

INFORME TRIMESTRAL
DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

4/2020

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 PRINCIPALES MENSAJES

Los desarrollos en torno a la pandemia han seguido condicionando significativamente la evolución de la economía mundial a lo largo de este otoño. En muchas áreas geográficas, el levantamiento de la mayoría de las medidas de contención en el transcurso del segundo trimestre condujo a un repunte de la actividad en los meses de verano, cuya intensidad fue, en numerosos casos, algo mayor que la pronosticada. Por el contrario, en el tramo final del año los nuevos brotes de la enfermedad han llevado a la reintroducción de restricciones a la movilidad de las personas y al normal desempeño de algunas actividades económicas, con el consiguiente impacto negativo sobre la evolución del PIB de las principales regiones.

Además, las perspectivas acerca de la economía mundial en el futuro próximo continúan dependiendo de la evolución epidemiológica y de las novedades acerca del desarrollo de diversas vacunas contra el Covid-19. En el corto plazo, la evolución de la actividad seguirá estando supeditada a que el mantenimiento de ciertas restricciones en las ramas en las que el contacto social desempeña un papel más relevante, junto con los comportamientos voluntarios de observancia del distanciamiento social, consiga contener los nuevos brotes de la enfermedad.

La adaptación de los patrones de conducta de los agentes a las circunstancias creadas por la pandemia estaría limitando los efectos sobre la actividad de las medidas de contención de la enfermedad. Este proceso de adaptación se está haciendo visible, por ejemplo, a través del creciente recurso al teletrabajo o al comercio *online*. La adecuación del comportamiento de hogares y de empresas a la realidad de la pandemia estaría haciendo que, para un determinado grado de restricciones a la movilidad y al contacto social, el impacto sobre la actividad estuviera siendo sensiblemente más reducido que durante la primera ola de la pandemia. Sin embargo, la dificultad para medir estos efectos introduce una complicación adicional a la hora de estimar la evolución contemporánea de la actividad económica y su senda en el corto plazo.

En noviembre se dieron a conocer varias noticias positivas en torno al desarrollo de varias vacunas contra el Covid-19. Estas informaciones han servido para acotar las incertidumbres previamente existentes acerca de los plazos en los que las vacunas estarían disponibles. Los escenarios centrales en los que muchas instituciones (incluido el Banco de España) han basado, hasta ahora, sus proyecciones de evolución de la actividad contemplaban que hacia la mitad del año próximo se dispondría de una vacuna efectiva. Por consiguiente, los desarrollos recientes estarían tendiendo incluso a acortar algo esos plazos. Sin embargo, simultáneamente, la incertidumbre sigue siendo elevada en cuanto al tiempo

PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)

	2019			2020			IV TR		
	2019	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	Suave	Central	Severo
Contabilidad Nacional									
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria									
Producto interior bruto	2,0	0,4	0,4	-5,2	-17,8	16,7	0,6	-0,8	-3,0
Contribución de la demanda nacional (b)	1,4	0,7	0,0	-4,5	-15,6	14,5	1,4	-0,1	-2,0
Contribución de la demanda exterior neta (b)	0,6	-0,4	0,4	-0,7	-2,2	2,2	-0,8	-0,7	-1,0
Tasas de variación interanual									
Empleo horas trabajadas	1,5	0,7	1,4	-4,2	-24,9	-6,2	-6,4	-7,2	-10,4
Indicadores de precios									
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	0,8	0,4	0,5	0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8
Índice armonizado de precios de consumo, sin energía ni alimentos	1,1	1,2	1,1	1,2	0,9	0,1	-0,1	-0,1	-0,1

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Información disponible hasta el 25 de noviembre de 2020. Las celdas sombreadas en gris son proyecciones del Banco de España en los escenarios suave, central y severo.
b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

necesario para inmunizar al conjunto de la población, por las dificultades que conllevan la fabricación y la distribución del número de dosis necesarias.

Las novedades acerca de los avances en la obtención de vacunas tuvieron efectos muy pronunciados sobre la evolución de los mercados financieros.

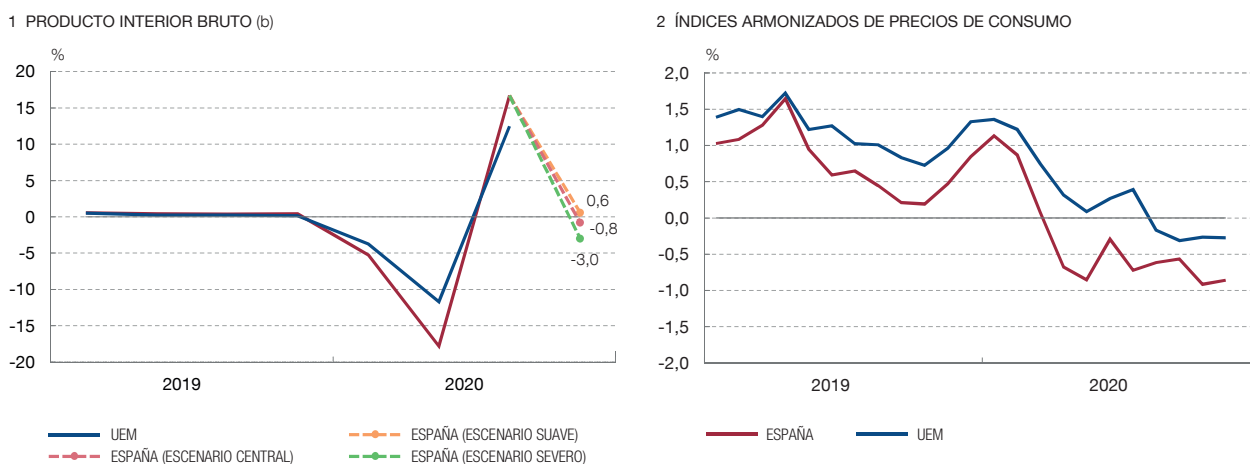
Las informaciones sobre las vacunas condujeron a un aumento del apetito por el riesgo de los inversores, a lo que también contribuyó el desenlace, conocido casi simultáneamente, de las elecciones presidenciales en Estados Unidos. Los desarrollos observados incluyeron incrementos pronunciados de las cotizaciones bursátiles, sobre todo en Europa y en algunos mercados emergentes, una disminución de los diferenciales de la deuda soberana y corporativa, una recuperación de los precios de las materias primas y, en los mercados cambiarios, una apreciación de determinadas divisas de mercados emergentes y una depreciación del yen, que suele actuar como moneda refugio.

Hasta la fecha, el impacto de la crisis sanitaria sobre la actividad ha sido muy heterogéneo por áreas geográficas.

España se encuentra entre las economías más afectadas desde el comienzo de la pandemia. Así, mientras que el nivel del PIB de nuestro país en el tercer trimestre era un 9,1 % inferior al previo a la crisis, esa brecha era de 4,5 puntos porcentuales (pp) en el conjunto del área del euro. Fuera de Europa, el PIB de Estados Unidos se situaba un 3,5 % por debajo del nivel de cierre de 2019 y el de China lo superaba en algo más de 3 pp. La evidencia disponible apunta a que, en el cuarto trimestre, la economía del área del euro habría vuelto a mostrar un peor desempeño que la estadounidense o que la china.

LA RECUPERACIÓN PERDIÓ FUERZA AL FINAL DEL AÑO (a)

Tras el fuerte repunte del tercer trimestre, el ritmo de avance de la actividad se ha moderado de forma notoria en los últimos meses del año, como consecuencia de los nuevos brotes de la pandemia y de las medidas adoptadas para combatirlos, sin que se pueda descartar una caída del PIB en el cuarto trimestre. Además, la crisis sanitaria está teniendo un impacto significativo sobre los precios de consumo, que han mostrado una desaceleración notable desde el verano.



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas de variación intertrimestral sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB, y tasas de variación interanual sobre las series originales en los índices de precios de consumo.
 b Los datos del cuarto trimestre son proyecciones del Banco de España.



La duración del proceso de inmunización de la población será un determinante crucial de la magnitud de los posibles efectos de la pandemia más allá del corto plazo. La decidida actuación de las políticas económicas, proporcionando rentas y liquidez a los agentes privados, ha contribuido de forma crucial a limitar los daños al tejido productivo, pero no logrará evitarlos por completo. Además, la pandemia estaría acelerando algunos procesos de transformación estructural que ya se estaban gestando con anterioridad, como la digitalización, y que harán necesaria una reasignación de recursos en las economías, cuya magnitud todavía es incierta.

En el área del euro, el repunte de la pandemia y las medidas de contención adoptadas en respuesta a este habrían conducido a una caída del PIB en el cuarto trimestre respecto al anterior. La evolución de la actividad habría seguido siendo heterogénea por ramas, contrastando el sostenimiento de las manufacturas con la debilidad de los servicios, afectados en mayor medida por las restricciones a la movilidad y a la interacción personal. Desde el punto de vista de los componentes de demanda, el gasto privado se está viendo afectado por el mantenimiento de un elevado grado de incertidumbre y por el deterioro de las perspectivas de rentas de hogares y de empresas.

Las proyecciones más recientes del Eurosistema siguen apuntando a un impacto prolongado de la pandemia sobre la evolución de la actividad y los precios del área. De acuerdo con el escenario central de estas proyecciones, el PIB del área del euro no retornaría a su nivel previo a la crisis hasta mediados de 2022. Además, la naturaleza persistente de la perturbación haría que la inflación no llegue a aproximarse al objetivo de estabilidad de precios al final del horizonte de proyección, en 2023, cuando el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) crecería a una tasa media del 1,3 %.

Dadas estas perspectivas, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) aprobó, en su reunión del 9 y 10 de diciembre, un nuevo paquete de medidas de política monetaria. Destaca la ampliación del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) de activos públicos y privados, tanto en términos de su volumen neto máximo (aumentado en 500 mm de euros) como de su duración (que ha sido extendida hasta marzo de 2022). Desde su introducción, el 18 de marzo, este instrumento se ha revelado de gran efectividad para, por una parte, conseguir un grado muy elevado de acomodación monetaria y, por otra, mantener una cierta homogeneidad de las condiciones financieras para todos los agentes (hogares, empresas y AAPP) de los distintos países del área del euro. Para lograr este segundo objetivo, la característica crucial del programa es la flexibilidad que incorpora en la ejecución de las adquisiciones de activos en términos de su distribución en el tiempo y por tipo de emisor, privado o público, y, dentro de estos últimos, por lo que respecta a la posibilidad de que el reparto por países se desvíe, de forma transitoria, de la clave de capital del BCE de cada Estado miembro. Además, el Consejo de Gobierno decidió programar nuevas operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico de las entidades financieras (TLTRO, por sus siglas en inglés), con condiciones más favorables. Estas operaciones están siendo de gran utilidad para impedir que la crisis dañe la oferta de préstamos bancarios a la economía real.

En España, la actividad económica repuntó intensamente en el tercer trimestre. El avance del PIB (del 16,7 % frente al trimestre anterior), no obstante, no impidió que el nivel resultante se situara todavía, como se ha dicho, un 9,1 % por debajo del correspondiente al cuarto trimestre de 2019, con anterioridad a la aparición de la epidemia. Por ramas de actividad, la brecha frente al nivel previo a la crisis se habría enjugado en gran medida en las ramas de industria y energía, mientras que, por el contrario, continúa siendo todavía muy elevada en los servicios y, dentro de ellos, en particular, en las ramas de comercio, transporte y hostelería (donde todavía ascendía a casi un 23 % en el tercer trimestre).

El endurecimiento de las medidas de contención de la pandemia en el cuarto trimestre ha afectado negativamente a la actividad económica. A finales del verano pudo observarse ya una pérdida de empuje de la recuperación, como consecuencia del repunte de los contagios y de las restricciones adoptadas para

paliarlos. La información referida al cuarto trimestre apunta a una cierta desaceleración adicional del producto de la economía, que, en todo caso, sería de magnitud moderada, en consonancia con el carácter focalizado de las medidas de contención aplicadas, cuyo impacto es más severo sobre las ramas de servicios, en las que el contacto personal es más intenso. Esto se ha reflejado en la evolución más desfavorable del índice PMI de servicios, en comparación con el indicador análogo referido a las manufacturas. La moderación de la actividad es patente también en algunos indicadores de alta frecuencia y, en menor grado, en la evolución de la afiliación efectiva a la Seguridad Social. En la misma dirección apuntan los resultados de la encuesta realizada por el Banco de España a una muestra de sociedades no financieras, en la que casi la mitad de ellas afirma estar observando una disminución de su facturación en el trimestre en curso¹.

En un escenario central, que, no obstante, está sometido a un grado elevado de incertidumbre, el PIB podría experimentar una caída intertrimestral del -0,8% en el conjunto del cuarto trimestre². Esta tasa se correspondería con un retroceso interanual del -9,8%. La incertidumbre refleja, en parte, la naturaleza incompleta de la información disponible y, en parte, las dificultades para calibrar el impacto probablemente decreciente de las medidas de contención sobre la actividad, como consecuencia de su carácter más selectivo y de la adaptación de las pautas de comportamiento de los agentes. La toma en consideración de estos factores ha conducido a la construcción de una horquilla para la tasa de variación intertrimestral del PIB del cuarto trimestre comprendida entre el -3% y el 0,6%. En todo caso, el comportamiento de la economía española en el período más reciente habría sido menos desfavorable que el de otras grandes economías del área del euro, en las que el repunte de los contagios que en nuestro país venía observándose desde agosto no se produjo hasta octubre, por lo que la adopción de las correspondientes medidas de contención fue asimismo más tardía.

En un contexto en el que la pandemia y las medidas de contención supondrían un obstáculo cada vez menor para la actividad, el crecimiento del PIB repuntaría en el transcurso de 2021, apoyado en los fondos europeos del programa *Next Generation EU (NGEU)*. Un factor crucial en el que se fundamentan esas perspectivas de recuperación de la actividad son las expectativas de mejora de la situación sanitaria. En el escenario central, se asume la inmunización de la población a lo largo del año, lo que permite un levantamiento gradual de las medidas de contención, que llevaría aparejado una reducción de la incertidumbre y, por tanto, un comportamiento más expansivo del gasto privado. Adicionalmente, la recuperación se basará también en el apoyo de la política monetaria y fiscal, y en

1 Véase el recuadro 3 («Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad y sobre la incidencia del Covid-19») de las *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2023): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones de diciembre de 2020*.

2 Véanse las *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2023): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones de diciembre de 2020*.

particular en la realización de proyectos de gasto acogidos a la iniciativa NGEU, que aportarían 1,3 pp a la tasa de crecimiento del PIB de 2021. Este sería, en el escenario central, del 6,8 %.

El elevado nivel de incertidumbre con respecto a la evolución epidemiológica continúa aconsejando, como viene ocurriendo desde el inicio de la pandemia, la formulación de escenarios alternativos. En el contexto del ejercicio conjunto de previsiones del Eurosistema se han formulado otros dos escenarios además del central (denominados «suave» y «severo»), que difieren de este en función de los supuestos acerca de la magnitud de los nuevos brotes de la enfermedad, la intensidad y la duración de las medidas de contención introducidas, el plazo preciso para la inmunización de la población, el tamaño de los cambios en el comportamiento de hogares y de empresas en respuesta a la pandemia o la persistencia de los daños al tejido productivo una vez superada la crisis sanitaria. Las sendas de crecimiento del PIB en los escenarios severo y suave arrancan, respectivamente, de los extremos inferior y superior del mencionado rango de tasas intertrimestrales consideradas para el cuarto trimestre de 2020. En el escenario suave, el repunte de la actividad en 2021 sería del 8,6 %, reduciéndose al 4,3 % en el escenario severo.

Los riesgos al crecimiento del PIB en el escenario central están moderadamente orientados a la baja. En particular, los desarrollos epidemiológicos podrían ser más adversos, lo que llevaría aparejada la introducción de medidas de contención más estrictas. Además, una mayor persistencia de la actual crisis podría provocar un empeoramiento de la situación financiera de aquellos agentes que se hallan en una situación de mayor vulnerabilidad patrimonial, ampliando así los efectos económicos adversos de la pandemia.

La incertidumbre acerca de la materialización concreta del uso de los recursos del NGEU sigue siendo elevada. Los tres escenarios de las proyecciones más recientes de Banco de España contienen hipótesis concretas, comunes a todos ellos, acerca del tamaño de los recursos movilizados, su secuencia temporal y su composición³. En concreto, en las proyecciones se ha optado por incorporar, en 2021, el 100 % de los gastos corrientes y el 70 % de los gastos de inversión asociados al NGEU según el proyecto de Presupuestos Generales del Estado, lo que supone unos 21 mm de euros. Sin embargo, la incertidumbre acerca de esos supuestos y, por tanto, acerca del impacto macroeconómico del gasto es, en estos momentos, alta.

La evolución de los precios de consumo ha reflejado los efectos de la pandemia. Por un lado, el fuerte retroceso de la demanda mundial llevó en marzo a

3 Para una descripción de estos supuestos, véase el recuadro 2 («El impacto de la iniciativa NGEU en los escenarios de la economía española») de las *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2023): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones de diciembre de 2020*. El recuadro contiene también simulaciones de supuestos alternativos acerca de la utilización de los fondos.

un descenso muy significativo de los precios del petróleo y, por tanto, del componente energético del IAPC. Por otro lado, la inflación subyacente se ha desacelerado fuertemente desde julio, al prevalecer los efectos desinflacionistas de la reducción de la demanda, sobre todo en el caso de los servicios, sobre las presiones de costes resultantes de las dificultades de oferta. La inflación repuntará tras el primer trimestre de 2021, una vez que se disipen los efectos de base sobre la tasa interanual de la caída de precios del petróleo al inicio de la pandemia. En cambio, el repunte de la inflación subyacente desde sus reducidos niveles actuales será mucho más gradual. En el escenario central de las proyecciones más recientes del Banco de España, la inflación general se situaría, en el promedio de 2023, en el 1,3 %. La elevada persistencia temporal de ritmos tan modestos de crecimiento de los precios suscita el riesgo de que esta dinámica tienda a realimentarse, en la medida en que los agentes la incorporen en sus procesos de formación de expectativas.

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES HACIA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DURANTE LA PANDEMIA

Luis Molina

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 26 de noviembre

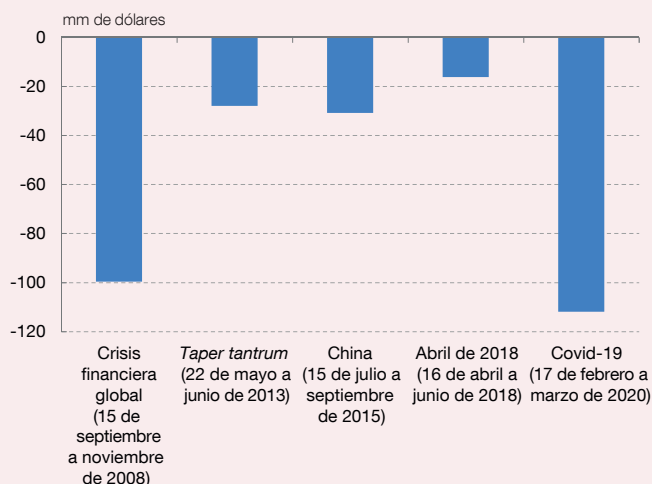
En este recuadro se analiza el comportamiento de los flujos netos de capital hacia las economías emergentes desde la irrupción de la pandemia de Covid-19, y se compara con otros episodios de salidas de capitales que han tenido lugar en los últimos años.

Como se puede apreciar en el gráfico 1.1, la expansión de la crisis sanitaria fuera de China a mediados de febrero provocó una salida de capitales de cartera de las economías emergentes muy significativa, que a finales de marzo había rebasado los 100 mm de dólares en términos acumulados,

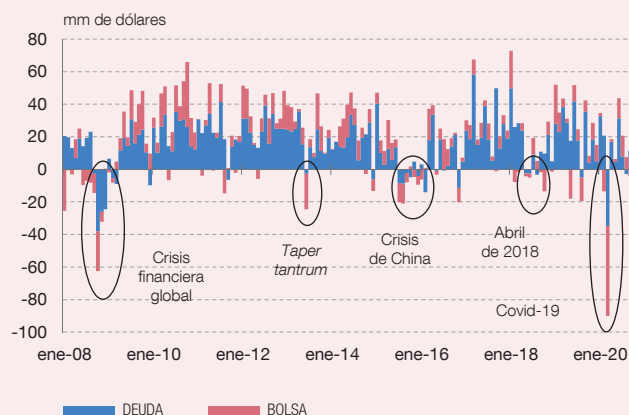
de acuerdo con la información facilitada por el Institute for International Finance (IIF). La magnitud de estos flujos de salida fue similar a la registrada entre mediados de septiembre y noviembre de 2008, tras el estallido de la crisis financiera global, pero fue muy superior a la de otros episodios más recientes, como el fuerte incremento de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, conocido como *taper tantrum*, en 2013; las turbulencias en el mercado bursátil chino en 2015, y las tensiones financieras que afectaron especialmente a las economías emergentes en el segundo trimestre de 2018.

Gráfico 1
FLUJOS DE CAPITALES HACIA EMERGENTES DURANTE EPISODIOS DE TURBULENCIAS GLOBALES

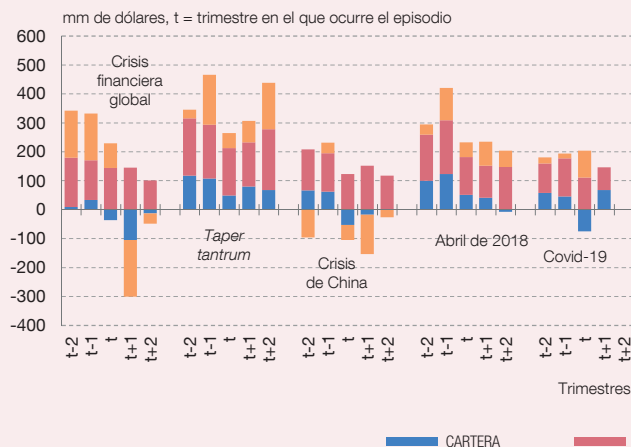
1 FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA HACIA EMERGENTES



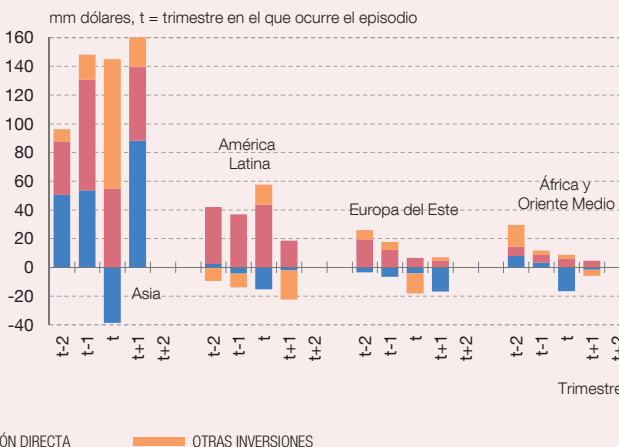
2 FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA HACIA EMERGENTES: TIPO DE FLUJO



3 BALANZA DE PAGOS: TIPO DE FLUJO



4 BALANZA DE PAGOS EN EL EPISODIO DE COVID-19: TIPO DE FLUJO Y REGIÓN



FUENTES: Thomson Reuters y estadísticas nacionales.

En marzo, el mes en el que se produjeron las mayores salidas de capitales de cartera, estas fueron muy cuantiosas tanto en los flujos de bolsa —unos 55 mm de dólares— como en los de deuda —unos 35 mm de dólares— (véase gráfico 1.2). Además, dichas salidas se registraron de forma generalizada en las economías emergentes, a diferencia de lo observado en otros episodios previos, en los que estas tendieron a estar focalizadas en algunas áreas concretas —con epicentro en Asia en 2008, 2013 (junto con Brasil) y 2015, y en América Latina (en particular, Argentina), Europa del Este y Turquía en 2018—.

Las diversas acciones de política económica adoptadas poco después de la irrupción de la pandemia, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes¹, contribuyeron a relajar las condiciones financieras globales y a estabilizar los flujos de capitales. En cualquier caso, hasta septiembre no se lograron revertir, en el agregado de las economías emergentes, las salidas de capitales registradas entre febrero y marzo (véase gráfico 1.2), y en algunas regiones (en particular, en Asia emergente y América Latina) dicha recuperación aún no se ha completado.

Este análisis de los flujos de capital hacia las economías emergentes, realizado a partir de la información proporcionada por el IIF, puede complementarse utilizando los datos de la balanza de pagos. Si bien estos últimos se publican con una menor frecuencia y con un mayor retraso que los facilitados por el IIF, permiten valorar no solo la evolución de los flujos de cartera, sino también los de inversión directa y otras inversiones². Según esta fuente, en el primer trimestre de 2020 las elevadas salidas de cartera descritas anteriormente —especialmente intensas en Asia— se vieron acompañadas por una reducción de las entradas de inversión directa —con la excepción de América Latina— (véanse gráficos 1.3 y 1.4). Estos flujos fueron sustituidos parcialmente por unas mayores entradas de otra inversión —en particular, en Asia y América Latina—, fundamentalmente préstamos

bancarios, en ocasiones a plazos cortos, algo que no ocurrió en el resto de los episodios de salidas de capitales considerados. En el segundo trimestre del año, la fuerte recuperación de la entrada de flujos de cartera en Asia más que compensó la debilidad de estos movimientos de capital en el resto de las regiones emergentes, al tiempo que se redujo el dinamismo en los flujos de entrada de otras inversiones observado en el trimestre anterior.

A la hora de valorar los distintos factores que condicionan el comportamiento de estos flujos de capital, la literatura ha distinguido, tradicionalmente, entre factores de empuje o globales (*push*) y de arrastre o idiosincrásicos (*pull*)³. Entre los primeros se suelen considerar la aversión global al riesgo, las condiciones monetarias en las principales economías avanzadas —sobre todo en Estados Unidos—, el tipo de cambio del dólar y los precios de las materias primas. Entre los segundos, habitualmente se valoran los fundamentos y vulnerabilidades macroeconómicos, financieros e institucionales de cada una de las economías emergentes⁴.

En el episodio actual, el fuerte incremento de la aversión al riesgo (véase gráfico 2.1), el deterioro de las perspectivas económicas que derivó en una caída del precio de las materias primas (véase gráfico 2.2) y la apreciación del dólar por la búsqueda de activos refugio (véase gráfico 2.3) han sido, de manera similar a lo acontecido en 2008, los principales detonantes de las salidas de capitales observadas en las economías emergentes. En cambio, la política monetaria estadounidense —que fue el principal desencadenante de los flujos de salida durante el episodio de tensionamiento de tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos (*taper tantrum*) y durante abril de 2018 (al provocar una fuerte apreciación del dólar)— no habría contribuido a la salida de capitales de las economías emergentes desde el comienzo de la pandemia (véase gráfico 2.4).

Por lo que respecta a la influencia de los factores locales, los gráficos 2.5 y 2.6 muestran que, en general, aquellos

1 Véase el recuadro 1 del «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2020», Artículos Analíticos, Banco de España.

2 La comparación de los flujos de cartera recogidos en las estadísticas del IIF y de la balanza de pagos no es inmediata, entre otros motivos, porque la información proporcionada por el IIF abarca menos países que la contenida en las estadísticas de la balanza de pagos.

3 Véanse R. Koepke (2015), *What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature*, Institute of International Finance, University of Würzburg, y M. Carney (2019), *Pull, Push, Pipes: Sustainable Capital Flows for a New World Order*, discurso en el Institute of International Finance Spring Membership Meeting, Tokio.

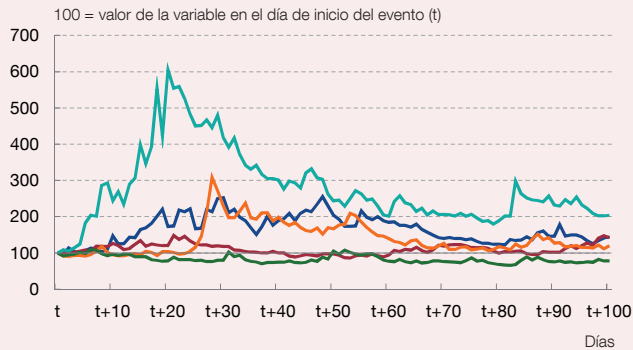
4 Para una estimación empírica de los factores determinantes de los flujos hacia emergentes, véase L. Molina y F. Viani (2019), *Flujos de capitales a emergentes: evolución reciente y determinantes*, Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2019, Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES HACIA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DURANTE LA PANDEMIA (cont.)

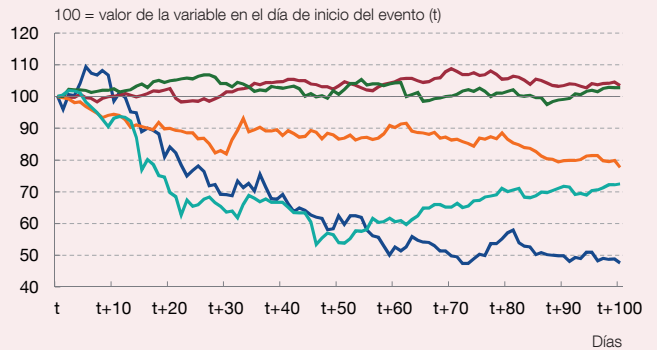
Gráfico 2

FACTORES DE EMPUJE Y ARRASTRE DE LOS FLUJOS DE CAPITALES HACIA EMERGENTES

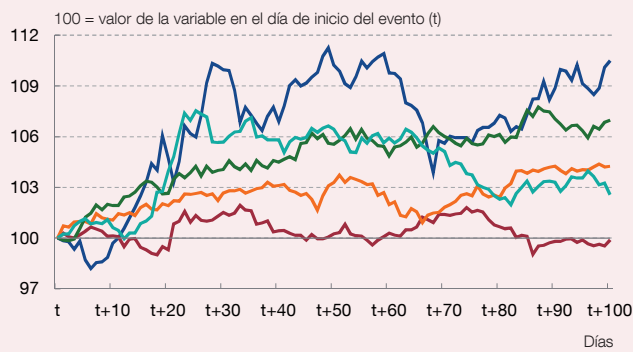
1 FACTORES DE EMPUJE: AVERSIÓN GLOBAL AL RIESGO (a)



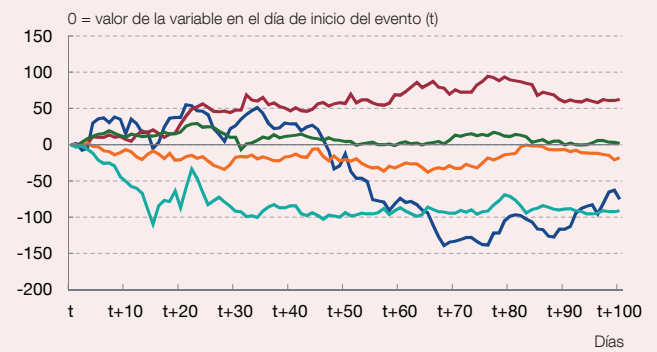
2 FACTORES DE EMPUJE: PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS



3 FACTORES DE EMPUJE: TIPO DE CAMBIO DEL DÓLAR

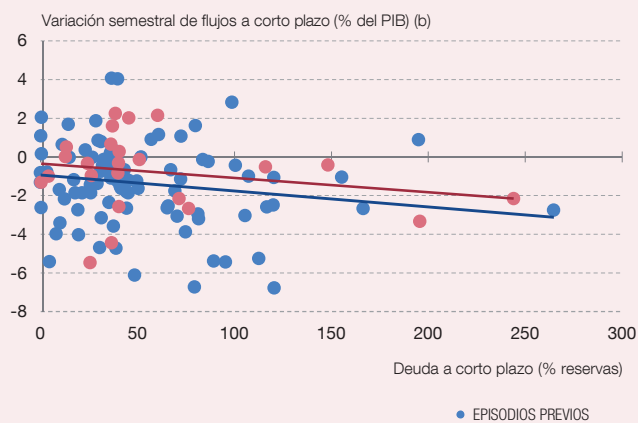


4 FACTORES DE EMPUJE: TIPOS A LARGO PLAZO EN EEUU (pb)

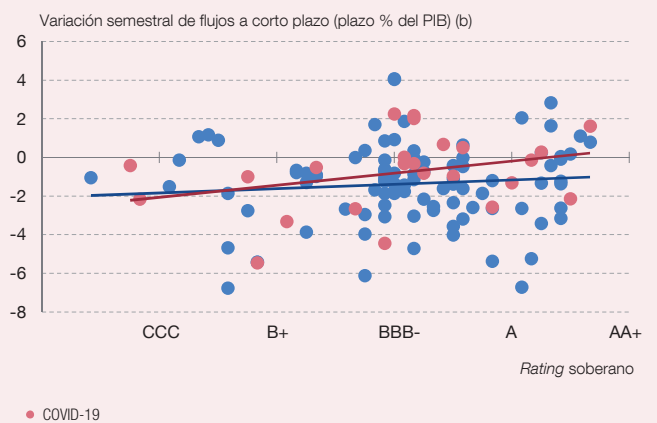


— CRISIS FINANCIERA GLOBAL (15.9.2008) — TAPER TANTRUM (22.5.2013) — CHINA (15.7.2015)
— ABRIL DE 2018 (16.4.2018) — COVID-19 (17.2.2020)

5 FACTORES DE ARRASTRE: DEUDA EXTERNA A CORTO PLAZO



6 FACTORES DE ARRASTRE: RATING SOBERANO (c)



FUENTES: Thomson Reuters, Standard & Poor's, Fitch, Moddy's y estadísticas nacionales.

- a Medida por el VIX.
- b Suma de los cambios semestrales de las entradas de cartera y de otros flujos.
- c Media de las calificaciones de Standard & Poor's, Moody's y Fitch.

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES HACIA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DURANTE LA PANDEMIA (cont.)

países con un mayor desequilibrio exterior y con peores fundamentos macroeconómicos han registrado un mayor deterioro en sus flujos de capital recientemente. Estos factores idiosincrásicos habrían jugado un papel relativamente similar al desempeñado en otros episodios previos a la hora de amortiguar o amplificar las turbulencias financieras generadas por los factores globales descritos

anteriormente. En cualquier caso, en los próximos trimestres será fundamental monitorizar el aumento de las vulnerabilidades macrofinancieras que se está produciendo en algunas de estas economías como consecuencia de la prolongación de la crisis sanitaria, pues dichas vulnerabilidades podrían provocar un deterioro adicional en los flujos de capitales.

LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA FISCAL A LA CRISIS EN EL ÁREA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

Luis Guirola, Iván Kataryniuk y Carlos Moreno

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 3 de diciembre

En el presente recuadro se compara el impulso fiscal anunciado desde la irrupción de la pandemia de Covid-19 en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y en Estados Unidos. En términos generales, este impulso se ha compuesto de dos elementos. Por un lado, las autoridades han reaccionado adoptando medidas discrecionales de política fiscal de una amplitud sin precedentes en las últimas décadas. Por otro, en ambas áreas han actuado los estabilizadores automáticos del presupuesto público, como las prestaciones por desempleo. Para evaluar la contribución de la política fiscal a la respuesta a la crisis sanitaria es necesario tener en cuenta el papel desempeñado por ambos componentes.

En relación con las medidas discrecionales de política fiscal adoptadas tanto en la UEM como en Estados Unidos, estas se han centrado en apoyar las rentas de las familias y de las empresas. En cuanto a los hogares, destacan la ampliación de los esquemas de financiación de la reducción del tiempo de trabajo en una gran mayoría de países de la UEM y la extensión en la duración y la generosidad del seguro de desempleo federal en Estados Unidos, así como las moratorias al pago de intereses y alquileres en ambas áreas. En relación con las empresas, se han aprobado amplios programas de garantías públicas para impulsar la concesión de nuevos créditos al sector empresarial¹. Las medidas anunciadas tienen, en general, un carácter transitorio, y sus impactos directos se concentran principalmente en 2020 y en el primer semestre de 2021. En Europa, la respuesta nacional se ha complementado con políticas supranacionales², entre las que destaca el programa *Next Generation EU* (NGEU)³, cuyos fondos, una vez que se apruebe, se liberarán entre 2021 y 2026.

Entre las medidas descritas anteriormente, algunas tienen costes presupuestarios inmediatos —como las relativas al mercado de trabajo—, mientras que otras suponen solo un pasivo contingente para las Administraciones Públicas en

tanto no se ejecuten —como las referidas a avales—. No obstante, ambos tipos de medidas inciden de manera positiva sobre la situación económica en el corto plazo. El impacto presupuestario final de este amplio conjunto de actuaciones dependerá, eventualmente, de su grado de implementación. Es importante destacar que, en la medida en que algunas de las actuaciones aprobadas constituyen refuerzos de programas preexistentes, la estimación del esfuerzo fiscal que estas suponen debe tener en cuenta únicamente el gasto adicional en el que han incurrido las nuevas medidas, para lo que se debe sustraer el componente inercial de dichos programas.

Teniendo en cuenta todas estas consideraciones, en el gráfico 1 se presenta una estimación del impulso fiscal asociado a las medidas discrecionales que tienen un impacto presupuestario directo, tanto en la UEM como en Estados Unidos. En 2020, este impulso ascendería a 6,3 puntos porcentuales (pp) del PIB en el área del euro y a 8,4 pp en Estados Unidos, cuando la métrica utilizada es el cambio en el saldo público primario ajustado por el ciclo que estima el Fondo Monetario Internacional (FMI) en octubre de 2020⁴. No obstante, dada la naturaleza transitoria de la mayoría de las actuaciones y el impacto del NGEU en el caso europeo que asume el Fondo, el tono agregado de la política fiscal en un horizonte más amplio sería ligeramente expansivo en el área del euro. Por otra parte, en el gráfico 2 se presentan las cuantías aprobadas en el contexto de los programas de avales y garantías públicas que se han establecido en ambas regiones. Estas cantidades, que no necesariamente se han utilizado ya en su totalidad, resultan significativamente superiores en el caso de la UEM⁵.

Con respecto al papel de los estabilizadores automáticos, la literatura especializada ha documentado que estos son mayores en las economías europeas, aunque la cuantificación del flujo diferencial de renta que esto pueda estar suponiendo en la crisis actual resulta difícil de determinar. Hay varias causas por las que el presupuesto público en Estados Unidos

1 Véase L. Cuadro-Sáez, F. S. López-Vicente, S. Párraga y F. Viani (2020), *Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido*, Documentos Ocasionales, n.º 2019, Banco de España.

2 Véase M. Delgado, I. Kataryniuk, F. López-Vicente y J. J. Pérez (2020), *Endeudamiento supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea*, Documentos Ocasionales, n.º 2021, Banco de España.

3 Véase Banco de España (2020), recuadro 5, «*Next Generation EU*: Principales características e impacto de su anuncio sobre las condiciones financieras», *Boletín Económico*, 3/2020.

4 Véase el informe *Fiscal Monitor*, de octubre de 2020.

5 No se dispone de información comparable entre la UEM y Estados Unidos en relación con el grado de uso de estos programas.

LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA FISCAL A LA CRISIS EN EL ÁREA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS (cont.)

tiene una menor capacidad de estabilización automática que el de los países de la UEM⁶. Entre otras, el menor tamaño del sector público (véase gráfico 3) la menor progresividad de su sistema impositivo y la menor generosidad de su sistema de seguro de desempleo⁷. También resulta relevante mencionar las mayores restricciones institucionales en Estados Unidos

en el nivel subnacional de gobierno —dadas las reglas vigentes de equilibrio presupuestario nominal y los límites al endeudamiento de los Estados—, frente a las reglas europeas, que, con carácter general, permiten una orientación de medio plazo al excluir el impacto del ciclo económico.

Gráfico 1
CAMBIO EN EL SALDO PÚBLICO PRIMARIO AJUSTADO POR EL CICLO (% DEL PIB)

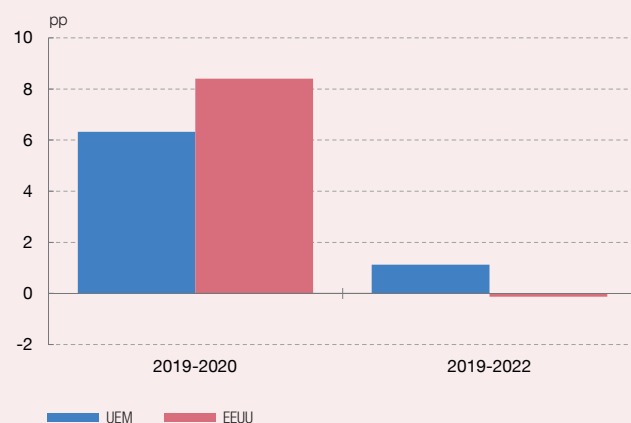


Gráfico 2
MEDIDAS DE POLÍTICA FISCAL DISCRECIONAL SIN IMPACTO PRESUPUESTARIO INICIAL: AVALES Y GARANTÍAS

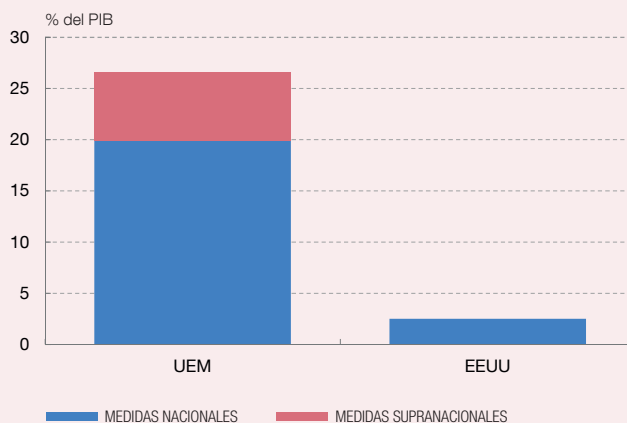


Gráfico 3
TAMAÑO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN LA UEM EN EEUU (a)

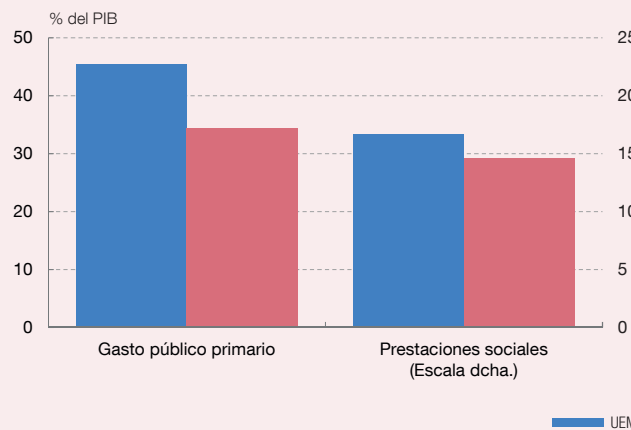
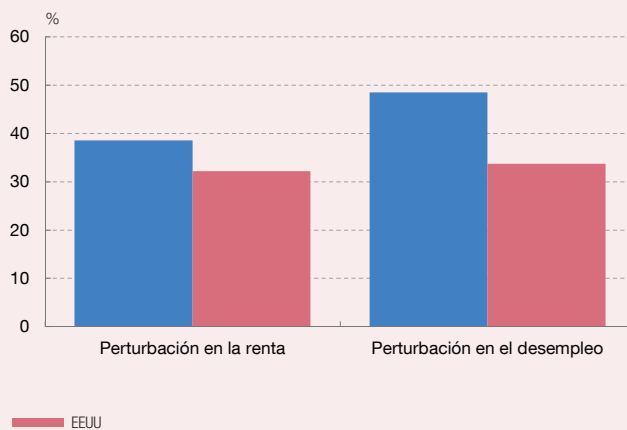


Gráfico 4
ESTABILIZADORES AUTOMÁTICOS: PORCENTAJES DE ESTABILIZACIÓN DE LA RENTA DISPONIBLE ANTE DIFERENTES PERTURBACIONES [DOLLS ET AL. (2012)]



FUENTES: FMI, OCDE, AMECO y Dolls et al. (2012).

a Datos de 2019.

6 Véase P. Burriel, P. Chronis, M. Freier, S. Hauptmeier, L. Reiss, D. Stegarescu y S. van Parys (2020), *A fiscal capacity for the euro area: lessons from existing fiscal-federal systems*, Documentos Ocasionales, n.º 2009, Banco de España.

7 Véase S. Albrizio, J. C. Berganza e I. Kataryniuk (2017), «El seguro de desempleo federal en Estados Unidos», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2017, Banco de España.

A modo de ilustración, en el gráfico 4 se presentan unas estimaciones basadas en microsimulaciones con datos individuales⁸. Según esta evidencia, los estabilizadores automáticos en la UEM serían capaces de compensar en mayor medida una perturbación negativa sobre la renta bruta de los hogares que los de Estados Unidos (un 38,5%, frente a un 32,2%), como consecuencia de las diferencias existentes en la progresividad del sistema impositivo en ambas áreas. En el caso de una perturbación de renta que afectara solamente a un subconjunto de hogares, conduciéndolos a una situación de desempleo, los estabilizadores automáticos absorberían un 48,5% de la perturbación sobre la renta disponible de los hogares en la UEM y un 33,4% de ella en Estados Unidos, reflejando la diferente potencia del seguro de desempleo en ambas áreas.

En resumen, las autoridades de la UEM y de Estados Unidos han reaccionado ante la crisis con actuaciones muy ambiciosas de política fiscal, adoptadas con gran rapidez. La comparación de la respuesta de ambas áreas es compleja, pues requiere tener en cuenta, al menos, tres elementos. En primer lugar, las medidas discrecionales adoptadas con un coste presupuestario directo. En segundo lugar, las medidas que suponen pasivos contingentes para las Administraciones Públicas. Finalmente, la estimación del flujo de rentas derivado de la actuación de los estabilizadores automáticos. Si bien el primer factor parece haber sido superior, en el año 2020, en Estados Unidos, la consideración de las otras dos piezas proporciona una valoración más equilibrada del esfuerzo relativo realizado por la UEM y por Estados Unidos.

8 Véase M. Dolls, C. Fuest y A. Peichl (2012), «Automatic stabilizers and economic crisis: US vs. Europe», *Journal of Public Economics*, 96(3-4), pp. 279-294.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BCE

Álvaro Menéndez Pujadas

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 15 de diciembre

El Banco Central Europeo publicó, el pasado 24 de noviembre, los resultados de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), que cubre el período comprendido entre abril y septiembre de 2020. En ella se pregunta a las empresas encuestadas (fundamentalmente, pymes) sobre la evolución, en los seis últimos meses, de su situación económica y financiera, de sus necesidades de financiación externa y de las condiciones en las que han obtenido o no dicha financiación.

En el caso de las pymes españolas, los datos de esta última edición de la encuesta muestran un notable deterioro de su situación económica, como consecuencia del fuerte impacto asociado a la pandemia de Covid-19. Así, el número de empresas que declararon un aumento de las ventas entre abril y septiembre fue, por segunda vez consecutiva, inferior al de las que señalaron lo contrario, y la diferencia entre ambos grupos (porcentaje neto) se amplió significativamente —hasta el -55%— en comparación con la edición anterior de la encuesta, correspondiente al período de octubre de 2019 a marzo de 2020 (un -5%). Este es el registro más negativo obtenido en esta encuesta tras el -59% del primer semestre de 2009, y es también mayor, en valor absoluto, que el observado en el conjunto del área del euro (un -46%) (véase gráfico 1). Esta evolución adversa de la

facturación llevó a que un elevado número de empresas declararan un descenso de los resultados económicos: el -55%, en términos netos, frente al -20% de la ronda previa y al -47% de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Y esto se produjo a pesar de que se redujo sustancialmente el porcentaje neto de compañías que declararon un aumento de costes.

Al ser preguntadas por su principal preocupación, la falta de clientes fue la señalada por un mayor porcentaje de pymes, tanto españolas (un 24%) (véase gráfico 2) como del área del euro (un 22%). Estos porcentajes apenas se elevaron en comparación con seis meses antes, a pesar del fuerte incremento de pymes que declararon una caída de sus ventas. En contraposición, el acceso a la financiación volvió a ser, de entre todos los factores incluidos en esta pregunta, el citado por un menor número de compañías españolas (un 9%) y el segundo más bajo en la UEM (un 10%), porcentajes ligeramente superiores a los registrados seis meses antes.

En este contexto, la proporción de pymes españolas que solicitaron préstamos bancarios creció significativamente, aumentando en 11 puntos porcentuales (pp), hasta situarse en un 48% (véase gráfico 3), cifra superior a la registrada en la UEM (un 38%). Además, la percepción de las empresas sobre su acceso a la financiación bancaria

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS Y DE LOS BENEFICIOS (a)

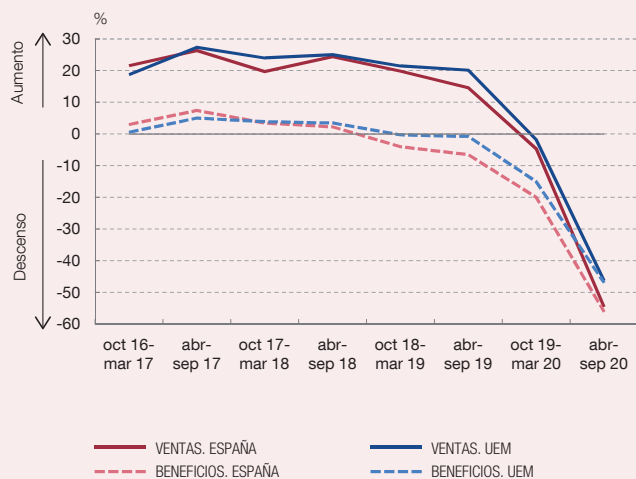
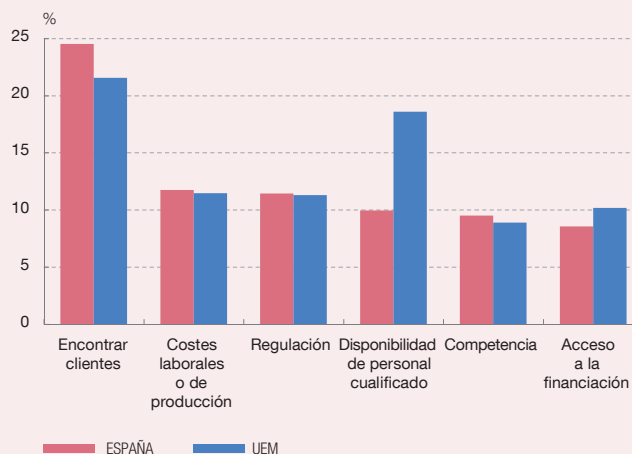


Gráfico 2
PRINCIPALES PROBLEMAS QUE AFECTAN A LA ACTIVIDAD. ABRIL-SEPTIEMBRE DE 2020



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Porcentaje de las empresas que señalan aumento menos el de las que señalan descenso.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BCE (cont.)

siguió mejorando, y lo hizo a un ritmo superior al de seis meses antes (véase gráfico 4). Este resultado contrasta con lo que declararon las compañías en la ronda anterior, cuando anticipaban mayoritariamente un deterioro del acceso a la financiación entre abril y septiembre. Esto

podría explicarse porque las empresas no tenían, en el momento de contestar a aquella encuesta, información suficiente para valorar adecuadamente las medidas de apoyo público y, en particular, el impacto positivo de las líneas de crédito avaladas por el Estado.

Gráfico 3
PYMES QUE HAN SOLICITADO PRÉSTAMOS BANCARIOS

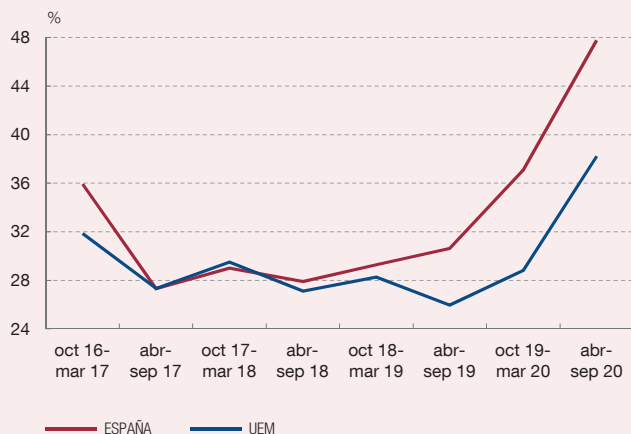


Gráfico 4
PERCEPCIÓN SOBRE LA DISPONIBILIDAD DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS (a)

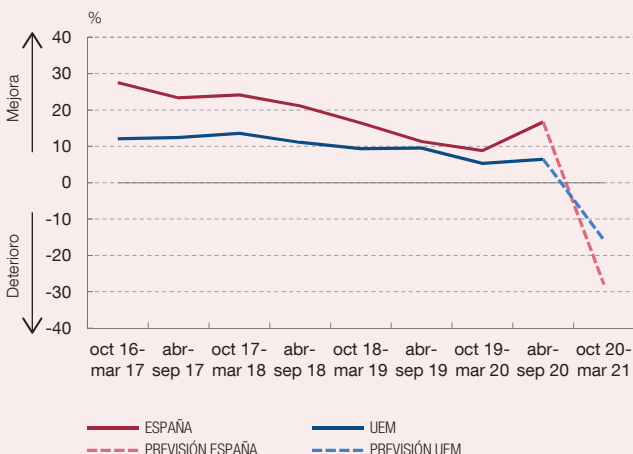


Gráfico 5
PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)

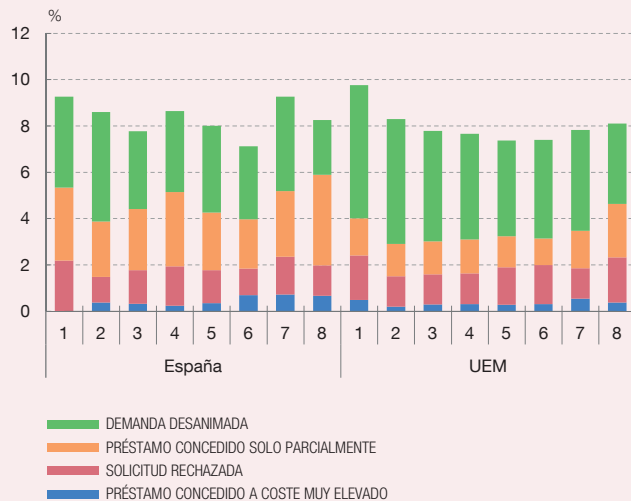
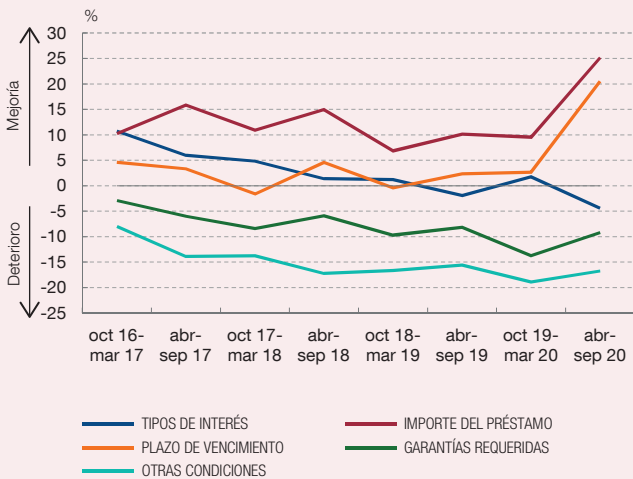


Gráfico 6
EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS. ESPAÑA (c)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Porcentaje de las empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.
- b Este indicador recoge la proporción de las sociedades que se encuentran en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas; aquellas a las que les fueron concedidos los fondos, pero solo parcialmente; sociedades a las que se otorgó el préstamo, pero a un coste considerado por ellas como muy elevado, y sociedades que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían (demanda desanimada). Los números del eje horizontal representan las rondas de la encuesta, correspondiendo el 1 al período de octubre de 2016 a marzo de 2017 y el 8 al período de abril a septiembre de 2020.
- c Porcentaje de las empresas que señalan una mejora de las condiciones (descenso de tipos de interés, aumento de importes y de plazos, y disminución de garantías y de otras condiciones requeridas) menos porcentaje de las empresas que señalan un deterioro de dichas condiciones.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ACCESO DE LAS PYMES ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE ACUERDO CON LA ENCUESTA SEMESTRAL DEL BCE (cont.)

La mejoría en el acceso a la financiación se produjo a pesar del fuerte aumento en el porcentaje de pymes que consideraron que la situación económica general perjudicaba la obtención de nuevos créditos (un 47 %, 16 pp más que en el período anterior), y que el deterioro de su situación específica era un obstáculo para el acceso a la financiación bancaria (un 49 %, valor solo superado por el registrado en junio de 2009). En cambio, un 16 % de las pymes españolas siguió percibiendo una mejora de la disposición de las entidades a otorgar préstamos (2 pp más que seis meses antes y prácticamente el doble de lo registrado en la UEM) y un 8 % indicó un impacto favorable asociado al acceso a ayudas públicas a la financiación, incluyendo garantías, lo que supone el valor más alto registrado por este factor desde el inicio de esta encuesta, en 2009.

El porcentaje de pymes cuyas peticiones de financiación fueron rechazadas se situó en un 3 %, 1 pp menos que seis meses antes y 2 pp por debajo del registrado en el conjunto de la UEM. En esta misma línea, el indicador más amplio de dificultades para obtener préstamos bancarios¹ mostró una ligera mejoría, con un descenso de 1 pp en la proporción de compañías españolas que tuvieron este tipo de dificultades, hasta el 8 %, dato similar al de la UEM (véase gráfico 5).

Respecto a las condiciones de financiación, el porcentaje neto de empresas que informaron de un aumento en los tipos de interés fue del 4 % (véase gráfico 6). Además, las pymes apreciaron de nuevo, en términos netos, un endurecimiento de las garantías requeridas y de otras condiciones de los préstamos distintas de la cuantía y del plazo. Sin embargo, siguió siendo claramente positiva la proporción neta de compañías que señalaron un aumento tanto de la cuantía de los préstamos (un 25 %) como de

los plazos de vencimiento (un 20 %), porcentajes, en ambos casos, muy superiores a los de la ronda previa (10 % y 3 %, respectivamente). Esta última evolución estaría previsiblemente vinculada con las favorables condiciones de los préstamos concedidos en el marco del programa de avales públicos².

En resumen, la última edición de la SAFE muestra que, entre abril y septiembre de 2020, la situación económica de las pymes españolas se deterioró considerablemente, y de forma algo más intensa que lo observado en el conjunto de la UEM, debido al fuerte impacto de la pandemia de Covid-19. No obstante, en un contexto en el que crecieron las solicitudes de préstamos bancarios, el acceso de las pymes españolas a la financiación externa continuó mejorando y las condiciones de financiación se mantuvieron favorables, evolución que se explicaría en gran medida por el impacto positivo asociado a las líneas de avales públicos.

De cara a los próximos meses, un porcentaje neto elevado de las pymes de nuestro país (el 28 %, dato superior al del conjunto de la UEM, un 16 %) prevé que, para el período comprendido entre octubre de 2020 y marzo de 2021, podría producirse un importante deterioro en su acceso a la financiación bancaria. Este resultado, no obstante, podría estar influido, al menos en parte, por el hecho de que las empresas encuestadas no han podido tener en cuenta en sus respuestas el posible impacto positivo sobre su acceso a la financiación que se derivaría del RD 34/2020, aprobado el 17 de noviembre (con posterioridad a la realización de esta encuesta), que prolonga hasta junio de 2021 el plazo para poder solicitar préstamos avalados por el Estado, con unos plazos de vencimiento y de carencia más elevados que los de la primera línea de avales.

1 Este indicador recoge alguna de las siguientes situaciones: peticiones de fondos que fueron rechazadas; fondos que fueron concedidos, pero solo parcialmente; la petición fue aceptada, pero a un coste considerado por las empresas como muy elevado, y aquellos casos en los que las empresas no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían.

2 Para más detalles, véase el recuadro 1, "El papel del programa de avales públicos en el dinamismo reciente del crédito a autónomos y a empresas no financieras", de «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

EL COMERCIO INTERNACIONAL DE PRODUCTOS MÉDICOS DURANTE LA PANDEMIA DE COVID-19

Coral García, César Martín y Francesca Viani

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 14 de diciembre

Como consecuencia de la pandemia de Covid-19, la demanda de productos médicos ha aumentado de forma muy significativa durante los últimos meses a escala global, lo que ha tenido su reflejo en los flujos comerciales internacionales¹. Así, entre enero y julio de este año el comercio mundial de productos médicos se incrementó un 7,5% con respecto al mismo período de 2019, aumento que fue especialmente acusado en el caso de los dispositivos de protección individual (un 36%) y de los medicamentos (un 6%) (véase gráfico 1.1). Todo ello en un contexto en el que un gran número de países han establecido medidas de política comercial, frecuentemente de carácter temporal, para limitar las exportaciones de este tipo de bienes o para liberalizar sus importaciones (véase gráfico 1.2)².

El impacto de estas dinámicas en la balanza comercial de las principales economías mundiales ha sido profundamente asimétrico. Así, por ejemplo, entre febrero y julio el saldo acumulado de 12 meses relacionado con el comercio internacional de productos médicos pasó en China de un déficit de 800 millones de dólares a un superávit de 36.000 millones de dólares —lo que explicaría un 64% del aumento en el superávit comercial de bienes de este país registrado en el mismo período—; en cambio, se deterioró un 20% en Estados Unidos —dinámica que habría incrementado en 2,2 puntos porcentuales (pp) la tasa de crecimiento del déficit comercial de bienes estadounidense entre febrero y julio— y un 10,5% en la Unión Europea (UE) —lo que habría minorado en 6 pp la tasa de crecimiento del saldo comercial de bienes de la UE durante este período—.

En el caso de España, las importaciones de productos médicos también se incrementaron en mayor medida que las exportaciones de este tipo de bienes en los nueve primeros meses del año (un 23,5% y un 10,5%, respectivamente, en tasa interanual y en términos nominales), lo que elevó el saldo deficitario de nuestra economía en esta rúbrica un 55%, hasta los 6.900 millones de euros, aproximadamente un 62% del déficit comercial español —porcentaje muy superior al que suponía en 2019, un 19%— (véase gráfico 1.3). Estas dinámicas contrastan de manera muy significativa con las

observadas durante el mismo período en el resto de los intercambios de bienes de España con el exterior, que mostraron caídas acusadas tanto en las importaciones como en las exportaciones y una mejora del saldo comercial (véase gráfico 1.4).

El resto del recuadro presenta algunas de las principales características del mercado internacional de productos médicos, que ayudan a entender la heterogeneidad en las dinámicas comerciales por países descritas anteriormente. En primer lugar, este es un mercado significativamente concentrado, y un número muy reducido de países son responsables de la mayor parte de las exportaciones a escala global. En particular, en cada una de las categorías de productos médicos los cinco mayores proveedores son responsables de más del 50% del total de las exportaciones mundiales (véase gráfico 2.1). Esto implica una concentración mayor que la del conjunto de las manufacturas e incluso por encima de la observada en la industria del automóvil, conocida por su elevado nivel.

A pesar de lo anterior, una segunda característica del mercado de productos médicos es que los principales proveedores de estos varían significativamente de una categoría a otra. Así, por ejemplo, en 2019 Suiza, Alemania y Bélgica eran los mayores exportadores de medicamentos a escala mundial, mientras que Estados Unidos lideraba las exportaciones de suministros e instrumentos médicos, y China lo hacía en cuanto a los dispositivos de protección individual (véase gráfico 2.2).

Por último, cabe destacar que, incluso dentro de una misma categoría de productos médicos, ningún país es completamente autosuficiente, pues existe un alto grado de comercio intraindustrial. En efecto, los países que son los mayores exportadores de un determinado tipo de producto también suelen encontrarse entre los mayores importadores de este (véanse gráficos 2.2 y 2.3). En el mismo sentido apunta un índice de comercio intraindustrial que compara el volumen de exportaciones e importaciones que realizan distintos países para un subconjunto de productos médicos relacionados con la pandemia de Covid-19³. Este índice alcanza su máximo, igual a 1, cuando en esta categoría de bienes las

1 A efectos de este recuadro se emplea la clasificación de productos médicos elaborada por la Organización Mundial del Comercio (OMC). Véase OMC (2020), «Trade in medical goods in the context of tackling COVID-19», WTO Information Note.

2 Véase A. Espitia, N. Rocha y M. Ruta (2020), *A pandemic trade deal. Trade and policy cooperation on medical goods*, Banco Mundial.

3 Para más detalles sobre este ejercicio, véase OECD (2020), «Trade interdependencies in Covid-19 goods», OECD Policy Responses to Coronavirus.

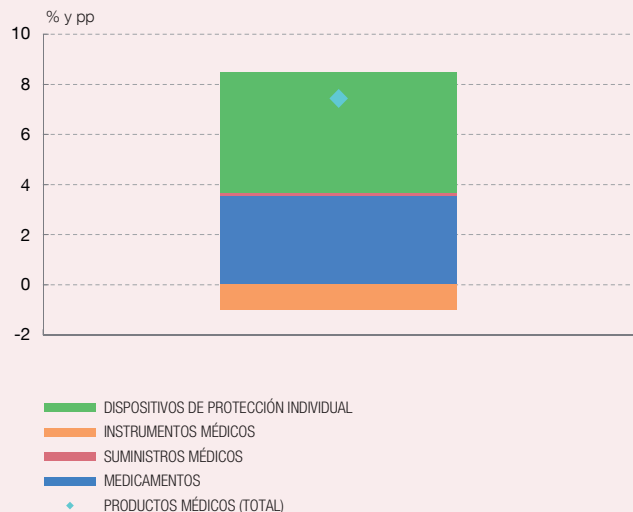
EL COMERCIO INTERNACIONAL DE PRODUCTOS MÉDICOS DURANTE LA PANDEMIA DE COVID-19 (cont.)

exportaciones de un país son iguales a sus importaciones. Como se puede apreciar en el gráfico 2.4, incluso los mayores exportadores de productos médicos —por ejemplo, Estados Unidos, China y Alemania— necesitan importar grandes cantidades del mismo tipo de bienes.

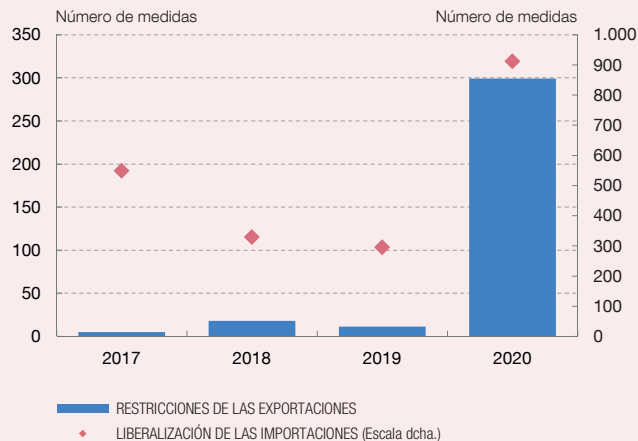
En cuanto a España, el índice de interdependencia de nuestra economía en el comercio internacional de los productos médicos más relacionados con la pandemia de Covid-19 es relativamente elevado, si bien inferior al registrado en otras de las principales economías del área

Gráfico 1
EVOLUCIÓN RECIENTE DEL COMERCIO INTERNACIONAL DE PRODUCTOS MÉDICOS

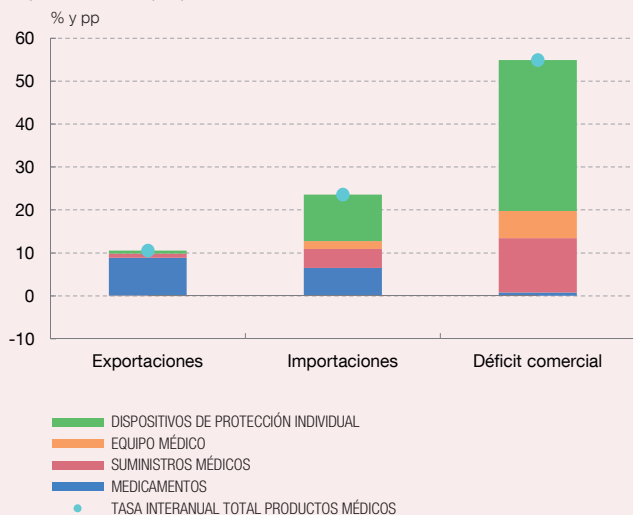
1 VARIACIÓN INTERANUAL EN LOS FLUJOS COMERCIALES DE PRODUCTOS MÉDICOS (ENERO-JULIO) (a)



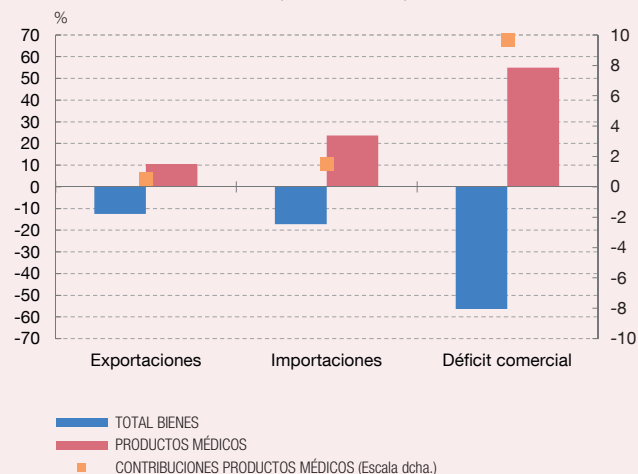
2 MEDIDAS DE POLÍTICA COMERCIAL QUE AFECTAN AL COMERCIO DE PRODUCTOS MÉDICOS (b)



3 EVOLUCIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR DE PRODUCTOS MÉDICOS. ESPAÑA
Tasas de variación interanual en el período enero-septiembre de 2020 y contribuciones por productos



4 EVOLUCIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA: PRODUCTOS MÉDICOS Y TOTAL BIENES
Tasas de variación interanual en el período enero-septiembre 2020



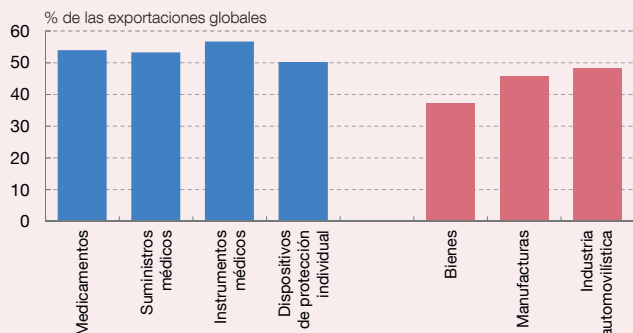
FUENTES: UN Comtrade, Eurostat, Global Trade Alert, Organización Mundial del Comercio, Departamento de Aduanas y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

- a Los datos se refieren al conjunto de países para los que esta información está disponible en las estadísticas de UN Comtrade y Eurostat. Dichos países representan en torno al 70 % del comercio mundial. Los flujos comerciales de China se calculan a partir de los flujos bilaterales reportados por sus socios comerciales.
- b Número de medidas adoptadas entre enero y noviembre de 2020 según el código HS4 de la clasificación de productos médicos de la OMC.

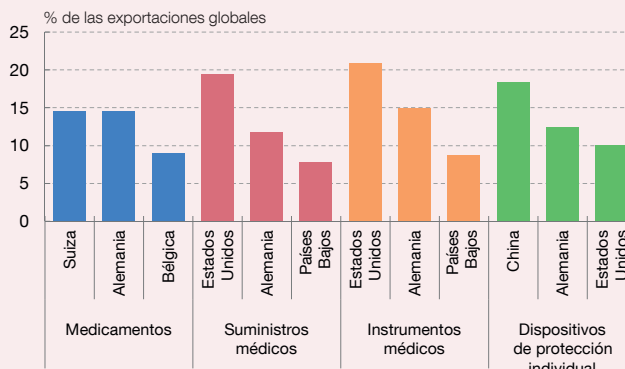
EL COMERCIO INTERNACIONAL DE PRODUCTOS MÉDICOS DURANTE LA PANDEMIA DE COVID-19 (cont.)

Gráfico 2
ESTRUCTURA DEL COMERCIO INTERNACIONAL DE PRODUCTOS MÉDICOS

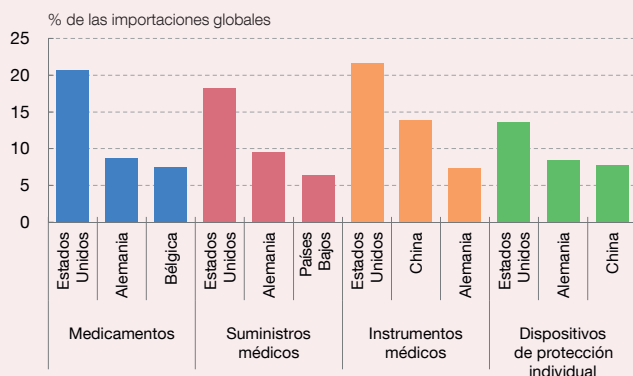
1 CONCENTRACIÓN DE LAS EXPORTACIONES (a)
Exportaciones de los cinco mayores exportadores



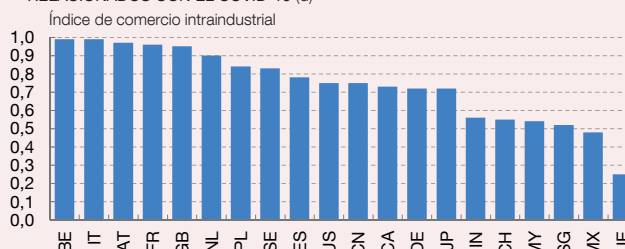
2 MAYORES EXPORTADORES DE PRODUCTOS MÉDICOS (b)



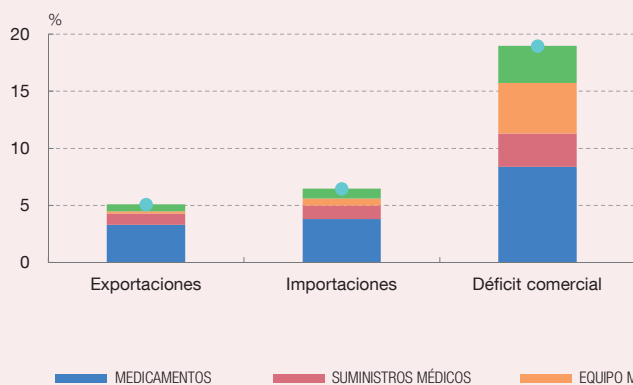
3 MAYORES IMPORTADORES DE PRODUCTOS MÉDICOS (c)



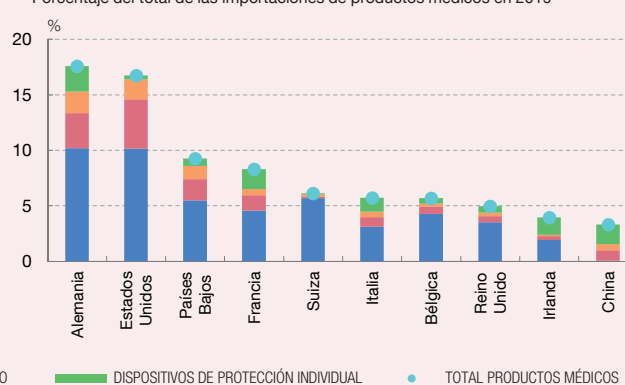
4 INTERDEPENDENCIA EN EL COMERCIO DE PRODUCTOS MÉDICOS RELACIONADOS CON EL COVID-19 (d)



5 COMERCIO EXTERIOR DE PRODUCTOS MÉDICOS. ESPAÑA
Porcentajes en el comercio exterior de bienes de 2019



6 IMPORTACIONES ESPAÑOLAS DE PRODUCTOS MÉDICOS: PRINCIPALES PROVEEDORES Y CATEGORÍAS
Porcentaje del total de las importaciones de productos médicos en 2019



FUENTES: UN Comtrade, Eurostat, Global Trade Alert, Organización Mundial del Comercio, Departamento de Aduanas y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

- a Datos de 2019. Manufacturas e industria automovilística: datos de 2018. Clasificación de productos médicos de la OMC, por código HS6.
- b Datos de 2019. Clasificación de productos médicos de la OMC, por código HS6.
- c Datos de 2019. Clasificación de productos médicos de la OMC, por código HS6.
- d Datos de 2018. Clasificación de productos médicos relacionados con el Covid-19 del WCO, por código HS6.

EL COMERCIO INTERNACIONAL DE PRODUCTOS MÉDICOS DURANTE LA PANDEMIA DE COVID-19 (cont.)

del euro, como Francia o Italia. En este sentido, cabe destacar que, a pesar de que la mayor parte de las exportaciones españolas de productos médicos de 2019 se produjeron en la categoría de medicamentos, las importaciones de estos mismos productos fueron incluso superiores (véase gráfico 2.5). Además, en línea con la evidencia internacional mencionada anteriormente, las importaciones españolas de productos médicos están concentradas en un número relativamente reducido de países proveedores, con un peso particularmente elevado de Estados Unidos y Alemania en la provisión de medicamentos y suministros médicos, y de Alemania, Francia y China en las compras de equipos de protección personal (véase gráfico 2.6).

En resumen, el aumento de la demanda de productos médicos que se ha producido en los últimos meses como consecuencia de la pandemia de Covid-19 ha provocado

un incremento muy significativo de los flujos comerciales internacionales de este tipo de productos. Al tratarse de una industria particularmente concentrada, dichos flujos han tenido un impacto sobre el saldo comercial de los distintos países muy heterogéneo. En el caso de España, el saldo deficitario en el comercio internacional de productos médicos que nuestra economía ha venido registrando en los últimos años se habría incrementado de forma notable en la parte transcurrida de 2020, si bien este aún tendría un peso relativamente menor en términos del producto agregado de la economía. Desde el punto de vista de la política económica, el hecho de que a escala global exista un elevado grado de interdependencia en las exportaciones y las importaciones de productos médicos aconseja la adopción de políticas comerciales coordinadas que rehúyan estrategias no cooperativas que restrinjan o dificulten los intercambios comerciales de este tipo de productos.

DINÁMICAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA

Isabel Sánchez

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 17 de diciembre

Al igual que ha sucedido con otras muchas variables macroeconómicas (por ejemplo, con el PIB, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas o el empleo), la evolución —e incluso la medición— de la inflación en España y a escala mundial se ha visto significativamente afectada en los últimos meses por la pandemia de Covid-19 y por las medidas que se han desplegado para contenerla.

En primavera, poco después de la expansión del virus a escala global, un gran número de gobiernos tomó la decisión de cerrar aquellas actividades consideradas no esenciales al objeto de limitar la propagación de la pandemia. Desde un punto de vista meramente estadístico, esta decisión trastocó de forma muy significativa la elaboración de los índices de precios de consumo por parte de las oficinas estadísticas nacionales, en la medida en que las restricciones impuestas hicieron que dejara de ser posible la adquisición (y, por tanto, la recogida de precios) de un amplio conjunto de bienes y servicios de consumo (de forma señalada, los servicios culturales y los de alojamiento, los vuelos o los paquetes turísticos). La respuesta dada por el Instituto Nacional de Estadística en España consistió, siguiendo las recomendaciones de Eurostat, en imputar para estos productos una tasa de variación intermensual similar a la del mismo mes del año anterior, de forma que la tasa interanual de estos precios permaneció prácticamente estable.

Más allá de los sesgos que puedan derivarse de esta imputación, la pandemia también habría influido en la calidad de la señal que proviene de los índices de precios de consumo por otra vía, relacionada con la profunda transformación en los patrones de consumo de los hogares. Estos cambios no son recogidos en los indicadores de inflación habituales, en los que las ponderaciones solamente se actualizan una vez al año, al inicio de este. La ausencia de actualización en tiempo real de los pesos de las distintas categorías de bienes y servicios habría conducido, según han documentado algunos trabajos, a una infraestimación de la inflación¹. En concreto, la diferencia, en el período marzo-mayo de 2020, entre

la tasa de inflación calculada con un índice reponderado según los pesos efectivos en cada momento y la obtenida a partir del índice habitual se estima entre 0,09 puntos porcentuales (pp) y 0,36 pp, según la metodología empleada, en el caso de España. Por ejemplo, hay que tener en cuenta que determinados productos, cuyo consumo no se vio afectado por el confinamiento, como los alimentos, fueron precisamente los que registraron aumentos de precios más acusados en esos meses.

Al margen de estas cuestiones estadísticas, la senda descendente que la inflación ha mostrado en los últimos meses en nuestro país pone claramente de manifiesto que, en términos netos, el impacto combinado de distintos factores de oferta y demanda provocados por la pandemia ha resultado ampliamente desinflacionario (véase gráfico 1). En este sentido, aunque el estallido de la crisis sanitaria suscitó la posibilidad de que pudieran producirse importantes disrupciones en las cadenas de suministros, que ejercieran una notable presión alcista sobre la inflación, dichas disrupciones no han sido lo suficiente intensas o persistentes para verse reflejadas, con carácter general, en una aceleración significativa de los precios.

Un análisis de los distintos indicadores de presiones inflacionistas utilizados por el Banco de España permite valorar con mayor detalle algunos de los canales que están condicionando la evolución reciente de la inflación en nuestro país². En el gráfico 2 se representan los valores de varios de estos indicadores en febrero de 2020 —justo antes de la pandemia— y según el dato más reciente (que se corresponden con los círculos rojos y los cuadrados azules, respectivamente), junto con los niveles históricos. En particular, se aprecia un descenso muy acusado de las presiones inflacionistas como consecuencia del mayor grado de holgura en la economía. Al mismo tiempo, otros factores internos y externos estarían ejerciendo una menor presión sobre los precios. Así, por ejemplo, en línea con la ausencia de disrupciones significativas en las cadenas globales de valor, no se observan signos de presiones inflacionistas en los precios importados. Además, las presiones inflacionistas derivadas de las expectativas de inflación también se habrían moderado

1 Véanse, por ejemplo, Reinsdorf (2020), *Covid-19 and the CPI: Is inflation underestimated?*, IMF Working Paper, WP/20/224; Cavallo (2020), *Inflation with covid consumption baskets*, NBER Working Paper 27352, y Banco Central Europeo (2020), *Consumption patterns and inflation measurement issues during the COVID-19 pandemic*, recuadro del *Boletín Económico*, 2020/11.

2 Para un mayor detalle sobre estos indicadores, véase L. J. Álvarez e I. Sánchez (2018), «Indicadores sintéticos de presiones inflacionistas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España.

DINÁMICAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA (cont.)

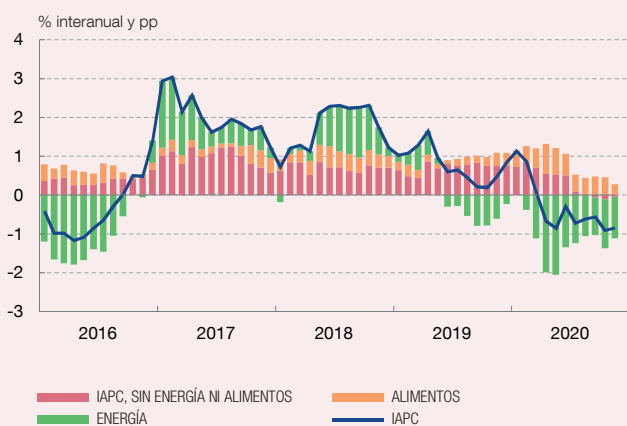
en los últimos meses, especialmente en el caso de las correspondientes a las empresas y a los consumidores.

Por su relevancia para las dinámicas agregadas de precios, resulta útil destacar tres partidas concretas. La primera de ellas es la de los bienes energéticos. El fuerte impacto contractivo que la pandemia ha supuesto sobre la actividad económica global ha provocado un acusado descenso de la demanda mundial de petróleo y de sus derivados, que en abril llevó el precio del crudo a mínimos no alcanzados en los treinta últimos años. En la medida

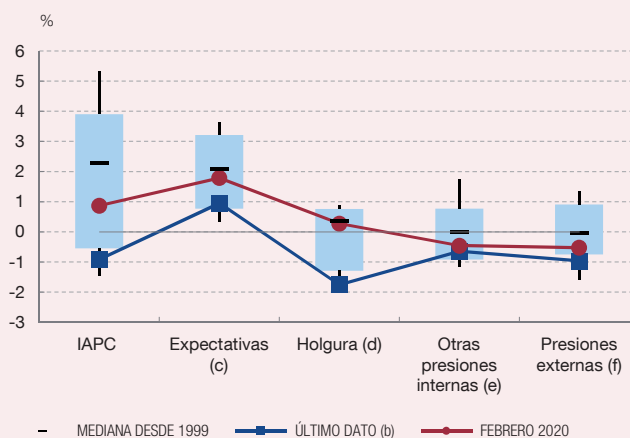
en que la recuperación reciente del precio del petróleo es aún muy incompleta, este factor ha sido uno de los principales responsables de la acusada desaceleración del componente energético del IAPC en los últimos meses.

En segundo lugar, y en sentido contrario, como ya se ha apuntado, destaca la dinámica reciente de los precios de los alimentos. Durante el estado de alarma tuvo lugar en España una aceleración en los precios de la mayoría de los alimentos frescos y de algunos procesados. Estos

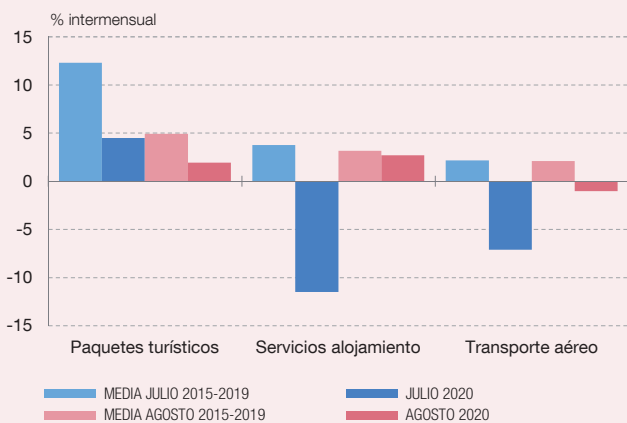
1 ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



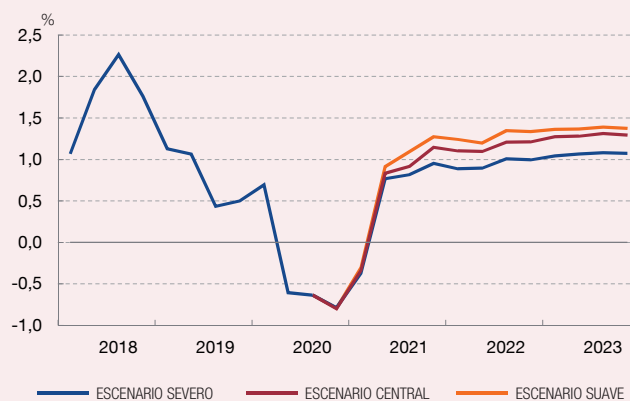
2 INDICADORES DE PRESIONES DE INFLACIÓN (a)



3 EVOLUCIÓN INTERMENSUAL DEL IAPC DE TURISMO



4 IAPC GENERAL. PREVISIONES DEL BANCO DE ESPAÑA DE DICIEMBRE DE 2020



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

- a Véase Álvarez y Sánchez (2018) para una descripción de los indicadores sintéticos de presiones inflacionistas.
- b Mensual: octubre de 2020; trimestral: tercer trimestre de 2020; diario: 2 de diciembre de 2020.
- c Expectativas de inflación de predictores profesionales, empresas, consumidores y obtenidas a partir de swaps de inflación.
- d Incluye *output gap*, utilización de la capacidad productiva, tasa de paro, variación intertrimestral de la tasa de paro, medida de la brecha de desempleo (*recession gap*) y variación intertrimestral del PIB y del consumo privado.
- e Incluye costes laborales, márgenes empresariales y precios de producción interior.
- f Precios de bienes importados: productos finales, bienes intermedios y materias primas.

incrementos de precios estuvieron asociados, en parte, a aumentos de la demanda de los hogares y, también, a algunos factores de oferta relacionados con la recolección y el transporte de los alimentos perecederos. En todo caso, estas dinámicas han sido relativamente transitorias y, en los últimos meses, los precios de los alimentos han moderado su ritmo de crecimiento interanual, registrando tasas de avance similares a las observadas antes de la pandemia.

En tercer lugar, los precios de los servicios vinculados a la actividad turística. El hecho más significativo en cuanto a la evolución reciente de la inflación ha sido el acusado descenso de la inflación subyacente registrado desde el mes de julio. A este descenso han contribuido principalmente los precios de los servicios, y, dentro de ellos, sin lugar a dudas, el factor más determinante ha sido la intensa desaceleración de los precios de los servicios vinculados a la actividad turística, que ha sufrido un desplome sin precedentes desde el comienzo de la pandemia³. En particular, los precios de los paquetes turísticos se incrementaron en julio (temporada alta) casi un tercio de lo habitual respecto al mes de junio (un 4,5 %,

frente a un 12,3% en el promedio de 2015-2019) (véase gráfico 3)⁴. Asimismo, los precios de los servicios de alojamiento registraron un descenso intermensual por primera vez en un mes de julio, cayendo un 11,5 %, frente a un aumento medio del 4 % en los cuatro últimos años.

De cara a los próximos trimestres, en la medida en que se espera que el acusado impacto negativo que la pandemia de Covid-19 y las medidas de contención asociadas han tenido sobre la actividad económica agregada sea relativamente persistente, es previsible que las tasas de inflación se mantengan en niveles muy reducidos y solo exhiban una recuperación muy gradual a medida que se disipe la aportación negativa del componente energético y la inflación subyacente recupere un cierto pulso, en línea con la actividad (véase gráfico 4). Con todo, no pueden descartarse ciertos riesgos a la baja sobre estas previsiones, derivados, entre otros factores, de una recuperación económica más lenta que la prevista tanto en España como a escala global, de un posible desanclaje de las expectativas de inflación o de efectos más persistentes de la crisis sobre algunos servicios, como los vinculados al turismo, a la hostelería y al ocio.

3 La tasa interanual del componente de servicios descendió 1,3 pp entre junio y julio, y la desaceleración de las partidas relacionadas con el turismo contribuyó con 0,9 pp a ese descenso.

4 Aunque estas tasas pudieron verse distorsionadas por el cambio que supuso la disponibilidad de datos en julio, tras la imputación de los precios en los meses anteriores, los acusados descensos interanuales de las partidas relacionadas con el turismo ponen de manifiesto la importante incidencia de la pandemia y de las medidas de contención sobre estas ramas de actividad.

LA SITUACIÓN LABORAL DE LOS LICENCIADOS UNIVERSITARIOS EN ESPAÑA: COMPARACIÓN CON EL ÁREA DEL EURO

Brindusa Anghel, Sergio Puente y Ana Regil

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 24 de noviembre

La literatura económica ha enfatizado a menudo el papel que la educación universitaria desempeña a la hora de explicar las diferencias entre países, en términos del crecimiento económico y del nivel y ritmo de avance de la productividad, y, entre individuos, respecto a los niveles salariales o a la disponibilidad de oportunidades laborales¹. Sin embargo, las diversas titulaciones universitarias se benefician en distinta medida de estas ventajas². Además, puede ocurrir que haya un desacoplamiento entre la oferta y la demanda de cada titulación específica. De hecho, en el caso español, algunos análisis recientes han destacado la existencia de un notable desajuste entre las titulaciones más demandadas por el alumnado y las más solicitadas por los empleadores³. Dado que la tasa de paro de los universitarios españoles con edades comprendidas entre 30 y 34 años fue en 2018 de aproximadamente el doble que la de sus homólogos europeos, cabe preguntarse hasta qué punto esa diferencia puede explicarse por la distinta especialización de los universitarios españoles en cuanto a las titulaciones escogidas.

Los gráficos 1 y 2 describen la distribución de los universitarios por campos de especialización para España y el área del euro en 2006 y 2018. La elección de esos dos años resulta útil para analizar los posibles cambios que se hayan producido en el período más reciente.

Como puede apreciarse, tanto en España como en el área del euro, las ciencias sociales y jurídicas constituyen el grupo de titulaciones más frecuente entre los individuos de entre 30 y 34 años con estudios universitarios, con un peso que ronda un tercio del total. Les siguen los campos relacionados con la ingeniería y con la sanidad. A pesar de estos patrones similares, hay algunas diferencias entre España y la zona del euro. En particular, la proporción de

universitarios en las carreras de educación, tecnologías de la información y la comunicación (TIC), servicios y sanidad es mayor en España. Por el contrario, las carreras relacionadas con las ciencias sociales y el derecho, las ingenierías y las artes tienen un menor peso en nuestro país. Cabe destacar, además, que esas diferencias eran mucho menores en 2006, de modo que esta distinta especialización de los universitarios españoles ha aparecido tras la crisis financiera iniciada en 2008, habiéndose observado, desde entonces, en nuestro país un aumento de los titulados en las ramas de educación, TIC, servicios y sanidad, en detrimento de quienes lo hicieron en ciencias sociales y derecho, artes y humanidades e ingeniería y construcción.

La distribución por campos de especialización también muestra importantes diferencias por género. Como puede observarse en los gráficos 7 y 8, los hombres suponen una gran mayoría de los titulados universitarios de ingeniería y TIC. En el otro extremo se sitúan sanidad y educación, donde las mujeres representan más de dos tercios del total de licenciados. Estas diferencias son muy similares a las observadas en la zona del euro, tanto en 2018 como en 2006.

Por consiguiente, la elevada tasa de desempleo de los titulados universitarios españoles en relación con la del área del euro no parece deberse, aparentemente, a la distinta especialización por tipo de carrera. De hecho, la tasa de paro de los licenciados españoles fue en 2018 mucho más alta para todas las titulaciones, con la excepción de artes, humanidades e idiomas (véanse gráficos 3 y 4).

Para determinar con mayor precisión el poder explicativo de la distinta especialización de los individuos con estudios universitarios en España, tiene interés la

1 Con respecto a la importancia de la educación terciaria para el crecimiento de la economía, véanse, por ejemplo, J. Vanderbussche, P. Aghion y C. Meghir (2006), «Growth, distance to frontier and composition of human capital», *Journal of Economic Growth*, 11(2), pp. 97-127; P. Aghion y P. W. Howitt (2008), *The economics of growth*, MIT Press, y E. A. Hanushek (2016), «Will more higher education improve economic growth?», *Oxford Review of Economic Policy*, 32(4). También desde la perspectiva individual, el disponer de titulación universitaria suele asociarse con mejores resultados laborales. La referencia P. Oreopoulos y U. Petronijevic (2013), *Making College Worth it: a Review of Research on the Returns to Higher Education*, NBER Working Paper n.º 19053, resume parte de esta literatura.

2 A modo de ejemplo de estas diferencias, según la EPA, el salario mensual medio percibido en 2018 por los trabajadores con estudios universitarios relacionados con los servicios personales, como seguridad u hostelería, era de 2.063 euros mensuales, frente a 2.934 en el caso de la ingeniería.

3 A partir de los datos de inserción laboral por campos de estudio [cuadro 17 del proyecto U-Ranking 2020, F. Pérez y J. Aldás (2020), *U Ranking 2020: indicadores sintéticos de las universidades españolas*, Fundación BBVA - IVE 8.ª edición], se puede observar que existe una correlación prácticamente nula (3 %) entre la distribución de titulaciones de los universitarios que finalizaron sus estudios en el curso académico 2013-2014 y la tasa de afiliación a la Seguridad Social en cada una de esas actividades en 2018. En concreto, el 30 % de los universitarios había escogido una carrera que, al término de sus estudios, presentaba una tasa de afiliación inferior a la tasa media del 71 % entre los distintos campos de estudio.

LA SITUACIÓN LABORAL DE LOS LICENCIADOS UNIVERSITARIOS EN ESPAÑA: COMPARACIÓN CON EL ÁREA DEL EURO (cont.)

realización de un ejercicio hipotético o contrafactual simple, consistente en calcular una tasa de paro del conjunto de individuos con titulación superior en nuestro país a partir de las tasas de paro de cada titulación individual y la distribución de estas observada en el área

del euro (véase cuadro 1). La comparación de esta tasa de paro ficticia con la observada mide hasta qué punto la distinta especialización universitaria podría explicar las diferencias observadas frente a la tasa de desempleo en el área del euro⁴. El resultado obtenido es que la tasa

Gráfico 1
POBLACIÓN 30-34 AÑOS CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS, POR TITULACIONES, ESPAÑA Y ÁREA DEL EURO. 2006

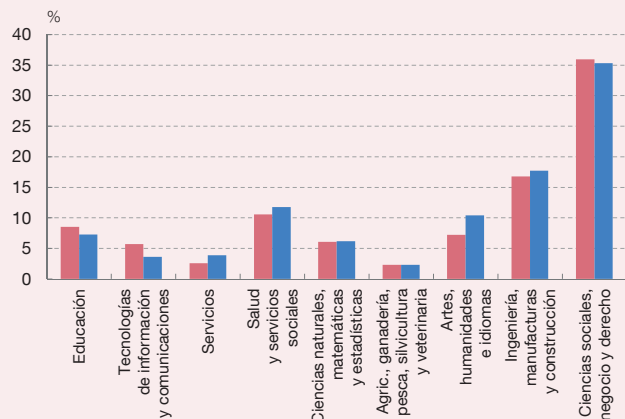


Gráfico 2
POBLACIÓN 30-34 AÑOS CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS, POR TITULACIONES, ESPAÑA Y ÁREA DEL EURO. 2018

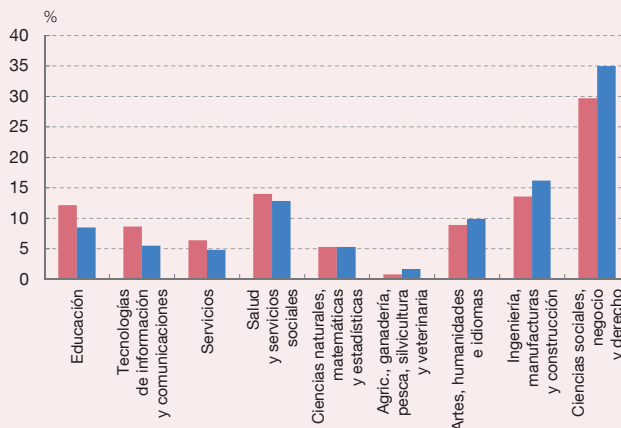


Gráfico 3
TASA DE PARO POBLACIÓN CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS 30-34 AÑOS, POR TITULACIONES. 2006

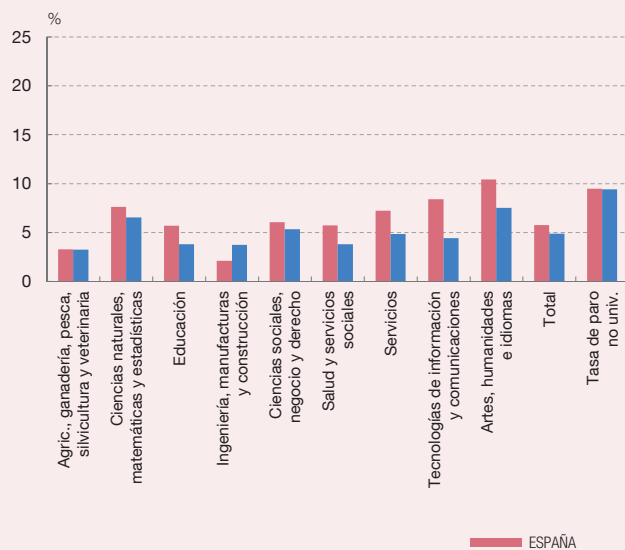
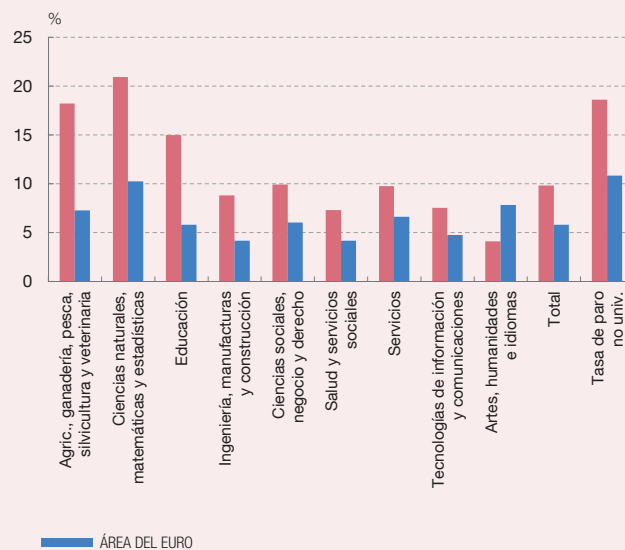


Gráfico 4
TASA DE PARO POBLACIÓN CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS 30-34 AÑOS, POR TITULACIONES. 2018



FUENTE: Eurostat (*Labor Force Survey*).

4 El análisis hace abstracción de consideraciones como la posibilidad de cobertura de desequilibrios entre la oferta nacional de licenciados y la demanda de estos en cada uno de los campos de especialización a través del distinto tamaño de los flujos de titulados inmigrantes. En todo caso, no parece observarse una correlación clara, por ramas, entre la proporción de titulados extranjeros dentro del total de licenciados de la rama y las diferencias en el peso de esa titulación dentro del total de titulaciones con respecto al área del euro.

LA SITUACIÓN LABORAL DE LOS LICENCIADOS UNIVERSITARIOS EN ESPAÑA: COMPARACIÓN CON EL ÁREA DEL EURO (cont.)

de paro de los jóvenes universitarios españoles habría sido muy similar, tanto en 2006 como en 2018, si la distribución por especializaciones hubiera sido igual a la que se observa en el conjunto de la UEM.

Por género, la diferencia entre las tasas de paro de hombres y mujeres universitarios en España era de 1,9 puntos porcentuales (pp) en 2006, seis décimas más que en el área del euro. En 2018, la brecha entre las

tasas de desempleo por género se había reducido hasta 1,6 pp, una décima menos que en la UEM. El papel de la especialización es también distinto entre los dos años. Así, en 2018, en el caso hipotético de que la distribución por titulaciones en España hubiera sido idéntica a la del área del euro, la tasa de paro de los hombres sería mayor y la de las mujeres menor, hasta el punto de eliminarse las diferencias por género. Por el contrario, en 2006 las diferencias entre las tasas de paro por género en España

Gráfico 5
OCUPADOS CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS 30-34 AÑOS EN PUESTOS CUALIFICADOS, POR TITULACIONES. 2006

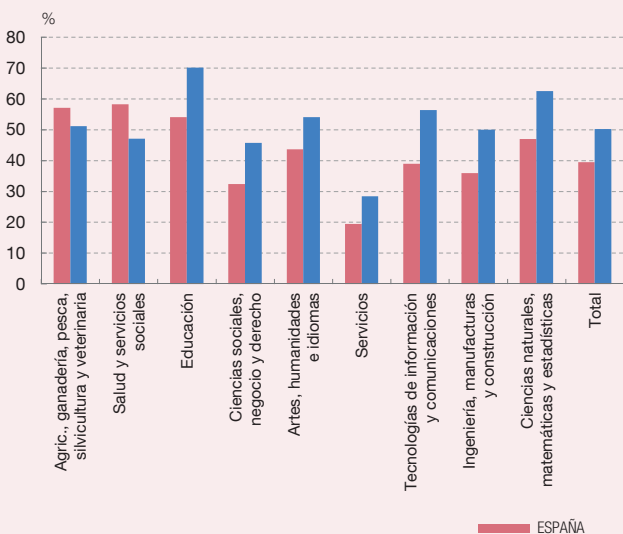


Gráfico 6
OCUPADOS CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS 30-34 AÑOS EN PUESTOS CUALIFICADOS, POR TITULACIONES. 2018

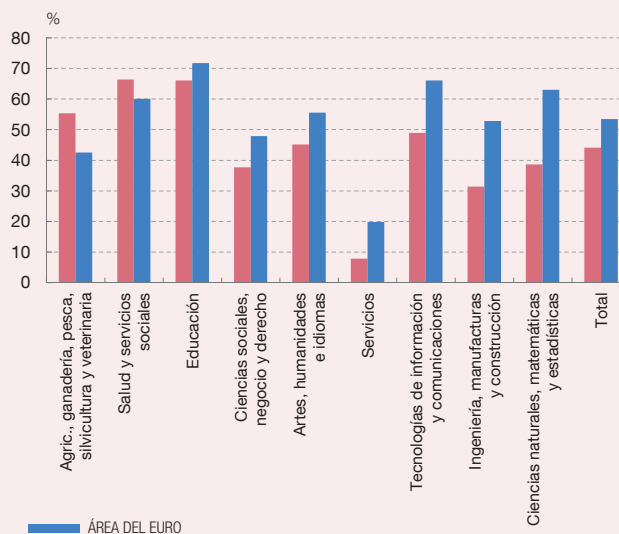


Gráfico 7
DIFERENCIA VARONES-MUJERES CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS 30-34 AÑOS, POR TITULACIONES. 2006

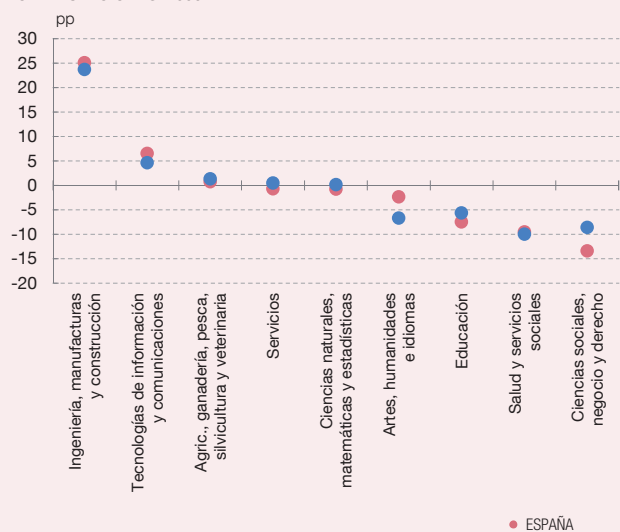
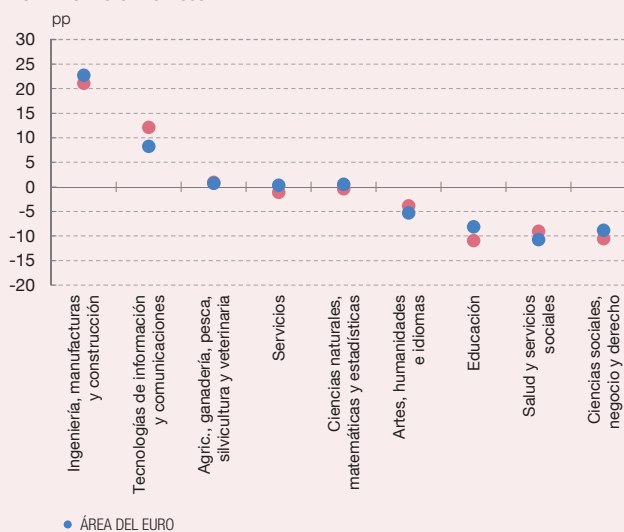


Gráfico 8
DIFERENCIA VARONES-MUJERES CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS 30-34 AÑOS, POR TITULACIONES. 2008



FUENTE: Eurostat (*Labor Force Survey*).

LA SITUACIÓN LABORAL DE LOS LICENCIADOS UNIVERSITARIOS EN ESPAÑA: COMPARACIÓN CON EL ÁREA DEL EURO (cont.)

eran ligeramente superiores cuando se calculan utilizando la distribución por titulaciones del área del euro.

Una medida de la calidad del sistema universitario es la proporción de titulados superiores que trabajan en puestos de elevada cualificación⁵. Como puede observarse en los gráficos 5 y 6, los jóvenes universitarios españoles trabajan en puestos de elevada cualificación en una proporción

menor que la europea. Pero, en este caso, las diferencias son mucho menores que las expuestas para la tasa de paro. Adicionalmente, no son homogéneas por campos de especialización. Así, en España hubo en 2018 una proporción más alta de trabajadores cualificados en agricultura y salud, siendo la diferencia atribuible a los hombres en el primer caso y a las mujeres en el segundo, mientras que en todas las demás especializaciones se

Cuadro 1

TASAS DE PARO, POBLACIÓN CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS DE 30-34 AÑOS. ESPAÑA Y ÁREA DEL EURO

	2006			2018		
	España (%)	Tasas de paro de España, distribución por titulaciones del área del euro (a) (%)	Área del euro (%)	España (%)	Tasas de paro de España, distribución por titulaciones del área del euro (a) (%)	Área del euro (%)
Todos	5,7	5,8	4,9	9,8	9,8	5,8
Varones	4,8	4,6	4,2	8,9	9,7	4,9
Mujeres	6,7	6,7	5,5	10,5	9,8	6,6

FUENTE: Eurostat (*Labor Force Survey*).

a Las tasas de paro de España están ponderadas por la distribución por titulación de los activos del área del euro.

Cuadro 2

PROPORCIÓN DE OCUPADOS CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS DE 30-34 AÑOS EN PUESTOS CUALIFICADOS (a). ESPAÑA Y ÁREA DEL EURO

	2006			2018		
	España (%)	Ocupados en puestos cualificados de España, distribución por titulaciones del área del euro (b) (%)	Área del euro (%)	España (%)	Ocupados en puestos cualificados de España, distribución por titulaciones del área del euro (b) (%)	Área del euro (%)
Todos	39,4	39,8	50,2	44,0	42,8	53,4
Varones	39,0	39,2	51,8	40,4	40,2	54,3
Mujeres	39,7	40,9	48,6	46,8	45,4	52,6

FUENTE: Eurostat (*Labor Force Survey*).

a Los puestos cualificados son las ocupaciones 1 y 2 de la clasificación internacional de ocupaciones ISCO: 1 Directores y gerentes; 2 Técnicos y profesionales científicos e intelectuales.

b La proporción de ocupados en puestos cualificados de España está ponderada por la distribución por titulación de los ocupados del área del euro.

5 En este análisis, los puestos de elevada cualificación se identifican con las ocupaciones de las categorías 1 y 2 de la clasificación internacional de ocupaciones ISCO: 1 Directores y gerentes; 2 Técnicos y profesionales científicos e intelectuales.

LA SITUACIÓN LABORAL DE LOS LICENCIADOS UNIVERSITARIOS EN ESPAÑA: COMPARACIÓN CON EL ÁREA DEL EURO (cont.)

registraron proporciones más bajas respecto a la zona del euro. En 2006, la situación era similar, con proporciones algo inferiores de trabajadores especializados en todas las carreras. La mejoría relativa entre ese año y 2018 proviene esencialmente de las mujeres, sin que la diferente especialización desempeñe un papel relevante en las diferencias con Europa, como muestra el cuadro 2, donde se construye una tasa ficticia de universitarios en puestos de trabajo cualificados, de la misma forma que la calculada para la tasa de paro. Si la distribución entre carreras fuera como la europea, el porcentaje de trabajadores cualificados entre los jóvenes universitarios sería muy similar, ligeramente superior en 2006 y ligeramente inferior en 2018.

La evidencia mostrada sugiere que la mayor incidencia del desempleo entre los universitarios españoles no responde a una elección de titulaciones más sesgada hacia aquellas con menores oportunidades laborales que en el conjunto del área del euro. En cambio, la menor cualificación, por término medio, de los trabajos desempeñados por los jóvenes licenciados españoles sugiere que su nivel de desempleo comparativamente mayor que el de sus homólogos del área del euro podría obedecer, entre otros factores, a una menor calidad de la educación superior. Asimismo, no se puede descartar la presencia de características estructurales de la economía que limitan la capacidad del mercado de trabajo para absorber adecuadamente los flujos de nuevos titulados superiores.

2 LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

La evolución de la segunda ola de la pandemia a escala global, el despliegue de nuevas medidas de contención en una gran mayoría de países y, más recientemente, las noticias sobre el desarrollo de tratamientos eficaces contra el Covid-19 han condicionado la evolución de los mercados financieros internacionales durante el cuarto trimestre

El cuarto trimestre ha estado marcado por varios eventos que han condicionado la evolución de los mercados financieros internacionales. Al principio del trimestre, la ausencia de grandes cambios en las políticas económicas adoptadas para mitigar el impacto de la pandemia y en las perspectivas macroeconómicas favoreció una cierta estabilidad en los mercados financieros mundiales. Sin embargo, a partir de la última semana de octubre, la adopción de nuevas medidas de confinamiento en Europa para atajar la incidencia de la segunda ola de la pandemia, unida a la incertidumbre que ha habido en Estados Unidos sobre la aprobación de un paquete de estímulo fiscal y el resultado de las elecciones presidenciales, propició una huida de los inversores hacia activos refugio y, con ello, caídas de los precios de los activos con riesgo. Estas dinámicas se revirtieron abruptamente tras el anuncio, el 9 de noviembre, de que una de las vacunas que se estaba desarrollando en los últimos meses contra el Covid-19 mostraba resultados muy prometedores. El anuncio desencadenó fuertes subidas en los índices bursátiles y repuntes en la rentabilidad de la deuda soberana de mayor calidad crediticia.

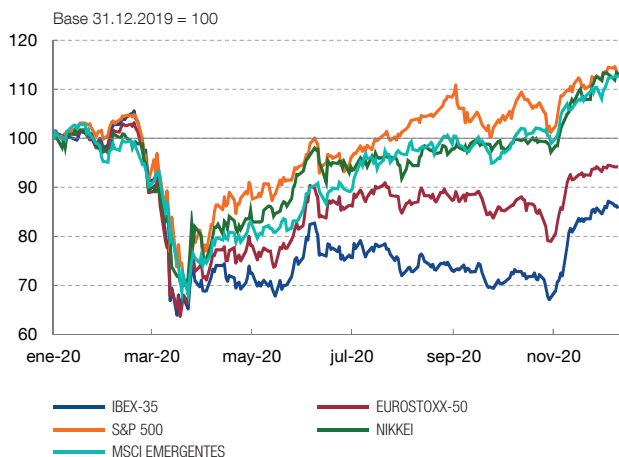
Los índices bursátiles que han mostrado una recuperación más intensa en el conjunto del trimestre son los que habían experimentado mayores caídas en los meses anteriores como consecuencia de la pandemia (véase gráfico 2.1). El índice S&P 500 ha superado durante el trimestre sus máximos históricos y, a fecha de cierre de este Informe, acumulaba una revalorización del 9,1 % respecto a los niveles de finales de septiembre. En Europa, el índice EURO STOXX 50, que cayó a finales de octubre hasta unos niveles similares a los observados a finales de mayo como consecuencia del empeoramiento de la situación sanitaria, repuntó posteriormente, y alcanzó una revalorización acumulada desde finales de septiembre del 10,3 %. En España, la ganancia del Ibex-35 durante el mismo período fue del 21,8 %, muy superior a la de los dos índices anteriores y a la del Nikkei japonés (15,4 %). Este índice también se vio impulsado, además de por los motivos ya descritos, por la firma de la Asociación Económica Integral Regional (RCEP, por sus siglas en inglés), un acuerdo de libre comercio entre las principales economías de Asia (para más detalles sobre este acuerdo, véase la sección 3 de este Informe). Con todo, a diferencia de lo que sucede con el índice de las bolsas de Estados Unidos, la mayoría de los selectivos europeos siguen situándose por debajo de los niveles previos al estallido de la pandemia.

Gráfico 2

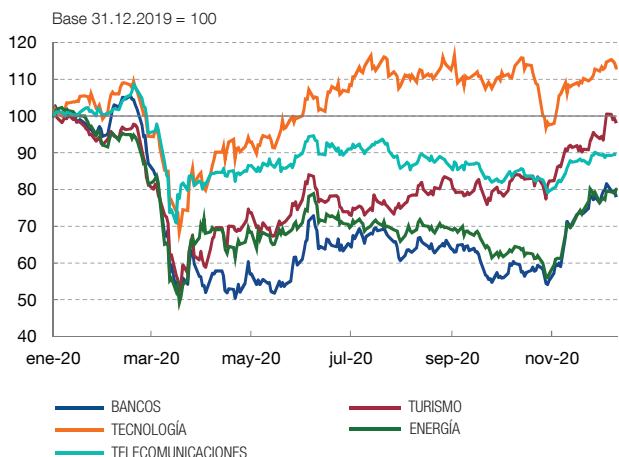
TRIMESTRE CARACTERIZADO POR LA FUERTE MEJORA DEL SENTIMIENTO DEL MERCADO TRAS EL HALLAZGO DE UNA VACUNA EFICAZ CONTRA EL COVID-19

Tras las caídas, de finales de octubre, asociadas al empeoramiento de la pandemia, el anuncio del hallazgo de una vacuna eficaz contra el coronavirus dio paso a una mejora del sentimiento del mercado, con fuertes subidas en los índices bursátiles, repuntes en la rentabilidad de la deuda soberana de mayor calidad crediticia y reducciones de las primas de riesgo soberano en la UEM. El comportamiento heterogéneo en la evolución de los índices bursátiles se explica por la desigual incidencia de la pandemia en los distintos países y segmentos de la actividad económica.

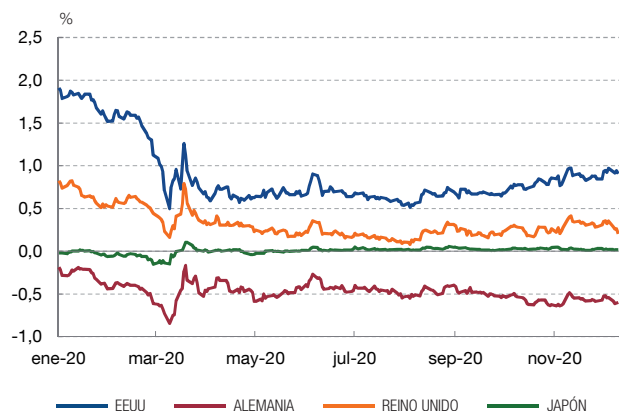
1 ÍNDICES BURSÁTILES



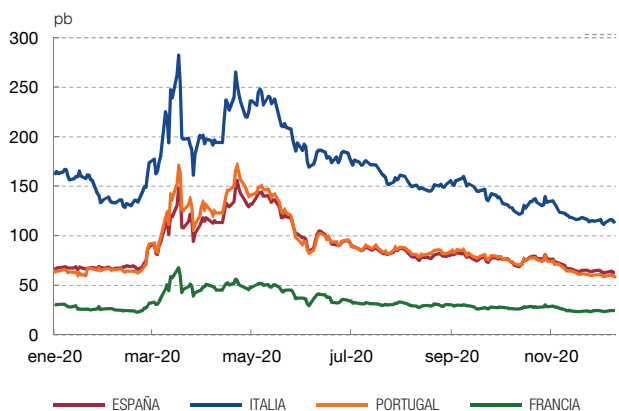
2 ÍNDICES BURSÁTILES SECTORIALES. EUROSTOXX



3 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



4 DIFERENCIALES DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS. ÁREA DEL EURO



FUENTE: Refinitiv Datastream.

La evolución de los índices bursátiles sectoriales ha experimentado un comportamiento heterogéneo, en línea con el impacto asimétrico de la pandemia sobre los distintos segmentos de la actividad económica (véase gráfico 2.2). Tras las esperanzadoras noticias sobre la efectividad de las vacunas en proceso de desarrollo, los sectores cuyas cotizaciones habían experimentado una mejor evolución durante la pandemia mostraron menores avances que aquellos cuyas cotizaciones se habían visto más castigadas. Así, desde finales de septiembre,

el índice del sector bancario del EUROSTOXX acumulaba, al cierre del Informe, una ganancia del 38,2 %, y los de los sectores de energía y turismo se habían revalorizado un 27,3 % y un 23,7 %, respectivamente. Esta evolución contrasta con el ascenso más moderado que, durante el mismo período, acumuló el índice del sector tecnológico (2,9 %). En las bolsas de Estados Unidos, el índice del sector de la energía lideró la recuperación, seguido del de la industria del automóvil, con aumentos acumulados del 36,2 % y del 35,9 %, respectivamente. Por el contrario, los índices de las ramas de telecomunicaciones y tecnología mostraron unos avances mucho más moderados (5,5 % y 8,9 %, respectivamente).

La menor aversión al riesgo en la segunda parte del trimestre se ha reflejado también en los mercados de deuda soberana y corporativa. La rentabilidad del bono soberano a diez años de Estados Unidos acumulaba, en la fecha de cierre de este Informe, una subida de 23 puntos básicos (pb) en relación con los niveles de finales de septiembre (véase gráfico 2.3). Por el contrario, la rentabilidad de la referencia alemana, que se ha elevado en menor medida tras los anuncios relativos a las vacunas contra el Covid-19 de las últimas semanas, se ha reducido en 8 pb en la parte transcurrida del trimestre. Por su parte, las primas de riesgo soberano de la Unión Económica y Monetaria (UEM) repuntaron ligeramente tras el anuncio de nuevos confinamientos, pero, a principios de noviembre, volvieron a recuperar la senda de caída de los meses anteriores, que ha venido condicionada por los programas de compras de activos del Eurosistema y el acuerdo sobre el fondo de recuperación en la UE (véase gráfico 2.4). Al cierre de este Informe, los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana a diez años de Italia, Portugal y España, en relación con la referencia alemana, eran inferiores o muy similares a los observados a principios de año, con caídas acumuladas en la parte transcurrida del trimestre de 26 pb, 21 pb y 15 pb, respectivamente. Los diferenciales de riesgo de crédito de las sociedades no financieras de la UEM también se han reducido, especialmente en el caso de aquellas domiciliadas en los países periféricos, aunque sus niveles son todavía ligeramente superiores a los observados con anterioridad a la crisis sanitaria.

El dólar estadounidense ha seguido depreciándose durante los últimos meses frente al resto de las principales divisas de los países desarrollados. El diferente tono de la política monetaria en Estados Unidos con respecto a la del área del euro y de otras economías emergentes, cuyas dinámicas más recientes se analizan en la sección 3, puede ser un factor que explique esta evolución.

3 ENTORNO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

3.1 Entorno exterior del área del euro

La actividad económica mundial inició una senda de recuperación en el tercer trimestre, si bien esta ha resultado ser incompleta, heterogénea por países y sectores, y frágil, muy condicionada por la evolución de la pandemia. Los indicadores del cuarto trimestre muestran una pérdida de dinamismo generalizada, como consecuencia de los nuevos brotes y las medidas introducidas para contenerlos

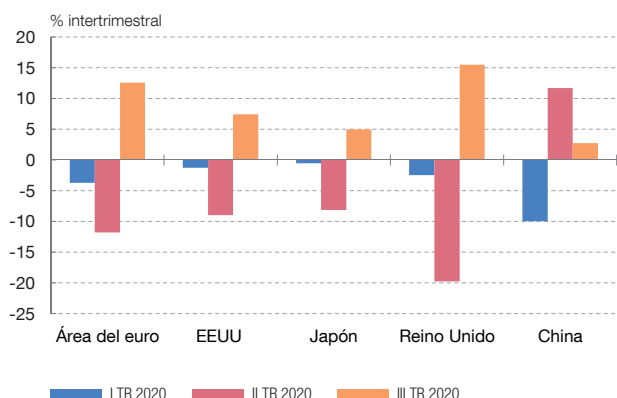
Después de una caída pronunciada en el primer semestre de 2020, la actividad económica mundial se recuperó con fuerza en el tercer trimestre. El repunte fue resultado de la relajación de las medidas de contención aplicadas durante la primera ola de la pandemia y del apoyo prestado por las políticas económicas. En Estados Unidos, el PIB experimentó un crecimiento del 7,4 % intertrimestral y la situación del mercado laboral mejoró sensiblemente, de forma que la tasa de paro se redujo desde los máximos cercanos al 15 % de abril hasta el 7,9 % a finales de septiembre (y hasta el 6,7 % al cierre de este Informe). El aumento del PIB fue más intenso aún en el Reino Unido, de un 15,5 % intertrimestral (tras una caída del 19,8 % en el segundo trimestre), mientras que en Japón consiguió avanzar un 5,3 % intertrimestral después de tres trimestres consecutivos de caídas. Sin embargo, en ninguno de estos casos se logró recuperar los niveles del PIB previos a la pandemia. No fue así en China, donde la recuperación prosiguió en el tercer trimestre, aunque a un ritmo más moderado, con un avance del producto del 2,7 % intertrimestral, y la actividad se situó por encima de los niveles previos a la crisis sanitaria (véanse gráficos 3.1 y 3.2). En las economías emergentes, como las latinoamericanas, la relajación de las medidas de contención y las políticas expansivas permitieron también un aumento muy significativo de la actividad en el tercer trimestre. Destaca el crecimiento de Turquía, donde el PIB aumentó un 15,6 % intertrimestral y recuperó los niveles previos a la pandemia.

El comercio mundial también mostró signos de una recuperación parcial en el tercer trimestre. El volumen de los intercambios comerciales de bienes creció un 12,5 % intertrimestral en el tercer trimestre, tras la caída del 12,2 % registrada en el segundo trimestre. Entre las áreas que más contribuyeron a la recuperación de los flujos globales en este período se encuentran la zona del euro y Estados Unidos. En cuestiones de política comercial, 15 países de Asia y Oceanía, incluidos China, Japón y Corea, firmaron a mediados de noviembre un nuevo tratado multilateral, el RCEP, que crea un bloque comercial con un tamaño del 30 % del PIB y de la

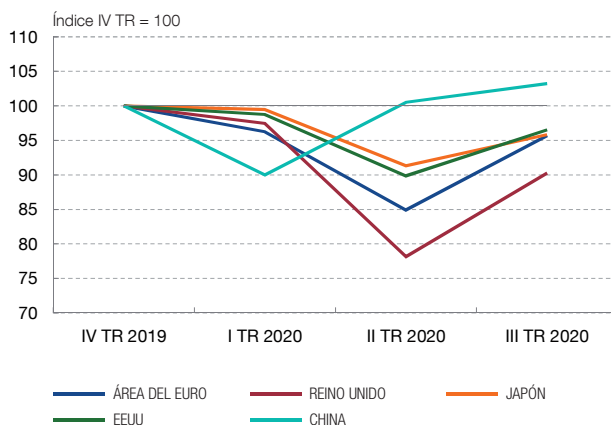
EL IMPACTO DE LA PANDEMIA DE COVID-19 EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA INTERNACIONAL

Los datos del PIB del tercer trimestre evidencian un fuerte avance de la actividad después de la pronunciada caída observada en el primer semestre de 2020. La expansión de la segunda ola de Covid-19 ha requerido la imposición de nuevas restricciones a la movilidad y a la actividad de determinados sectores, lo que ha provocado un cierto retroceso en la recuperación de la actividad económica en el cuarto trimestre. Como resultado de todo ello, mejoran las previsiones de crecimiento para 2020, pero se revisan a la baja las de 2021.

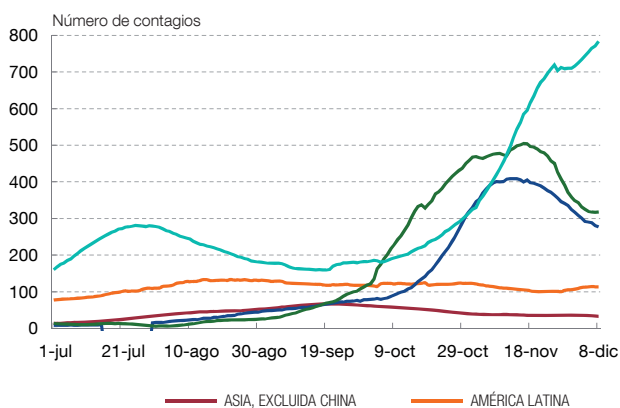
1 CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB



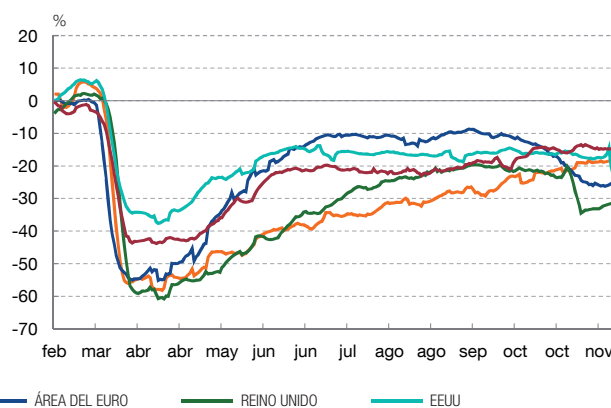
2 NIVEL DEL PIB DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS MUNDIALES



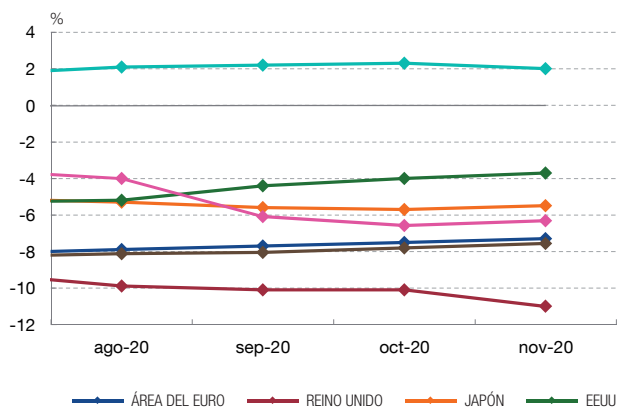
3 NUEVOS CONTAGIOS POR 100.000 HABITANTES. SUMA DE 14 DÍAS



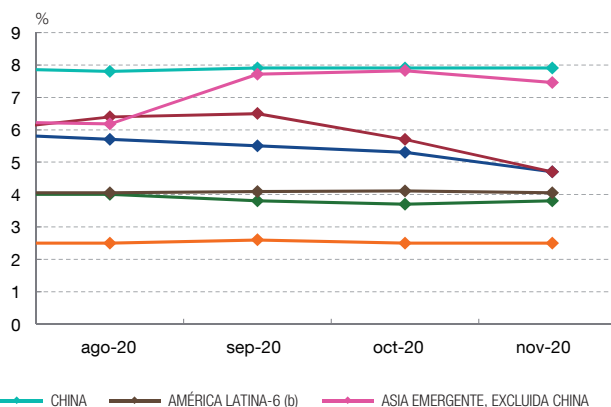
4 INDICADORES DE MOVILIDAD (a)



5 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2020



6 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2021



FUENTES: Bloomberg, Consensus Forecast, IHS Markit, Johns Hopkins University - Coronavirus Resource Center, Google, JP Morgan y Thomson Reuters.

a Media móvil de siete días de movilidad a establecimientos de ventas minoristas, de ocio y de alimentación, y centros de trabajo.
 b Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.



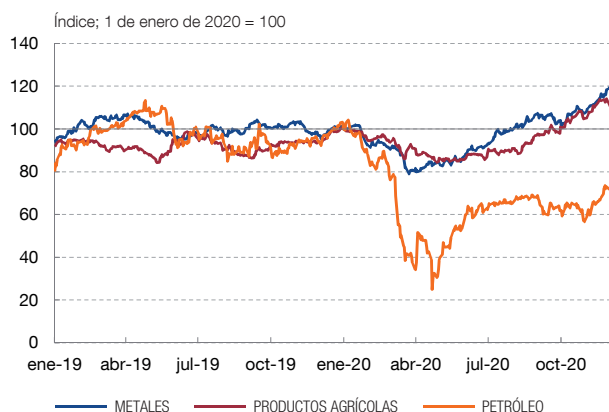
EL IMPACTO DE LA PANDEMIA DE COVID-19 EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA INTERNACIONAL (cont.)

En noviembre, los indicadores financieros de las economías emergentes se recuperaron sustancialmente, después de sufrir fuertes caídas en septiembre. La inflación sigue en niveles muy reducidos, a pesar del aumento de los precios de las materias primas. En la misma línea, la inflación subyacente se mantiene también en niveles mínimos.

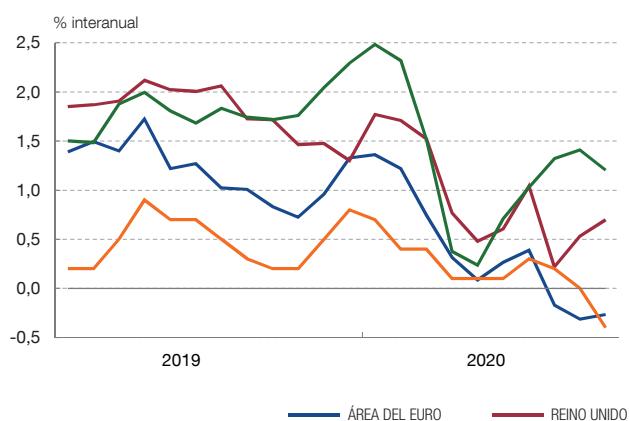
7 CONDICIONES FINANCIERAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES



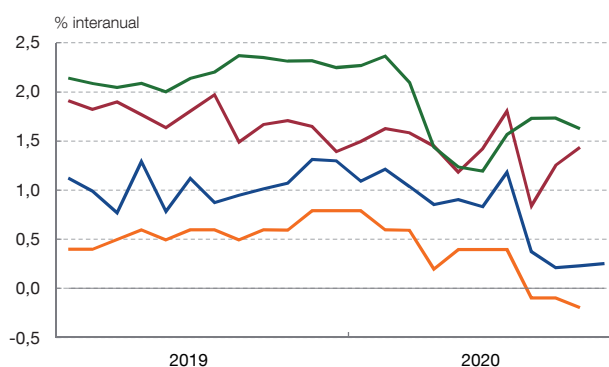
8 EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS



9 INFLACIÓN EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS



10 INFLACIÓN SUBYACENTE EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS



FUENTES: Bloomberg, Consensus Forecast, IHS Markit y Thomson Reuters.



población mundial. Este acuerdo, que implica reducciones arancelarias en el bloque y una mayor armonización de las reglas que determinan que un producto sea considerado como proveniente de uno de los países firmantes, previsiblemente reforzará el papel de las cadenas de producción asiáticas a escala global y el liderazgo de China en la región.

Durante el cuarto trimestre se han producido un repunte de la pandemia y un deterioro de la actividad económica, que han sido más acusados en las economías avanzadas. Ante el aumento del número de contagios, especialmente en Europa y Estados Unidos, una gran mayoría de países han implementado nuevas

medidas de contención, si bien de carácter menos restrictivo que las de la primera ola (véanse gráficos 3.3 y 3.4). No obstante, los efectos de estas medidas se han dejado sentir en la actividad económica y los indicadores del cuarto trimestre reflejan un retroceso de la recuperación, en particular en el sector servicios, relativamente más afectado por las restricciones.

Las perspectivas económicas se encuentran sujetas a una elevada incertidumbre, asociada principalmente a la evolución de la pandemia y a la disponibilidad de vacunas en los próximos meses. Las previsiones de *Consensus Forecast* de noviembre muestran revisiones al alza en el crecimiento esperado en 2020, gracias a una recuperación más intensa de lo que se preveía en el tercer trimestre, pero revisiones a la baja del crecimiento en 2021 en algunas áreas, por los efectos derivados de la expansión de la pandemia (véanse gráficos 3.5 y 3.6). Sobre este escenario de previsiones existen algunos riesgos a la baja, relacionados con una posible evolución desfavorable de la pandemia. En el caso de los países europeos, cómo se materialice finalmente el *brexit* constituye un elemento adicional de incertidumbre. Algunos sucesos recientes ofrecen señales más optimistas para el conjunto de la economía mundial, como el resultado de las elecciones de Estados Unidos o las noticias favorables sobre la disponibilidad de vacunas contra el Covid-19.

La evolución reciente de los mercados financieros emergentes se ha visto favorecida, como en el caso de los mercados globales (véase sección 2), por los avances en el desarrollo de las vacunas contra el Covid-19. En noviembre, los indicadores financieros de las economías emergentes se recuperaron sustancialmente, después de sufrir fuertes caídas en septiembre, con aumentos de las bolsas, caídas de los diferenciales soberanos y apreciación de los tipos de cambio (véase gráfico 3.7). Además, tras el intenso episodio de salidas de capitales que se registró en los primeros meses de la pandemia (véase recuadro 1), los flujos de capital hacia las economías emergentes se han ido recuperando y, de acuerdo con algunos datos de alta frecuencia, se produjeron fuertes flujos de entrada de capital de cartera desde comienzos de noviembre, especialmente en Asia y América Latina.

Persisten las presiones desinflacionistas asociadas a los efectos de la pandemia, a pesar del aumento del precio de las materias primas (véanse gráficos 3.8-3.10). Las tasas de inflación general se sitúan en niveles reducidos, en algunos casos por debajo de cero, como en el área del euro y Japón. En Estados Unidos, la inflación se ha moderado de nuevo recientemente y frenado la dinámica ascendente observada desde junio. Todo ello a pesar del incremento de los precios de las materias primas derivado de factores de demanda, fundamentalmente relacionados con la posible disponibilidad de vacunas contra el Covid-19, y de oferta. En el caso de los metales, las subidas de precio guardan relación también con la mayor demanda proveniente de China, mientras que, en el caso del petróleo,

parte del aumento reciente se debe a que el incremento de la producción acordado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y sus socios fue menor de lo esperado. En este último caso, persisten riesgos a la baja debido a factores tanto de oferta —por ejemplo, la reanudación de la producción en Libia y las dudas sobre el cumplimiento del acuerdo de la OPEP— como de demanda —por los efectos derivados de la segunda ola de la pandemia—. En cuanto a las tasas de inflación subyacentes, que excluyen la energía y los alimentos, si bien son algo más elevadas que las tasas generales, también se mantienen en niveles muy reducidos.

En lo que se refiere a la política monetaria, las medidas de los bancos centrales buscan de nuevo mitigar el impacto de la pandemia. En su reunión de noviembre, la Reserva Federal insistió en su compromiso de mantener el tipo de interés de los fondos federales en su nivel actual hasta que la inflación supere ligeramente el objetivo del 2 % por un tiempo, en línea con la revisión de su estrategia aprobada en septiembre. Por su parte, en su reunión de noviembre el Banco de Inglaterra incrementó el volumen de su programa de compra de activos en 150 mm de libras, hasta un total de 895 mm de libras. Asimismo, el Banco de Japón introdujo en noviembre una nueva facilidad de depósito a un tipo de interés del 0,1 %, vigente hasta marzo de 2023, para aquellas entidades bancarias regionales que acometan recortes de gastos o fusiones, con el objetivo de reforzar su rentabilidad. Entre las economías emergentes, el ciclo de bajadas de tipos parece haber llegado a su límite en algunos casos, por lo que el tono expansivo de la política monetaria se mantiene a través de medidas no convencionales. En sentido contrario, en noviembre el Banco Central de la República de Turquía elevó el tipo de interés oficial en 475 pb, hasta el 15 %, en un intento por volver a una política monetaria más ortodoxa.

En cuanto a las políticas fiscales, los Gobiernos estudian renovar los programas de estímulo. El aspecto más destacable es la posibilidad de un nuevo paquete fiscal en Estados Unidos tras la victoria de Biden en las elecciones presidenciales, aunque la falta de una mayoría demócrata en el Senado podría dificultar la aprobación de sus propuestas electorales. Por el lado del gasto, se plantea un aumento del consumo público y de las prestaciones sociales, y un ambicioso plan de infraestructuras enfocado hacia proyectos medioambientalmente sostenibles, energías limpias y el mercado de la vivienda. Este aumento del gasto vendría parcialmente financiado por un incremento de los impuestos a las grandes empresas y a los hogares de rentas más altas. En conjunto, estas medidas ampliarían el impulso fiscal discrecional en Estados Unidos, que hasta el momento ha sido algo superior al registrado en el área del euro, si bien una valoración más equilibrada debe tener en cuenta el mayor despliegue de garantías públicas y la mayor capacidad de los estabilizadores automáticos en esta última (véase recuadro 2). Por su parte, en el Reino Unido se ha ampliado hasta marzo el paquete fiscal para reforzar el apoyo al empleo, y en Japón el Gobierno ha propuesto un nuevo paquete de estímulo fiscal, que debe ser aprobado por el Parlamento.

3.2 El área del euro

Tras un fuerte crecimiento de la actividad en el área del euro durante el tercer trimestre, las medidas implementadas para evitar la expansión de la pandemia están afectando negativamente a la actividad en el tramo final del año. La inflación se ha reducido en los últimos meses hasta niveles históricamente bajos, si bien algunos factores que han presionado los precios a la baja son de naturaleza transitoria y revertirán en 2021

El PIB de la zona del euro aumentó un 12,5% en el tercer trimestre, más de lo anticipado por los principales organismos internacionales y 4,1 pp por encima de la previsión contemplada en el ejercicio de proyecciones del Eurosistema realizado en septiembre. La sorpresa positiva resultó generalizada por países, si bien su magnitud fue heterogénea. La fortaleza del consumo, de la inversión y del sector exterior, con respecto a las caídas históricas registradas en el segundo trimestre —que provocaron un retroceso del PIB del 11,7%—, fue el factor fundamental detrás de esta recuperación, que se vio favorecida por la significativa mejora de la situación sanitaria en Europa durante el verano, que permitió una paulatina relajación de las medidas de confinamiento (véase gráfico 4).

No obstante, desde el final del verano la expansión del número de contagios se aceleró en varios países europeos e hizo necesaria la implantación de nuevas restricciones, que, en general, han sido más selectivas que las desplegadas durante la primavera. Este aumento de contagios ha sido desigual por países, tanto en su intensidad como en cuanto a su distribución temporal. El deterioro de la situación sanitaria afectó en primer lugar a España, luego a Francia y Bélgica, y finalmente acabó expandiéndose paulatinamente al resto de la zona. En la medida en que este empeoramiento de la pandemia ha venido acompañado de nuevas medidas restrictivas, es previsible que en el cuarto trimestre del año el crecimiento se vea sensiblemente afectado. En efecto, algunos indicadores disponibles, como el PMI o el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea, ya señalan una caída de la actividad económica en el cuarto trimestre. De acuerdo con las previsiones más recientes elaboradas por el Eurosistema, esta contracción podría situarse en torno al 2,2% intertrimestral para el conjunto de la UEM.

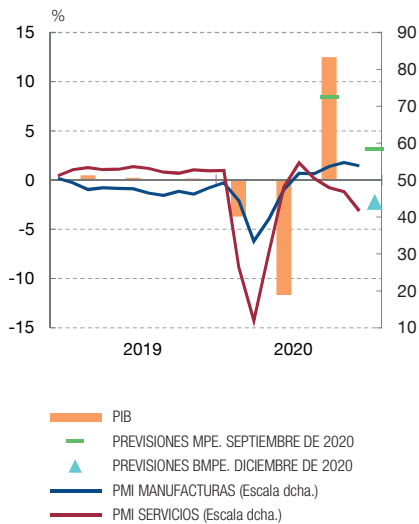
Las nuevas medidas de contención y la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia lastrarán el gasto de los hogares, tras su significativa recuperación en el tercer trimestre. En efecto, la intención de los consumidores de realizar compras importantes en los próximos 12 meses se ha reducido en noviembre por segundo mes consecutivo. Simultáneamente, el indicador de la intención de ahorrar en los próximos 12 meses de la Comisión Europea ha seguido una tendencia creciente desde agosto.

La recuperación de la actividad fue generalizada en el tercer trimestre, tanto en manufacturas como en servicios, lo que supuso una mejoría del empleo.

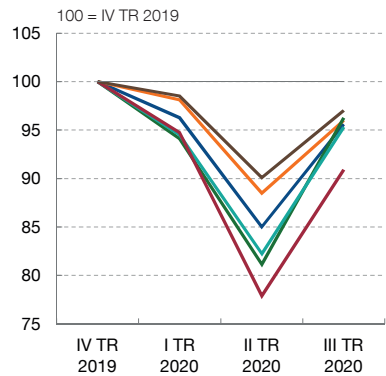
TRAS UN FUERTE CRECIMIENTO EN EL TERCER TRIMESTRE, SE PREVÉ UNA CONTRACCIÓN DE LA ACTIVIDAD EN EL CUARTO TRIMESTRE

La sorpresa positiva en el crecimiento del PIB del tercer trimestre se compensará parcialmente por la debilidad de la actividad en el cuarto trimestre que muestran los indicadores más recientes. En relación con los niveles del PIB previos a la pandemia, España muestra una recuperación menos intensa que la de las principales economías de la UEM.

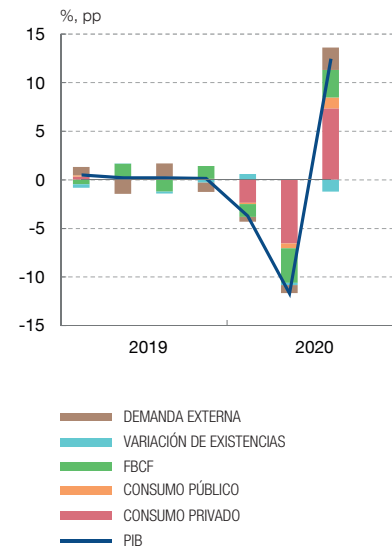
1 PIB E INDICADORES DE OPINIÓN
Tasa intertrimestral y niveles del PMI



2 NIVEL DEL PIB POR PAÍSES



3 PIB DEL ÁREA DEL EURO Y COMPONENTES
Tasa intertrimestral y contribuciones (a)



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco Central Europeo.

a Se excluye Irlanda, debido a las grandes fluctuaciones que han presentado algunos componentes de su PIB por el efecto de las empresas multinacionales.



El fuerte crecimiento observado en el tercer trimestre se extendió a todos los grandes sectores de la economía. Ahora bien, los indicadores más recientes, como el PMI, muestran un marcado deterioro en los servicios, como cabría esperar tras la introducción de las nuevas restricciones. Por su parte, en el tercer trimestre el empleo se recuperó un 1% respecto al trimestre precedente, lo que se reflejó esencialmente en un menor porcentaje de personas adscritas a esquemas de regulación temporal del empleo. No obstante, los datos más recientes de algunos países, como España o Francia, muestran un leve incremento de dicho porcentaje.

Las proyecciones macroeconómicas de diciembre del Eurosistema⁴ muestran una contracción de la actividad en 2020 menor que la considerada en septiembre, debido principalmente a la fuerte recuperación del tercer trimestre, pero revisan a la baja el crecimiento esperado en 2021. La previsión del ejercicio de diciembre considera como escenario central una expansión relativamente contenida de la pandemia en los próximos meses y que las primeras

4 Véase *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, December 2020*.

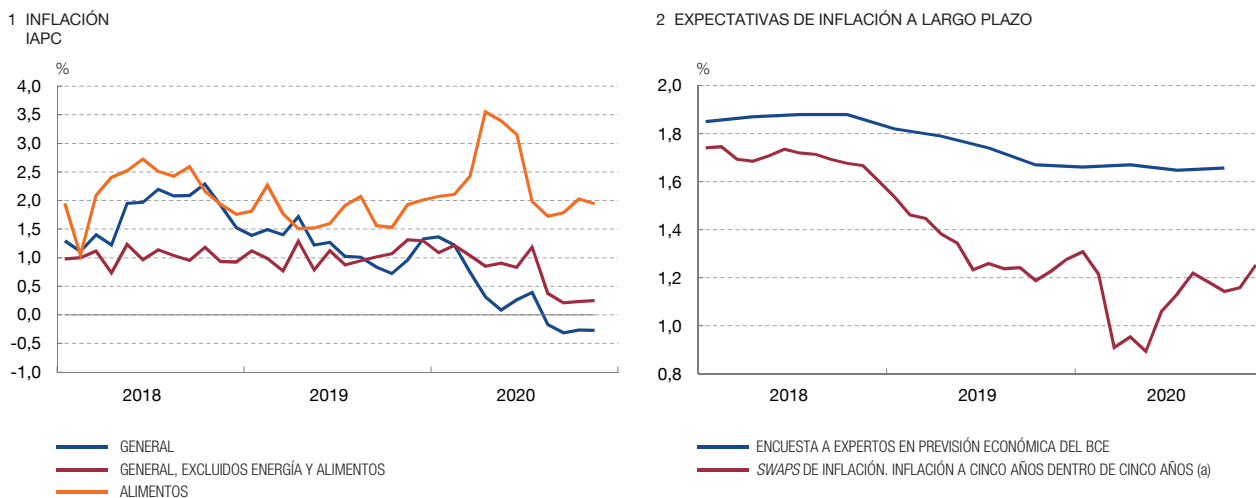
vacunas estarán disponibles en la primera mitad de 2021, si bien la vacunación completa de la población no se produciría hasta principios de 2022. En este sentido, se asume que las medidas de contención seguirán vigentes a corto plazo y se relajarán paulatinamente con posterioridad, lo que permitirá una recuperación gradual de la actividad en los próximos años. En este escenario, se proyecta una caída del PIB en 2020 del 7,3 %, lo que supone siete décimas de menor retroceso que en la previsión de septiembre. Esta revisión se fundamenta en la sorpresa al alza experimentada en el tercer trimestre, que se vería parcialmente compensada con la contracción esperada a finales de año. En 2021, la actividad volvería a expandirse (un 3,9 %), si bien a un ritmo inferior al esperado en septiembre (1,1 pp menos). En los años siguientes, el crecimiento se aceleraría en 2022, hasta un 4,2 %, para moderarse de nuevo en 2023 (un 2,1 %). Estas previsiones asumen en el escenario central que el uso de los fondos del programa NGEU será equivalente a un 0,5 % del PIB del área del euro al año entre 2021 y 2023, lo que supone otorgar a este instrumento un papel relevante en el proceso de recuperación de la región. En cualquier caso, las previsiones están sujetas a un elevado grado de incertidumbre, pues una mayor expansión de la pandemia o una campaña de vacunación generalizada más lenta que la considerada podrían tener efectos adversos sobre la actividad a corto plazo. Por otro lado, existe el riesgo de que esta crisis sanitaria provoque secuelas en el crecimiento a largo plazo, difíciles de precisar en estos momentos, ligadas, entre otros factores, a fenómenos de histéresis, problemas en la acumulación de capital humano o problemas de solvencia de las empresas.

La inflación se encuentra en niveles históricamente muy reducidos como consecuencia de algunos factores transitorios, pero también de la debilidad de la demanda y la apreciación del euro

En noviembre, la inflación general del área del euro se mantuvo estable en el -0,3 %, mientras que la inflación subyacente se ha situado en el entorno del 0,2 %, mínimo histórico de la serie, desde septiembre (véase gráfico 5.1). Esta debilidad de la inflación es el reflejo de la desaceleración de los precios de los servicios desde el comienzo de la pandemia y de la reducción de los precios de la energía y de los bienes industriales no energéticos. Además, la apreciación continuada del tipo de cambio del euro —de 6,7 pp en términos efectivos nominales desde principios de año y hasta el cierre de este Informe— y la reducción transitoria del IVA en Alemania han sido factores fundamentales que han motivado que la inflación subyacente se sitúe en mínimos históricos. La mayoría de los organismos internacionales apuntan a una inflación muy contenida en 2020, con un repunte el año próximo, cuando varios de los factores anteriores se reviertan. No obstante, las presiones inflacionistas probablemente serán limitadas en los próximos años, como se deduce del bajo nivel de las expectativas sobre la inflación a largo plazo (véase gráfico 5.2).

LA INFLACIÓN SE SITUÓ EN VALORES NEGATIVOS EN EL ÁREA DEL EURO

La inflación se situó en noviembre en el $-0,3\%$, manteniendo la caída registrada al final del tercer trimestre. Si se excluyen la energía y los alimentos, la tasa de inflación se situó en el $0,2\%$. Las perspectivas de presiones inflacionistas se mantienen reducidas en un contexto de caída del precio de la energía y una demanda débil. Las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen estables en los últimos meses.



FUENTES: Bloomberg, Eurostat y Banco Central Europeo.

a Promedio mensual de datos diarios.



En este contexto, el nuevo ejercicio de previsiones del Eurosistema anticipa una inflatión media del $0,2\%$ en 2020, que se elevaría gradualmente en los próximos años hasta alcanzar un $1,4\%$ en 2023 (véase cuadro 2). Estas cifras suponen una revisión a la baja para 2020 y 2022 respecto a las previsiones realizadas en septiembre. La inflatión subyacente también ha experimentado una revisión a la baja, de $0,1$ pp, en todo el horizonte de proyecciones, pero mantiene una trayectoria alcista a lo largo de este ($0,7\%$ en 2020, $0,8\%$ en 2021, 1% en 2022 y $1,2\%$ en 2023). Los riesgos sobre estas previsiones son predominantemente a la baja y están ligados, fundamentalmente, a la posibilidad de una recuperatión de la demanda más débil que la proyectada. Además, el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflatión ha aumentado recientemente, tras varios meses con niveles de inflatión negativos. Los riesgos al alza sobre la inflatión tendrían un origen fundamentalmente externo: aumentos de la demanda mundial o de algunos procesos de relocalización de la producción que afectaran a las cadenas globales de valor.

En la última reunió de política monetaria, celebrada en diciembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió ampliar las medidas de estímulo mediante la recalibratión de sus instrumentos de política monetaria, con el objetivo de mantener unas condiciones de financiaci3n favorables mientras dure la crisis pandémica. El BCE mantuvo sin variaci3n los tipos de inter3s de referencia e introdujo cambios en los programas de compra de activos y en las operaciones de

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL IAPC PARA LA UEM (a)

	2020		2021		2022		2023	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (diciembre de 2020)	-7,3 (0,7)	0,2 (-0,1)	3,9 (-1,2)	1,0 (0,0)	4,2 (1,0)	1,1 (-0,2)	2,1 (...)	1,4 (...)
Comisión Europea (noviembre de 2020) (b)	-7,8 (-0,9)	0,3 (0,0)	4,2 (-1,9)	1,1 (0,0)	3,0 (...)	1,3 (...)		
OCDE (diciembre de 2020)	-7,5 (0,4)	0,3 (...)	3,6 (-1,5)	0,7 (...)	3,3 (...)	1,0 (...)		
FMI (octubre de 2020) (b)	-8,3 (1,9)	0,4 (...)	5,2 (-0,8)	0,9 (...)	3,1 (...)	1,2 (...)	2,2 (...)	1,4 (...)
<i>Consensus Forecast</i> (diciembre de 2020)	-7,3 (0,0)	0,3 (0,0)	4,7 (-0,0)	0,9 (0,0)				

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Fondo Monetario Internacional y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

a Entre paréntesis, variación respecto a la previsión anterior, que corresponde a septiembre de 2020 para el BCE, julio para la CE, septiembre para la OCDE, junio para el FMI y noviembre para *Consensus*.

b Los datos de la Comisión Europea y del Fondo Monetario Internacional se presentan sin ajustar de días laborables. Para el año 2020 se estima que el efecto es de 0,2 pp en el crecimiento del PIB.

refinanciación a largo plazo. En cuanto a los primeros, se acordó aumentar el tamaño máximo del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) en 500 mm de euros, hasta un total de 1.850 mm de euros, ampliar su horizonte temporal al menos hasta el final de marzo de 2022 (reiterando el mensaje de que se efectuarán compras netas hasta que se considere que la crisis del Covid-19 ha terminado) y extender la reinversión hasta al menos el final de 2023 de los activos cuyo vencimiento vaya produciéndose. En cuanto a las operaciones de refinanciación a largo plazo, se anunciaron tres subastas adicionales de la tercera serie de operaciones con objetivo específico entre junio y diciembre de 2021, y se reajustaron las condiciones para los bancos que alcancen un nuevo objetivo de concesión de préstamos. En concreto, se amplió en 12 meses, hasta junio de 2022, el período durante el que se aplicará el tipo de interés más favorable, siempre y cuando los bancos participantes cumplan con el requisito de mantener su saldo de crédito elegible durante un nuevo período de evaluación que alcanza hasta diciembre de 2021, y se incrementó el importe total que las entidades pueden solicitar en estas operaciones, desde el 50 % hasta el 55 % de sus préstamos elegibles. También se anunciaron cuatro subastas trimestrales en 2021 de las operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia con un vencimiento de un año y a un tipo de interés 25 pb por debajo del tipo medio aplicado en las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Por último, se decidió ampliar hasta junio de 2022 la duración de las medidas de flexibilización del marco de colateral que el Consejo de Gobierno adoptó en abril de 2020, con el objetivo de ampliar la capacidad de obtención de fondos en las operaciones de refinanciación por parte de las entidades bancarias en el marco de la crisis pandémica. Las decisiones adoptadas por el BCE estuvieron en línea con las

esperadas por los analistas, por lo que los movimientos en los mercados tras su anuncio fueron contenidos. Además, el mercado no anticipa cambios en los tipos de interés de referencia durante los próximos trimestres.

Las condiciones de financiación del sector privado continúan siendo holgadas, si bien se aprecian indicios de cierto endurecimiento en algunos segmentos. Aunque los costes del crédito bancario continúan situándose en niveles históricamente reducidos en todos los segmentos, en el de la financiación a las empresas los diferenciales con respecto a los tipos de interés interbancarios se han elevado ligeramente. Por otra parte, de confirmarse las expectativas de las entidades financieras contenidas en la Encuesta de Préstamos Bancarios de septiembre, en el cuarto trimestre del año se habría producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos destinados a empresas y, en menor medida, en los destinados a hogares para adquisición de vivienda, al tiempo que se habrían relajado ligeramente para el segmento de consumo y otros fines. Las pymes consultadas en la Encuesta sobre el Acceso a la Financiación Ajena también anticipan unas peores condiciones de acceso a la financiación durante los próximos meses, tras la mejoría observada entre abril y septiembre⁵. En cambio, el diferencial del coste medio de financiación a largo plazo en los mercados de deuda corporativa con respecto al tipo de interés *swap* ha continuado reduciéndose en los últimos meses. Así, a finales de noviembre se situaba en un nivel cercano, aunque todavía ligeramente superior, al que prevalecía antes del estallido de la crisis sanitaria. Esta evolución ha continuado viéndose favorecida por el PEPP del BCE introducido a mediados de marzo y ampliado a principios de junio.

La información más reciente sobre la financiación captada por el sector privado muestra una pérdida de dinamismo de la destinada a las empresas y una leve aceleración del crédito a los hogares. El saldo vivo de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras se ha desacelerado: en octubre registró una tasa de crecimiento intertrimestral anualizada del 1,6 %, 5,2 pp menos que tres meses antes, mientras que el ritmo de expansión de la financiación captada en los mercados de renta fija se ha reducido en 22,3 pp y se ha situado en el 4,3 % (véase gráfico 6.1). En cuanto a los hogares, la tasa de avance intertrimestral anualizada del crédito se ha incrementado hasta el 4,3 % en octubre, 1 pp más que en julio, como consecuencia del mayor dinamismo mostrado por los préstamos para adquisición de vivienda, que han registrado tasas de crecimiento del 6,1 %, y a pesar de la desaceleración del crédito al consumo y del destinado a otros fines, que han registrado ritmos de crecimiento del 2,5 % y del 1 %, respectivamente (véase gráfico 6.2).

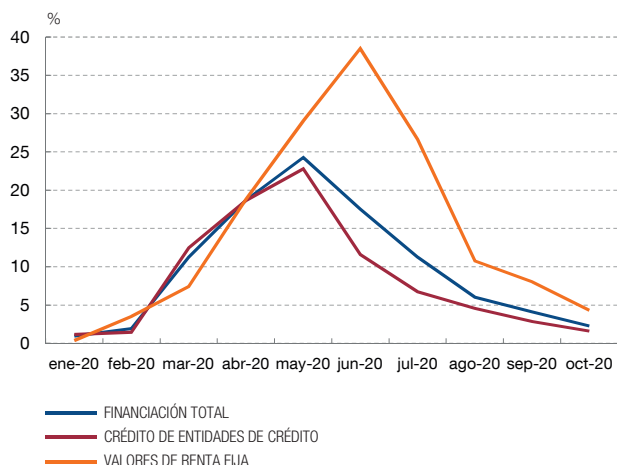
El ritmo de expansión interanual de la tenencia de activos líquidos por el sector privado apenas ha variado en los últimos meses, después de la

5 Véase el recuadro 3, «La evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa de acuerdo con la encuesta semestral del BCE», de este Informe.

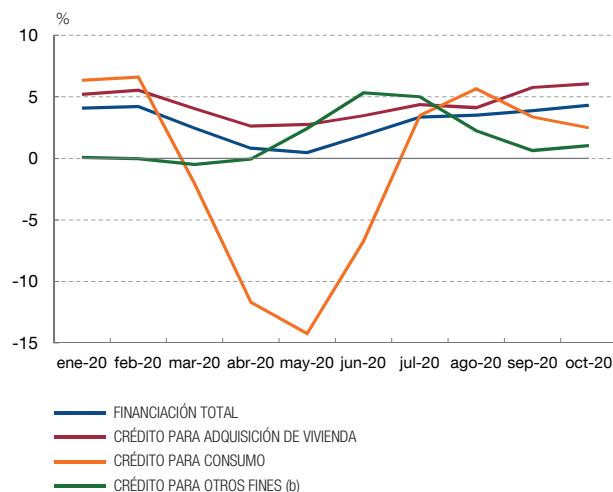
PÉRDIDA DE DINAMISMO DE LA FINANCIACIÓN A EMPRESAS Y LEVE ACELERACIÓN DEL CRÉDITO A HOGARES

La financiación empresarial ha continuado desacelerándose en los últimos meses, tanto la obtenida mediante préstamos bancarios como la captada en los mercados de renta fija. Por su parte, la tasa de avance intertrimestral del crédito a los hogares se ha incrementado ligeramente desde julio como consecuencia de una evolución heterogénea de sus componentes. Así, mientras que la tasa de crecimiento del crédito para adquisición de vivienda ha seguido aumentando, el crédito al consumo y el destinado a otros fines se han desacelerado.

1 FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Variación intertrimestral anualizada (a)



2 FINANCIACIÓN A LOS HOGARES
Variación intertrimestral anualizada (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Datos desestacionalizados.

b Incluye los préstamos concedidos a los autónomos.



aceleración observada tras el estallido de la pandemia. El agregado monetario amplio M3 se expandió a una tasa interanual del 10,5 % en octubre (0,4 pp más que en julio), mientras que el agregado monetario estrecho M1, que abarca las formas de dinero más líquido, creció al 13,8 % (0,3 pp más que en julio).

En el ámbito de la política fiscal, los países europeos han presentado los borradores presupuestarios de 2021. Dentro de las medidas incorporadas en ellos, destacan los programas de inversión relacionados con el uso de los fondos europeos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) incluidos en el programa NGEU. Así, por ejemplo, Francia anunció un programa de inversión por 100 mm de euros (4 % del PIB), que estará financiado parcialmente por el MRR. Italia también anunció la utilización total de las transferencias del MRR en un programa de inversión pública, así como un recurso parcial a los préstamos. Además, en el tramo final del año los países del área del euro han extendido y complementado las medidas de apoyo a empresas y hogares aprobadas en los trimestres anteriores. En particular, Italia anunció rebajas fiscales, la extensión de la cobertura por despido y la suspensión del pago de algunos impuestos a los autónomos.

Por otra parte, el pasado 18 de noviembre la Comisión Europea presentó las recomendaciones para el área del euro en el año 2021. A corto plazo, se destaca la importancia de mantener el apoyo a los hogares y las empresas, para lo que se ha extendido la cláusula general de escape durante 2021, que permite no aplicar las reglas fiscales por circunstancias excepcionales. Con un horizonte temporal más amplio, la Comisión establece que se debe realizar una retirada ordenada de las medidas de estímulo cuando las circunstancias lo permitan, con el objetivo de mantener una posición fiscal robusta a medio plazo. Además, las recomendaciones enfatizan la necesidad de realizar reformas estructurales que promuevan el crecimiento inclusivo y sostenible, la adecuación de los marcos fiscales a la digitalización de la economía, la mejora de la eficiencia de la Administración Pública y el mantenimiento de la estabilidad macrofinanciera.

Por último, en el ámbito de la profundización de la UEM, el pasado 30 de noviembre el Eurogrupo acordó la reforma del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). El acuerdo prevé que el MEDE actúe a partir de 2022 (dos años antes de lo previsto) como respaldo financiero común del Fondo Único de Resolución. Además, se refuerzan las responsabilidades del MEDE en el diseño y la supervisión de los programas de ayuda financiera, y se reforman sus instrumentos de préstamo con una línea de crédito que se pondría a disposición de los países que cumplieran con determinados criterios con anterioridad a la petición de ayuda. Los Estados miembros se han comprometido a firmar el tratado en enero de 2021 e iniciar su ratificación en los parlamentos nacionales con el objetivo de que entre en vigor en 2022.

Las condiciones de financiación bancaria del sector privado no financiero se endurecen, mientras que la financiación de mercado mejora gracias al apoyo de la política monetaria y a los anuncios sobre los avances en el desarrollo de las vacunas contra el Covid-19

Las condiciones en los mercados financieros españoles mejoraron a lo largo del último trimestre del año en mayor medida que en el promedio del área del euro tras las noticias positivas en cuanto a los avances en el desarrollo de las vacunas contra el Covid-19. El IBEX-35 se revalorizó, entre finales de septiembre y la fecha de cierre de este Informe, un 21,8 %, frente al incremento del 10,3 % del EURO STOXX 50 en el mismo período. Este mejor comportamiento de la bolsa española se explicaría fundamentalmente por la mayor prevalencia en el índice de los sectores que se han visto más favorecidos por los anuncios relativos al desarrollo de vacunas efectivas contra el virus, como el turístico y el bancario, que avanzaron durante la parte transcurrida del cuarto trimestre un 64,6 % y un 60,5 %, respectivamente. No obstante, estos índices sectoriales todavía acumulan pérdidas del 30,7 % y del 27,1 %, respectivamente, en comparación con los niveles anteriores a la crisis sanitaria. En un contexto de mayor apetito por el riesgo en los mercados, el diferencial de rentabilidad del bono español a diez años con respecto a su equivalente alemán se ha estrechado durante el cuarto trimestre en unos 15 pb, hasta los 63 pb, nivel inferior al registrado antes del estallido de la pandemia. Por su parte, el euríbor a doce meses se ha reducido en el trimestre hasta el -0,50 %, su mínimo histórico.

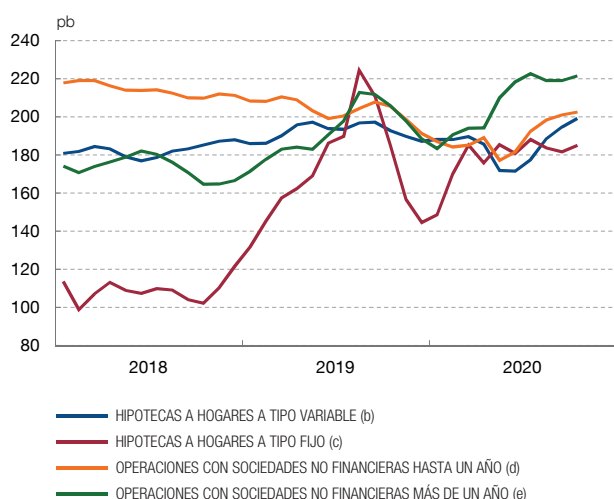
El coste de la financiación del sector privado se ha mantenido en niveles reducidos, si bien las entidades financieras no habrían transmitido a los nuevos préstamos concedidos los recientes descensos de los tipos de interés en los mercados monetarios. Los diferenciales entre el coste del crédito bancario y los tipos de interés del mercado monetario se han ampliado durante los últimos meses, ya que las caídas en estos últimos no se han trasladado, por el momento, a los primeros, particularmente en el caso de las sociedades no financieras (véase gráfico 7.1). Frente a la estabilidad de los tipos del crédito bancario, el coste medio de la financiación con deuda corporativa ha seguido reduciéndose en los últimos meses, aunque en noviembre (último dato disponible) todavía se encontraba unos 15 pb por encima del nivel previo a la crisis sanitaria. El diferencial de este coste con respecto al tipo de interés *swap* al mismo plazo también ha descendido en los últimos meses, aunque se mantiene unos 30 pb por encima del nivel anterior a la pandemia.

Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), los criterios de aprobación de préstamos se habrían endurecido en el tercer trimestre de forma

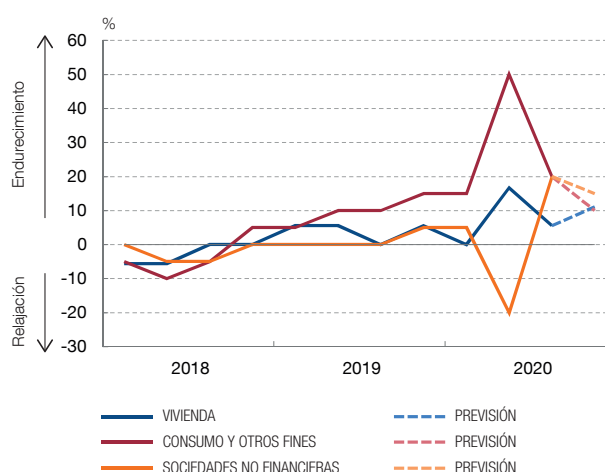
LOS DIFERENCIALES DEL COSTE DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA SE HAN INCREMENTADO DURANTE LOS ÚLTIMOS MESES Y LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS SE HAN ENDURECIDO

Los diferenciales entre los tipos de interés bancarios de los nuevos préstamos y los tipos de interés de mercado han aumentado en los últimos meses, haciéndolo con más intensidad en el sector de sociedades no financieras. Según la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), los criterios de concesión de préstamos se habrían endurecido en el tercer trimestre en todos los segmentos, tendencia que podría prolongarse durante los últimos meses del año.

1 DIFERENCIALES ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS Y LOS DE MERCADO (a)



2 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS (f)



FUENTES: Thomson Reuters y Banco de España.

- a Los tipos de interés de los préstamos bancarios son tipo efectivo definición restringida (TEDR), es decir, no incluyen comisiones ni gastos conexos a los préstamos, y están ajustados por estacionalidad y el componente irregular.
- b Diferencial con respecto al euríbor a doce meses del mes anterior.
- c Diferencial con respecto al swap de tipos de interés a veinte años del mismo mes.
- d Diferencial con respecto al euríbor a tres meses del mes anterior.
- e Diferencial con respecto al swap de tipos de interés a tres años del mismo mes.
- f Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente $\times 1$ + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente $\times 1$.



generalizada, como consecuencia del aumento de los riesgos percibidos, tendencia que podría prolongarse durante los últimos meses del año. En el segmento de financiación a las empresas, este endurecimiento se produce tras la relajación observada entre abril y junio, que estuvo influida por las medidas adoptadas para favorecer el flujo de crédito al sector corporativo, cuyas necesidades de liquidez eran elevadas. Sin embargo, en los segmentos de crédito a los hogares, la contracción de la oferta supone una continuidad de la tendencia mostrada en el trimestre anterior (véase gráfico 7.2). Para el último trimestre del año, la EPB anticipa que los criterios de aprobación continuarán endureciéndose, tanto en el segmento de financiación a los hogares como en el de la destinada a las empresas. Por su parte, según la última edición de la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), el fuerte deterioro de la actividad empresarial desde el comienzo de la pandemia no afectó al acceso a la financiación de las pymes españolas entre abril y septiembre de 2020, que incluso

mejoró levemente respecto al período anterior. Sin embargo, las sociedades anticipaban en esta encuesta un fuerte endurecimiento en el acceso a la financiación bancaria en los próximos meses (véase recuadro 3).

La actividad económica en España repuntó sustancialmente en el tercer trimestre, impulsada por la relajación de las medidas de contención de la pandemia, aunque no recuperó los niveles previos a la crisis sanitaria y su trayectoria de recuperación se ralentizó conforme los contagios aumentaban de nuevo en los meses de verano

La economía española experimentó en el tercer trimestre un intenso avance del producto, si bien este permaneció todavía en niveles muy inferiores a los previos a la pandemia. La relajación gradual de las restricciones a la movilidad y a la actividad de determinados sectores que tuvo lugar en el tramo final del segundo trimestre impulsó el crecimiento del PIB en el tercero, tras las fuertes caídas registradas durante la primera mitad del año, hasta el 16,7 % en tasa intertrimestral ajustada de estacionalidad (véase gráfico 8.1). No obstante, este avance del producto, que prácticamente coincidió con el previsto en el escenario 1 del ejercicio de proyecciones del Banco de España publicado en septiembre⁶, solo permitió una recuperación incompleta del nivel de actividad, de forma que el PIB del tercer trimestre aún se situó un 9,1 % por debajo del registrado al cierre de 2019 (véase gráfico 8.2).

El fuerte incremento del producto en el tercer trimestre se apoyó principalmente en la demanda nacional. La intensa contribución positiva de la demanda nacional a la expansión del PIB en este período (15,3 pp), que contrasta con su acusada aportación negativa en el trimestre previo, se explica en gran medida por el comportamiento del gasto privado, cuyos componentes avanzaron de forma muy marcada, en particular el consumo de los hogares y la inversión en bienes de equipo. Por su parte, el consumo público se aceleró de nuevo, en un contexto de aumento del gasto sanitario y en educación para hacer frente a los requerimientos provocados por la pandemia. Por lo que se refiere al sector exterior, la aportación de la demanda externa al crecimiento también fue positiva (2,2 pp), resultado de un avance menos intenso en las importaciones que en las exportaciones, estas últimas impulsadas por el turismo receptor, que, a pesar de mantenerse en niveles muy reducidos, experimentó un fuerte rebote en el tercer trimestre.

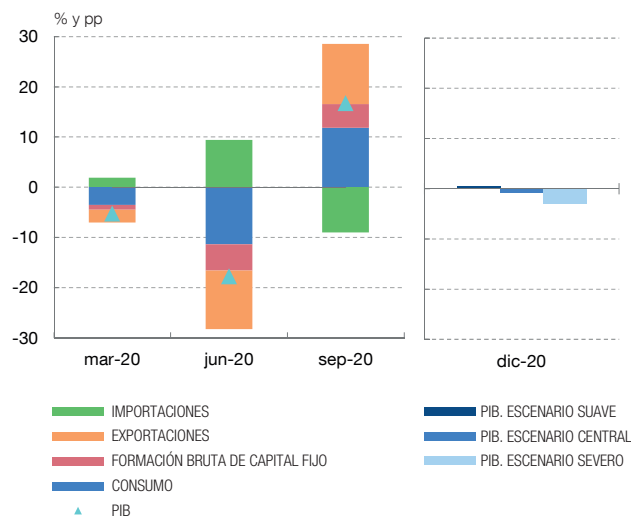
La recuperación en el tercer trimestre fue generalizada por ramas productivas, aunque se mantuvo una considerable heterogeneidad sectorial en cuanto a la brecha en los niveles de actividad con respecto a los previos a la pandemia.

6 Véase el recuadro 1 [“Escenarios macroeconómicos para la economía española (2020-2022)”], del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

LA ACTIVIDAD ECONÓMICA SE RECUPERÓ PARCIALMENTE EN EL TERCER TRIMESTRE

La recuperación de la actividad en el tercer trimestre descansó principalmente sobre la demanda interna (especialmente, el consumo) y en menor medida sobre el sector exterior. Esta recuperación fue generalizada por sectores, aunque con notables diferencias en cuanto a la brecha de actividad respecto a los niveles previos a la pandemia.

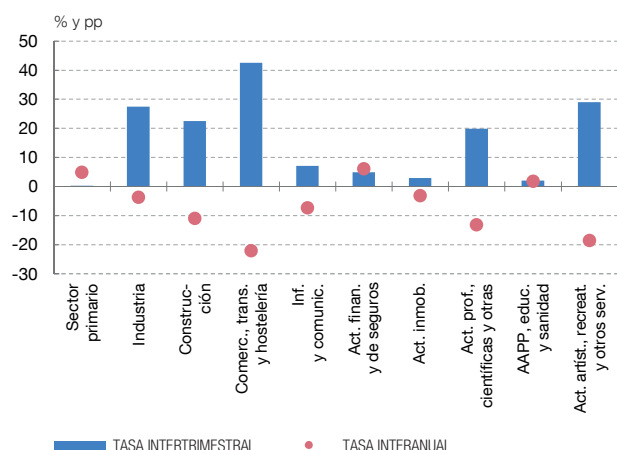
1 CRECIMIENTO DEL PIB
Tasa intertrimestral y aportaciones



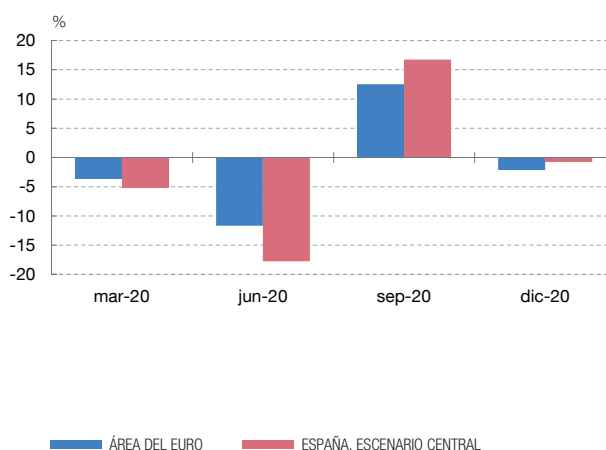
2 EVOLUCIÓN DEL PIB EN ESPAÑA



3 VALOR AÑADIDO BRUTO, POR SECTORES DE ACTIVIDAD, EN EL TERCER TRIMESTRE



4 CRECIMIENTO DEL PIB
Tasas intertrimestrales (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Previsiones del Banco de España para la economía española y del BCE para el área del euro.



Entre junio y septiembre, destacó el crecimiento del comercio, transporte y hostelería (un 42,5%), y de las actividades artísticas y recreativas (un 29%) (véase gráfico 8.3). No obstante, a pesar de esta reactivación tan intensa, la actividad de estos sectores aún se situó muy por debajo de los niveles registrados al cierre de 2019 (un 22,5% y un 19%, respectivamente). Por el contrario, otros sectores —como el primario, las actividades financieras y de seguros, y las AAPP, educación y sanidad— muestran

en el tercer trimestre niveles de actividad superiores a los observados antes del estallido de la pandemia —un 4,9 %, 6,2 % y 1,4 %, respectivamente—.

El diferencial de crecimiento entre España y la UEM fue positivo por primera vez desde el comienzo de la crisis, pero insuficiente para cerrar la brecha abierta durante el primer semestre del año. La recuperación del PIB en el tercer trimestre fue sensiblemente más intensa en España que en el conjunto de la zona del euro (un 16,7 %, frente a un 12,5 %), tras una contracción también mucho más pronunciada de la economía española en los dos trimestres precedentes (véase gráfico 8.4)⁷.

El aumento en el número de contagios conforme transcurría el verano fue restando vigor a la recuperación. Desde finales de julio, el rápido deterioro de la situación epidemiológica en España provocó la reintroducción de nuevas restricciones por parte de las autoridades nacionales e internacionales, que incidieron negativamente en la intensidad de la senda de recuperación. En particular, las restricciones impuestas sobre los viajeros procedentes de España por algunos de los principales países emisores de turistas hacia nuestro país lastraron sensiblemente la actividad del sector turístico en el tramo final del tercer trimestre, dinámica que ha continuado también en los tres últimos meses del año⁸.

El agravamiento de la crisis sanitaria durante el cuarto trimestre ha supuesto un lastre adicional al dinamismo de la actividad, que podría implicar incluso un cierto retroceso del PIB

El endurecimiento de las medidas de contención de la pandemia durante el cuarto trimestre ha provocado una intensificación en la senda de desaceleración de la actividad que comenzó a observarse en el tercer trimestre. Aunque las nuevas restricciones han sido, en términos generales, más focalizadas que las desplegadas durante la primavera, estas han vuelto a incidir negativamente sobre la actividad y, de nuevo, han tenido un mayor impacto negativo en aquellas ramas de los servicios que requieren un grado elevado de interacción social. Esta ralentización de la actividad se ha visto reflejada en los indicadores de periodicidad mensual que habitualmente se emplean en el seguimiento de la coyuntura, en los de frecuencia más elevada, cuyo seguimiento ha cobrado relevancia con la crisis sanitaria, y también en la encuesta a empresas españolas elaborada por el Banco de España para valorar la evolución reciente de su actividad

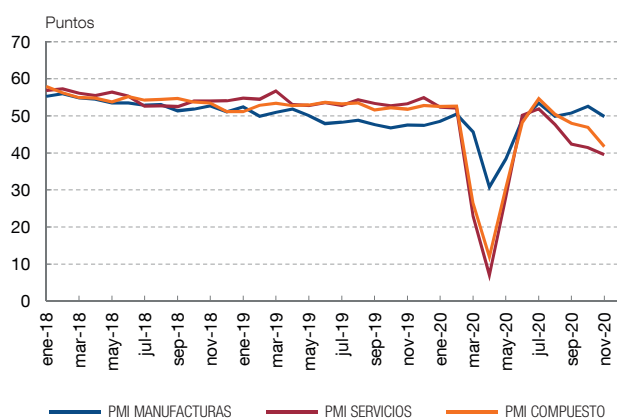
7 Para un análisis más detallado de los factores que explican el diferencial negativo de crecimiento entre España y la UEM registrado en el segundo trimestre, véase «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

8 Véase el recuadro 8 (“Evolución reciente del turismo extranjero en España”) del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

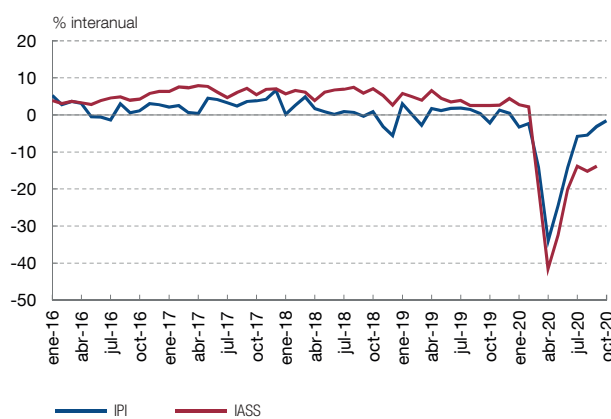
EL SECTOR SERVICIOS SEGUIRÁ SUFRIENDO DE FORMA MÁS INTENSA QUE LAS MANUFACTURAS LOS EFECTOS DE LA PANDEMIA

Los servicios, más afectados en términos relativos por las medidas de distanciamiento social, sufrieron un mayor impacto negativo inicial de la pandemia que las manufacturas, y su recuperación parcial en el tercer trimestre fue menos intensa. Los indicadores cualitativos y cuantitativos más recientes apuntan a que estas asimetrías sectoriales se mantendrán, e incluso podrían intensificarse, en el cuarto trimestre.

1 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS



2 INDICADOR DE ACTIVIDAD DEL SECTOR SERVICIOS E ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Markit Economics y Banco de España.



y el impacto de la pandemia. En cuanto a esta última fuente, casi la mitad de las empresas encuestadas declaró haber observado un descenso de su facturación en el cuarto trimestre, dinámica que habría sido particularmente intensa en los servicios más afectados por las medidas de contención, como la hostelería, las actividades de ocio y entretenimiento, y el comercio⁹.

Los índices de gestores de compras (PMI) muestran un tono descendente desde agosto. Inicialmente, esta debilidad provenía fundamentalmente de los servicios, si bien los datos más recientes también muestran indicios de una desaceleración incipiente de las manufacturas, afectadas por el impacto negativo de los rebotes de la pandemia sobre la demanda interna y en los principales mercados de exportación (véase gráfico 9.1). Los índices de producción industrial (IPI) y de actividad en el sector servicios (IASS), cuyos últimos datos disponibles corresponden a octubre y a septiembre, respectivamente, también evidencian una recuperación parcial más intensa en la industria que en los servicios (véase gráfico 9.2).

La evolución de la confianza de los agentes y de un amplio abanico de indicadores de alta frecuencia también es coherente con una pauta de

9 Véase recuadro 3 («Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad y sobre la incidencia del Covid-19») de las *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2023)*; contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones de diciembre de 2020.

ralentización de la actividad en el tramo final del año. De acuerdo con el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea, la confianza de los agentes frenó en agosto su senda de recuperación, y en los meses transcurridos del cuarto trimestre habría sufrido una cierta recaída desde niveles ya relativamente reducidos, especialmente en lo relativo a los servicios y a los consumidores. Por su parte, la evolución reciente de diversos indicadores de movilidad (por ejemplo, aquellos relativos a la ubicación de los dispositivos de telefonía, al tráfico aéreo y por carretera, y a la venta de combustibles), de consumo de energía eléctrica y de gasto realizado mediante tarjetas bancarias apunta a que la recuperación se desaceleró conforme avanzaba el tercer trimestre y, en algunos casos, incluso se habría podido revertir en el tramo final del año (véase gráfico 10).

En un contexto caracterizado por una elevada incertidumbre, las últimas proyecciones del Banco de España apuntan a que, en el cuarto trimestre, el PIB podría llegar a contraerse con respecto al trimestre anterior¹⁰. La considerable incertidumbre en cuanto a la evolución de la pandemia, tanto durante el mes de diciembre como en los próximos trimestres, y al grado de adaptación de los agentes a esta crisis sanitaria aconsejó que, en el último ejercicio de proyecciones del Banco de España, se contemplasen tres escenarios alternativos, denominados *suave*, *central* y *severo*. En línea con la evolución reciente de los indicadores de actividad descritos anteriormente, estos escenarios apuntan a una notable desaceleración en el ritmo de avance del producto en el cuarto trimestre, que oscilaría entre una expansión del 0,6 % en el escenario suave y una contracción del 0,8 % y del 3 % en los escenarios central y severo, respectivamente. En tasa interanual, estas dinámicas se corresponderían con una pérdida de actividad del 8,6 % en el escenario suave, del 9,8 % en el escenario central y del 11,8 % en el escenario severo. Por componentes, la desaceleración del producto reflejaría una contribución negativa al crecimiento de la demanda externa, mientras que, en el ámbito de la demanda nacional, las partidas de gasto privado registrarían tasas moderadamente negativas.

La recuperación del empleo se ha frenado en el cuarto trimestre, aunque de forma desigual por ramas productivas

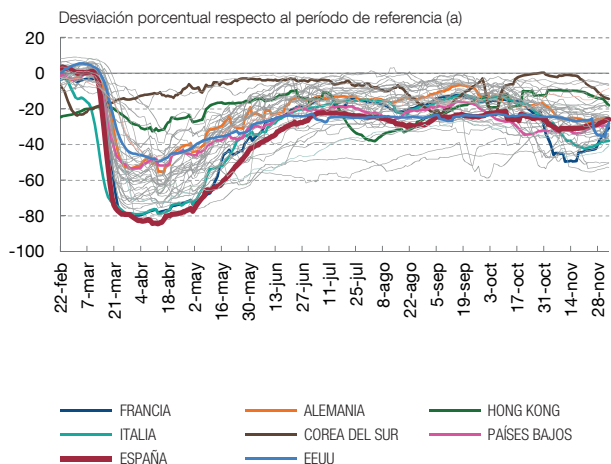
La afiliación total ha mejorado ligeramente en los últimos meses, pasando de un retroceso interanual del 2,3 % a finales del tercer trimestre a una caída del 1,8 % en noviembre (véase gráfico 11.1). Esta mejora se observó, especialmente, en la rama agrícola —con un avance interanual del 0,9 % en noviembre, 1 pp superior al de septiembre— y en las ramas de servicios de no mercado. Estas últimas mostraron un crecimiento interanual de la afiliación del 3,6 % en noviembre (frente al

10 Véanse las *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2023): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2020*.

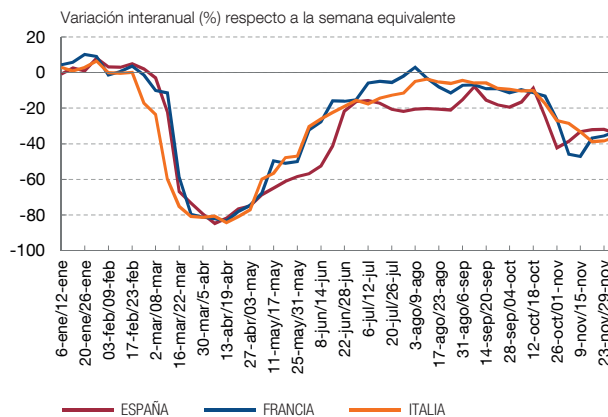
EL AGRAVAMIENTO DE LA CRISIS SANITARIA QUE COMENZÓ EN LOS MESES DE VERANO Y HA CONTINUADO EN EL TRAMO FINAL DEL AÑO HA AFECTADO NEGATIVAMENTE AL DINAMISMO DE LA ACTIVIDAD

La introducción de nuevas medidas de contención para frenar los rebrotes de la segunda ola de la pandemia provocaron una desaceleración en la senda de recuperación de la actividad conforme avanzaba el tercer trimestre, que se habría intensificado en el tramo final del año. Un amplio abanico de indicadores de movilidad, consumo de energía eléctrica y gasto realizado mediante tarjetas bancarias apunta en esta dirección.

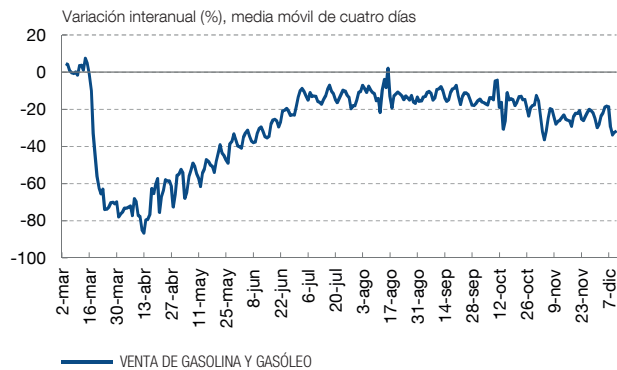
1 INDICADORES DE MOVILIDAD LOCAL. LUGARES DE OCIO Y DE COMERCIO AL POR MENOR, ESTACIONES DE TRANSPORTE PÚBLICO Y LUGARES DE TRABAJO



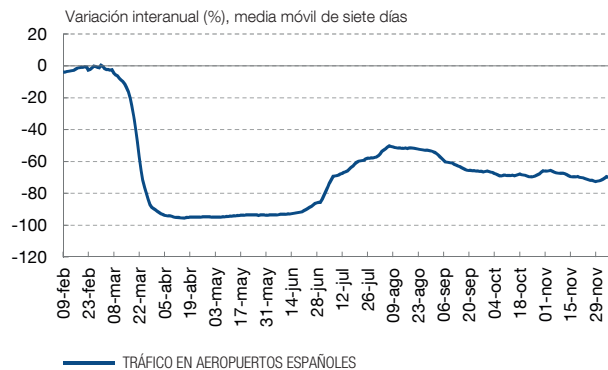
2 TRÁFICO POR AUTOPISTAS



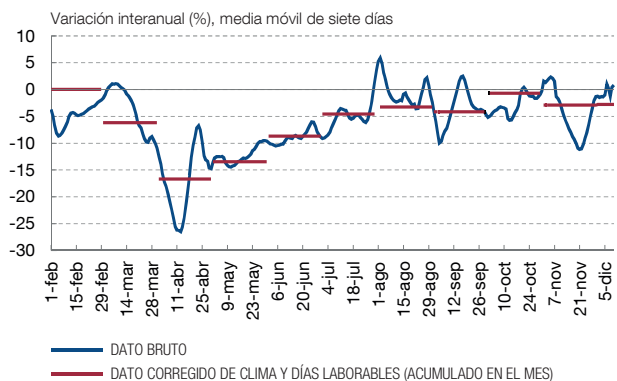
3 VENTA DE GASOLINA Y GASÓLEO



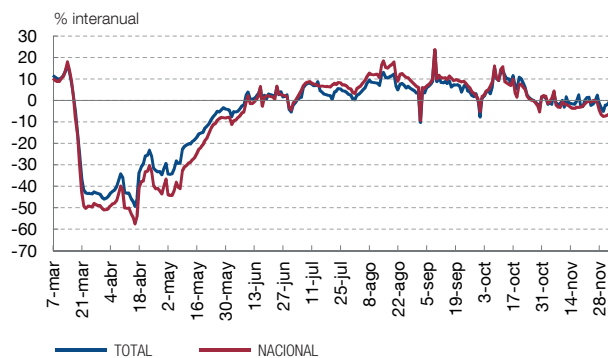
4 TRÁFICO EN AEROPUERTOS ESPAÑOLES



5 DEMANDA DE ENERGÍA ELÉCTRICA



6 GASTO CON TARJETAS



FUENTES: Google, Grupo Atlantia, Dirección de Estudios de Repsol, Organización Europea para la Seguridad de la Navegación Aérea, Red Eléctrica de España, Sistema de Tarjetas y Medios de Pagos, y Banco de España.

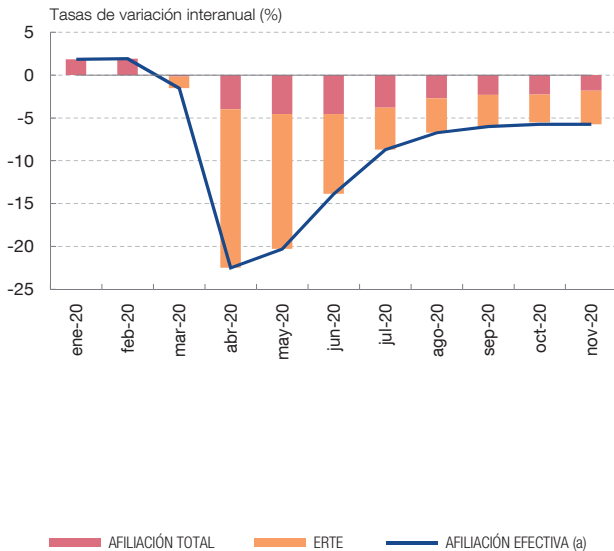
a Desviación porcentual respecto a la movilidad observada en un periodo de referencia antes de la pandemia (del 3 de enero al 6 de febrero de 2020). Se representan las medias móviles de siete días.



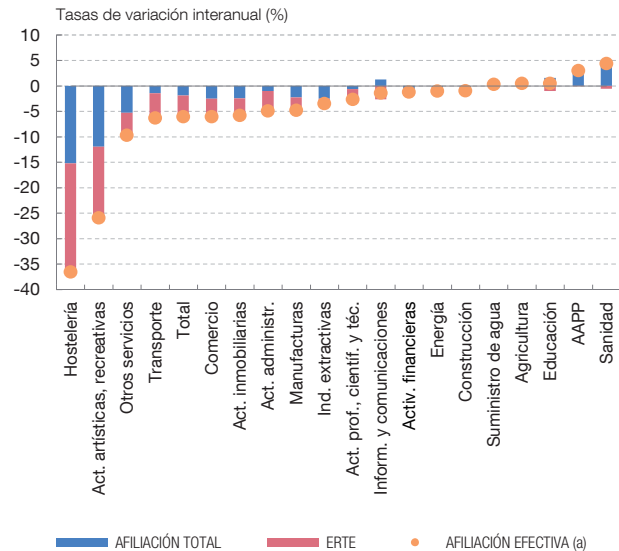
EVOLUCIÓN RECIENTE DEL EMPLEO

En noviembre, la variación interanual de la afiliación total mejoró hasta el $-1,8\%$, pero el aumento de los trabajadores en ERTE compensó esta mejoría, dejando el descenso interanual de la afiliación efectiva en el $-5,8\%$, misma tasa que la observada en octubre. En noviembre, el repunte de los trabajadores en ERTE se produjo en las ramas más expuestas a las nuevas restricciones, lo que aumentó la heterogeneidad sectorial en las dinámicas de empleo.

1 TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LA AFILIACIÓN TOTAL Y EFECTIVA (DATOS MEDIOS DEL MES)



2 TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LA AFILIACIÓN EFECTIVA, POR RAMAS, EN NOVIEMBRE (DATOS MEDIOS DEL MES)



FUENTE: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

a La afiliación efectiva se calcula como la diferencia entre los afiliados totales y los trabajadores afectados por ERTE.



2,8 % observado en septiembre), que reflejó, en parte, el efecto de las contrataciones en los servicios sanitarios para hacer frente a la pandemia (4,9%), si bien los afiliados en las AAPP (3 %) también repuntaron en los dos meses transcurridos del trimestre. El empleo mostró igualmente un comportamiento positivo en los servicios de mercado, con una mejora de la tasa interanual de la afiliación total de tres décimas hasta noviembre, hasta el $-4,1\%$. Por el contrario, en la industria y la construcción la afiliación mostró en noviembre un descenso interanual muy similar al observado a finales del tercer trimestre.

Esta mejora de la afiliación total fue compensada por el aumento de los trabajadores afectados por ERTE. En la media del mes de noviembre, los trabajadores afectados por ERTE alcanzaron los 759.309, unos 80.000 trabajadores más que en octubre. Este aumento se observó en los ERTE asociados a las nuevas restricciones (que afectaron a casi 200.000 trabajadores a finales de noviembre) y a las ramas de actividad especialmente protegidas tras la última prórroga de estos esquemas hasta finales de enero (afectando a casi 225.000 trabajadores). Por el contrario, los trabajadores en ERTE asociados al resto de las causas han descendido con

intensidad desde finales de septiembre. En cuanto a la distribución de los trabajadores en ERTE por ramas de actividad, estos siguen muy concentrados en los servicios de mercado (un 89 %) y, especialmente, en la hostelería (un 44,8 %) (véase gráfico 11.2). Las diferentes restricciones a la actividad económica también se han dejado notar en el aumento de los autónomos que perciben la prestación especial por cese de actividad. Así, frente a los cerca de 150.000 autónomos que estaban recibiendo esta prestación a lo largo del tercer trimestre, este colectivo se ha ampliado hasta casi los 350.000 a finales de noviembre, más del 11 % del total de autónomos en alta en la Seguridad Social.

En conjunto, la afiliación en términos efectivos mostró un descenso interanual del 5,8% en noviembre, tasa dos décimas mejor que la observada en septiembre. No obstante, se aprecian una heterogeneidad sectorial muy elevada, con descensos interanuales superiores al 35 % en la hostelería y al 25 % en las actividades artísticas y recreativas, caídas más moderadas en la industria manufacturera (-4,8 %) y en la construcción (-1 %), e incluso aumentos interanuales en las ramas de servicios de no mercado. En el conjunto de los servicios de mercado, la afiliación efectiva mostró en noviembre un descenso del 10,7 % con respecto al mismo mes de 2019. Si se tiene en cuenta la evolución de los autónomos que cobran la prestación por cese de actividad, el descenso de la afiliación efectiva alcanzaría el 7,5 % en términos interanuales, retroceso similar al que se observó en agosto.

Estas dinámicas serían coherentes con un leve descenso del empleo, medido en términos de horas trabajadas, durante el cuarto trimestre del año. En el escenario central del último ejercicio de proyecciones del Banco de España se prevé que, en línea con la evolución de la actividad económica, las horas trabajadas retrocedan en el último trimestre del año después de la fuerte recuperación observada en el tercero. No obstante, este descenso no sería tan acusado como el registrado en los meses de primavera. Por su parte, se espera que esta debilidad en la evolución del empleo, junto con una suave recuperación de la tasa de participación (tras la observada ya en el tercer trimestre), eleve la tasa de paro desde el 16,3 % registrado en el tercer trimestre hasta el entorno del 17 %.

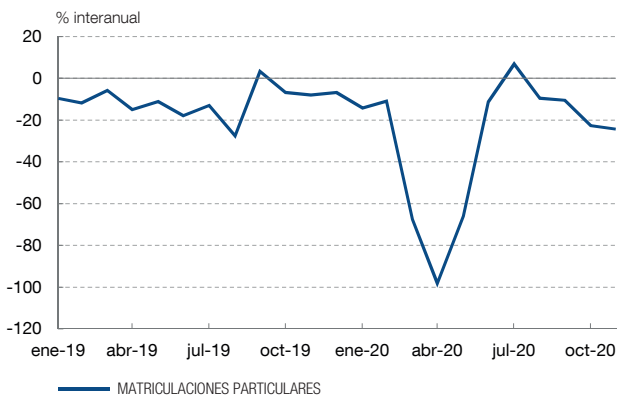
La desaceleración del producto en el cuarto trimestre reflejaría la contribución negativa de la demanda externa y de los componentes del gasto privado nacional

Tras repuntar con fuerza en el tercer trimestre, el consumo de las familias habría caído en el tramo final del año, lastrado por la intensificación de la pandemia y el endurecimiento de las medidas aplicadas para su contención. En esta dirección apuntan un amplio abanico de indicadores como, por ejemplo, las matriculaciones de vehículos particulares, cuyo ritmo de caída interanual se aceleró entre septiembre y noviembre, de forma que en los once primeros meses del año

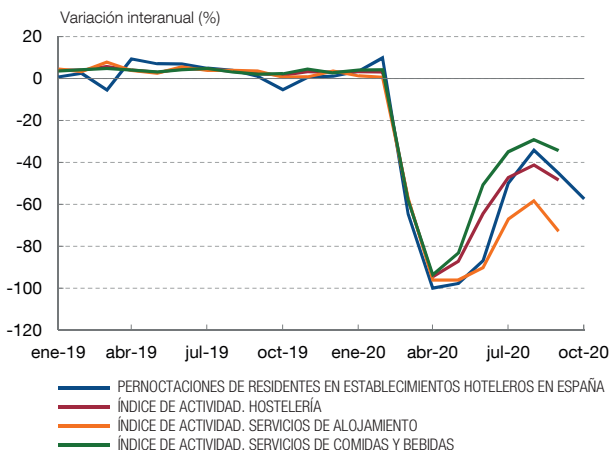
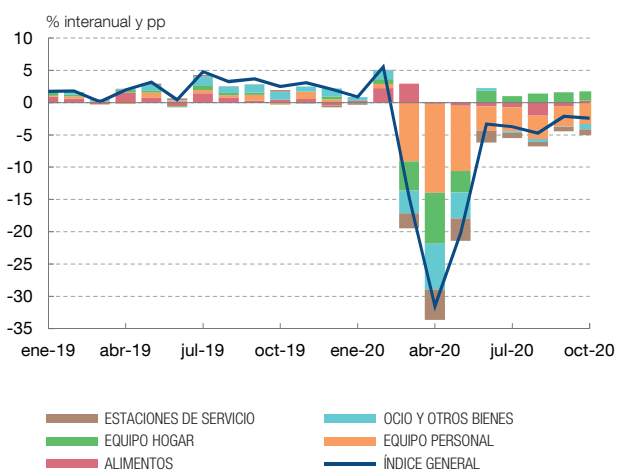
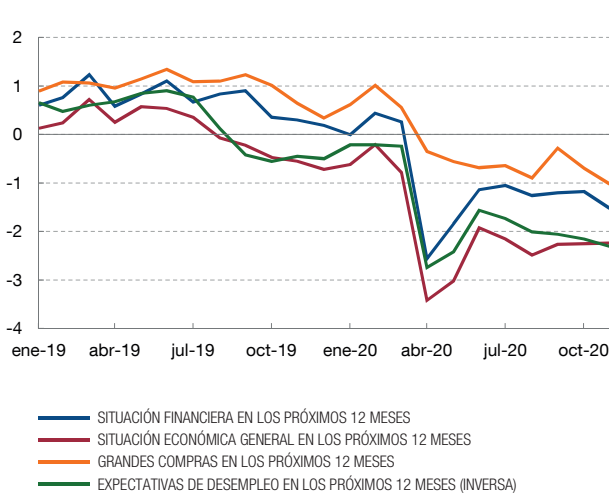
EL CONSUMO DE LAS FAMILIAS HABRÍA CAÍDO EN EL TRAMO FINAL DEL AÑO

La tendencia a la recuperación del gasto de las familias se habría frenado en el cuarto trimestre del año, en un contexto de empeoramiento de la pandemia, de endurecimiento de las medidas de contención y de deterioro en los niveles de confianza. El retroceso del gasto de los hogares sería más intenso en la compra de servicios que en la de bienes.

1 MATRICULACIONES DE VEHÍCULOS PARTICULARES



2 PERNOCTACIONES HOTELERAS Y ACTIVIDAD, POR SECTORES

3 ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR
Crecimiento interanual y contribuciones4 CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES
Datos normalizados (a)

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, ANFAC, Comisión Europea y Banco de España.

a Series resultantes de sustraer su media y dividir por su desviación típica.



acumulan un descenso próximo al 30 % interanual (véase gráfico 12.1). Por lo que respecta al gasto en servicios, el retroceso de las pernoctaciones hoteleras de residentes en establecimientos situados en el territorio nacional se intensificó en octubre, por segundo mes consecutivo, en consonancia con las mayores restricciones a la movilidad geográfica que han estado vigentes en este período (véase gráfico 12.2). Asimismo, a tenor de la información que se deriva de los pagos con tarjetas de las familias, el gasto en ocio y restauración se habría reducido en

octubre y, de forma más acentuada, en noviembre¹¹. En todo caso, estos indicadores ponen de manifiesto un impacto muy heterogéneo de la pandemia y de las medidas de contención sobre las distintas partidas de gasto, siendo más intenso en la compra de servicios que en la de bienes. En este sentido, destaca la fortaleza que mantiene el gasto en equipamiento del hogar, que, de acuerdo con el índice de comercio al por menor, supera los niveles previos a la crisis sanitaria (véase gráfico 12.3).

La caída del consumo habría resultado en un repunte de la tasa de ahorro de los hogares. En un contexto caracterizado por una notable incertidumbre, el deterioro de la confianza de los consumidores durante los últimos meses (véase gráfico 12.4) habría llevado a los hogares a elevar su tasa de ahorro por motivos precautorios, lo que se habría traducido en una mayor acumulación de activos líquidos (efectivo y depósitos), que han aumentado un 6 % entre febrero y octubre. Todo ello en una coyuntura en la que, a pesar de que el crédito a los hogares ha vuelto a crecer tímidamente en los últimos meses (véase gráfico 13), la situación patrimonial de los hogares se ha deteriorado como consecuencia de la pandemia, y una eventual eliminación de las medidas de protección de rentas y de las moratorias de deudas a medio plazo podría comprometer la capacidad de repago de las deudas de algunos hogares en una situación más vulnerable.

Tras repuntar algo más del 15 % en el tercer trimestre, se prevé que la inversión en vivienda experimente una recaída en los últimos meses del año. La inversión en vivienda creció con fuerza en el tercer trimestre del año, en línea con la intensa recuperación observada en la actividad. A pesar de ello, los visados de obra nueva de vivienda acumulados entre enero y septiembre aún se situaron un 24 % por debajo de los registrados en el mismo período del año anterior. Del mismo modo, la reactivación de las decisiones de compra de vivienda observada desde mediados de año, más intensa en el segmento de obra nueva, no habría compensado, de momento, la caída sufrida en estas operaciones durante el segundo trimestre (véase gráfico 14.1). Esta reactivación se habría visto favorecida por un mayor dinamismo de los nuevos préstamos para compra de vivienda, que permitió que, en términos intertrimestrales, el ritmo de contracción del saldo de crédito para la adquisición de vivienda se moderase (véase gráfico 13)¹². En todo caso, la evolución reciente de los escasos indicadores disponibles referidos a la inversión en vivienda en el cuarto trimestre, como la confianza del sector de la construcción residencial (hasta noviembre) o el consumo aparente de cemento (hasta octubre), apunta a que esta sufriría una nueva recaída en el tramo final del año (véase gráfico 14.2).

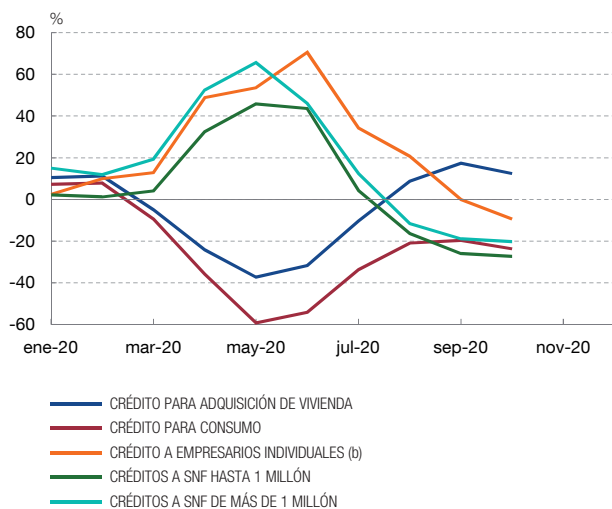
11 Véanse BBVA Research (2020), «España: Impacto de la COVID-19 sobre el consumo en tiempo real y alta definición en nov-20», y Caixabank Research (2020), «Pandemia y lluvia, binomio desafortunado en la semana del Black Friday».

12 El comportamiento de los saldos vivos está también condicionado por las moratorias para préstamos hipotecarios y sin garantía hipotecaria, que suponían, a finales de noviembre, entre el 4,8% y el 8,4% de la deuda viva. Por tanto, en ausencia de estas medidas, el volumen de amortizaciones en los últimos meses hubiera sido más elevado, llevando a un menor dinamismo del saldo vivo.

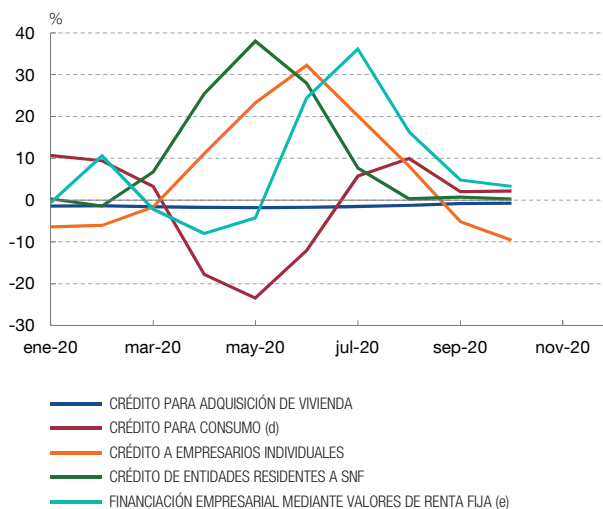
RECUPERACIÓN DE LAS NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A HOGARES Y RETROCESO EN EL CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS

La reactivación de la economía a partir del verano llevó a una recuperación de las nuevas operaciones de crédito a hogares, particularmente en el caso del crédito para la compra de vivienda, resultado, en parte, de la materialización de decisiones de compra aplazadas durante el confinamiento. En el caso de las actividades productivas, el nuevo crédito se ha contraído, tras el elevado volumen de nuevos préstamos captados por las empresas y empresarios individuales durante la primavera para cubrir sus necesidades de liquidez.

1 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO
Variación interanual (a)



2 FINANCIACIÓN A HOGARES Y A SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Variación intertrimestral anualizada (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Flujo acumulado de tres meses.
- b Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.
- c Son tasas de variación desestacionalizadas.
- d No incluye el crédito titulado.
- e Incluye las emisiones realizadas por las filiales residentes de sociedades no financieras.



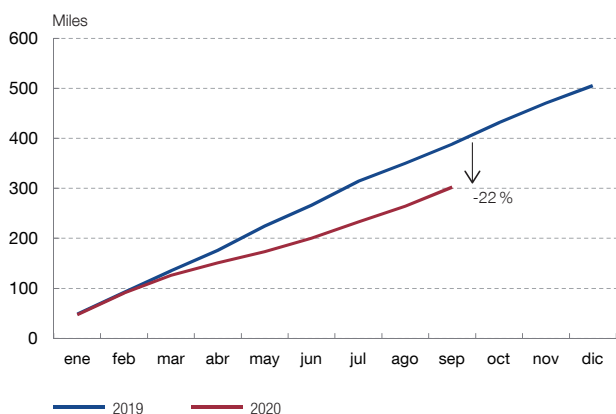
El precio medio de la vivienda prolongó su desaceleración en el tercer trimestre, hasta registrar un crecimiento interanual del 1,7 %. Esta ralentización se debió al precio de la vivienda usada, ya que el de la vivienda nueva se aceleró, como resultado de la escasez de oferta en este segmento (véase gráfico 14.3). Otros indicadores de precios alternativos, como la estadística notarial o las tasaciones, muestran una desaceleración muy acusada a partir de mayo, con caídas desde julio y septiembre, respectivamente. Esta información podría anticipar una caída del precio medio de la vivienda en el tramo final del año, por primera vez desde el inicio de la pandemia, que estaría concentrada en las transacciones de segunda mano, según apunta la estadística notarial, y sería más acusada en los archipiélagos y en el litoral mediterráneo, como sugiere la información de tasaciones hasta noviembre (véase gráfico 14.4).

La inversión empresarial habría retrocedido en los últimos meses del año, afectada por la elevada incertidumbre. La materialización de numerosas decisiones de inversión podría estar viéndose aplazada debido a la elevada incertidumbre respecto a las ventas futuras, a la significativa disminución del grado

SE PREVÉ QUE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA SE CONTRAIGA EN EL TRAMO FINAL DEL AÑO, MIENTRAS QUE ALGUNOS INDICADORES AVANZAN UN DESCENSO DE LOS PRECIOS

A pesar de la recuperación registrada en el tercer trimestre, en el transcurso de 2020 la actividad en el sector residencial se encuentra aún por debajo de su nivel de hace un año, como reflejan las compraventas o los visados de obra nueva. Los indicadores contemporáneos apuntan a un retroceso de la inversión en vivienda en el cuarto trimestre, mientras que los precios podrían caer en la parte final del año, fundamentalmente en el segmento de vivienda usada.

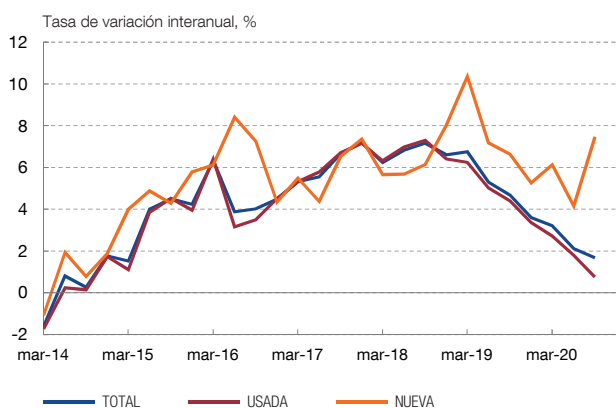
1 COMPRARENTAS DE VIVIENDA ACUMULADAS EN EL AÑO (a)



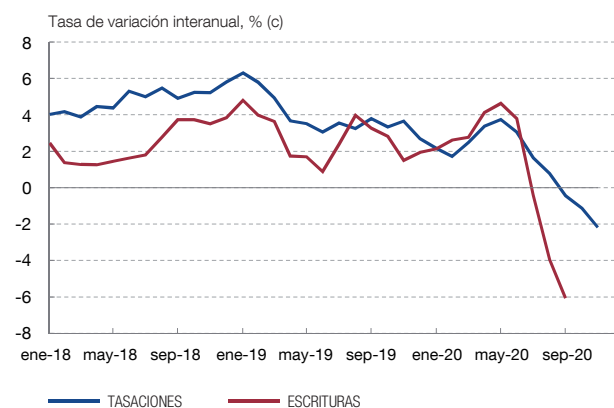
2 INDICADORES CONTEMPORÁNEOS DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA



3 ÍNDICE DE PRECIO DE LA VIVIENDA DEL INE



4 INDICADORES DE PRECIOS DE LA VIVIENDA



FUENTES: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, y Tinsa.

- a El porcentaje representado en el gráfico muestra la caída en las compraventas acumuladas en el transcurso de 2020 (hasta septiembre) respecto al período análogo de 2019.
 b Serie desestacionalizada.
 c Tasas de variación calculadas sobre medias móviles de tres meses.



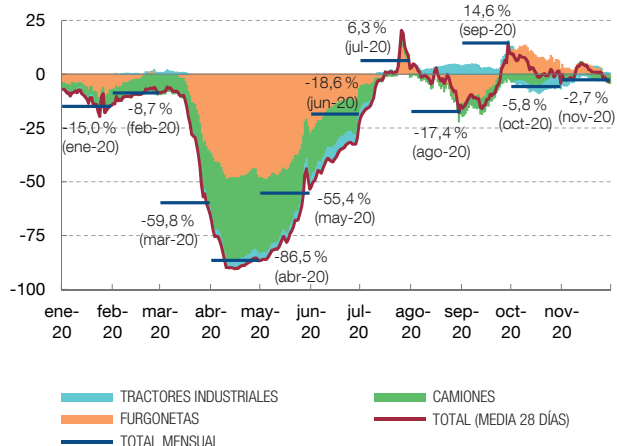
de utilización de la capacidad instalada y al descenso de los recursos disponibles para llevar a cabo estos gastos. Así parece confirmarlo la evolución más reciente de los indicadores de corto plazo relacionados con la inversión empresarial. En efecto, en octubre y noviembre se ha observado un freno en la recuperación, o incluso un cierto retroceso respecto a los niveles registrados en el tercer trimestre, en los PMI de actividad, en los índices de confianza de los servicios y de la industria, y en el indicador de clima de la industria asociada a la producción de bienes de inversión

LA INVERSIÓN EMPRESARIAL RETROCEDERÁ EN EL CUARTO TRIMESTRE

La inversión en bienes de equipo e intangibles habría retrocedido entre octubre y diciembre. Así lo sugiere la evolución reciente de los indicadores de confianza y de actividad relacionados con este componente de la demanda, como, por ejemplo, las matriculaciones de vehículos de carga, que han caído en términos interanuales en los últimos meses. A medio plazo, se espera una recuperación gradual en la inversión empresarial, como apuntaría la última Encuesta de Inversiones Industriales.

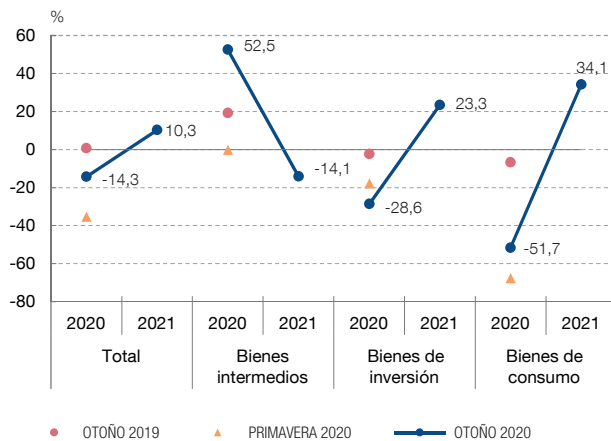
1 MATRICULACIONES DE VEHÍCULOS DE CARGA

(% anual y contribuciones, media móvil de 28 días y total mensual)



2 ENCUESTA DE INVERSIONES INDUSTRIALES

Previsión de inversión en la industria (% a/a en precios corrientes)



FUENTES: Ministerio del Interior (Dirección General de Tráfico) y Ministerio de Industria, Comercio y Turismo.



de la Encuesta de Coyuntura Industrial del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Asimismo, tras un tercer trimestre positivo, las matriculaciones de vehículos de carga han registrado tasas interanuales negativas en los últimos meses (véase gráfico 15.1). No obstante, a medio plazo se espera que este agregado inicie una paulatina recuperación, como sugieren los resultados de la Encuesta de Inversiones Industriales de otoño de 2020 del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo (véase gráfico 15.2).

Respecto a la financiación de las decisiones de inversión, en los últimos meses se ha contraído significativamente el volumen de nuevos préstamos captados por las empresas no financieras y los autónomos, tras el elevado crecimiento observado al inicio de la pandemia (véase gráfico 13.1). Así, las nuevas operaciones de préstamo a sociedades no financieras y a empresarios individuales han pasado de crecer a ritmos interanuales del 60 % en mayo a contraerse a tasas superiores al 20 % en octubre. Entre marzo y octubre, el flujo de nuevo crédito a actividades productivas alcanzó los 248 mm de euros, de los cuales casi el 43 % ha sido financiado mediante la primera línea de avales públicos gestionada por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) —estando el 76 % de esa financiación avalada—¹³. Además de cubrir las

13 Al cierre de septiembre, el 14,2 % del saldo vivo del crédito a sociedades no financieras correspondía a préstamos contratados mediante la línea de avales del ICO.

necesidades de liquidez más inmediatas, esta línea ha permitido mejorar la estructura del pasivo de las empresas, ya que las condiciones de financiación son más favorables que las habituales de mercado. La mejora reciente de las condiciones y la ampliación del plazo de solicitud de la primera línea de avales¹⁴, junto con la puesta en marcha de una segunda línea por valor de 40 mm de euros¹⁵, que no solo se destinará a nuevas inversiones sino también a la financiación de circulante, contribuirán previsiblemente a estimular la concesión de crédito durante los próximos meses.

En línea con estas dinámicas, el saldo del crédito concedido por las entidades financieras residentes a las sociedades no financieras se ha desacelerado con fuerza durante los últimos meses (véase gráfico 13.2). La financiación empresarial en los mercados de capitales también ha perdido dinamismo. En cuanto a la posición patrimonial agregada del sector corporativo, esta habría seguido deteriorándose durante el tercer trimestre, según los datos provisionales. En particular, la ratio de endeudamiento sobre el PIB se habría incrementado hasta el 82 %, evolución que también habría resultado en un ligero aumento de la ratio de carga financiera del sector. Además, distintos ejercicios de microsimulación desarrollados por el Banco de España evidencian que la crisis sanitaria causará en 2020 un incremento significativo en el porcentaje de empresas que soportan una presión financiera elevada —entendida como la insuficiencia de los resultados generados para cubrir los intereses de la deuda—, hasta situarse en torno al 40 %, así como un deterioro, aunque más moderado, de la solvencia del sector corporativo¹⁶.

Las exportaciones e importaciones de bienes y de servicios han acusado el impacto negativo provocado por el empeoramiento de la crisis sanitaria, tanto en España como en nuestros principales mercados exteriores

Se anticipa una nueva recaída de los intercambios comerciales con el exterior en el tramo final del año, que se extendería a las exportaciones y a las importaciones. En el tercer trimestre tuvo lugar una recuperación parcial de las exportaciones y de las importaciones, que se tradujo en una aportación positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB de 2,2 pp (véanse gráficos 16.1 y 16.2). Sin embargo, la información más reciente disponible apuntaría a que la aportación de las exportaciones netas al avance del producto habría retornado al terreno negativo en el cuarto trimestre, con un debilitamiento más acusado de las

14 Véase el [Real Decreto-ley 34/2020](#), de 17 de noviembre, de medidas urgentes de apoyo a la solvencia empresarial y al sector energético, y en materia tributaria. Con datos hasta el 30 de noviembre, todavía había disponible algo más de 15 mm de euros en avales de la primera línea.

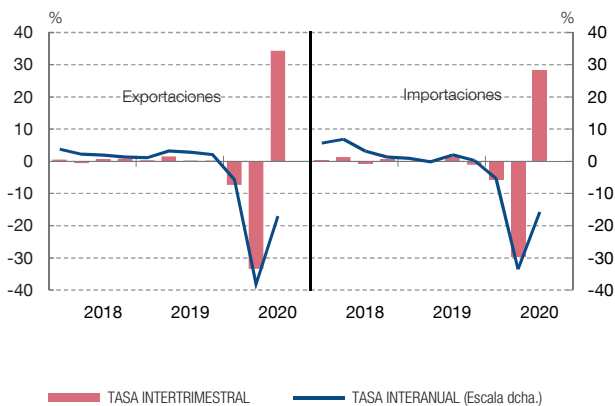
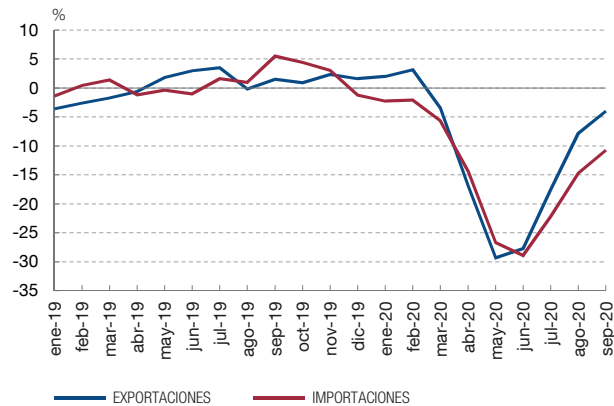
15 Véase el [Real Decreto-ley 25/2020](#), de 3 de julio, de medidas urgentes para apoyar la reactivación económica y el empleo.

16 Véase «El impacto de la crisis del Covid-19 sobre la situación financiera de las empresas no financieras en 2020: evidencia basada en la Central de Balances», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

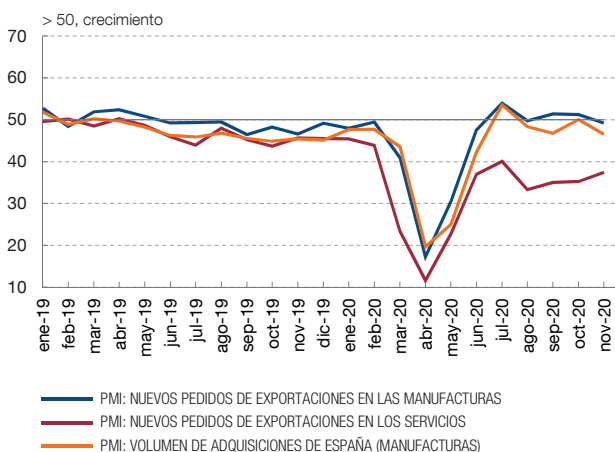
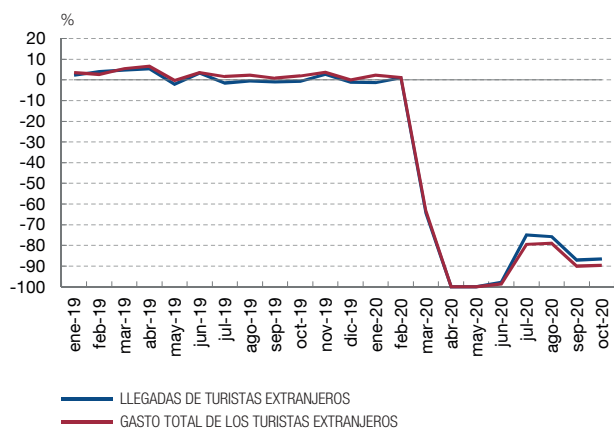
SE ANTICIPA UNA NUEVA RECAÍDA DE LOS INTERCAMBIOS COMERCIALES CON EL EXTERIOR

Después del fuerte repunte observado en el tercer trimestre, las transacciones con el resto del mundo se habrían debilitado en el último trimestre del año, coincidiendo con la introducción de nuevas restricciones a la movilidad en España y en Europa para frenar la segunda ola de la pandemia. Los indicadores de opinión del sector manufacturero adelantan caídas relativamente contenidas de los intercambios comerciales de bienes en el tramo final del año, mientras que los indicadores disponibles de turismo extranjero registran contracciones muy severas.

1 EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS (a)

2 EXPORTACIONES E IMPORTACIONES REALES DE BIENES (Datos deflactados de Aduanas)
Tasas interanuales de la media móvil de tres meses

3 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS

4 INDICADORES DE TURISMO EXTRANJERO
Tasas de variación interanual

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, y Markit.

a Datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.

exportaciones —lastradas, en especial, por la caída del turismo no residente— que de las importaciones. Así, por ejemplo, en el caso del comercio internacional de bienes, los nuevos pedidos de exportación del PMI de manufacturas de España se deterioraron en noviembre hasta situarse en terreno levemente contractivo, frente a la moderada expansión de los meses precedentes (véase gráfico 16.3). Asimismo, el componente de compras de consumos intermedios del PMI de manufacturas, que anticipa, en cierta medida, la evolución de las importaciones, también estaría

mostrando un tono desfavorable. Por su parte, la evolución de los nuevos pedidos de exportación del PMI de servicios sería compatible con un empeoramiento de las exportaciones de servicios en el cuarto trimestre más pronunciada que la que experimentaría el comercio de bienes. Todo ello, en un contexto de cierta moderación del ritmo de reactivación del comercio global, que, de acuerdo con la información disponible hasta septiembre, aún permanece en niveles inferiores a los del mismo período del año anterior.

Las exportaciones turísticas acusaron los efectos negativos del deterioro de la situación epidemiológica tanto en España como en nuestros principales mercados emisores europeos. Los rebrotes de la pandemia prolongaron las restricciones a la movilidad internacional adoptadas en diversos países europeos, en particular en el Reino Unido y Alemania, de manera que disiparon las expectativas de establecer corredores turísticos seguros con las regiones españolas en mejor situación epidemiológica, como Canarias. De este modo, en octubre, último dato disponible, las llegadas de turistas extranjeros y su gasto prolongaron la tónica de extrema debilidad experimentada en septiembre, con retrocesos de ambas variables cercanos al 90 % en términos interanuales (véase gráfico 16.4). En el conjunto de los diez primeros meses de 2020, las entradas de turistas internacionales y el gasto turístico de extranjeros disminuyeron un 76,1 % y un 77,3 %, respectivamente.

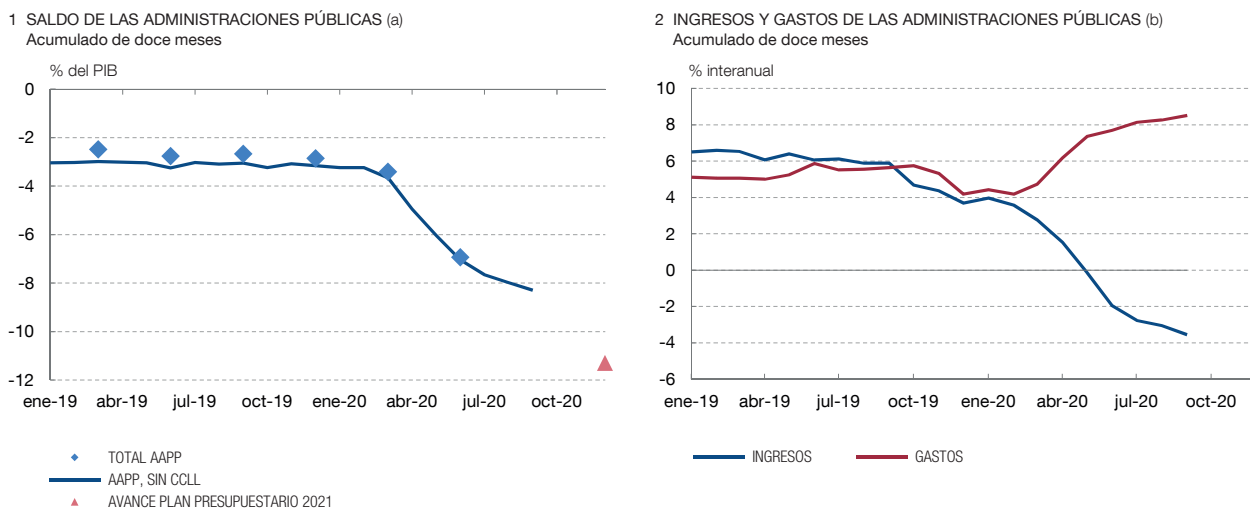
Los datos más recientes de ejecución presupuestaria de las AAPP muestran un comportamiento menos negativo que en el primer semestre y apuntan a un cierre del año algo mejor de lo anticipado unos meses atrás. De cara al próximo año, el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social, en fase de tramitación avanzada, incorpora un aumento significativo de la inversión pública financiado con fondos europeos

Las cuentas públicas, que fueron muy severamente afectadas por la pandemia en el primer semestre del año, han seguido deteriorándose en los últimos meses, si bien a un ritmo más moderado, lo que apuntaría a un cierre del año algo mejor de lo anticipado en septiembre. El déficit acumulado de doce meses de las AAPP, excluyendo las Corporaciones Locales (CCLL), se situó en septiembre en el 8,3 % del PIB, 5,1 pp por encima del registrado en diciembre de 2019 (véase gráfico 17.1). Los datos más recientes muestran una contracción menos acusada de los ingresos —que han pasado de mostrar un retroceso del 12 % interanual en el primer semestre a una caída del 2 % en el tercer trimestre¹⁷— y una expansión más

17 El descenso es algo mayor (de un 6 %) cuando se incluye también la información correspondiente al mes de octubre —que solo está disponible para el Estado—, mes en el que se recauda el pago fraccionado del impuesto sobre sociedades correspondiente a los beneficios de abril a septiembre.

SE MODERA LIGERAMENTE EL RITMO DE DETERIORO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS EN LOS ÚLTIMOS MESES

Tras un primer semestre en el que la crisis sanitaria, las medidas adoptadas para contenerla y las actuaciones de política fiscal puestas en práctica para contrarrestar sus efectos impactaron fuertemente sobre los ingresos y los gastos públicos, este impacto se ha ido moderando en los últimos meses, lo que apuntaría a un cierre del saldo presupuestario del año 2020 algo más positivo de lo anticipado por el Plan Presupuestario 2021.



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Plan Presupuestario 2021 (octubre de 2020).

- a La IGAE solo proporciona información del conjunto de las AAPP con frecuencia trimestral. Mensualmente, publica datos del total, excluidas las CCLL.
 b Correspondientes al agregado de AAPP, sin CCLL, y excluyendo las transferencias entre AAPP.



moderada de los gastos, cuya tasa de avance interanual se ha reducido desde el 13 % en el primer semestre hasta el 8 % en el tercer trimestre, principalmente como consecuencia de los menores gastos en prestaciones sociales ligados a trabajadores en ERTE y a autónomos en cese de actividad (véase gráfico 17.2).

En estos últimos meses, el Gobierno ha aprobado nuevas medidas con impacto sobre las cuentas públicas. Entre ellas, cabe destacar la extensión de las medidas de protección al empleo hasta enero de 2021, la entrada en vigor de dos nuevos impuestos (sobre transacciones financieras y sobre determinados servicios digitales) y la rebaja del IVA de las mascarillas quirúrgicas desechables del 21 % al 4 %.

Los Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social para 2021 se encuentran próximos a su aprobación. Tras su paso por el Congreso, el Proyecto de Presupuestos se encuentra, a fecha de cierre de este Informe, en discusión en el Senado, previéndose su aprobación definitiva en los últimos días del año. El Proyecto incorpora, entre otras medidas, subidas de las pensiones y de los salarios de los empleados públicos, en línea con la previsión de inflación del Gobierno (un 0,9 %), y

distintos aumentos impositivos¹⁸. En conjunto, se mantendría el tono expansivo de la política fiscal, apoyado, fundamentalmente, en un intenso recurso a los fondos europeos puestos a disposición de los países en el marco del programa NGEU. El impacto de estos fondos sobre el nivel de actividad de la economía española se analiza extensamente en las últimas proyecciones del Banco de España¹⁹.

En los últimos meses, el comportamiento de los precios de consumo ha seguido condicionado por la desaceleración de los precios energéticos y de la inflación subyacente, en un contexto de debilidad de la demanda

La inflación, medida por el IAPC, ha intensificado levemente su ritmo de descenso en los últimos meses, hasta alcanzar un -0,8 % en noviembre (véase gráfico 18.1). Esta dinámica ha reflejado la desaceleración de los precios energéticos y, en menor medida, de la inflación subyacente (véanse gráficos 18.2 y 18.3). El componente energético se desaceleró hasta alcanzar una tasa interanual del -9,5 % en noviembre, en línea con el comportamiento de los precios de la electricidad y del petróleo (véase gráfico 18.4). Entre los componentes no energéticos, los precios de los alimentos mantuvieron un ritmo de crecimiento prácticamente estable entre julio y octubre —con tasas más elevadas en el caso de los alimentos frescos que en el de los elaborados—, pero se moderaron en noviembre.

La inflación subyacente se desaceleró levemente entre agosto y noviembre, hasta alcanzar una tasa interanual del 0 %. Esta desaceleración fue generalizada entre los distintos componentes del núcleo inflacionista. Por un lado, los precios de los servicios, que mantuvieron estable su tasa de crecimiento interanual en los meses estivales, se desaceleraron posteriormente hasta una tasa del -0,1 % en noviembre. Las partidas relacionadas con el turismo siguieron mostrando acusados descensos interanuales. Por otro lado, los precios de los bienes industriales no energéticos también moderaron su ritmo de avance, hasta una tasa interanual del 0,1 % en noviembre, como resultado del menor dinamismo mostrado, entre otras partidas, por los automóviles. El diferencial de inflación subyacente frente al conjunto del área del euro se situó en noviembre en -0,2 pp²⁰.

En los próximos meses se espera que la tasa de inflación permanezca en valores negativos, aunque progresivamente más cercanos a cero. Por una

18 Entre otros, aumentos del IRPF y del impuesto sobre el patrimonio a las rentas más altas, limitación de las exenciones por doble imposición a las grandes empresas, subida del tipo impositivo sobre las primas de seguro e incremento del IVA de algunas bebidas azucaradas.

19 Véase el recuadro 2 («El impacto de la iniciativa NGEU en los escenarios de la economía española») de las *Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2020-2023): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones de diciembre de 2020*.

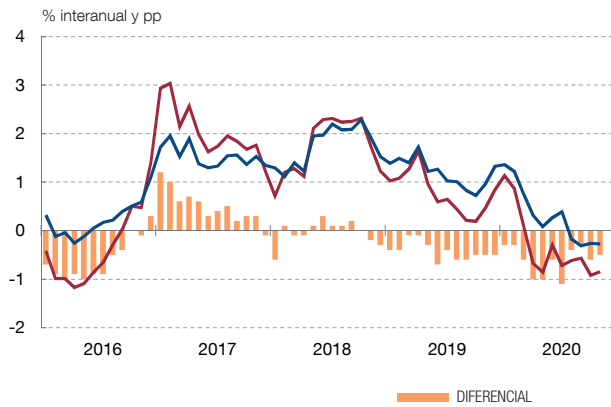
20 A fecha de cierre de este Informe, únicamente se disponía, para el conjunto de la UEM, de los datos de avance (provisionales) de la inflación de noviembre.

Gráfico 18

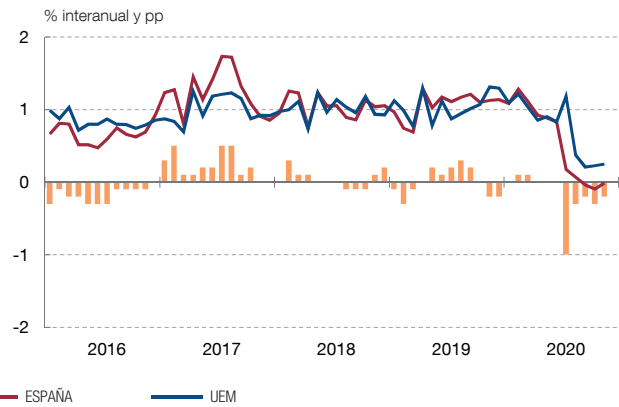
DESCENSO DE LA INFLACIÓN Y MODERACIÓN DE LOS INCREMENTOS SALARIALES

La tasa de inflación general ha intensificado levemente su ritmo de descenso en los últimos meses, en un entorno de caídas moderadas en el precio del petróleo y de una tasa de inflación subyacente en el entorno del 0%. Por su parte, las tarifas salariales se mantienen relativamente estables, en un contexto de escaso avance de la negociación colectiva este año.

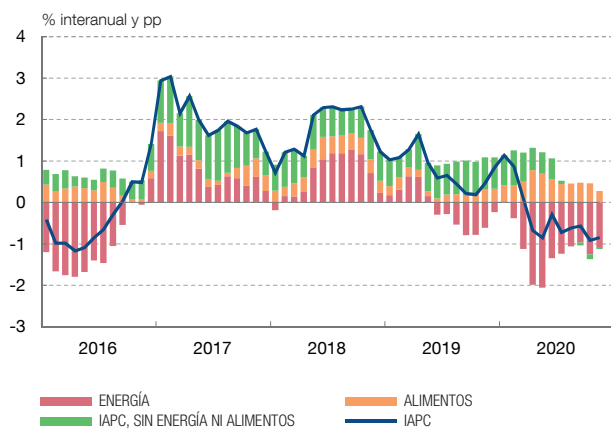
1 ÍNDICE GENERAL



2 ÍNDICE GENERAL, SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS



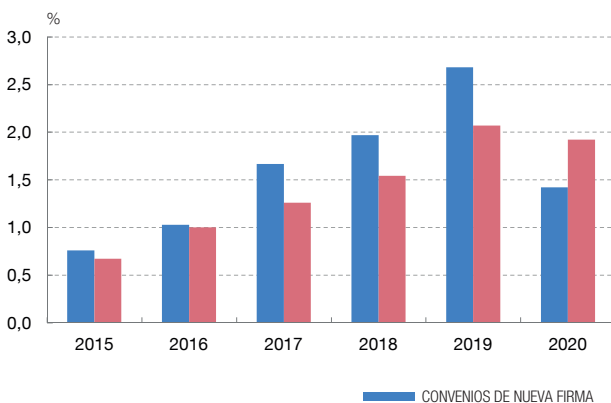
3 ÍNDICE GENERAL: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



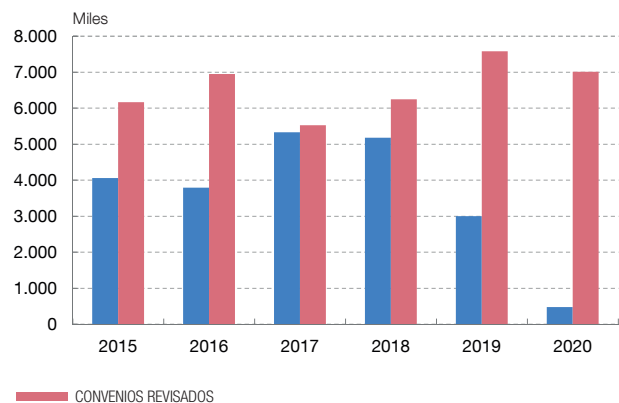
4 PRECIO DEL PETRÓLEO SPOT Y MERCADO DE FUTUROS



5 AUMENTO SALARIAL PACTADO (a)



6 TRABAJADORES AFECTADOS POR NEGOCIACIÓN COLECTIVA (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat, Agencia Reuters, Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social, y Banco de España.

a Con información hasta noviembre de 2020. Los convenios revisados corresponden a convenios firmados en años anteriores y los de nueva firma son los firmados en 2020.



parte, esta evolución vendría determinada por una contribución cada vez menos negativa de los precios energéticos. En este sentido, los mercados de futuros apuntan a una trayectoria moderadamente ascendente del precio del petróleo en los próximos meses. Por otra parte, la inflación subyacente permanecería en valores muy moderados, cercanos a cero, en los próximos meses. Esto sería consecuencia de la estabilidad prevista tanto para los precios de los bienes industriales no energéticos como para los de los servicios, donde apenas se produciría una recuperación de las partidas relacionadas con el turismo, el ocio y la hostelería hasta que se disponga de una solución médica efectiva. Para un mayor detalle sobre las dinámicas recientes de la inflación y las perspectivas en los próximos meses, véase el recuadro 5.

Por el lado de los costes, los convenios colectivos han continuado mostrando una elevada estabilidad en las tarifas salariales negociadas, destacando el escaso avance de la negociación en este año. Así, las tarifas salariales de los convenios colectivos han mantenido, con datos hasta noviembre, un incremento medio del 1,9% (frente al 2,3% firmado para el año anterior), afectando ya a un número muy elevado de trabajadores (casi 7,5 millones) (véanse gráficos 18.5 y 18.6). No obstante, estas subidas reflejan fundamentalmente lo acordado en convenios firmados en años anteriores, ya que los convenios de nueva firma son aún muy escasos y no incorporan el cambio en la situación del mercado laboral provocado por la pandemia. Por su parte, los datos de remuneración por persona asalariada de la CNTR mostraron en el tercer trimestre un leve descenso (del 0,9%) en la economía de mercado (tras la caída del 12,6% registrada en el segundo trimestre), asociado al impacto mitigador de los ERTE sobre los costes laborales pagados por las empresas.

Fecha de cierre de datos: 10.12.2020.

Fecha de publicación: 18.12.2020.

