0,8	-0,7	-6,3	-0,3	0,8	13,4	0,1	-2,7	1,8	-4,2	3,7	11,4

Fuente: BCE.

## 2 Evolución financiera

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</i>												
2020 I TR	27.543,9	27.617,6	-73,7	11.321,4	9.344,7	8.906,1	11.168,3	-98,6	6.548,6	7.104,6	866,3	15.535,9
II TR	28.197,7	28.206,3	-8,5	11.372,0	9.477,9	9.860,0	11.935,5	-71,0	6.131,8	6.792,9	905,0	15.289,1
III TR	28.109,8	28.049,0	60,8	11.175,1	9.326,8	9.998,3	12.030,1	-97,0	6.123,9	6.692,1	909,6	15.127,9
IV TR	28.403,2	28.312,0	91,1	11.065,0	9.292,4	10.685,8	12.286,4	-86,2	5.858,8	6.733,2	879,8	14.846,5
<i>Saldos vivos en porcentaje del PIB</i>												
2020 IV TR	250,7	249,9	0,8	97,7	82,0	94,3	108,5	-0,8	51,7	59,4	7,8	131,1
<i>Transacciones</i>												
2020 II TR	140,1	113,0	27,1	68,9	178,3	380,5	200,4	40,8	-353,3	-265,7	3,2	-
III TR	182,1	83,1	98,9	23,8	-0,7	96,2	74,7	-31,8	90,5	9,1	3,4	-
IV TR	-7,2	-129,9	122,7	-119,2	3,8	342,5	-259,6	-19,2	-213,4	125,9	2,1	-
2021 I TR	468,9	372,1	96,8	39,7	30,4	283,0	107,6	12,9	136,4	234,2	-3,0	-
2020 Oct	91,3	39,5	51,8	-7,1	-65,4	74,8	-11,3	2,4	18,2	116,1	2,9	-
Nov	131,6	133,6	-2,0	6,9	122,0	100,7	-97,0	8,9	17,7	108,5	-2,6	-
Dic	-230,1	-302,9	72,9	-119,0	-52,8	167,0	-151,3	-30,5	-249,3	-98,8	1,7	-
2021 Ene	304,0	294,4	9,6	50,9	37,6	107,2	78,8	5,1	141,7	178,1	-0,9	-
Feb	112,0	67,0	45,0	13,6	7,0	81,4	-16,0	4,7	13,8	76,0	-1,6	-
Mar	53,0	10,7	42,3	-24,8	-14,2	94,4	44,8	3,0	-19,1	-19,9	-0,5	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2021 Mar	783,9	438,4	345,5	13,2	211,8	1.102,3	123,1	2,8	-339,8	103,5	5,6	-
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2021 Mar	6,9	3,9	3,0	0,1	1,9	9,7	1,1	0,0	-3,0	0,9	0,0	-

Fuente: BCE.

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

### 3 Actividad económica

#### 3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
Total	Demanda interna									Saldo exterior <sup>1)</sup>		
	Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>		
				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	11.588,1	11.120,1	6.222,8	2.369,1	2.431,4	1.178,1	746,0	500,6	96,8	468,0	5.575,9	5.107,9
2019	11.937,3	11.489,6	6.376,5	2.454,4	2.622,9	1.258,2	771,0	586,9	35,8	447,7	5.759,1	5.311,3
2020	11.328,8	10.878,8	5.900,0	2.560,0	2.439,3	1.210,5	679,8	541,9	-20,6	450,0	5.159,9	4.709,9
2020 II TR	2.603,4	2.522,1	1.344,6	631,2	541,5	273,0	142,2	124,6	4,7	81,3	1.109,4	1.028,2
III TR	2.897,9	2.760,8	1.527,4	645,3	614,4	308,4	179,4	124,8	-26,3	137,2	1.297,5	1.160,4
IV TR	2.906,1	2.766,8	1.487,4	656,1	630,6	314,8	181,8	132,2	-7,4	139,4	1.358,6	1.219,2
2021 I TR	2.916,4	2.779,5	1.469,6	661,5	638,6	322,6	184,3	130,0	9,8	136,9	1.396,9	1.260,1
en porcentaje del PIB												
2020	100,0	96,0	52,1	22,6	21,5	10,7	6,0	4,8	-0,2	4,0	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2020 II TR	-11,5	-11,2	-12,7	-2,6	-16,1	-12,4	-18,7	-20,6	-	-	-18,6	-18,5
III TR	12,6	10,4	14,2	5,3	13,7	13,2	26,0	0,8	-	-	16,8	11,9
IV TR	-0,6	-0,5	-2,9	0,4	2,5	1,7	1,5	5,8	-	-	3,8	4,5
2021 I TR	-0,3	-0,5	-2,3	0,0	0,2	0,9	1,2	-2,6	-	-	1,0	0,9
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	3,5	2,1	16,4	-	-	2,5	3,9
2020	-6,5	-6,3	-7,9	1,4	-8,2	-5,4	-12,7	-8,3	-	-	-9,3	-9,0
2020 II TR	-14,6	-14,1	-16,2	-1,6	-20,9	-14,5	-27,3	-25,6	-	-	-21,4	-20,6
III TR	-4,1	-4,0	-4,6	3,0	-4,7	-4,0	-8,2	-1,6	-	-	-8,7	-9,1
IV TR	-4,7	-5,7	-7,4	3,0	-7,9	-1,6	-5,9	-21,8	-	-	-5,1	-7,1
2021 I TR	-1,3	-2,9	-5,4	3,0	-2,0	1,7	5,3	-17,5	-	-	-0,3	-3,8
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2020 II TR	-11,5	-10,9	-6,7	-0,6	-3,6	-1,3	-1,1	-1,1	-0,1	-0,6	-	-
III TR	12,6	10,2	7,4	1,3	2,9	1,4	1,4	0,0	-1,4	2,4	-	-
IV TR	-0,6	-0,5	-1,6	0,1	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	-0,1	-	-
2021 I TR	-0,3	-0,4	-1,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,7	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	-6,5	-6,0	-4,2	0,3	-1,8	-0,6	-0,8	-0,4	-0,3	-0,5	-	-
2020 II TR	-14,6	-13,6	-8,6	-0,3	-4,7	-1,5	-1,8	-1,4	0,0	-1,0	-	-
III TR	-4,1	-3,9	-2,4	0,6	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	-1,0	-0,2	-	-
IV TR	-4,7	-5,5	-4,0	0,6	-1,8	-0,2	-0,4	-1,2	-0,3	0,7	-	-
2021 I TR	-1,3	-2,8	-2,8	0,6	-0,4	0,2	0,3	-0,9	-0,2	1,5	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

### 3 Actividad económica

#### 3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Precios corrientes (mm de euros)												
2018	10.384,0	174,5	2.052,2	528,1	1.963,9	500,5	477,0	1.167,2	1.207,0	1.957,5	356,2	1.204,0
2019	10.695,5	178,8	2.064,2	569,7	2.028,4	530,7	481,8	1.204,7	1.252,5	2.020,0	364,8	1.241,9
2020	10.197,6	177,6	1.931,6	561,5	1.784,1	535,9	473,5	1.215,0	1.158,9	2.046,2	313,2	1.131,2
2020 II TR	2.344,8	45,5	427,3	125,8	380,6	127,5	115,1	295,6	262,5	495,0	70,0	258,6
III TR	2.605,7	44,3	494,8	144,0	470,2	137,2	118,5	305,9	292,0	517,7	81,1	292,2
IV TR	2.615,2	43,9	512,7	148,5	453,8	136,8	118,2	307,4	298,5	520,6	74,8	290,9
2021 I TR	2.630,5	43,6	523,3	148,0	447,1	139,6	122,9	309,3	299,4	522,9	74,4	285,9
en porcentaje del valor añadido												
2020	100,0	1,7	18,9	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 II TR	-11,7	0,3	-15,0	-12,4	-20,8	-3,9	-2,7	-2,4	-14,9	-6,3	-24,2	-9,5
III TR	12,4	0,3	16,5	13,9	22,9	7,5	3,8	3,0	11,6	9,2	23,1	14,2
IV TR	-0,5	0,2	2,9	2,2	-3,8	-0,7	-0,5	0,0	1,5	-1,3	-11,6	-1,6
2021 I TR	0,0	-0,8	1,3	-1,1	-1,6	2,1	0,8	0,0	0,2	0,0	-0,9	-3,6
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	1,6
2020	-6,4	-0,5	-7,6	-5,2	-12,9	0,3	-1,2	-0,8	-8,8	-2,4	-17,9	-7,5
2020 II TR	-14,6	-0,4	-19,1	-14,8	-25,6	-4,7	-3,7	-2,6	-17,6	-7,8	-29,3	-15,1
III TR	-4,1	0,0	-5,6	-3,5	-8,7	2,3	-0,3	-0,1	-8,2	0,5	-12,8	-3,7
IV TR	-4,7	-0,9	-2,3	-1,3	-12,2	0,9	-0,6	-0,8	-6,9	-1,1	-23,1	-5,1
2021 I TR	-1,2	-0,1	3,2	0,8	-7,9	4,7	1,4	0,5	-3,3	1,1	-18,2	-1,8
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2020 II TR	-11,7	0,0	-2,9	-0,7	-3,8	-0,2	-0,1	-0,3	-1,8	-1,2	-0,8	-
III TR	12,4	0,0	3,0	0,7	3,8	0,4	0,2	0,4	1,3	1,9	0,7	-
IV TR	-0,5	0,0	0,6	0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,4	-
2021 I TR	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
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	-6,4	0,0	-1,5	-0,3	-2,4	0,0	-0,1	-0,1	-1,0	-0,4	-0,6	-
2020 II TR	-14,6	0,0	-3,7	-0,8	-4,9	-0,2	-0,2	-0,3	-2,1	-1,5	-1,0	-
III TR	-4,1	0,0	-1,1	-0,2	-1,7	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,1	-0,4	-
IV TR	-4,7	0,0	-0,4	-0,1	-2,3	0,0	0,0	-0,1	-0,8	-0,2	-0,8	-
2021 I TR	-1,2	0,0	0,6	0,0	-1,4	0,2	0,1	0,1	-0,4	0,2	-0,6	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### 3 Actividad económica

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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

Total	Por situación profesional		Por rama de actividad										
	Asala-riados	Autó-nomos	Agricul-tura, ganan-dería, silvícu-ltu-ra y pesca	Ind. manu-facturera, agua, gas y electri-cidad y otras energías	Construc-ción	Comercio, transpor-te y hostelería	Infor-mación y comu-nica-ciones	Activi-dades finan-cieras y de seguros	Activi-dades inmo-biliarias	Activida-des profesio-nales, adminis-trativas y ser-vicios auxiliares	Administración pública, educación, activida-des sanitarias y de ser-vicios sociales	Activida-des artís-ticas, de entre-tiempo y otros ser-vicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	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	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
<i>tasas de variación interanual</i>													
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	-1,5	-2,0	-3,1	-1,9	0,4	-3,6	1,4	-0,7	-0,2	-2,4	0,7	-3,4
2020 II TR	-2,9	-3,0	-2,6	-3,8	-2,2	-0,9	-5,7	0,7	-1,1	-1,5	-4,6	0,1	-5,9
III TR	-2,1	-2,0	-2,3	-2,9	-2,7	0,8	-4,2	1,0	-0,9	0,3	-3,5	0,6	-3,7
IV TR	-1,8	-1,8	-2,4	-2,4	-2,3	0,7	-4,6	1,4	-0,7	0,9	-2,1	0,9	-3,8
2021 I TR	-1,9	-1,9	-1,6	-0,4	-2,2	1,3	-5,6	1,9	-0,5	0,2	-1,8	1,2	-5,0
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
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	7,0	24,2	3,3	2,5	1,1	13,9	23,2	5,7
<i>tasas de variación interanual</i>													
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	-7,6	-5,9	-13,5	-1,6	-3,2	-6,5	-7,7	-2,0	-13,4
2020 II TR	-17,0	-15,8	-22,2	-6,7	-16,4	-18,0	-27,3	-6,0	-6,8	-17,0	-17,1	-6,5	-28,0
III TR	-4,8	-4,6	-5,6	-1,9	-5,8	-0,9	-8,8	-1,9	-2,4	-3,2	-6,6	-0,2	-6,5
IV TR	-6,2	-5,8	-8,3	-2,4	-5,5	-2,4	-13,2	-0,5	-2,1	-2,5	-5,3	-0,7	-12,5
2021 I TR	-3,2	-3,1	-3,5	1,3	-1,5	4,7	-11,5	1,7	0,6	1,9	-2,2	1,6	-9,8
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
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	-5,6	-8,8	-0,4	-5,8	-6,3	-10,3	-3,0	-2,5	-6,3	-5,4	-2,7	-10,3
2020 II TR	-14,5	-13,2	-20,2	-3,0	-14,5	-17,2	-23,0	-6,7	-5,7	-15,7	-13,1	-6,7	-23,5
III TR	-2,8	-2,6	-3,5	1,1	-3,2	-1,7	-4,8	-2,9	-1,6	-3,5	-3,3	-0,8	-2,9
IV TR	-4,5	-4,0	-6,6	0,0	-3,3	-3,0	-9,0	-1,8	-1,4	-3,4	-3,3	-1,6	-9,1
2021 I TR	-1,3	-1,2	-2,0	1,8	0,7	3,3	-6,2	-0,3	1,1	1,7	-0,4	0,4	-5,0

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 <sup>1)</sup>											Tasa de vacantes <sup>3)</sup>	
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa <sup>2)</sup>	Por edad				Por sexo					
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino			
			1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	13	14
% del total en 2020			100,0		80,9			19,1		51,5		48,5			
2018	162,443	3,7	13,204	8,1	3,8	10,814	7,3	2,390	16,8	6,805	7,8	6,400	8,5	2,1	
2019	163,198	3,5	12,215	7,5	3,3	9,984	6,7	2,231	15,6	6,266	7,2	5,949	7,9	2,3	
2020	161,377	3,5	12,593	7,8	3,0	10,185	6,9	2,408	17,4	6,487	7,5	6,106	8,1	1,8	
2020 II TR	159,216	3,6	12,056	7,6	2,5	9,744	6,7	2,312	17,3	6,313	7,4	5,743	7,8	1,6	
III TR	161,621	3,6	13,412	8,3	3,1	10,785	7,3	2,627	18,8	6,827	7,9	6,586	8,7	1,7	
IV TR	161,911	3,5	12,903	8,0	3,2	10,482	7,1	2,422	17,6	6,676	7,7	6,228	8,3	1,9	
2021 I TR	.	.	13,314	8,2	.	10,925	7,3	2,388	17,3	6,765	7,8	6,549	8,6	2,0	
2020 Nov	-	-	13,512	8,3	-	11,110	7,4	2,402	17,4	6,823	7,8	6,689	8,8	-	
Dic	-	-	13,413	8,2	-	11,008	7,4	2,405	17,5	6,789	7,8	6,624	8,7	-	
2021 Ene	-	-	13,406	8,2	-	11,003	7,4	2,403	17,4	6,810	7,8	6,596	8,7	-	
Feb	-	-	13,371	8,2	-	10,974	7,3	2,396	17,4	6,796	7,8	6,575	8,7	-	
Mar	-	-	13,164	8,1	-	10,799	7,2	2,366	17,2	6,689	7,7	6,476	8,5	-	
Abr	-	-	13,030	8,0	-	10,682	7,2	2,348	17,2	6,685	7,7	6,345	8,4	-	

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	Índicador del BCE sobre nuevos pedidos industriales	Ventas del comercio al por menor				Matriculaciones de automóviles					
	Total (excluida construcción)		Principales ramas de actividad						Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible						
	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12
	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0					
	tasas de variación interanual																	
2018	0,8	1,0	0,6	1,2	1,5	-1,4	1,7	2,7	1,6	1,4	2,0	0,7	0,9					
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	-4,3	2,4	0,9	3,7	0,9	1,8					
2020	-8,6	-9,1	-7,4	-13,2	-4,6	-5,3	-5,7	-10,7	-0,9	3,6	-2,5	-14,4	-25,0					
2020 II TR	-20,1	-21,2	-19,4	-28,2	-13,2	-10,5	-15,3	-26,7	-6,5	2,9	-10,6	-29,1	-50,8					
III TR	-6,8	-7,2	-5,7	-11,8	-2,0	-4,1	-2,2	-7,7	2,4	2,5	3,4	-4,9	-6,9					
IV TR	-1,6	-1,7	1,4	-3,3	-2,6	-1,8	-0,9	-1,7	1,4	4,5	1,2	-13,8	-9,2					
2021 I TR	3,1	3,1	4,8	4,6	-0,8	0,8	3,1	6,7	2,1	2,5	2,8	-5,5	3,4					
2020 Nov	-0,6	-0,4	1,4	-0,1	-2,5	-4,4	-0,7	-1,6	-1,5	2,5	-2,0	-18,4	-14,9					
Dic	-0,1	-0,2	4,4	-1,3	-3,5	-0,9	-0,1	-0,8	1,3	5,6	0,1	-14,6	-8,0					
2021 Ene	0,3	0,0	1,6	1,5	-3,3	0,8	-2,4	-1,8	-4,8	6,1	-10,8	-17,0	-18,8					
Feb	-1,8	-2,2	-0,5	-2,9	-3,5	-1,6	-5,4	1,3	-1,4	2,6	-3,4	-12,0	-20,8					
Mar	10,9	11,6	13,3	16,1	4,1	3,3	18,3	23,3	13,1	-0,6	26,9	17,7	88,2					
Abr	.	.	.	.	.	.	.	69,2	23,9	3,3	42,6	65,5	262,5					
	tasas de variación intermensual (d.)																	
2020 Nov	2,2	2,8	1,8	7,5	-1,2	-3,3	2,5	0,8	-5,2	-2,0	-6,9	-11,2	-7,2					
Dic	-0,1	-0,2	1,4	-1,2	-0,6	1,7	-1,1	0,2	1,9	2,0	1,4	4,4	10,4					
2021 Ene	0,9	0,8	0,2	1,1	0,2	0,5	0,7	2,0	-5,1	1,0	-9,7	-0,8	-22,5					
Feb	-1,2	-1,2	-0,9	-2,5	0,1	-1,6	-2,0	1,3	4,2	-0,4	8,6	4,6	-1,1					
Mar	0,1	0,0	0,6	-1,0	1,6	1,2	2,7	3,6	3,3	1,4	5,5	-1,9	0,2					
Abr	.	.	.	.	.	.	.	3,2	-3,1	-2,0	-5,1	0,4	-0,4					

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

## 3 Actividad económica

### 3.6 Encuestas de opinión (datos desestacionalizados)

Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)								Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	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 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	85,7	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 I TR	95,3	-2,4	80,0	-13,7	-5,9	-16,6	-14,8	85,8	58,4	58,5	46,9	49,9
2020 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	85,2	54,8	54,6	45,4	47,8
Feb	93,4	-3,2	-	-14,8	-7,5	-19,1	-17,0	-	57,9	57,6	45,7	48,8
Mar	100,9	2,1	-	-10,8	-2,3	-12,2	-9,6	-	62,5	63,3	49,6	53,2
Abr	110,5	10,9	82,5	-8,1	3,0	-3,0	2,2	86,4	62,9	63,2	50,5	53,8
May	114,5	11,5	-	-5,1	4,9	0,4	11,3	-	63,1	62,2	55,2	57,1

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)

Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) <sup>1)</sup>	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patriomonio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	12,3	93,7	1,6	2,3	5,4	4,3	4,2	35,0	7,0	77,0	4,0	9,4	2,6
2018	12,5	93,3	1,8	2,0	6,0	2,7	4,7	35,4	5,8	77,0	2,1	7,1	1,6
2019	12,9	93,8	1,8	2,6	4,8	6,1	3,8	34,5	5,7	76,8	2,3	3,3	1,9
2020 I TR	13,9	93,6	0,6	2,5	-1,5	3,1	4,5	33,6	4,7	77,8	2,3	0,1	2,1
II TR	16,7	94,9	-3,3	3,2	-15,2	4,2	4,5	31,2	4,2	82,5	2,5	-27,5	1,8
III TR	17,9	95,6	1,2	3,6	-3,4	3,9	4,6	30,8	3,7	83,4	2,9	-13,9	1,9
IV TR	19,7	96,3	0,6	4,1	0,2	5,3	5,1	30,4	3,4	84,0	3,1	-13,0	1,9

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<sup>1)</sup> (mm de euros; datos desestacionalizados salvo indicación en contrario; transacciones)

	Cuenta corriente												Cuenta de capital <sup>1)</sup>	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria				
	Ingresos 1	Pagos 2	Neto 3	Ingresos 4	Pagos 5	Ingresos 6	Pagos 7	Ingresos 8	Pagos 9	Ingresos 10	Pagos 11	Ingresos 12	Pagos 13	
2020 II TR	870,4	841,4	29,0	466,0	412,2	192,5	182,6	185,2	176,5	26,6	70,1	11,2	15,8	
III TR	952,1	884,3	67,8	548,2	455,6	192,5	186,4	182,9	179,7	28,5	62,6	11,5	10,4	
IV TR	1.013,7	922,8	90,9	581,8	478,7	220,1	194,6	182,8	171,8	29,1	77,6	23,5	24,4	
2021 I TR	1.035,3	955,7	79,7	596,1	502,1	235,0	201,5	173,3	178,6	30,8	73,5	14,4	11,0	
2020 Oct	334,0	306,0	28,1	191,1	156,5	73,2	65,6	59,9	60,5	9,8	23,4	4,4	5,1	
Nov	339,1	313,7	25,4	194,8	162,1	73,3	64,7	61,1	57,2	9,8	29,7	4,3	6,0	
Dic	340,6	303,2	37,4	195,9	160,1	73,5	64,4	61,7	54,1	9,5	24,6	14,8	13,3	
2021 Ene	346,4	310,4	36,0	196,7	158,9	79,3	65,6	60,6	61,4	9,8	24,5	3,4	3,4	
Feb	343,9	318,1	25,9	197,9	165,4	78,4	66,9	57,5	59,8	10,1	26,0	3,8	3,5	
Mar	345,0	327,2	17,8	201,5	177,7	77,3	69,0	55,3	57,4	10,9	23,1	7,2	4,1	
transacciones acumuladas de 12 meses														
2021 Mar	3.871,5	3.604,2	267,3	2.192,1	1.848,6	840,1	765,1	724,2	706,7	115,1	283,8	60,5	61,7	
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB														
2021 Mar	34,2	31,8	2,4	19,4	16,3	7,4	6,8	6,4	6,2	1,0	2,5	0,5	0,5	

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)						Importaciones (CIF)					
	Exporta- ciones 1	Importa- ciones 2	Total			Pro memoria: Manu- facturas 7	Total			Pro memoria				
			Bienes intermedios 3	Bienes de equipo 4	Bienes de consumo 6		Bienes intermedios 9	Bienes de equipo 10	Bienes de consumo 11					
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)														
2020 II TR	-23,6	-21,6	446,7	217,7	87,6	132,9	370,2	421,2	219,0	77,3	119,0	319,9	26,1	
III TR	-8,8	-11,5	531,3	248,4	108,3	164,7	447,9	469,2	242,9	84,6	133,7	359,3	34,1	
IV TR	-2,8	-6,0	567,7	264,9	113,9	177,9	477,5	491,5	261,1	86,5	134,9	377,7	35,3	
2021 I TR	-0,6	0,3	575,0	.	.	.	464,1	510,9	.	.	.	369,6	.	
2020 Oct	-9,0	-11,8	186,2	86,0	37,7	58,9	157,3	160,9	85,7	27,3	44,9	122,1	11,0	
Nov	-1,1	-4,1	189,6	89,1	37,2	59,8	160,1	165,5	87,5	29,6	45,5	127,8	11,2	
Dic	2,5	-1,2	191,9	89,8	39,0	59,2	160,2	165,1	87,8	29,6	44,5	127,9	13,0	
2021 Ene	-9,0	-14,1	191,2	92,0	37,4	57,7	155,1	163,3	89,2	29,2	41,8	118,7	13,9	
Feb	-2,3	-2,5	192,2	91,8	39,1	57,5	161,8	169,1	92,8	30,6	42,8	126,1	15,7	
Mar	9,0	19,1	191,6	.	.	.	147,3	178,6	.	.	.	124,8	.	
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)														
2020 II TR	-23,6	-16,3	81,6	86,4	76,1	78,9	79,3	91,9	89,7	94,5	97,0	91,2	81,9	
III TR	-7,2	-7,0	98,4	100,1	95,4	99,3	97,8	101,8	97,1	105,8	110,3	104,1	81,0	
IV TR	-1,5	-1,2	104,2	105,7	99,4	106,3	103,3	105,3	102,3	107,4	110,9	108,7	84,6	
2021 I TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2020 Sep	-1,1	-1,0	102,0	104,6	98,8	101,2	101,9	104,5	100,2	107,7	113,1	107,0	81,8	
Oct	-7,6	-6,8	103,1	103,3	99,8	106,4	102,9	104,7	102,1	103,7	111,1	106,3	83,6	
Nov	0,2	0,8	104,6	107,3	97,2	107,1	104,0	106,5	103,6	109,6	112,2	110,3	83,8	
Dic	3,8	3,4	104,8	106,4	101,1	105,3	103,0	104,7	101,3	108,9	109,3	109,4	86,4	
2021 Ene	-8,0	-10,9	103,3	106,8	97,9	101,9	99,1	102,0	100,1	106,8	103,1	101,3	83,9	
Feb	-2,0	-3,1	103,9	107,1	103,3	100,7	103,9	103,7	100,9	112,7	104,2	106,7	85,7	

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

## 4 Precios y costes

### 4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Índice: 2015 = 100	Total			Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>								Pro memoria: Precios administrados	
	Total	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios administrados		
										12	13		
% del total en 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2019	104,8	1,2	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2020 II TR	105,5	0,2	0,9	-0,6	1,2	-0,4	0,7	3,3	-0,2	-7,9	0,4	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	0,1	0,1	0,6	-0,6	0,5	0,3	-0,4	0,5
2021 I TR	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,3	0,6	-0,3	1,3	6,5	0,6	1,0	1,4
2020 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	0,5
2021 Ene	105,3	0,9	1,4	0,5	1,4	1,1	0,4	0,3	2,0	3,8	0,3	0,8	1,3
Feb	105,5	0,9	1,1	0,7	1,2	0,0	0,2	0,2	-0,5	0,9	0,0	0,8	1,5
Mar	106,5	1,3	0,9	1,3	1,3	0,2	0,0	0,2	-0,5	2,6	0,1	1,3	1,4
Abr	107,1	1,6	0,7	2,1	0,9	0,1	0,1	1,2	-0,2	0,7	0,0	1,5	2,2
May <sup>3)</sup>	107,4	2,0	0,9	.	1,1	0,2	0,2	0,0	0,3	0,7	0,1	.	.

% del total en 2021	Bienes						Servicios						
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunica-	Recreativos	y perso-	Naturales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía							
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
2018	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
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 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	
2021 I TR	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5	
2020 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	1,3	1,3	1,5	0,3	1,0	-1,7	1,3	1,2	0,8	-0,3	1,2	1,5	
Mar	1,1	1,0	1,6	1,4	0,3	4,3	1,3	1,2	1,5	-0,7	1,3	1,4	
Abr	0,6	0,9	-0,3	3,0	0,4	10,4	1,4	1,3	0,5	0,1	0,6	1,4	
May <sup>3)</sup>	0,6	0,8	0,0	.	0,7	13,1	.	.	.	.	.	.	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

## 4 Precios y costes

### 4.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles (tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción <sup>1)</sup>											Cons-trucción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residen-ciales <sup>3)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>3)</sup>			
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía								
		Industria manufac-turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo			Alimen-tación, bebidas y tabaco	No ali-men-tación							
						Total	7	8									
% del total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9	11	12	13				
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,5	4,9	4,1				
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,0	4,2	4,5				
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	5,3	2,5				
2020 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	4,8				
III TR	101,4	-2,7	-2,0	-0,3	-1,8	0,8	0,5	0,3	0,6	-9,3	0,9	5,2	1,5				
IV TR	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	5,9	-0,1				
2021 I TR	105,8	2,1	1,3	1,4	2,6	0,9	0,0	-0,7	0,7	3,8	-	-	-				
2020 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	0,2	-0,1	0,8	-0,3	-1,0	0,6	-4,8	-	-	-				
2021 Ene	105,1	0,4	-0,6	0,7	1,1	0,8	-0,4	-1,0	0,7	-0,7	-	-	-				
Feb	105,6	1,5	1,0	1,2	2,5	0,9	-0,2	-0,9	0,6	2,3	-	-	-				
Mar	106,8	4,3	3,5	2,3	4,4	1,1	0,5	-0,1	0,9	10,3	-	-	-				
Abr	107,9	7,6	5,7	3,5	6,9	1,3	1,0	0,8	1,0	20,4	-	-	-				

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) para más información).

### 4.3 Precios de las materias primas y deflactores del PIB (tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflactores del PIB								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)					
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Demanda interna		Exporta-ciones <sup>1)</sup>		Importa-ciones <sup>1)</sup>		Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>				
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	7	8	9		10	11	12	13	14	15
		1	2	3	4	5	6	7		100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
% del total															
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,7	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,9	-6,4	4,3	-0,6	-6,2	5,7
2019	105,2	1,7	1,4	1,1	1,8	2,1	0,7	0,1	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3
2020	106,8	1,5	1,1	0,5	2,9	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,2	-1,8
2020 II TR	107,5	2,4	1,5	0,8	5,1	1,2	-2,0	-4,3	28,5	-2,4	3,9	-8,1	-4,4	0,0	-9,2
III TR	106,3	0,8	0,6	0,0	1,6	0,6	-2,0	-2,9	36,5	1,9	1,5	2,4	-0,7	-2,2	1,0
IV TR	107,2	1,3	1,0	0,0	2,5	1,3	-1,3	-2,2	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,0	6,2
2021 I TR	108,0	1,5	1,6	1,0	2,3	0,8	0,9	0,9	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,2	24,6
2020 Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	41,0	6,3	-1,5	14,0	1,0	-8,0	12,0
2021 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	44,8	10,5	3,7	17,0	5,8	-1,9	14,8
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	51,2	16,7	7,8	25,5	12,7	4,0	22,9
Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	54,8	28,3	16,2	40,4	24,4	13,9	36,9
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	54,1	35,4	17,4	54,0	33,8	19,4	51,4
May	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	41,2	20,8	61,9	37,2	19,3	59,5

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

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

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

## 4 Precios y costes

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

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldo neto)					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 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
2021 I TR	10,7	5,0	-1,8	-3,8	8,1	74,0	54,0	56,5	48,6
2020 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	9,8	3,9	-3,2	-5,6	7,2	73,9	53,2	56,5	48,1
Mar	17,5	8,2	1,0	0,3	11,8	79,7	55,6	60,9	50,5
Abr	24,2	14,1	5,2	8,4	17,2	82,2	57,6	64,3	50,9
May	29,9	17,6	9,4	16,7	19,2	87,1	59,6	69,1	52,6

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

### 4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados <sup>1)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2018	100,0		75,3	24,7	69,0	31,0	
2018	104,3	2,4	2,3	2,7	2,6	2,1	2,0
2019	106,7	2,4	2,6	1,8	2,3	2,7	2,2
2020	110,1	3,1	3,7	1,4	2,8	3,8	1,8
2020 II TR	115,5	4,1	4,9	1,2	4,0	4,1	1,7
III TR	104,9	1,5	2,2	-0,3	1,3	2,2	1,7
IV TR	116,6	3,1	3,5	1,6	2,6	4,1	2,0
2021 I TR	.	.	.	.	.	.	1,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 4 Precios y costes

### 4.6 Costes laborales unitarios, remuneración del factor trabajo y productividad del trabajo (tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario; datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad										Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
		Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Con- strucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades finan- cieras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Activida- des profesio- nales, administra- tivas y ser- vicios auxiliares	Administra- ción pública, educa- ción, activida- des sanitarias y de ser- vicios sociales		
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	1,9	-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	2,4	1,1	2,6	1,9
2020	110,2	4,6	-2,3	3,5	4,1	5,9	1,4	0,4	0,5	6,4	5,8	15,6
2020 II TR	113,8	8,4	-3,9	11,4	7,1	11,3	3,6	2,0	-4,5	9,4	10,4	21,4
III TR	108,6	2,9	-2,0	1,4	5,5	3,8	-1,0	-0,8	2,5	6,2	2,7	12,3
IV TR	110,1	4,0	-1,0	-0,3	3,4	4,7	1,8	0,9	2,8	6,4	5,8	25,4
2021 I TR	110,4	1,3	1,5	-3,3	4,0	1,2	-1,1	0,6	3,0	3,7	2,3	18,1
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	2,4	1,4	2,1	2,6
2020	106,7	-0,6	0,5	-2,5	-1,8	-4,4	0,3	0,0	-0,1	-0,6	2,6	-1,7
2020 II TR	102,0	-4,7	-0,4	-7,8	-8,0	-12,2	-1,9	-0,6	-5,6	-5,6	1,7	-8,9
III TR	108,6	0,7	0,9	-1,7	1,0	-1,1	0,2	-0,2	2,1	1,0	2,7	1,6
IV TR	109,0	1,0	0,5	-0,2	1,4	-3,6	1,3	1,0	1,0	1,2	3,7	0,2
2021 I TR	109,2	1,9	1,9	2,0	3,4	-1,3	1,6	2,5	3,3	2,1	2,2	1,7
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	0,9	0,7	1,0	1,7	0,0	0,3	-0,5	0,7
2020	96,8	-5,0	2,8	-5,8	-5,6	-9,7	-1,1	-0,5	-0,6	-6,5	-3,1	-15,0
2020 II TR	89,7	-12,0	3,6	-17,2	-14,1	-21,1	-5,4	-2,6	-1,1	-13,7	-7,9	-24,9
III TR	100,0	-2,1	3,0	-3,0	-4,3	-4,7	1,3	0,5	-0,4	-4,9	-0,1	-9,5
IV TR	99,0	-3,0	1,6	0,1	-1,9	-7,9	-0,5	0,0	-1,7	-4,9	-2,0	-20,1
2021 I TR	98,9	0,6	0,4	5,5	-0,5	-2,4	2,7	1,9	0,3	-1,6	-0,1	-13,9
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	2,8
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	112,9	5,3	2,6	3,0	3,8	6,1	3,0	2,1	5,1	4,6	5,0	7,4
2020 II TR	117,3	9,9	4,1	6,9	8,9	12,8	4,4	4,7	6,5	7,3	7,8	13,7
III TR	111,4	3,5	0,9	1,4	2,2	4,2	3,3	1,0	5,0	4,4	3,1	4,0
IV TR	113,5	5,2	2,2	2,9	3,5	5,6	2,6	2,2	5,2	4,2	5,2	7,7
2021 I TR	114,4	3,2	0,2	1,0	-0,4	5,7	2,0	1,4	3,8	2,9	1,7	4,3
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	1,1	1,1	0,9	1,5	0,1	0,5	-0,3	0,9
2020	103,7	1,3	3,1	0,0	0,7	0,7	2,0	2,1	6,1	-1,2	-0,3	-5,2
2020 II TR	105,3	2,9	6,7	-3,2	3,8	2,4	1,4	3,3	17,3	-0,6	-1,4	-1,9
III TR	103,3	0,7	1,9	0,2	-2,6	0,1	4,4	2,1	3,1	-1,7	0,8	-6,8
IV TR	104,3	1,6	1,5	3,4	1,1	1,2	1,4	1,5	1,8	-1,6	-0,4	-12,1
2021 I TR	104,8	2,0	-1,4	4,7	-3,7	4,1	3,0	0,7	-1,4	-1,2	-0,5	-9,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 5 Dinero y crédito

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

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

	M3														
	M2						M3-M2								
	M1		M2-M1				Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años	7	8	9	10	11	12
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses											
	1	2	3	4	5	6	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	Operaciones		
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	8.898,3	10.257,4	1.039,9	2.447,2	3.487,2	13.744,6	100,6	647,0	32,5	780,2	14.524,7			
2020 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	579,7	20,1	695,1	13.899,2			
III TR	1.330,6	8.617,0	9.947,6	1.076,9	2.423,3	3.500,3	13.447,9	100,3	610,3	7,1	717,7	14.165,5			
IV TR	1.359,2	8.898,3	10.257,4	1.039,9	2.447,2	3.487,2	13.744,6	100,6	647,0	32,5	780,2	14.524,7			
2021 I TR	1.391,8	9.144,6	10.536,4	985,1	2.483,7	3.468,8	14.005,2	109,8	612,4	16,8	738,9	14.744,1			
2020 Nov	1.351,2	8.781,6	10.132,7	1.029,5	2.446,3	3.475,8	13.608,5	101,2	611,9	19,7	732,8	14.341,4			
Dic	1.359,2	8.898,3	10.257,4	1.039,9	2.447,2	3.487,2	13.744,6	100,6	647,0	32,5	780,2	14.524,7			
2021 Ene	1.380,4	8.995,2	10.375,6	1.004,0	2.456,8	3.460,7	13.836,3	111,3	630,0	29,1	770,5	14.606,8			
Feb	1.390,5	9.068,2	10.458,7	984,3	2.472,3	3.456,6	13.915,3	108,8	608,8	34,2	751,8	14.667,1			
Mar	1.391,8	9.144,6	10.536,4	985,1	2.483,7	3.468,8	14.005,2	109,8	612,4	16,8	738,9	14.744,1			
Abr <sup>(p)</sup>	1.402,4	9.180,0	10.582,4	965,5	2.485,8	3.451,3	14.033,7	109,3	605,0	26,8	741,1	14.774,8			
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	Tasas de crecimiento		
2019	57,3	605,8	663,2	-59,7	61,5	1,8	664,9	4,1	-2,1	-56,6	-54,6	610,3			
2020	137,6	1.255,7	1.393,3	-27,2	85,7	58,5	1.451,8	19,2	124,0	13,0	156,3	1.608,1			
2020 II TR	37,5	343,0	380,5	2,1	32,6	34,8	415,3	-14,1	43,7	-28,8	0,8	416,0			
III TR	27,7	269,0	296,8	5,6	22,9	28,5	325,3	5,9	29,9	-11,7	24,2	349,5			
IV TR	28,6	295,9	324,5	-34,9	24,0	-10,9	313,6	-3,5	41,3	26,7	64,6	378,2			
2021 I TR	32,6	233,9	266,5	-58,4	38,0	-20,4	246,1	8,0	-34,6	-14,2	-40,8	205,3			
2020 Nov	13,0	108,1	121,1	-29,3	14,5	-14,7	106,4	0,8	0,6	1,5	2,9	109,4			
Dic	8,0	122,4	130,4	12,1	1,0	13,1	143,5	-0,3	39,6	13,3	52,6	196,1			
2021 Ene	21,2	94,0	115,2	-36,8	11,2	-25,6	89,5	10,4	-17,0	-3,0	-9,6	80,0			
Feb	10,2	72,3	82,4	-19,8	15,5	-4,3	78,1	-2,7	-21,2	5,6	-18,3	59,8			
Mar	1,2	67,7	68,9	-1,7	11,2	9,5	78,5	0,3	3,6	-16,8	-12,9	65,6			
Abr <sup>(p)</sup>	10,6	44,6	55,2	-17,2	2,2	-15,0	40,2	0,3	-7,4	10,0	2,9	43,1			

Fuente: BCE.

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

## 5 Dinero y crédito

### 5.2 Depósitos en M3<sup>1)</sup>

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>					Institucio-nes finan- cieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Admi-nis-traciones Públi-cas <sup>4)</sup>
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponi- bles con preaviso hasta 3 meses	Cesio- nes tem- porales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponi- bles con preaviso hasta 3 meses	Cesio- nes tem- porales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2018	2.334,0	1.901,2	277,3	147,9	7,6	6.645,3	4.035,6	517,8	2.090,6	1,3	996,1	204,8	436,2
2019	2.482,3	2.068,7	256,9	150,2	6,5	7.041,2	4.397,1	492,3	2.151,0	0,8	1.032,6	217,1	468,0
2020	2.985,2	2.528,6	310,3	143,1	3,3	7.647,6	4.954,6	437,5	2.254,7	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2020 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	2.985,2	2.528,6	310,3	143,1	3,3	7.647,6	4.954,6	437,5	2.254,7	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2021 I TR	3.070,8	2.618,1	301,0	143,8	7,8	7.825,2	5.109,3	422,2	2.292,9	0,8	1.126,2	209,1	491,9
2020 Nov	2.966,7	2.502,1	312,7	146,4	5,5	7.595,0	4.903,6	441,0	2.249,2	1,1	1.074,5	238,9	483,5
Dic	2.985,2	2.528,6	310,3	143,1	3,3	7.647,6	4.954,6	437,5	2.254,7	0,8	1.106,8	237,8	508,7
2021 Ene	3.007,8	2.557,2	301,8	142,2	6,6	7.707,2	5.009,0	431,1	2.266,2	0,8	1.114,8	229,5	508,0
Feb	3.028,1	2.587,0	292,3	143,2	5,7	7.761,3	5.052,0	426,5	2.281,8	1,0	1.120,0	226,9	497,2
Mar	3.070,8	2.618,1	301,0	143,8	7,8	7.825,2	5.109,3	422,2	2.292,9	0,8	1.126,2	209,1	491,9
abr <sup>(p)</sup>	3.050,6	2.605,3	294,9	142,9	7,4	7.843,0	5.128,8	417,6	2.295,6	0,9	1.127,2	225,1	494,7
Operaciones													
2018	94,6	106,8	-9,7	-1,0	-1,4	326,6	325,4	-45,0	45,6	0,5	1,7	-3,6	19,2
2019	149,6	167,1	-18,9	1,7	-0,4	394,5	360,2	-26,2	61,0	-0,5	26,9	11,0	29,7
2020	513,9	468,0	55,8	-6,9	-3,0	611,6	561,1	-53,8	104,4	-0,1	144,6	22,1	41,0
2020 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	32,1	51,8	-12,5	-3,7	-3,5	158,4	139,2	-8,5	27,9	-0,2	53,9	-2,0	39,2
2021 I TR	80,7	84,8	-9,2	0,7	4,4	176,2	152,4	-16,0	39,7	0,0	10,8	-29,3	-16,7
2020 Nov	1,1	16,3	-15,1	-0,5	0,5	61,2	47,4	-2,1	15,8	0,1	25,5	2,2	4,2
Dic	21,8	28,8	-1,5	-3,3	-2,2	53,6	51,7	-3,2	5,5	-0,3	35,4	-0,8	25,2
2021 Ene	22,0	27,3	-7,6	-1,0	3,3	60,3	53,5	-6,5	13,3	0,1	5,7	-8,6	-0,7
Feb	20,1	29,6	-9,5	1,0	-1,0	53,5	42,7	-4,7	15,4	0,2	4,8	-2,6	-10,6
Mar	38,5	27,9	8,0	0,6	2,1	62,3	56,2	-4,7	11,0	-0,2	0,3	-18,1	-5,4
abr <sup>(p)</sup>	-15,7	-9,2	-5,3	-0,8	-0,3	19,3	20,5	-4,2	2,8	0,1	6,9	16,5	3,0
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 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
2021 I TR	18,0	19,7	15,1	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,0	-6,4	4,2
2020 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	21,8	24,1	18,8	-5,3	65,1	9,2	13,3	-11,3	5,3	-6,3	15,6	5,3	8,4
Feb	21,2	23,8	15,7	-4,4	9,1	9,5	13,4	-11,4	5,9	15,4	14,6	4,9	4,6
Mar	18,0	19,7	15,1	-2,7	9,4	9,2	12,7	-10,4	6,0	39,5	4,0	-6,4	4,2
abr <sup>(p)</sup>	12,8	14,8	4,8	-2,8	26,2	8,3	11,5	-10,4	5,4	5,5	8,7	-0,8	6,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Dinero y crédito

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

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro									Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios							
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios										
					Total	A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>	A empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>												
						Préstamos ajustados <sup>2)</sup>															
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12									
	Saldos vivos																				
2018	4.684,1	1.008,4	3.664,3	13.416,5	11.123,0	11.483,4	4.404,9	5.741,9	849,8	126,4	1.519,9	773,6									
2019	4.660,7	986,8	3.662,2	13.865,5	11.452,4	11.839,6	4.475,8	5.931,1	893,5	152,0	1.562,5	850,6									
2020	5.925,4	996,1	4.917,3	14.343,4	11.927,3	12.301,1	4.723,6	6.119,9	916,1	167,7	1.549,9	866,2									
2020 II TR	5.279,2	1.005,9	4.261,6	14.245,0	11.781,8	12.163,6	4.718,5	5.995,4	912,6	155,2	1.646,7	816,6									
III TR	5.737,2	1.003,1	4.722,3	14.200,5	11.868,4	12.226,5	4.731,8	6.066,0	912,6	157,9	1.517,9	814,2									
IV TR	5.925,4	996,1	4.917,3	14.343,4	11.927,3	12.301,1	4.723,6	6.119,9	916,1	167,7	1.549,9	866,2									
2021 I TR	6.092,3	993,8	5.096,8	14.463,8	12.061,8	12.421,9	4.784,0	6.173,5	949,1	155,2	1.521,2	880,8									
2020 Nov	5.850,2	1.006,4	4.831,6	14.288,6	11.926,9	12.285,8	4.736,0	6.106,6	927,5	156,7	1.541,0	820,7									
Dic	5.925,4	996,1	4.917,3	14.343,4	11.927,3	12.301,1	4.723,6	6.119,9	916,1	167,7	1.549,9	866,2									
2021 Ene	5.950,3	989,0	4.959,7	14.358,4	11.945,9	12.311,0	4.721,2	6.136,3	939,9	148,6	1.548,4	864,1									
Feb	5.986,6	993,7	4.991,3	14.392,1	11.971,2	12.334,9	4.729,5	6.153,5	941,6	146,5	1.549,4	871,5									
Mar	6.092,3	993,8	5.096,8	14.463,8	12.061,8	12.421,9	4.784,0	6.173,5	949,1	155,2	1.521,2	880,8									
Abr <sup>(p)</sup>	6.099,8	1.002,2	5.095,4	14.418,4	12.039,6	12.395,5	4.751,8	6.191,2	942,7	153,9	1.505,0	873,8									
	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	1.050,4	13,3	1.037,0	735,7	540,2	561,2	288,9	209,2	26,3	15,8	167,1	28,4									
2020 II TR	465,6	-1,9	467,4	185,0	97,6	104,8	120,7	35,8	-53,3	-5,6	76,3	11,2									
III TR	262,5	-2,8	265,2	150,8	105,1	86,8	29,0	72,1	1,1	2,9	40,7	5,0									
IV TR	177,0	-1,9	178,7	157,3	84,1	120,4	3,5	60,8	10,1	9,7	29,9	43,3									
2021 I TR	162,2	-1,7	174,4	153,2	134,2	116,1	60,7	56,6	29,5	-12,6	10,9	8,1									
2020 Nov	42,8	2,9	39,6	47,5	34,8	40,3	2,1	15,2	19,6	-2,1	6,7	6,1									
Dic	79,3	-5,8	85,3	73,1	16,9	43,1	-6,2	19,0	-6,9	11,0	11,4	44,7									
2021 Ene	34,3	-7,4	52,1	17,3	19,5	11,7	-1,8	17,2	23,3	-19,2	-0,9	-1,3									
Feb	60,9	5,1	55,8	33,1	27,8	27,8	9,8	18,9	1,1	-2,0	0,2	5,2									
Mar	67,1	0,6	66,5	102,7	86,9	76,6	52,6	20,6	5,2	8,6	11,6	4,2									
Abr <sup>(p)</sup>	26,7	8,1	17,9	-22,0	-1,5	-9,5	-23,8	27,3	-3,9	-1,2	-13,2	-7,3									
	Tasas de crecimiento																				
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,3	6,1	-2,6									
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,1	2,0	5,5									
2020	22,3	1,3	27,9	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4									
2020 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	19,0	0,1	24,2	4,9	4,7	4,7	6,5	3,5	2,7	8,2	9,0	0,1									
IV TR	22,3	1,3	27,9	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4									
2021 I TR	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,6	4,7	3,8	-1,3	-3,5	10,5	8,4									
2020 Nov	21,3	0,4	27,1	5,0	4,8	4,8	6,3	3,6	4,3	7,3	10,1	-1,4									
Dic	22,3	1,3	27,9	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,9	10,4	11,2	3,4									
2021 Ene	23,0	0,0	29,5	5,1	4,4	4,5	6,2	3,3	3,7	-2,6	11,7	3,1									
Feb	24,0	0,5	30,6	5,0	4,4	4,5	6,3	3,3	3,6	-2,5	10,4	3,8									
Mar	21,9	-0,8	28,1	4,6	3,6	3,6	4,7	3,8	-1,3	-3,5	10,5	8,4									
Abr <sup>(p)</sup>	18,0	-0,6	23,0	4,0	3,3	3,2	2,6	4,3	0,6	-1,2	6,9	9,0									

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Dinero y crédito

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

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2018	4.404,9	4.489,0	991,4	844,2	2.569,4	5.741,9	6.024,9	682,6	4.356,4	702,9
2019	4.475,8	4.577,9	967,4	878,0	2.630,4	5.931,1	6.224,0	720,1	4.524,6	686,4
2020	4.723,6	4.841,3	898,9	1.012,0	2.812,7	6.119,9	6.390,1	700,2	4.725,1	694,6
2020 II TR	4.718,5	4.829,9	957,8	993,4	2.767,3	5.995,4	6.276,5	701,0	4.603,9	690,6
III TR	4.731,8	4.845,5	930,0	1.014,7	2.787,2	6.066,0	6.334,0	702,4	4.667,6	696,0
IV TR	4.723,6	4.841,3	898,9	1.012,0	2.812,7	6.119,9	6.390,1	700,2	4.725,1	694,6
2021 I TR	4.784,0	4.902,0	895,8	1.017,7	2.870,5	6.173,5	6.435,8	694,8	4.785,0	693,7
2020 Nov	4.736,0	4.842,4	911,8	1.004,9	2.819,4	6.106,6	6.376,2	701,7	4.708,6	696,3
Dic	4.723,6	4.841,3	898,9	1.012,0	2.812,7	6.119,9	6.390,1	700,2	4.725,1	694,6
2021 Ene	4.721,2	4.837,0	888,9	1.006,0	2.826,3	6.136,3	6.403,5	697,2	4.745,6	693,6
Feb	4.729,5	4.846,3	890,4	1.005,0	2.834,1	6.153,5	6.421,5	698,2	4.761,7	693,7
Mar	4.784,0	4.902,0	895,8	1.017,7	2.870,5	6.173,5	6.435,8	694,8	4.785,0	693,7
Abr <sup>(p)</sup>	4.751,8	4.870,8	869,1	996,4	2.886,3	6.191,2	6.451,4	689,9	4.808,6	692,7
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	41,0	168,6	-9,2
2020	288,9	325,3	-53,9	138,9	203,9	209,2	195,0	-11,8	210,9	10,2
2020 II TR	120,7	131,0	-39,1	80,4	79,4	35,8	29,1	-12,2	39,2	8,8
III TR	29,0	33,9	-22,5	15,9	35,6	72,1	59,7	5,8	65,0	1,3
IV TR	3,5	22,5	-25,4	-1,4	30,4	60,8	68,0	-1,7	61,6	0,9
2021 I TR	60,7	60,1	-3,3	6,0	58,0	56,6	51,0	-3,7	60,5	-0,1
2020 Nov	2,1	7,4	-2,7	-5,2	10,0	15,2	17,8	-3,6	19,3	-0,5
Dic	-6,2	12,9	-9,5	6,7	-3,4	19,0	23,9	-0,4	19,6	-0,2
2021 Ene	-1,8	-3,0	-10,1	-5,8	14,1	17,2	14,4	-2,3	20,5	-1,0
Feb	9,8	12,0	2,1	-0,6	8,3	18,9	19,9	1,6	16,7	0,6
Mar	52,6	51,1	4,7	12,4	35,5	20,6	16,7	-2,9	23,2	0,3
Abr <sup>(p)</sup>	-23,8	-26,8	-23,2	-19,3	18,8	27,3	25,4	-0,8	27,8	0,3
Tasas de crecimiento										
2018	2,9	4,1	1,8	4,0	2,9	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,3	5,2	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2020 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	-1,6	4,7	1,5
2021 I TR	4,7	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,7	5,0	1,6
2020 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	-1,6	4,7	1,5
2021 Ene	6,2	6,9	-6,0	14,9	7,7	3,3	3,0	-2,5	4,5	1,3
Feb	6,3	7,0	-5,0	14,2	7,8	3,3	3,0	-2,8	4,5	1,3
Mar	4,7	5,3	-9,1	11,0	7,6	3,8	3,3	-1,7	5,0	1,6
Abr <sup>(p)</sup>	2,6	3,2	-10,0	3,6	6,9	4,3	3,8	0,3	5,4	1,5

Fuente: BCE.

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

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

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

4) Ajustados de 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 nocialal 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 euro<sup>1)</sup>

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

Tenencias de la Adminis- tración Central <sup>2)</sup>	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	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 representa- tivos de deuda a más de 2 años	Capital y reservas		Total	Cesiones temporales con entidades de contra- partida central <sup>3)</sup>	Adquisiciones temporales con entidades de contra- partida central <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2018	389,2	6.817,4	1.940,0	56,1	2.099,7	2.721,6	1.030,0	460,2	187,0	194,9
2019	364,2	7.058,9	1.946,1	50,1	2.156,5	2.906,1	1.455,5	452,3	178,9	187,2
2020	749,0	6.967,4	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,7	1.432,7	539,6	130,1	139,2
2020 II TR	673,3	7.042,9	1.934,5	44,1	2.080,4	2.983,8	1.562,4	528,7	159,2	174,3
III TR	806,2	7.039,6	1.934,3	43,0	2.059,7	3.002,6	1.574,1	499,6	139,9	147,3
IV TR	749,0	6.967,4	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,7	1.432,7	539,6	130,1	139,2
2021 I TR	699,6	6.894,3	1.898,3	41,2	1.984,7	2.970,1	1.398,2	383,7	127,3	130,3
2020 Nov	753,6	6.973,2	1.938,1	42,4	2.012,4	2.980,2	1.469,3	460,2	148,2	147,1
Dic	749,0	6.967,4	1.916,7	42,1	1.994,9	3.013,7	1.432,7	539,6	130,1	139,2
2021 Ene	678,9	6.925,5	1.912,4	42,0	1.970,4	3.000,8	1.472,5	430,0	147,4	146,7
Feb	684,8	6.880,4	1.905,2	41,4	1.971,9	2.961,9	1.433,5	420,1	145,4	145,7
Mar	699,6	6.894,3	1.898,3	41,2	1.984,7	2.970,1	1.398,2	383,7	127,3	130,3
Abr <sup>(p)</sup>	727,1	6.840,4	1.869,2	41,2	1.968,7	2.961,4	1.445,8	378,2	134,2	131,3
Operaciones										
2018	45,5	51,0	-37,8	-4,9	16,1	77,6	88,4	42,6	16,2	23,6
2019	-24,3	107,7	-5,3	-3,3	27,3	89,0	309,4	19,4	-2,7	-2,5
2020	321,6	-32,7	-14,6	-8,0	-99,3	89,2	-45,1	155,9	-48,8	-48,0
2020 II TR	264,0	-0,3	-0,7	-3,1	-13,9	17,5	-28,9	58,0	-24,5	-22,2
III TR	69,2	10,8	-3,2	-1,1	6,0	9,0	27,4	-11,2	-19,3	-27,1
IV TR	-57,1	2,2	-4,0	-0,9	-43,9	51,0	-111,1	100,1	-9,8	-8,1
2021 I TR	-49,6	-30,4	-21,9	-0,9	-33,5	25,9	4,3	-194,3	-2,8	-8,8
2020 Nov	-110,7	-0,8	13,4	-0,2	-13,8	-0,2	-54,9	-37,5	-0,5	-7,3
Dic	-4,7	14,7	-17,4	-0,4	-5,8	38,4	-57,7	111,5	-18,1	-7,9
2021 Ene	-70,2	-38,4	-5,8	-0,1	-30,6	-1,8	37,5	-117,6	17,3	7,5
Feb	5,9	4,4	-7,3	-0,5	-1,8	13,9	-3,2	-20,9	-2,0	-1,0
Mar	14,7	3,6	-8,8	-0,3	-1,1	13,8	-30,0	-55,8	-18,1	-15,4
Abr <sup>(p)</sup>	27,4	-18,3	-21,4	0,0	-2,5	5,6	47,0	0,6	6,9	1,0
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 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
2021 I TR	56,5	-0,3	-1,5	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
2020 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	65,1	-0,9	-0,9	-14,0	-6,1	3,0	-	-	-13,9	-19,5
Feb	52,7	-0,9	-1,1	-13,9	-6,0	3,2	-	-	-18,3	-23,8
Mar	56,5	-0,3	-1,5	-12,7	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
Abr <sup>(p)</sup>	27,8	-0,3	-2,4	-10,9	-4,2	4,0	-	-	-28,5	-35,4

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	
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2020	-7,2	-6,0	-0,3	-0,1	-0,9	-5,7
2020 I TR	-1,2	.	.	.	.	0,4
II TR	-3,9	.	.	.	.	-2,3
III TR	-5,3	.	.	.	.	-3,7
IV TR	-7,2	.	.	.	.	-5,7

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

### 6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						Empleos de capital	
	Total	Recursos corrientes			Recur- sos de capital	Total	Empleos corrientes							
		Impues- tos di- rectos	Impues- tos indi- rectos	Cotiza- ciones sociales netas			Remu- neración de asala- riados	Consumo intermedio	Interes- ses	Presta- ciones sociales				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8	
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7	
2019	46,4	45,9	12,9	13,1	15,0	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,6	22,5	3,8	
2020	46,8	46,4	13,0	12,8	15,7	0,5	54,1	49,5	10,7	5,9	1,5	25,7	4,6	
2020 I TR	46,6	46,1	13,1	13,0	15,1	0,5	47,7	44,0	10,0	5,4	1,6	22,9	3,8	
II TR	46,8	46,4	13,1	13,0	15,4	0,4	50,7	46,8	10,4	5,7	1,6	24,3	3,9	
III TR	46,8	46,4	13,1	12,9	15,6	0,4	52,1	48,0	10,6	5,8	1,6	25,0	4,2	
IV TR	46,9	46,4	13,0	12,9	15,7	0,5	54,1	49,5	10,7	5,9	1,5	25,7	4,6	

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

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

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

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

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

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

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

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

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

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

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

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

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

	Bélgica 1	Alemania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	España 6	Francia 7	Italia 8	Chipre 9	
	Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP									
2017	-0,7	1,4	-0,7	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9	
2018	-0,8	1,8	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,6	1,5	
2020	-9,4	-4,2	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,2	-9,5	-5,7	
2020 I TR	-2,9	1,1	-0,9	0,0	0,6	-3,4	-3,8	-2,4	2,1	
II TR	-6,1	-1,4	-3,1	-1,9	-2,7	-6,9	-6,3	-5,4	-2,4	
III TR	-7,3	-3,0	-3,6	-3,5	-5,7	-8,2	-7,1	-7,4	-4,3	
IV TR	-9,4	-4,2	-4,9	-5,0	-9,7	-11,0	-9,3	-9,5	-5,7	
	Deuda pública									
2017	102,0	65,1	9,1	67,0	179,2	98,6	98,3	134,1	93,5	
2018	99,8	61,8	8,2	63,0	186,2	97,4	98,0	134,4	99,2	
2019	98,1	59,7	8,4	57,4	180,5	95,5	97,6	134,6	94,0	
2020	114,1	69,8	18,2	59,5	205,6	120,0	115,7	155,8	118,2	
2020 I TR	103,4	60,9	8,9	59,0	180,7	99,1	101,3	137,8	96,2	
II TR	114,0	67,3	18,5	62,8	191,3	110,2	113,9	149,5	113,0	
III TR	113,1	70,0	18,5	62,3	199,8	114,0	116,4	154,5	119,2	
IV TR	114,1	69,8	18,2	59,5	205,6	120,0	116,3	155,8	118,2	
	Letonia 10	Lituania 11	Luxemburgo 12	Malta 13	Países Bajos 14	Austria 15	Portugal 16	Eslovenia 17	Eslovaquia 18	Finlandia 19
	Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP									
2017	-0,8	0,5	1,3	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,4	0,4	1,8	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,4	-4,1	-10,1	-4,3	-8,9	-5,7	-8,4	-6,2	-5,4
2020 I TR	-0,7	-0,4	1,1	-2,0	1,5	0,5	-0,2	-1,0	-1,9	-1,1
II TR	-1,6	-2,4	-2,1	-5,1	-1,2	-2,8	-1,9	-4,7	-3,4	-3,2
III TR	-3,4	-4,1	-2,7	-7,0	-2,5	-4,7	-4,2	-5,8	-4,5	-4,2
IV TR	-4,5	-7,4	-4,1	-10,1	-4,3	-8,9	-5,7	-8,4	-6,2	-5,4
	Deuda pública									
2017	39,0	39,1	22,3	48,5	56,9	78,5	126,1	74,1	51,5	61,2
2018	37,1	33,7	21,0	44,8	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,7
2019	37,0	35,9	22,0	42,0	48,7	70,5	116,8	65,6	48,2	59,5
2020	43,5	47,3	24,9	54,3	54,5	83,9	133,6	80,8	60,6	69,2
2020 I TR	37,1	33,0	22,2	43,3	49,5	73,2	119,2	68,9	49,5	64,4
II TR	43,0	41,4	23,9	50,1	55,2	82,4	125,7	78,2	60,1	68,7
III TR	44,7	45,9	26,0	52,6	55,2	78,9	130,5	78,4	60,5	67,0
IV TR	43,5	47,3	24,9	54,3	54,5	83,9	133,6	80,8	60,6	69,2

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](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 9 de junio 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-21-004-ES-N (edición electrónica)