

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria celebrada el 12 de marzo, el Consejo de Gobierno decidió adoptar un amplio paquete de medidas de política monetaria. Junto con el importante estímulo monetario ya existente, estas medidas respaldarán la liquidez y las condiciones de financiación para los hogares, las empresas y las entidades de crédito, y contribuirán a mantener la provisión fluida de crédito a la economía real. Desde la última reunión del Consejo de Gobierno, celebrada a finales de enero, la propagación del coronavirus (COVID-19) ha constituido una grave perturbación para las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y de la zona del euro, y ha incrementado la volatilidad de los mercados. Aunque finalmente sea de carácter temporal, afectará de forma significativa a la actividad económica. En particular, desacelerará la producción como resultado de la disrupción de las cadenas de producción y reducirá la demanda interna y externa, especialmente a través del impacto adverso de las medidas de contención necesarias. Asimismo, la mayor incertidumbre incide negativamente en los planes de gasto y en su financiación. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro apuntan claramente a la baja. Además de los riesgos identificados anteriormente relacionados con factores geopolíticos, el aumento del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, la propagación del coronavirus añade una nueva e importante fuente de riesgo a la baja para las perspectivas de crecimiento. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó una serie de decisiones de política monetaria para mantener la orientación de la política monetaria y para respaldar la transmisión de esta política a la economía real.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 12 de marzo de 2020

La propagación de la epidemia de COVID-19 está empeorando las perspectivas para la economía global, como ha quedado reflejado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020. La evolución observada desde la fecha de cierre de las proyecciones sugiere que los riesgos a la baja para la actividad mundial relacionados con el brote de COVID-19 se han materializado en parte, lo que implica que, este año, la actividad global será más débil de lo previsto en las proyecciones. La economía mundial se ha visto afectada por este brote cuando habían empezado a vislumbrarse signos de estabilización de la actividad y del comercio, y la firma de la primera fase del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, junto con las reducciones de los aranceles, había atenuado la incertidumbre. A más largo plazo se espera que la recuperación mundial solo cobre un ligero impulso. Ello dependerá de la recuperación de varias economías emergentes que siguen siendo vulnerables, mientras que la

desaceleración cíclica prevista en los países avanzados y la transición estructural de China a una senda de menor crecimiento lastrarán las perspectivas a medio plazo. Los riesgos para la actividad mundial han cambiado, pero su balance sigue orientado a la baja. En estos momentos, el riesgo a la baja más importante está relacionado con un impacto potencialmente más amplio y duradero del brote de COVID-19, dado que sigue extendiéndose. Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas.

La percepción global del riesgo se deterioró bruscamente y la volatilidad de los mercados repuntó cuando el coronavirus se propagó por todo el mundo hacia el final del período de referencia (del 12 de diciembre de 2019 al 11 de marzo de 2020). Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro se redujeron notablemente y se situaron en niveles muy inferiores a los observados al comienzo del período. La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un brusco desplazamiento a la baja; su inversión en los plazos cortos y medios señala que los mercados están contando con una acomodación adicional de la política monetaria. En línea con el fuerte aumento de la aversión al riesgo a escala mundial, los precios de las acciones de la zona del euro sufrieron una acusada caída, mientras que los diferenciales soberanos y los de los bonos corporativos se ampliaron. En los volátiles mercados de divisas, el euro se apreció sustancialmente frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se mantuvo contenido y se situó en el 0,1 % en el cuarto trimestre de 2019, tras registrar un avance del 0,3 % en el trimestre anterior, debido a la persistente debilidad del sector manufacturero y a la desaceleración de la inversión. Los últimos datos económicos y la información procedente de encuestas apuntan a que el crecimiento de la zona del euro se mantendrá en niveles reducidos y todavía no reflejan plenamente los acontecimientos relacionados con el coronavirus, que empezó a propagarse por Europa continental a finales de febrero, lo que afectó negativamente a la actividad económica. Si se hace abstracción de las perturbaciones derivadas de la propagación del coronavirus, se espera que el crecimiento de la zona del euro recobre impulso a medio plazo, respaldado por las favorables condiciones de financiación, la orientación de la política fiscal de la zona del euro y la reactivación esperada de la economía mundial.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2020 prevén un crecimiento anual del PIB real del 0,8 % en 2020, el 1,3 % en 2021 y el 1,4 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2020 y en 0,1 puntos porcentuales para 2021, debido, sobre todo, al brote de coronavirus, aunque su rápida propagación reciente en la zona del euro solo se refleja parcialmente. Por tanto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro apuntan claramente a la baja. La propagación del coronavirus añade una nueva e importante fuente de riesgo a la baja para las perspectivas de crecimiento, además de los riesgos relacionados con

factores geopolíticos, el aumento del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro descendió hasta el 1,2 % en febrero de 2020, desde el 1,4 % registrado en enero. Teniendo en cuenta la acusada caída de los precios actuales del petróleo y los precios de los futuros sobre esta materia prima, es probable que la inflación general disminuya considerablemente en los próximos meses. Esta valoración se refleja solo parcialmente en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2020, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,1 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022, y que, en general, no han variado con respecto a las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019. A medio plazo, la inflación se verá respaldada por las medidas de política monetaria del BCE. Los efectos del coronavirus en la inflación están sujetos a una elevada incertidumbre, dado que las presiones a la baja relacionadas con una demanda más débil podrían verse compensadas por las presiones al alza asociadas a perturbaciones de oferta. El acusado descenso reciente de los precios del petróleo representa importantes riesgos a la baja para las perspectivas de inflación a corto plazo.

El crecimiento monetario se ha moderado desde finales del verano de 2019, cuando se situaba en niveles confortables. El crédito al sector privado ha continuado mostrando una evolución divergente en las distintas modalidades de préstamos. Mientras que los préstamos a hogares han mantenido su solidez, los concedidos a las empresas han disminuido. Las favorables condiciones de financiación y de concesión de crédito de los bancos han seguido respaldando el crédito y, por ende, el crecimiento económico. La financiación externa neta total de las empresas de la zona del euro se estabilizó, respaldada por unos costes de financiación de la deuda favorables. Sin embargo, es probable que el reciente aumento del clima de huida del riesgo cause un deterioro de las condiciones financieras aplicadas por las entidades no bancarias a las sociedades no financieras.

Según las proyecciones, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá en 2020 y 2021, y se estabilizará en 2022. Esta disminución puede atribuirse, fundamentalmente, a la reducción de los superávits primarios. Esta evolución también se ha reflejado en las proyecciones en una orientación expansiva de las políticas fiscales en 2020 y 2021, seguida de un tono prácticamente neutral en 2022. Pese a la orientación relativamente expansiva de la política fiscal, se espera que la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se mantenga en una senda de descenso gradual, gracias a un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable y a un saldo primario ligeramente positivo durante todo el período. Los acontecimientos asociados a la propagación del coronavirus (COVID-19) que se han producido después de finalizar las proyecciones señalan un claro deterioro de las perspectivas relativas a la orientación de la política fiscal. Además de las medidas ya anunciadas, el compromiso del Eurogrupo con la adopción de medidas conjuntas y coordinadas debería recibir un firme apoyo ante la propagación del coronavirus.

El paquete de medidas de política monetaria

El 12 de marzo de 2020, el Consejo de Gobierno decidió adoptar un amplio paquete de medidas de política monetaria. La respuesta de la política monetaria abarcaba tres elementos principales: primero, salvaguardar las condiciones de liquidez en el sistema bancario a través de una serie de operaciones de financiación a plazo más largo (LTRO, por sus siglas en inglés) con condiciones favorables; segundo, proteger el flujo constante de crédito a la economía real mediante una recalibración fundamental de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), y, tercero, evitar el endurecimiento procíclico de las condiciones de financiación para la economía ampliando el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés)¹.

1. En épocas de elevada incertidumbre, la provisión de liquidez al sistema financiero en condiciones generosas es esencial para evitar restricciones de liquidez y presiones sobre su precio, incluso en momentos en los que el coronavirus pudiera plantear riesgos operacionales a los participantes en el sistema financiero. Por consiguiente, el Consejo de Gobierno decidió llevar a cabo LTRO adicionales, de forma temporal, para proporcionar un apoyo de liquidez inmediato al sistema financiero de la zona del euro. Aunque el Consejo de Gobierno no observa signos importantes de tensiones en los mercados monetarios ni de escasez de liquidez en el sistema bancario, estas operaciones ofrecerán una protección eficaz en caso necesario. Las operaciones se efectuarán mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Estas operaciones se ofrecerán en condiciones muy atractivas, con un tipo de interés igual al tipo medio aplicable a la facilidad de depósito. Las nuevas LTRO ofrecerán liquidez en condiciones favorables para cubrir el período hasta la fecha de la operación TLTRO III de junio de 2020.
2. Debido a que los ingresos y los planes de gasto de los hogares y de las empresas se están viendo afectados por la propagación del coronavirus, resulta crucial respaldar la concesión de crédito bancario a los más perjudicados por sus ramificaciones económicas, en particular las pequeñas y medianas empresas. Por consiguiente, el Consejo de Gobierno decidió aplicar condiciones considerablemente más favorables durante el período comprendido entre junio de 2020 y junio de 2021 a todas las operaciones TLTRO III vigentes durante ese marco temporal. A lo largo de este período, el tipo de interés aplicable a dichas operaciones será 25 puntos básicos inferior al tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Para las entidades de contrapartida que mantengan sus niveles de provisión de crédito, el tipo aplicado a estas operaciones será más bajo, y, durante el período que finalizará en junio de 2021, podrá ser hasta 25 puntos básicos inferior al tipo de interés medio aplicable a la facilidad de depósito. Asimismo, el importe máximo total de financiación que las entidades de contrapartida podrán obtener a partir de ahora mediante las operaciones TLTRO III se aumenta hasta el 50 % de sus préstamos computables a 28 de

¹ Para información más detallada, véase P. R. Lane, «[The Monetary Policy Package: An Analytical Framework](#)», *The ECB Blog*, BCE, 13 de marzo de 2020.

febrero de 2019. Por tanto, el volumen de financiación total posible en el marco de este programa se incrementa en más de 1 billón de euros hasta situarse en un total de casi 3 billones de euros. En conjunto, las nuevas condiciones de las TLTRO ayudarán a relajar notablemente las condiciones de financiación que determinan la oferta de crédito proporcionado por los bancos a las empresas y a los hogares. En este contexto, el Consejo de Gobierno ha encargado a los comités del Eurosistema investigar medidas de relajación de los criterios de admisión de los activos de garantía para asegurar que las entidades de contrapartida sigan pudiendo hacer uso pleno del respaldo del BCE a la financiación.

3. Es fundamental asegurar una orientación de la política monetaria suficientemente acomodaticia, en especial en un entorno de elevada incertidumbre y de alta volatilidad financiera. Con este trasfondo, el Consejo de Gobierno también decidió realizar de forma temporal compras netas de activos por valor de 120 mm de euros adicionales hasta el final del año, lo que asegurará una fuerte contribución de los programas de compras del sector privado. Se espera que las adquisiciones netas de activos continúen durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos de interés oficiales del BCE y que finalicen poco antes de que el Consejo de Gobierno comience a subir los tipos oficiales del BCE. Junto con el APP actual, estas medidas temporales respaldarán las condiciones financieras de forma más amplia y, por tanto, también relajarán los tipos de interés que son importantes para la economía real. Además, el ritmo más rápido de las compras asegurará que el Eurosistema muestre una presencia más sólida en el mercado durante esta época de elevada volatilidad, incluyendo el pleno uso de la flexibilidad con que cuenta el APP para responder a las condiciones de los mercados. Esto podría implicar fluctuaciones transitorias en la distribución de los flujos de compras tanto entre las distintas categorías de activos como entre los diferentes países para responder a perturbaciones de liquidez y a perturbaciones ocasionadas por la huida hacia posiciones más seguras. Esas desviaciones con respecto a la asignación estable entre países se encuentran dentro del ámbito del programa, siempre que la clave de capital siga anclando el *stock* total de las tenencias del Eurosistema a largo plazo.
4. Por otra parte, el Consejo de Gobierno decidió no modificar los tipos de interés oficiales del BCE. Se espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hacia un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.
5. Por último, el Consejo de Gobierno tiene también la intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

Habida cuenta de la situación actual, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de las repercusiones de la propagación del coronavirus para la economía, sobre la inflación a medio plazo y sobre la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

Al mismo tiempo, en estos momentos se necesita una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales, dado el debilitamiento de las perspectivas, y como salvaguarda frente a una ulterior materialización de los riesgos a la baja. El Consejo de Gobierno acoge favorablemente las medidas ya adoptadas por varios Gobiernos para asegurar recursos suficientes en el sector sanitario y para prestar apoyo a las empresas y a los trabajadores afectados. En particular, medidas como la concesión de garantías de crédito son necesarias para complementar y reforzar las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno.

Apéndice a las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno el 18 de marzo

La pandemia de coronavirus es una emergencia sanitaria pública colectiva con escasos precedentes en la historia reciente. Es también una perturbación económica extrema que requiere una respuesta política ambiciosa, coordinada y urgente en todos los frentes. El 18 de marzo, el Consejo de Gobierno anunció un nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) para abordar la situación inédita que afronta la zona del euro. El programa es temporal y permitirá al BCE salvaguardar la transmisión de la política monetaria y, en última instancia, su capacidad para garantizar la estabilidad de precios en la zona del euro. Concretamente, la evolución observada en los mercados financieros había provocado un endurecimiento de las condiciones de financiación, en particular en los plazos más largos. La curva de tipos de interés libres de riesgo se había desplazado al alza, y las curvas de rendimientos de la deuda soberana —que son fundamentales para fijar el precio de todos los activos— habían aumentado su pendiente en todos los países y su dispersión se había acrecentado. El Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones en cumplimiento de su mandato:

1. Poner en marcha un nuevo programa temporal de compra de valores de los sectores público y privado, con el fin de contrarrestar los graves riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria y para las perspectivas de la zona del euro derivados del brote de COVID-19 y de su creciente propagación.

Este nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) tendrá una dotación total de 750 mm de euros. Las compras se realizarán hasta el final de 2020 e incluirán todas las categorías de activos admisibles en el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) vigente.

Para las adquisiciones de valores del sector público, la asignación entre las distintas jurisdicciones seguirá haciéndose mediante el uso de la clave de capital de los bancos centrales nacionales. Al mismo tiempo, las compras que se efectúen en el marco del nuevo PEPP se llevarán a cabo con flexibilidad, lo que permitirá que haya fluctuaciones en la distribución de los flujos de adquisición a lo largo del tiempo entre las distintas clases de activos y entre jurisdicciones.

Los valores emitidos por el Gobierno griego quedarán exentos de cumplir los requisitos de admisión en las compras que se realicen al amparo del PEPP.

El Consejo de Gobierno pondrá fin a las compras netas de activos en el marco del PEPP cuando considere que la crisis del COVID-19 ha terminado, pero en ningún caso antes del final del año.

2. Ampliar el conjunto de activos admisibles en el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) para incluir el papel comercial, con lo que todo el papel comercial con suficiente calidad crediticia podrá ser adquirido en el marco del CSPP.
3. Relajar los criterios aplicables a los activos de garantía ajustando los principales parámetros de riesgo del marco de activos de garantía. En concreto, se ampliará el alcance de los préstamos adicionales (ACC, por sus siglas en inglés), con el fin de incluir préstamos destinados a la financiación del sector empresarial. Con ello se garantizará que las entidades de contrapartida puedan seguir participando plenamente en las operaciones de financiación del Eurosistema.

El Consejo de Gobierno del BCE se compromete a desempeñar el papel de apoyo a todos los ciudadanos de la zona del euro que le corresponde en estos momentos extremadamente difíciles. Para ello, el BCE velará por que todos los sectores de la economía puedan beneficiarse de unas condiciones de financiación favorables que les permitan absorber esta perturbación. Esto se aplica por igual a las familias, a las empresas, a las entidades de crédito y a los Gobiernos.

El Consejo de Gobierno hará todo lo que sea necesario de acuerdo con su mandato, y está preparado para aumentar el importe de sus programas de compra de activos y ajustar su composición en la medida en que sea preciso y durante el tiempo necesario. El Consejo de Gobierno estudiará todas las opciones y todas las contingencias para prestar apoyo a la economía mientras dure esta perturbación.

En la medida en que algunos de los límites autoimpuestos podrían obstaculizar las actuaciones que deba llevar a cabo el BCE para cumplir su mandato, el Consejo de Gobierno considerará revisarlos, en caso necesario, con el fin de que sus actuaciones resulten proporcionadas a los riesgos que afrontamos. El BCE no tolerará riesgos que afecten a la transmisión fluida de su política monetaria en ninguna de las jurisdicciones de la zona del euro.

1 Entorno exterior

La propagación de la epidemia de coronavirus (COVID-19) ha empeorado las perspectivas para la economía global, como ha quedado reflejado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020. La evolución observada desde la fecha de cierre de las proyecciones sugiere que los riesgos a la baja para la actividad mundial relacionados con el brote de COVID-19 se han materializado en parte, lo que implica que, este año, la actividad global podría ser más débil de lo previsto en las proyecciones. La economía mundial se ha visto afectada por este brote cuando habían empezado a vislumbrarse signos de estabilización de la actividad y del comercio, y la firma de la primera fase del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, junto con las reducciones de los aranceles, había atenuado la incertidumbre. A más largo plazo se espera un repunte de la actividad económica global, aunque solo cobrará un ligero impulso. Ello dependerá de la recuperación de varias economías emergentes que siguen siendo vulnerables, mientras que la desaceleración cíclica prevista en los países avanzados y la transición estructural de China a una senda de menor crecimiento lastrarán las perspectivas a medio plazo. Los riesgos para la actividad mundial han cambiado, pero su balance sigue orientado a la baja. En estos momentos, el riesgo a la baja más importante está relacionado con un impacto potencialmente más amplio y duradero del brote de COVID-19, dado que sigue extendiéndose. Las presiones inflacionistas globales se mantienen contenidas.

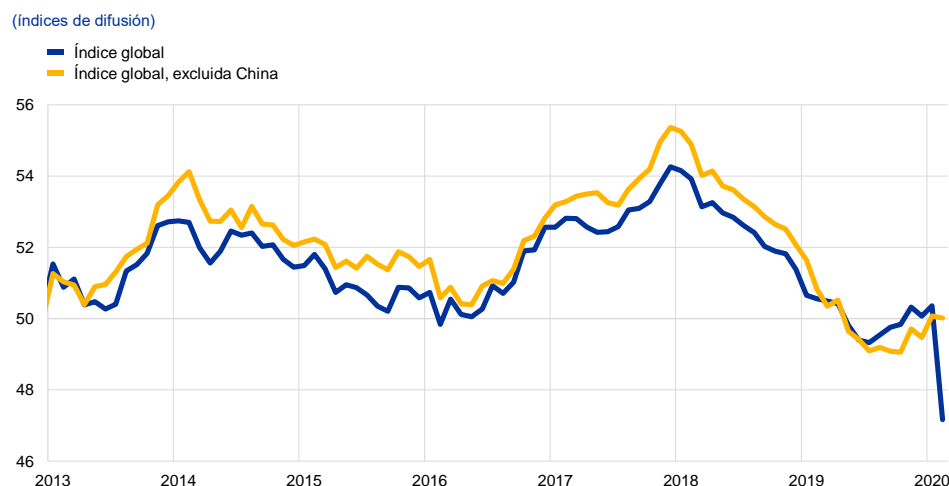
Actividad económica y comercio mundiales

La propagación del COVID-19 ha enturbiado las perspectivas globales. Como la situación sigue cambiando día a día, resulta muy difícil estimar cuánto durarán las interrupciones de la actividad productiva y del comercio, y cómo reaccionarán los consumidores de todo el mundo a la incertidumbre asociada. Además, el brote se ha producido tras un período de debilidad de la actividad a escala internacional. El crecimiento mundial del PIB real (excluida la zona del euro) descendió hasta situarse en el 2,9 % el año pasado, lo que representa el menor ritmo de avance observado desde la Gran Recesión. Esta desaceleración fue más generalizada y más pronunciada que la registrada en los episodios más recientes, en 2012-2013 y 2015-2016. El principal factor determinante de esta dinámica fue la intensificación recurrente de las tensiones comerciales, que —a través de la mayor incertidumbre— llevó a las empresas a aplazar la inversión y a los consumidores a posponer las compras de bienes duraderos. Esto, a su vez, provocó un deterioro acusado de la actividad manufacturera y del comercio mundiales. Además, varias economías emergentes se vieron afectadas por perturbaciones idiosincrásicas que agudizaron en mayor medida la caída de la actividad global observada el año pasado. Al mismo tiempo, varias de las principales economías avanzadas y emergentes aplicaron políticas de estímulo de la demanda, lo que limitó el ritmo y la intensidad de la ralentización del crecimiento en 2019.

El brote de coronavirus afectó a la economía mundial cuando habían empezado a vislumbrarse signos de estabilización de la actividad y del comercio.

El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) aumentó en enero, respaldado por mejores datos sobre la actividad de las manufacturas y de los servicios. El avance de la producción del sector manufacturero señaló que podría estar iniciándose una recuperación, tras un prolongado período de debilidad. Estos signos fueron evidentes, en su mayor parte, en las economías emergentes, mientras que la evolución de los países avanzados fue más heterogénea. Esta tendencia se ha visto interrumpida recientemente por el brote de COVID-19, que las autoridades chinas trataron de contener ampliando las vacaciones del Año Nuevo lunar e imponiendo estrictas medidas de cuarentena en la provincia de Hubei, el epicentro del brote. Como resultado de estas medidas, la actividad manufacturera de este país se desplomó en febrero, lo que causó algunos efectos de contagio negativos en la región Asia-Pacífico, que está vinculada intrínsecamente a China a través de las cadenas de producción y es también uno de los destinos más populares entre los turistas chinos. Con todo, los efectos de contagio más amplios a escala internacional probablemente fueron limitados en febrero, como sugiere la estabilidad relativa del PMI global de manufacturas, excluida China (véase gráfico 1). Sin embargo, como la producción está retornando progresivamente a la normalidad en China y muchos países han impuesto medidas para contener la propagación del virus, cabe esperar un impacto más persistente y más generalizado sobre la actividad manufacturera mundial en el corto plazo.

Gráfico 1
PMI global de las manufacturas



Fuentes: Markit y Haver Analytics.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2020.

Tras un período de relajación, las condiciones financieras globales se han endurecido de forma considerable más recientemente. El período de relajación anterior se produjo a raíz de que se anunciara la conclusión de la primera fase del acuerdo comercial mencionado, que a su vez provocó un repunte de los activos de riesgo. Este repunte se interrumpió bruscamente en torno a mediados de febrero, cuando los mercados internacionales de renta variable se desplomaron, dado que el

brote siguió afectando a China y se propagó a otros países. Desde la fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, las condiciones financieras globales se han endurecido de forma considerable, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, ya que el impacto de la fuerte corrección de los mercados de renta variable y el aumento de los diferenciales de los valores de renta fija privada solo se contrarrestaron, en parte, con la caída de los tipos de interés libres de riesgo. En los países emergentes, este endurecimiento fue menos pronunciado que en episodios recientes de tensiones financieras, como sucedió en el verano de 2018, ya que los tipos de cambio de las monedas de estas economías se mantuvieron, en general, estables frente al dólar estadounidense. Esta estabilidad se debió principalmente a la adopción y a las expectativas de adopción de medidas de relajación de la política monetaria por parte de la Reserva Federal, que lastraron el dólar, lo que atenuó las presiones al alza derivadas de los desplazamientos de fondos hacia bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados activos seguros.

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, la recuperación mundial solo cobrará un ligero impulso durante el horizonte de proyección. Según las proyecciones, la tasa de crecimiento de la actividad mundial, excluida la zona del euro, alcanzará el 3,1 % este año, algo por encima del 2,9 % estimado para 2019. A medio plazo, el crecimiento global registrará un leve avance y se situará en el 3,5 % y el 3,4 % en 2021 y 2022, respectivamente, por debajo de su media de largo plazo (3,8 %). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, las previsiones de crecimiento global para 2020 básicamente no se han modificado, ya que las revisiones al alza resultantes de la reducción de los aranceles comerciales se han visto contrarrestadas por correcciones a la baja en el primer trimestre de este año, como consecuencia del brote del virus en China. En las proyecciones de marzo, las perspectivas a medio plazo para la economía mundial dependían de la recuperación de varios países emergentes. Sin embargo, se considera que la senda de recuperación de estos países es frágil, en un contexto de factores externos adversos que, junto con la inestabilidad política interna, podrían descarrilar sus perspectivas de recuperación. De hecho, la evolución observada desde la fecha de cierre apunta a que un riesgo a la baja inminente relacionado con el impacto del COVID-19 en la economía global ya se ha materializado en parte. Ello, a su vez, implica que es muy probable que, este año, la actividad mundial sea más débil de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020.

En Estados Unidos se esperaba que la actividad económica permaneciese estable a corto plazo. El PIB real avanzó un 2,1 %, en términos anualizados, en el cuarto trimestre de 2019, y mantuvo el ritmo del trimestre anterior. El crecimiento del consumo se ralentizó más de lo previsto y la inversión empresarial en capital fijo descendió por tercer trimestre consecutivo. Se espera que la suspensión de la producción del Boeing 737 Max lastre la actividad manufacturera en el primer trimestre de 2020. A más largo plazo se preveía una desaceleración del crecimiento, en un contexto de maduración del ciclo económico y de desaparición del efecto de la reforma impositiva de 2018. La inflación interanual medida por el índice de precios

de consumo (IPC) disminuyó ligeramente y se situó en el 2,3 % en febrero, frente al 2,5 % del mes precedente. La inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, repuntó hasta el 2,4 %, desde el 2,3 % observado durante los cuatro meses anteriores. Se espera un aumento gradual de la inflación y que se sitúe en niveles por encima del objetivo del 2 % fijado por la Reserva Federal al final del horizonte de proyección. El 3 de marzo, después de una reunión de emergencia, la Reserva Federal recortó 50 puntos básicos, hasta el 1 %-1,25 %, el tipo de interés oficial, mencionando el riesgo que plantea el brote de coronavirus para la economía. También se aprobaron otras medidas, entre ellas medidas de provisión de liquidez y de gasto fiscal adicional, con el fin de hacer frente al impacto del brote sobre la economía.

En China se prevé que la actividad se debilite de forma considerable en el primer trimestre y que posteriormente se recupere. A medio plazo se espera que el PIB real continúe en una senda de desaceleración gradual. En 2019, el crecimiento anual del PIB descendió hasta situarse en el 6,1 %, desde el 6,6 % de 2018, debido al menor apoyo de la inversión y de la demanda exterior neta. A corto plazo se prevé que predominará el impacto del brote de COVID-19, mientras que la reducción de los aranceles en el contexto del acuerdo comercial con Estados Unidos debería respaldar el comercio. A medio plazo, los avances en la aplicación de las reformas estructurales deberían contribuir a que la ralentización sea ordenada y a cierto reajuste de la economía china. Desde la fecha de cierre de las proyecciones, los nuevos datos de este país sugieren que la contracción del primer trimestre podría ser más acusada de lo esperado. Por otra parte, un retorno más gradual de la producción a la normalidad indica que la actividad podría tardar en recuperarse algo más de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020. China ha aprobado diversas medidas de política económica desde que comenzó el brote, incluidas, entre otras, una política monetaria más acomodaticia y un aumento del gasto fiscal.

En Japón, la actividad económica experimentó una contracción significativa en el cuarto trimestre. Esta evolución reflejó la confluencia de perturbaciones adversas, entre ellas un retroceso de la demanda interna como consecuencia de la subida de los impuestos sobre el consumo, de disrupciones en la producción causadas por fuertes tifones en octubre y de la debilidad de la demanda externa. Se espera que los efectos de contagio negativos del brote de coronavirus en China, que afectó a la economía japonesa a través de una disminución acusada de la llegada de turistas y del gasto asociado durante el Año Nuevo lunar, unido a las señales incipientes de posibles disrupciones en las cadenas de producción, incidan negativamente en la actividad en el primer trimestre. Además, las autoridades japonesas aprobaron diversas medidas para contener el brote de COVID-19 en el país que, junto con un comportamiento más cauto de los consumidores, se espera que lastren la actividad económica. El Gobierno japonés ha respondido a esta situación con dos paquetes fiscales de emergencia que incluyen medidas de apoyo a las pymes. El Banco de Japón señaló que está siguiendo de cerca los acontecimientos y que está preparado para proporcionar liquidez y garantizar la estabilidad de los mercados financieros. Se prevé que las medidas de estímulo

fiscal anunciadas por las autoridades a finales de 2019 contribuyan al crecimiento en 2020 y 2021.

En el Reino Unido se esperaba una recuperación de la actividad en el primer trimestre. No obstante, es probable que el impacto económico del COVID-19 se plasme en una nueva ralentización de la actividad en el segundo trimestre. El crecimiento del PIB real se mantuvo estancado en el cuarto trimestre de 2019, reflejo de la desaceleración continuada del dinamismo subyacente observado en meses anteriores del año y de la contracción más general que se ha producido desde el referéndum de 2016. La demanda interna disminuyó de forma acusada en la segunda mitad de 2019, en un contexto de elevada incertidumbre sobre el Brexit y de campaña electoral general en el último trimestre del año. Aunque el clima económico mejoró sensiblemente tras los decisivos resultados de las elecciones y la posterior conclusión de un acuerdo de retirada ordenada de la Unión Europea a finales de enero, no se anticipaba un giro pronunciado en la actividad en 2020, incluso antes del brote, habida cuenta de las incertidumbres restantes en relación con las negociaciones comerciales futuras entre el Reino Unido y la UE. En respuesta al brote de COVID-19, el Banco de Inglaterra redujo 50 puntos básicos, hasta el 0,25 %, el tipo de interés oficial, e introdujo un programa de financiación dirigido específicamente a las pequeñas y medianas empresas, mientras que el proyecto de presupuestos del Gobierno incluye varias medidas fiscales para abordar el impacto económico del brote.

En los países de Europa Central y Oriental se esperaba que la actividad económica se moderase desde tasas por encima de su crecimiento potencial.

Esta moderación reflejó principalmente la desaceleración de la inversión, en un contexto en el que el ciclo de fondos de la UE se encuentra en una fase más avanzada, mientras que se preveía que el gasto en consumo se viese respaldado por la fortaleza de los mercados de trabajo.

Se preveía que la actividad económica en los grandes países exportadores de materias primas se fortaleciese ligeramente este año.

En Rusia, la actividad económica repuntó durante 2019 y se esperaba que siguiera cobrando dinamismo, debido a la decisión del nuevo Gobierno de aumentar el gasto social. Sin embargo, se ciernen importantes riesgos a la baja, ya que la propagación mundial del COVID-19, la reciente ruptura del acuerdo de la OPEP+ y la pronunciada caída de los precios del petróleo han hecho que las perspectivas sean excepcionalmente inciertas. A medio plazo, las perspectivas están condicionadas, sobre todo, por la incertidumbre en torno a la posibilidad de que se impongan más sanciones internacionales, así como a las prioridades políticas del nuevo Gobierno. Las perspectivas de crecimiento a corto plazo del PIB se habían revisado al alza, fundamentalmente como consecuencia del mayor gasto público. En Brasil, el clima económico empezó a mejorar en el cuarto trimestre. No obstante, el crecimiento sigue siendo moderado por las fuertes restricciones fiscales (incluidas congelaciones de los presupuestos) y por el incierto entorno exterior, una situación que ha empeorado últimamente con la creciente propagación del COVID-19. El grado de aplicación de las reformas fiscales adicionales que necesita el país influirá de forma significativa en las perspectivas de crecimiento a medio plazo. Al mismo

tiempo, si los desequilibrios presupuestarios no se abordan, seguirán siendo la principal fuente de riesgo. Por lo tanto, el cumplimiento de reglas fiscales como el techo de gasto reduce las posibilidades de que el efecto del estímulo fiscal sea considerable.

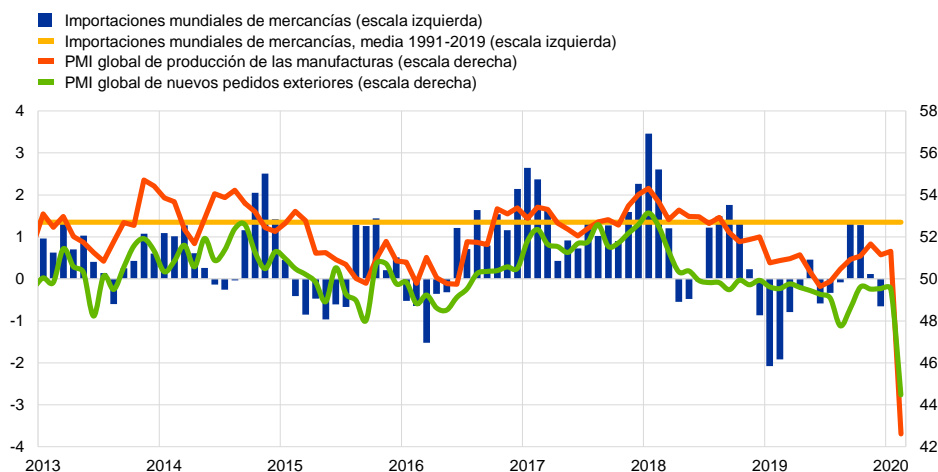
En Turquía, los niveles de actividad siguen recuperándose con fuerza de la recesión relacionada con la reciente crisis. La tasa de crecimiento interanual del PIB real se situó en terreno positivo en el tercer trimestre de 2019 y aumentó de nuevo en el cuarto. Una política fiscal expansiva y el rápido avance del crédito fueron los determinantes de la sólida expansión del consumo de los hogares y del punto de inflexión que se observó en la inversión del sector privado, y se espera que ambos sigan impulsando el crecimiento este año. Sin embargo, pese a esta evolución, las tasas de crecimiento permanecen en cotas relativamente bajas en términos históricos, dado el debilitamiento del potencial de la economía turca.

A finales de 2019 se observaron signos de estabilización del comercio internacional. Las importaciones mundiales se incrementaron, debido fundamentalmente al vigoroso crecimiento de las importaciones en Turquía, China y otras economías emergentes. En cambio, los datos peores de lo esperado sobre las importaciones de los países avanzados en el cuarto trimestre del año reflejaron varias perturbaciones idiosincrásicas que se espera que se disipen en el corto plazo. En Japón, estos factores están relacionados con la contracción de la demanda interna registrada tras la subida de los impuestos sobre el consumo y con el impacto de un fuerte tifón. En el Reino Unido y Estados Unidos reflejan la reversión de la anterior acumulación de existencias. La evolución divergente del comercio entre las economías avanzadas y las emergentes también fue evidente en los datos sobre el comercio de mercancías. En conjunto, las importaciones mundiales de mercancías se redujeron un 0,7 % en el cuarto trimestre de 2019 (véase gráfico 2). No obstante, se espera que el brote de COVID-19 retrase la estabilización del comercio internacional y que afecte al sector manufacturero en particular, como muestran los datos de las últimas encuestas. Dado que el virus continúa propagándose mundialmente, su efecto sobre el comercio será más significativo de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020.

Gráfico 2

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

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



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

Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2020 (PMI) y a diciembre de 2019 (importaciones mundiales de mercancías). Los índices y los datos se refieren al agregado global, excluida la zona del euro.

La firma reciente de la primera fase del acuerdo comercial entre Estados

Unidos y China da una tregua a las tensiones comerciales.

En el marco de este acuerdo, ambos países redujeron los aranceles a sus intercambios comerciales bilaterales, y China se comprometió a adquirir bienes y servicios de Estados Unidos por importe de 200 mm de dólares más durante los dos próximos años. Aunque esta moderación parcial del conflicto comercial favorece la recuperación de la actividad manufacturera y del comercio mundiales, la incertidumbre sobre el rumbo futuro de las políticas comerciales a escala global sigue siendo elevada.

Las perspectivas del comercio mundial siguen siendo débiles en términos históricos, ya que se espera que la elasticidad comercio-renta se mantenga por debajo del nuevo valor «normal» de una unidad².

Esto refleja una confluencia de factores, como las subidas de aranceles aprobadas hasta la fecha y la elevada incertidumbre sobre las políticas. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020 apuntan a que el crecimiento de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) se recuperará gradualmente y se situará en el 1,4 % en 2020, desde el 0,3 % del año anterior, y que posteriormente aumentará hasta el 2,6 % y el 2,7 % en 2021 y 2022, respectivamente. Aunque la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza para 2020 con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, esta corrección está relacionada fundamentalmente con la sorprendente mejora observada en la segunda mitad de 2019, así como con el incremento de las importaciones entre Estados Unidos y China resultante de la reducción de los aranceles aplicada en el marco de la primera fase del acuerdo. Dado que esta reducción favorece principalmente el comercio bilateral entre estos dos países, no debe considerarse una señal de aumento de la

² Véase, por ejemplo, IRC Trade Task Force, «[Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 178, BCE, septiembre de 2016.

demanda externa de bienes y servicios producidos en la zona del euro. Una vez que se tienen en cuenta estos factores, en las proyecciones de marzo se prevé que la demanda externa de la zona sea prácticamente similar a la prevista en las proyecciones de diciembre para este año y el siguiente. La evolución observada desde la fecha de cierre de las proyecciones sugiere que la propagación mundial de la epidemia de COVID-19 está lastrando el comercio mundial y, por tanto, la demanda externa de la zona, y si dicha evolución se toma en consideración, las importaciones globales y la demanda externa de la zona del euro serían inferiores a las previstas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020.

Los riesgos para las perspectivas de la actividad mundial han cambiado, pero su balance sigue orientado a la baja.

En estos momentos, el nuevo riesgo a la baja más importante está relacionado con un impacto potencialmente más amplio y duradero del brote de COVID-19, que sigue propagándose. La evolución de la economía global desde la fecha de cierre de las proyecciones sugiere que este riesgo ya se ha materializado en parte³. Los riesgos a la baja derivados de las tensiones comerciales han disminuido ligeramente a raíz de la firma de la primera fase del acuerdo, pero la incertidumbre sobre el rumbo futuro de las políticas comerciales a escala mundial sigue siendo elevada. El riesgo de un Brexit sin acuerdo se ha aplazado hasta el final del año y dependerá de los resultados de las negociaciones sobre las relaciones futuras entre la UE y el Reino Unido. Por otra parte, una contracción más acusada en China podría ser cada vez más difícil de contrarrestar con medidas de estímulo y constituir un desafío para el proceso de reajuste en curso. Una reevaluación del riesgo por parte de los mercados financieros podría incidir negativamente en la actividad mundial, sobre todo en las economías emergentes.

Evolución mundial de los precios

Los precios del petróleo han descendido de forma significativa a medida que se ha intensificado la preocupación sobre la demanda mundial, con el trasfondo de la propagación de la epidemia.

Las desavenencias sobre los recortes de producción entre los miembros de la alianza OPEP+ acentuaron más este descenso. En un principio, el impacto más acusado sobre los precios del petróleo se debió a las noticias que llegaron a finales de enero sobre el brote en China, y, aunque los precios experimentaron un ligero repunte transitorio, empezaron a disminuir cuando el virus fue extendiéndose mundialmente. A principios de marzo, esta alianza, integrada por los países de la OPEP y varios países productores importantes no pertenecientes a esta organización, se rompió por la oposición de Rusia a recortar la producción de crudo. Arabia Saudí respondió anunciando un aumento de la producción y ofreciendo un descuento, con el fin de ganar cuota de mercado. Este anuncio provocó una de las mayores caídas en un día de los precios del petróleo registradas hasta la fecha.

³ Para más información sobre los escenarios de riesgo, véase el recuadro 3 de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2020.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, los precios del petróleo se mantendrán en niveles relativamente estables durante el horizonte de proyección.

La caída de los precios al contado desplazó más a la baja el tramo corto de la curva de futuros del petróleo en comparación con el tramo más largo, lo que se plasmó en el aplanamiento de su perfil durante el horizonte de proyección. Los supuestos relativos a los precios del petróleo para 2020, 2021 y 2022 eran un 5,5 %, un 3,2 % y un 2,5 % más bajos, respectivamente, que en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019. Desde la fecha de cierre de las proyecciones de marzo, el precio del crudo ha bajado de forma significativa, y el barril de *Brent* se situó en 34,5 dólares estadounidenses el 11 de marzo.

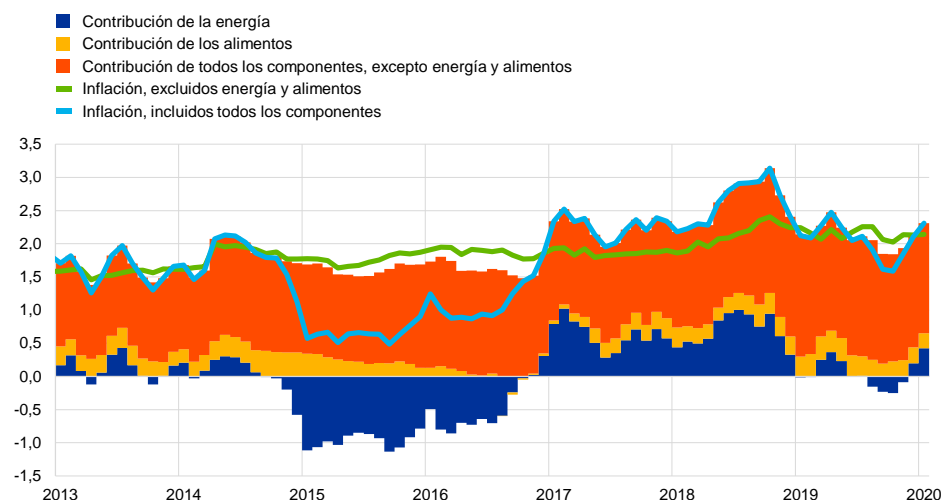
La inflación mundial sigue siendo moderada, reflejo de la dinámica del crecimiento.

En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo repuntó y se situó en el 2,1 % en diciembre de 2019, desde el 1,8 % del mes precedente (véase gráfico 3). La tasa de variación interanual de los precios de la energía se recuperó en diciembre, tras haber permanecido en niveles negativos durante cuatro meses consecutivos, mientras que los precios de los alimentos se mantuvieron relativamente estables. Por otra parte, la inflación interanual subyacente medida por el IPC (excluidos la energía y los alimentos) fue del 2,1 %, sin variación con respecto al mes anterior.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2020.

2 Evolución financiera

La percepción global del riesgo se deterioró bruscamente y la volatilidad de los mercados repuntó cuando el coronavirus (COVID-19) se propagó por todo el mundo hacia el final del período de referencia (del 12 de diciembre de 2019 al 11 de marzo de 2020). Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro se redujeron notablemente hasta situarse en niveles muy inferiores a los observados al comienzo del período, mientras que los diferenciales entre los bonos soberanos de la zona del euro aumentaron sensiblemente hacia el final del período analizado. La curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un brusco desplazamiento a la baja; su inversión en los plazos cortos y medios señala que los mercados están contando con una acomodación adicional de la política monetaria. En línea con el fuerte aumento de la aversión al riesgo a escala mundial, los precios de las acciones de la zona del euro sufrieron una acusada caída, mientras que los diferenciales soberanos y de los bonos corporativos se ampliaron. En los volátiles mercados de divisas, el euro se apreció sustancialmente frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

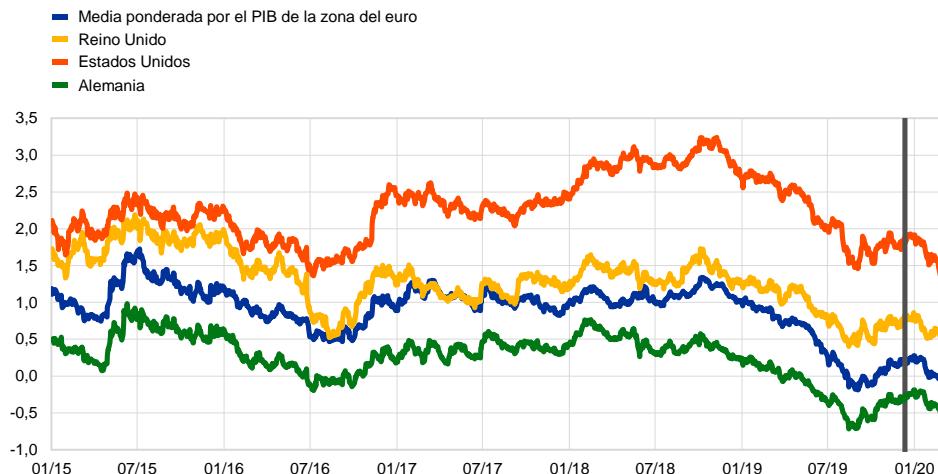
Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo disminuyeron significativamente en el conjunto de la zona del euro y en todo el mundo (véase gráfico 4), en un entorno de elevada volatilidad.

Los movimientos de los rendimientos medios de la deuda soberana de la zona del euro pueden dividirse en tres fases diferenciadas. Entre el 12 de diciembre de 2019 y mediados de enero de 2020, los rendimientos aumentaron ligeramente, en un entorno de mejora de la percepción global del riesgo y de ligera apreciación de un repunte de los indicadores macroeconómicos. Durante la segunda fase, hasta el 21 de febrero de 2020, las noticias sobre el coronavirus y la publicación de datos macroeconómicos peores de lo esperado provocaron un retroceso de la tolerancia al riesgo, y los rendimientos de los bonos soberanos comenzaron a disminuir en términos medios. En la fase más reciente, los rendimientos soberanos sufrieron una caída adicional considerable cuando el coronavirus comenzó a propagarse por todo el mundo y la preocupación sobre sus repercusiones económicas y sociales empezó a agitar los mercados financieros mundiales. En el conjunto del período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 33 puntos básicos y retornó a terreno negativo (-0,12 %). Los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido también descendieron (102 y 54 puntos básicos), hasta situarse en el 0,88 % y el 0,27 %, respectivamente, como consecuencia, sobre todo, de la preocupación a escala mundial acerca del coronavirus y la esperada reacción de la política monetaria, así como de los movimientos de huida hacia activos seguros, libres de riesgo.

Gráfico 4

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

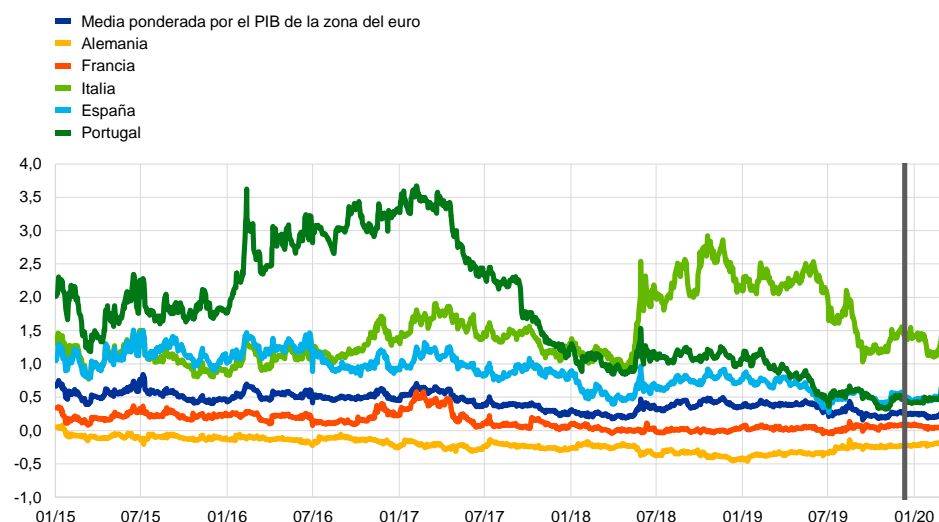
Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de diciembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de marzo de 2020.

En consonancia con los cambios en la percepción del riesgo, los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto a los tipos swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) aumentaron en algunos países, siendo Alemania una excepción notable (véase gráfico 5). En concreto, los diferenciales de la deuda soberana griega, italiana, portuguesa y española a diez años se ampliaron 45, 25, 15 y 32 puntos básicos hasta situarse en 1,87, 1,64, 0,77 y 0,67 puntos porcentuales, respectivamente. En cambio, en Alemania el diferencial del bono a diez años disminuyó 10 puntos básicos, hasta $-0,32$ puntos porcentuales, mientras que en Francia permaneció prácticamente estable, en 0,08 puntos porcentuales. El diferencial de rendimiento de los bonos soberanos a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 5 puntos básicos y se situó en 0,31 puntos porcentuales.

Gráfico 5

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de diciembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de marzo de 2020.

El eonia y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -45 y -54 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado⁴. En el período de referencia, el exceso de liquidez disminuyó ligeramente, en 22 mm de euros, y se situó en torno a los 1.770 mm de euros. Este descenso se debe principalmente a los reembolsos voluntarios realizados en el marco de la segunda serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II, por sus siglas en inglés) y, en menor medida, a un aumento de los factores autónomos de absorción de liquidez, que compensaron la mayor liquidez derivada de la reanudación de las compras netas de activos por parte del Eurosistema el 1 de noviembre de 2019.

La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó a la baja y se había invertido en los plazos cortos y medios al final del período de referencia (véase gráfico 6).

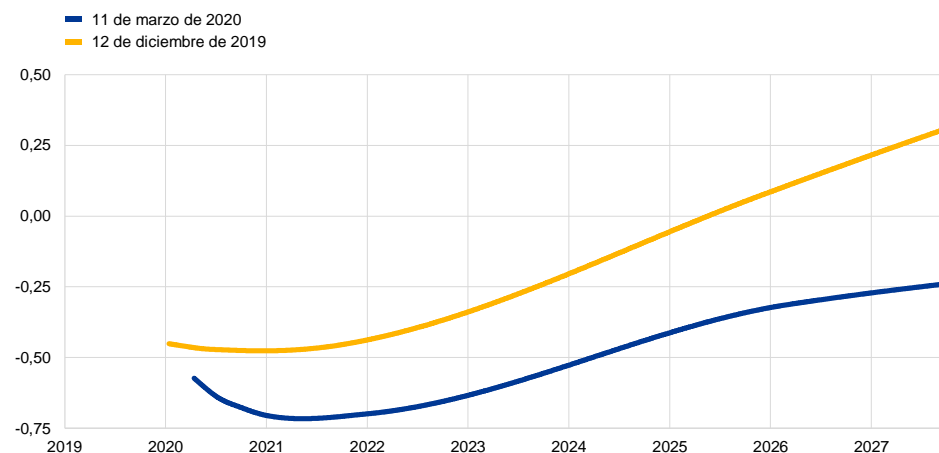
Aunque inicialmente la curva era casi plana en los plazos cortos y medios, al final del período analizado se situaba en el -0,60 % a mediados de mayo, y en un mínimo del -0,72 % en abril de 2021. Pese a estos descensos, la curva de tipos *forward* del eonia se mantiene por encima de los niveles observados durante el verano de 2019. En general, los participantes en los mercados continúan esperando un prolongado período de tipos de interés bajos y negativos.

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

Gráfico 6

Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



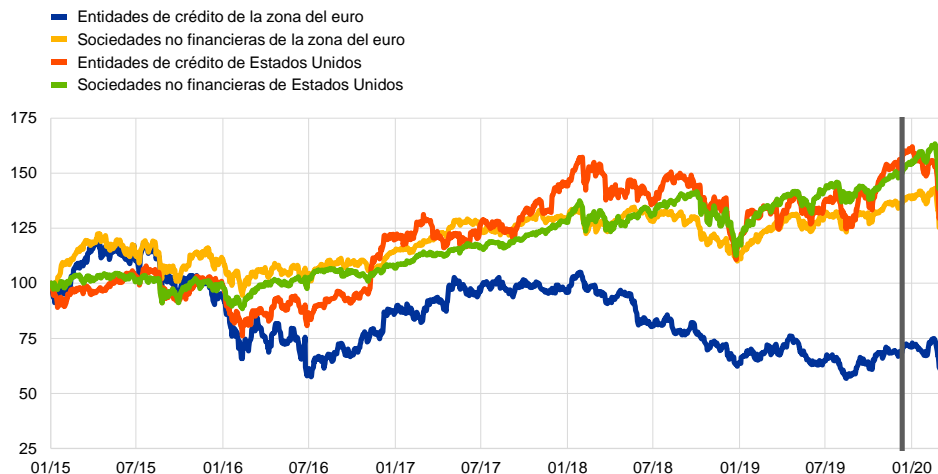
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Los precios de las acciones de la zona del euro comenzaron a caer con fuerza a finales de febrero, en el entorno de aumento de las primas de riesgo (véase gráfico 7). Los precios de las acciones registraron un aumento adicional en la zona del euro y a escala mundial en la primera parte del período de referencia y alcanzaron nuevos máximos históricos en algunos segmentos del mercado. Los mercados de renta variable sufrieron un retroceso inicial, aunque breve, a finales de enero, cuando la preocupación acerca del coronavirus comenzó a intensificarse, pero se limitaba principalmente a China. Al final, las cotizaciones se desplomaron de forma generalizada al propagarse el coronavirus fuera de China, y la aversión al riesgo y la incertidumbre se incrementaron en paralelo a finales de febrero. En concreto, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro perdieron un 19 % entre el 21 de febrero y el 11 de marzo de 2020, mientras que los de las acciones del sector bancario cayeron un 30 %. En Estados Unidos, las cotizaciones de las sociedades no financieras y del sector bancario retrocedieron un 12 % y un 36 %, respectivamente. La volatilidad implícita de los mercados bursátiles repuntó en la zona del euro y en el resto del mundo.

Gráfico 7

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de diciembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de marzo de 2020.

Tras un período de relativa estabilidad, los diferenciales de los valores de renta fija del sector financiero y de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron a finales de febrero, cuando el coronavirus se propagó fuera de China (véase gráfico 8). A partir del 21 de febrero de 2020, los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y de la deuda del sector financiero con respecto al tipo de interés libre de riesgo se incrementaron 42 y 53 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en 104 y 127 puntos básicos. Esta ampliación fue reflejo del deterioro de la percepción del riesgo, como también se observó en el mercado de renta variable. Al mismo tiempo, los *ratings* y los indicadores de frecuencias de impago esperadas se mantuvieron prácticamente sin variación.

Gráfico 8

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



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: Los diferenciales se calculan como los diferenciales de los *asset swaps* con respecto al tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (pero con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de diciembre de 2019). Las últimas observaciones corresponden al 11 de marzo de 2020.

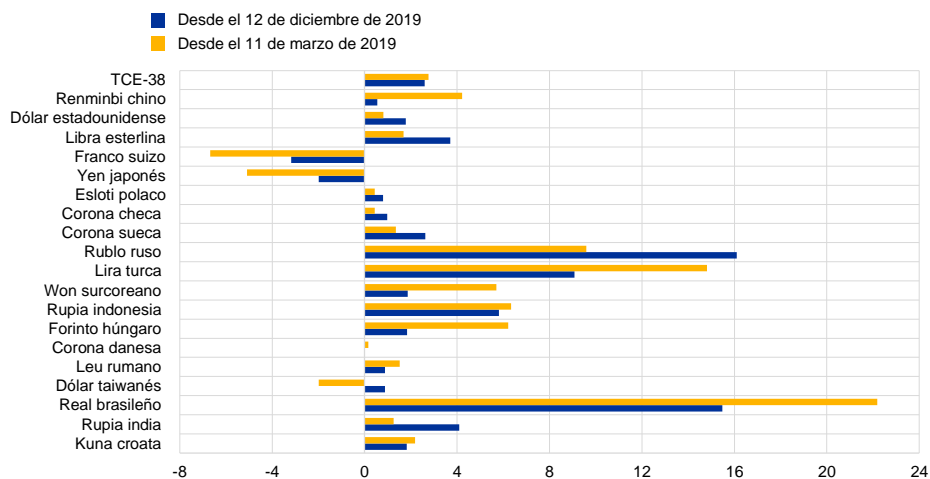
En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció sustancialmente (véase gráfico 9), en un entorno de aumento de la volatilidad.

El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se fortaleció un 2,6 % durante el período analizado. Con respecto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el euro se apreció considerablemente (1,8 %) frente al dólar estadounidense, aunque en un entorno de elevada volatilidad. El dólar se había fortalecido durante la primera mitad de febrero, debido en parte a la mayor incertidumbre acerca de las perspectivas económicas mundiales, pero comenzó a debilitarse a finales de ese mismo mes ante las expectativas de una relajación de la política monetaria en Estados Unidos. Esta tendencia se prolongó después de la rebaja de los tipos de interés de la Reserva Federal a principios de marzo y ante el continuo empeoramiento de las noticias sobre el coronavirus. Asimismo, el euro se apreció con notable fuerza frente a la libra esterlina (3,7 %) y también se revalorizó frente al grueso de las demás monedas, incluidas las de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y las de las principales economías emergentes. No obstante, la moneda única se depreció significativamente frente al franco suizo (3,2 %) y al yen japonés (2 %), en consonancia con el menor apetito de riesgo.

Gráfico 9

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-38 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 11 de marzo de 2020.

3 Actividad económica

El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se mantuvo contenido y se situó en el 0,1 % en el cuarto trimestre de 2019, tras registrar un avance del 0,3 % en el trimestre anterior, debido a la persistente debilidad del sector manufacturero y a la desaceleración de la inversión. Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes señalan un reducido crecimiento en la zona del euro. Sin embargo, no reflejan aún plenamente los acontecimientos relacionados con el coronavirus (COVID-19), que empezó a propagarse por Europa continental a finales de febrero, lo que afectó negativamente a la actividad económica. Si se hace abstracción de las perturbaciones derivadas de la propagación del coronavirus, se prevé que el crecimiento de la zona del euro recobre impulso a medio plazo, respaldado por las favorables condiciones de financiación, la orientación de las políticas fiscales de la zona del euro y la reactivación esperada de la actividad mundial. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2020 prevén un crecimiento anual del PIB real del 0,8 % en 2020, el 1,3 % en 2021 y el 1,4 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2020 y en 0,1 puntos porcentuales para 2021, debido, sobre todo, al brote de coronavirus, aunque su rápida propagación reciente a la zona del euro solo se refleja parcialmente. Por tanto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro apuntan claramente a la baja. La propagación del coronavirus añade una nueva e importante fuente de riesgo a la baja para estas perspectivas, a la que se suman los riesgos relacionados con factores geopolíticos, el aumento del proteccionismo y las vulnerabilidades en los mercados emergentes.

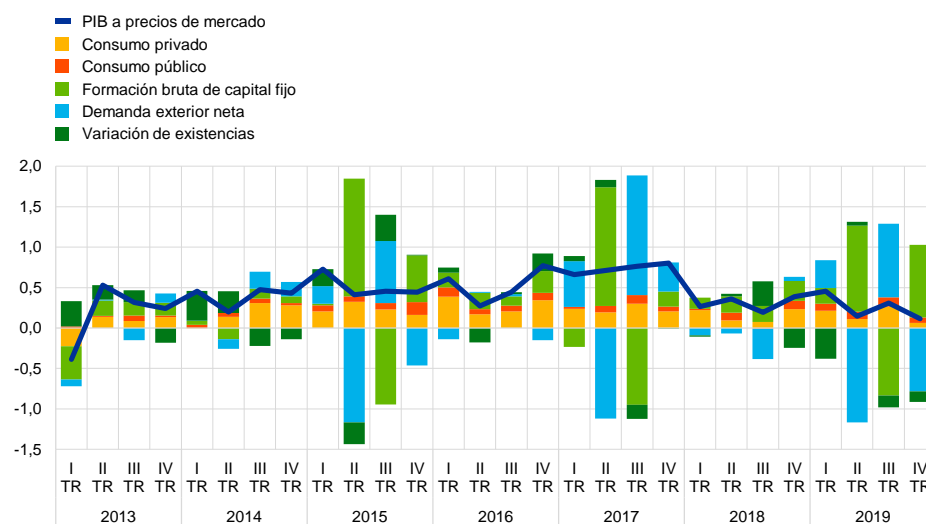
El crecimiento de la zona del euro se moderó en el cuarto trimestre de 2019, debido a la persistente debilidad del sector manufacturero.

El avance intertrimestral del PIB real fue del 0,1 % en el cuarto trimestre de 2019, frente al 0,3 % registrado en el trimestre anterior (véase gráfico 10). La moderación del crecimiento en el cuarto trimestre fue consecuencia de una acusada contracción de las manufacturas, mientras que los servicios y la construcción siguieron mostrando una evolución más sólida. La demanda interna contribuyó positivamente (1 punto porcentual) al crecimiento, en tanto que la aportación de la demanda exterior neta de la variación de existencias fue negativa (0,8 puntos porcentuales y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente). En conjunto, el avance del producto en el cuarto trimestre se tradujo en un incremento interanual del PIB del 1,2 % en 2019, que supone un retroceso frente al 1,9 % observado en 2018.

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2019.

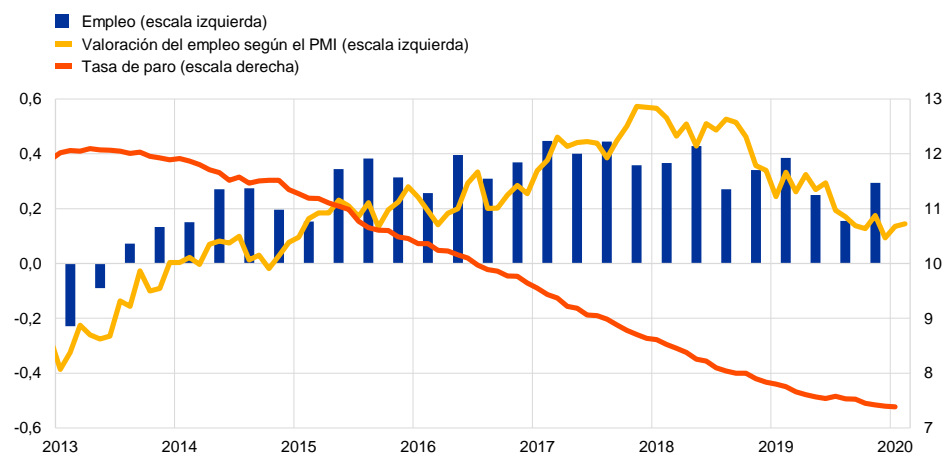
El empleo siguió aumentando en el cuarto trimestre de 2019, a una tasa intertrimestral del 0,3 % (véase gráfico 11). En la mayoría de los países de la zona del euro el empleo aumentó, pero este aumento se concentró más en la construcción y en los servicios. En la actualidad, la tasa de empleo se sitúa cerca de un 4,3 % por encima del máximo alcanzado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008. Si se tiene en cuenta el último incremento, el empleo en la zona del euro ha crecido en términos acumulados y hay 12 millones de empleados más que cuando se registró el mínimo en el segundo trimestre de 2013. La evolución positiva del crecimiento del empleo en el cuarto trimestre de 2019 contrasta con el entorno de mayor debilidad de la actividad real, y la productividad del trabajo por persona ocupada se ha reducido un 0,2 %. El crecimiento del empleo en la zona del euro, mayor de lo esperado, también podría estar en consonancia con la capacidad de resistencia de la demanda interna (más intensiva en el uso del factor trabajo), frente al menor avance del comercio exterior (menos intensivo en mano de obra).

Pese a que los niveles de los indicadores coyunturales recientes sobre el mercado de trabajo se han mantenido estables en el tiempo transcurrido del primer trimestre de 2020, la evolución del empleo a corto plazo sigue dependiendo del impacto del coronavirus. La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 7,4 % en enero de 2020, sin variación con respecto al cuarto trimestre de 2019, y se mantiene en el nivel más bajo observado desde julio de 2008. Los indicadores de opinión señalan nuevos aumentos del empleo en el primer trimestre de 2020, y el índice de directores de compras (PMI) compuesto de empleo permaneció prácticamente estable en 51,4 en febrero de 2020, tras situarse en 51,4 en enero de 2020 y en 51,3 en el cuarto trimestre de 2019.

Gráfico 11

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

(tasas de variación intertrimestral; índice de difusión; porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2019 para el empleo, a febrero de 2020 para el PMI y a enero de 2020 para la tasa de paro.

El consumo privado siguió creciendo en el cuarto trimestre de 2019, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre anterior. En el cuarto trimestre de 2019, el consumo privado se incrementó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, tras registrar un avance algo más vigoroso en el tercer trimestre. La reciente debilidad del gasto de los hogares se debió, en parte, a efectos de calendario en diciembre. El crecimiento del empleo se fortaleció en el cuarto trimestre de 2019, en un entorno de fuertes subidas salariales. Esto implica un incremento sostenido de la renta real disponible de los hogares y respalda la confianza de los consumidores y el gasto en consumo. Asimismo, al tiempo que las condiciones de financiación continúan siendo muy favorables, el patrimonio neto de los hogares aumentó en el tercer trimestre de 2019.

Los indicadores coyunturales disponibles sugieren cierta capacidad de resistencia del consumo privado a principios de 2020, pero dependerá de la propagación del coronavirus en Europa. Los datos recientes sobre ventas minoristas indican un crecimiento moderado, aunque sostenido, del consumo, con cierta volatilidad en torno al cambio de año. El volumen de estas ventas se incrementó un 0,6 % en enero de 2020, tras registrar una caída del 1,1 % en diciembre de 2019. Además, la confianza de los consumidores aumentó por segundo mes consecutivo en febrero de 2020. Esta última mejora refleja la opinión más favorable de los hogares sobre su situación financiera pasada y futura. La confianza de los consumidores se mantiene por encima de su media histórica y es coherente con un crecimiento continuado y sostenido del consumo privado. Sin embargo, se espera que las medidas adoptadas recientemente para contener la propagación del coronavirus tengan un impacto significativo sobre el consumo en el futuro.

Se espera que la recuperación de los mercados de la vivienda continúe a un ritmo más lento que en 2019 y que se vea afectada negativamente por el brote

de coronavirus. En el cuarto trimestre de 2019, la inversión residencial aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, debido a la moderación del ritmo de avance de los mercados de la vivienda de la zona del euro. Aunque la inversión residencial registró un menor crecimiento por tercer año consecutivo en 2019, los indicadores de coyuntura y los resultados de las encuestas publicados recientemente señalan un impulso positivo, pero cada vez menor. La producción del segmento de construcción de edificios descendió un 1 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2019, marcando así su tercera caída intertrimestral consecutiva. Los indicadores de confianza de la construcción de la Comisión Europea correspondientes a los últimos meses apuntan a un dinamismo positivo, aunque más débil, en el cuarto trimestre de 2019 y a principios de 2020. El PMI de actividad en el sector de la vivienda se situó, en promedio, en 50,6 en el cuarto trimestre de 2019, y en 52,6 en enero y febrero de 2020.

La inversión empresarial experimentó un crecimiento particularmente volátil en 2019, que ocultaba una ralentización de la inversión en maquinaria y bienes de equipo, y fuertes oscilaciones de la inversión en activos intangibles. La tasa de crecimiento intertrimestral de la inversión, excluida la construcción, fue del 8 % en el cuarto trimestre de 2019, debido a un incremento intertrimestral del 20 % de la inversión en productos de propiedad intelectual, principalmente en relación con Irlanda. Entretanto, la inversión en maquinaria y bienes de equipo se desaceleró en términos intertrimestrales en 2019 y registró una contracción en el cuarto trimestre, que se reflejó en una producción industrial de bienes de equipo especialmente baja ese trimestre. La pérdida de impulso obedece, en parte, a la persistencia de una elevada incertidumbre económica y a la mayor debilidad de la demanda. Según información recopilada antes del brote de coronavirus en Europa, la valoración de las carteras de pedidos exteriores y las expectativas de producción del sector de bienes de equipo mejoraron ligeramente en enero y febrero de 2020. En cuanto a los indicadores de confianza del sector de bienes de equipo, el PMI correspondiente al mes de enero y el indicador de sentimiento económico (ESI) correspondiente a febrero aumentaron con respecto a los niveles registrados en el cuarto trimestre de 2019, pero se mantuvieron por debajo de sus medias históricas. Los indicadores prospectivos, como la incertidumbre sobre las manufacturas, retrocedieron en enero, y la caída de las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas se detuvo en febrero. La recuperación de los beneficios, las favorables condiciones de financiación y los amplios colchones de liquidez de las empresas también deberían promover una mejora gradual del crecimiento de la inversión.

Aunque las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se recuperaron en el cuarto trimestre de 2019, gracias a las mejoras frente a las economías emergentes, es probable que esta recuperación revierta en el primer trimestre de 2020 por el impacto del brote de coronavirus. Las exportaciones nominales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro aumentaron un 1,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2019. Concretamente, las exportaciones destinadas a Turquía, Brasil, China y el resto de Asia se recuperaron a finales de 2019. Sin embargo, las exportaciones de bienes a Estados Unidos y al Reino Unido disminuyeron en el mismo período como resultado del descenso de las exportaciones de productos

farmacéuticos y de la reducción gradual de las existencias previamente acumuladas en relación con el Brexit, respectivamente. El comercio entre países de la zona del euro siguió siendo escaso, como consecuencia de la debilidad de la producción y la inversión industriales en la zona. De cara al futuro, los indicadores adelantados disponibles señalan una caída de las exportaciones debido al coronavirus. El PMI de nuevos pedidos exteriores de la zona del euro correspondiente a febrero de 2020 registró un acusado descenso, y los indicadores de transporte de mercancías (el Baltic Dry Index, por ejemplo) se revirtieron significativamente según los datos más recientes publicados. Estos indicadores no incorporan todavía los efectos del brote de coronavirus en Italia y en otros países de la zona del euro. Se espera que el impacto del coronavirus sobre el comercio de la zona del euro se materialice en forma de interrupciones en las cadenas de producción dentro y fuera de la zona del euro, de una menor demanda externa, de un deterioro de la confianza y de una caída pronunciada de servicios como el turismo y el transporte.

Los últimos datos económicos y los resultados de las encuestas más recientes apuntan a cierta estabilización del crecimiento de la zona del euro, aunque en niveles reducidos, pero no reflejan plenamente los acontecimientos relacionados con el brote de coronavirus en Europa continental. El PMI

compuesto de producción se incrementó en febrero de 2020, con mejoras tanto en el componente de manufacturas como en el de servicios, lo que situó la media de los dos primeros meses de 2020 por encima de la correspondiente al cuarto trimestre de 2019 (51,4 frente a 50,7). El ESI de la Comisión Europea aumentó en febrero y se situó en niveles superiores a su media de largo plazo. En lo que llevamos de año, la media de este indicador es de 103, por encima del valor medio de 100,6 registrado en el cuarto trimestre de 2019. Aunque el ESI retrocedió en el sector de la construcción y se moderó levemente en el sector minorista, esta evolución se vio prácticamente contrarrestada por la mejora de la confianza en las manufacturas y los servicios, así como en los hogares. Pese a que se observan señales de estabilización en los indicadores de opinión, los tiempos de entrega de los proveedores y las expectativas empresariales recogidas en las encuestas realizadas hasta febrero ya indicaban que la actividad de la zona del euro se estaba viendo limitada por el impacto del coronavirus en China. Los acontecimientos relacionados con la propagación del virus tras el brote en Europa podrían provocar nuevas interrupciones en las cadenas de producción y afectar tanto al consumo como a la inversión, debido al grado de incertidumbre tan elevado y al aumento de la volatilidad en los mercados financieros.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2020 prevén un crecimiento anual del PIB real del 0,8 % en 2020, el 1,3 % en 2021 y el 1,4 % en 2022 (véase gráfico 12).

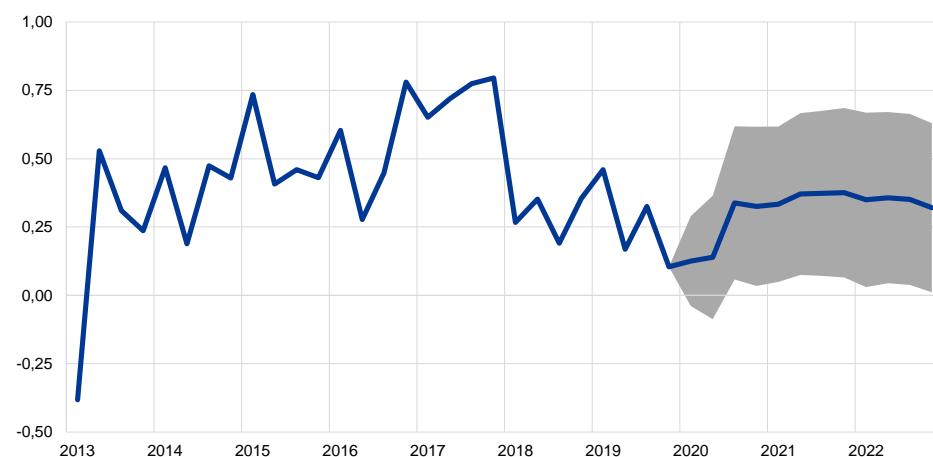
En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2020 y en 0,1 puntos porcentuales para 2021, debido, sobre todo, al brote de coronavirus, aunque su rápida propagación reciente a la zona del euro solo se refleja parcialmente. Así pues, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro apuntan claramente a la baja. La propagación del coronavirus añade una nueva e importante

fuelle de riesgo a la baja para estas perspectivas, a la que se suman los riesgos relacionados con factores geopolíticos, el aumento del proteccionismo y vulnerabilidades en los mercados emergentes

Gráfico 12

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2020», publicado en el sitio web del BCE el 12 de marzo de 2020.

Notas: Los intervalos en torno a las proyecciones centrales se basan en las diferencias entre las cifras observadas y proyecciones anteriores elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges», BCE, diciembre de 2009.

4 Precios y costes

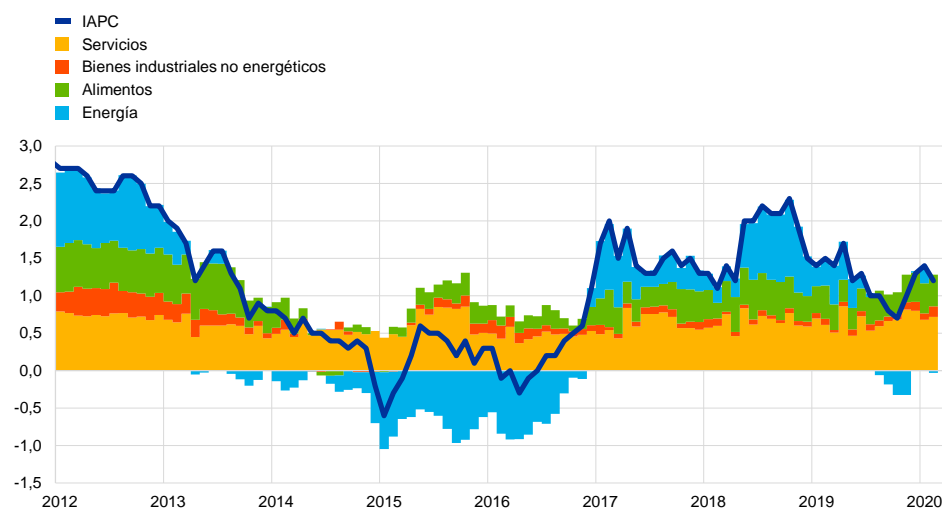
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro descendió hasta el 1,2 % en febrero de 2020, desde el 1,4 % registrado en enero. Teniendo en cuenta la acusada caída reciente de los precios actuales del petróleo y los precios de los futuros sobre esta materia prima, es probable que la inflación general disminuya considerablemente en los próximos meses. Esta valoración se refleja solo en parte en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2020, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,1 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022, y que se mantienen prácticamente sin cambios con respecto a las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019. A medio plazo, la inflación estará respaldada por las medidas de política monetaria del BCE. Los efectos del coronavirus sobre la inflación están sujetos a una elevada incertidumbre, dado que las presiones a la baja relacionadas con una demanda más débil podrían verse compensadas por las presiones al alza asociadas a perturbaciones de oferta. El acusado descenso reciente de los precios del petróleo representa importantes riesgos a la baja para las perspectivas de inflación a corto plazo.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se redujo en febrero. El descenso —desde el 1,4 % registrado en enero hasta el 1,2 % de febrero— reflejó una disminución de la tasa de variación de los precios de la energía, que compensó con creces el incremento de las tasas correspondientes a alimentos, servicios y bienes industriales no energéticos. Si bien el componente energético siguió siendo el principal determinante de la evolución de la inflación general, la tasa de variación de los precios de los alimentos, superior al 2 %, ha contribuido de manera notable recientemente al nivel de inflación.

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron, en general, en niveles moderados.

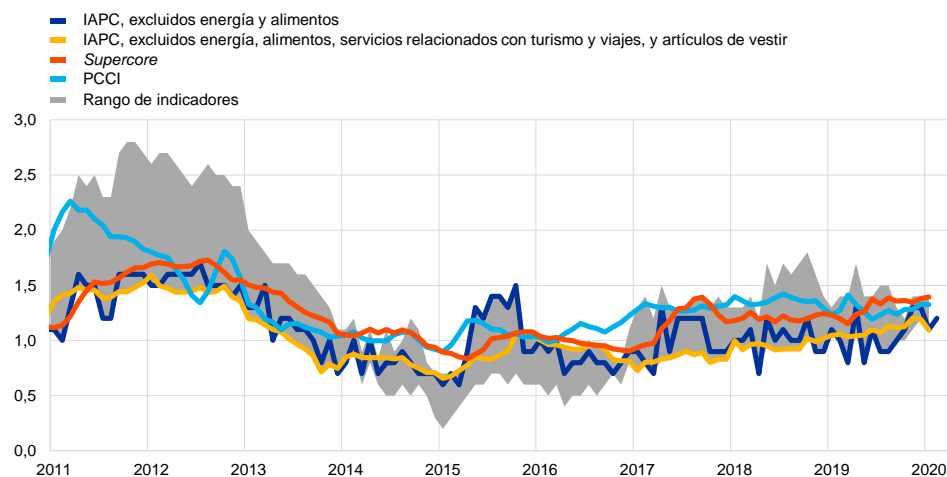
La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, aumentó hasta el 1,2 % en febrero, después de registrar un ligero movimiento al alza hasta situarse en el 1,3 % en noviembre y en diciembre, y un descenso hasta el 1,1 % en enero. Otros indicadores de la inflación subyacente han mostrado mayor estabilidad en los últimos meses (datos disponibles hasta enero únicamente; véase gráfico 14). La inflación medida por el IAPC —excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir—, así como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»)⁵, mantuvo la estabilidad general que se observó durante el año pasado.

⁵ Para más información sobre estos indicadores de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «Measures of underlying inflation for the euro area», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

Gráfico 14

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Las presiones inflacionistas latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC se mantuvieron prácticamente estables en las fases posteriores de la cadena de producción.

La tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores, que es un indicador de las presiones inflacionistas en las fases posteriores de la cadena de producción, se situó en el 0,7 % en enero, sin variación desde octubre y por encima de su media histórica. La tasa interanual correspondiente de los precios de importación aumentó hasta el 0,5 % en enero, frente al -0,1 % de diciembre. Los indicadores de las presiones inflacionistas en las primeras fases de la cadena de producción permanecieron en niveles reducidos, pero se incrementaron ligeramente. Así, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios ascendió hasta el -1 % en enero, desde el -1,1 % de diciembre, y la tasa correspondiente a los precios de importación de esos bienes aumentó hasta el -0,4 % en enero, desde el -1,2 % de diciembre.

El crecimiento de los salarios se ralentizó. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 1,7 % en el cuarto trimestre de 2019, frente al 2,1 % del tercer trimestre (véase gráfico 15). La media de 2019 fue del 2 %, tasa ligeramente inferior al 2,2 % observado en 2018. Las cifras correspondientes a 2019 se han visto afectadas por una caída significativa de las cotizaciones sociales en Francia⁶. La tasa de crecimiento interanual de los sueldos y los salarios por trabajador, que excluye las cotizaciones sociales, se situó en el 2,1 % en el cuarto

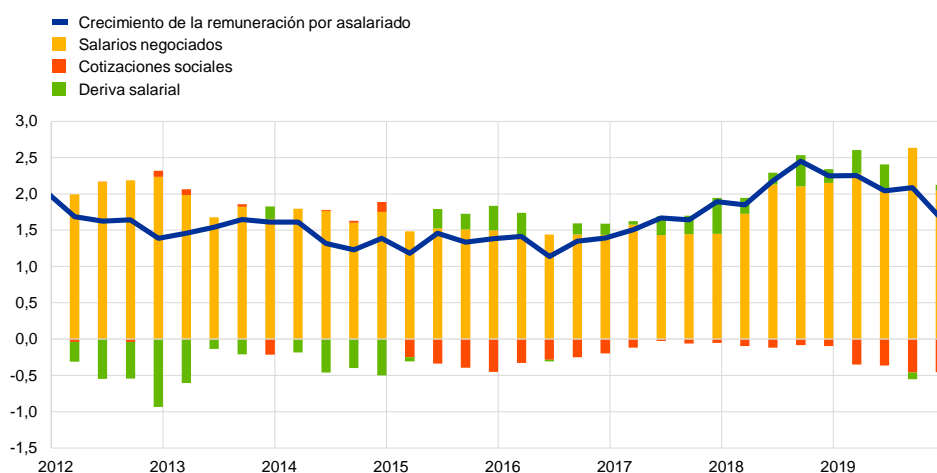
⁶ Para más información, véase el recuadro 5 titulado «Evolución reciente de las cotizaciones sociales y de los salarios mínimos en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

trimestre, frente al 2,5 % del tercer trimestre, y su promedio fue del 2,4 % en 2019, frente al 2,3 % en 2018. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro se situó en el 2 % en el cuarto trimestre de 2019, frente al 2,6 % observado en el tercero. Este descenso se debió, principalmente, a los pagos extraordinarios efectuados en el sector manufacturero en Alemania en el tercer trimestre. Si se analizan los distintos indicadores y los factores transitorios, el crecimiento salarial se redujo ligeramente durante 2019, aunque se situó en niveles en torno a sus medias históricas o algo superiores.

Gráfico 15

Contribución de los componentes de la remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

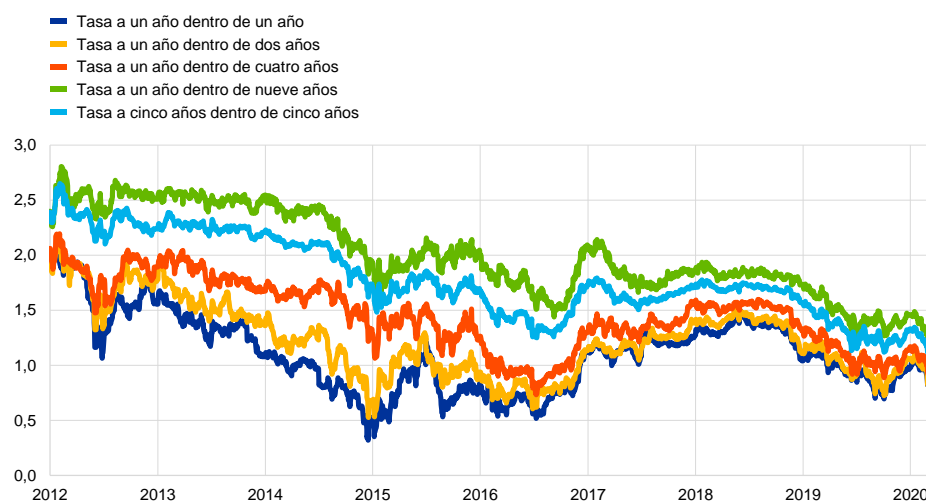
Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2019.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo retrocedieron y registraron un nuevo mínimo histórico a principios de marzo, después de la fuerte corrección como consecuencia de la propagación del coronavirus a escala global. Estos descensos recientes observados en los indicadores de mercado de las expectativas de inflación se produjeron tras el incremento registrado en el último trimestre de 2019 y hasta la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en enero. Desde mediados de enero, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se redujo 42 puntos básicos y se situó en el 0,91 %. Al mismo tiempo, la probabilidad de deflación (neutral al riesgo) basada en indicadores de mercado (calculada sobre la inflación media durante los próximos cinco años por debajo de cero) aumentó hasta situarse en el 22 %. El perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2020, que se llevó a cabo durante la segunda semana de enero de 2020, así como las últimas encuestas publicadas de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de opinión también se situaron en enero en mínimos históricos.

Gráfico 16

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 11 de marzo de 2020.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2020, la inflación subyacente aumentará a medio plazo.

Estas proyecciones sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 1,1 % en 2020, el 1,4 % en 2021 y el 1,6 % en 2022, prácticamente sin cambios con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019 (véase gráfico 17). La tasa de inflación general más reducida en 2020, comparada con la de 2019, refleja una caída acusada de los precios del componente energético del IAPC, como consecuencia de la débil evolución de los precios del petróleo (hasta la fecha límite de recepción de datos para los supuestos técnicos, que fue el 18 de febrero), debido, en parte, al brote de COVID-19. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantenga más o menos estable en el 1,2 % durante 2020 y repunte paulatinamente hasta situarse en el 1,4 % en 2021 y el 1,5 % en 2022. Más allá del impacto sobre los precios del petróleo, los efectos de la propagación del COVID-19 sobre la inflación están sujetos a una incertidumbre considerable. En las proyecciones se asume que las presiones a la baja sobre los precios relacionadas con la mayor debilidad de la demanda en 2020 serán compensadas en gran medida por los efectos al alza asociados a perturbaciones de oferta, aunque esta valoración está sujeta a claros riesgos a la baja.

Gráfico 17

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2020](#)», publicado en el sitio web del BCE el 12 de marzo de 2020.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2019 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2022 (proyecciones). Los intervalos en torno a las proyecciones centrales se basan en las diferencias entre las cifras observadas y proyecciones anteriores elaboradas durante varios años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «[New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)», BCE, diciembre de 2009. La fecha límite de recepción de datos para las proyecciones fue el 18 de febrero de 2020.

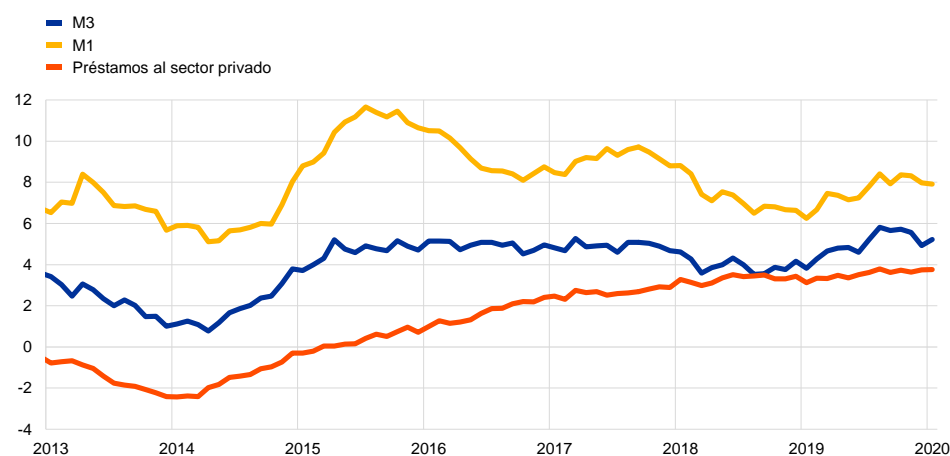
5 Dinero y crédito

El crecimiento monetario se ha moderado desde finales del verano de 2019, cuando se situaba en niveles confortables. El crédito al sector privado continuó mostrando una evolución divergente en las distintas modalidades de préstamos. Mientras que los préstamos a hogares mantuvieron su solidez, los concedidos a las empresas disminuyeron. Las favorables condiciones de financiación y de concesión de crédito de los bancos siguieron respaldando el crédito y, por ende, el crecimiento económico. La financiación externa neta total de las empresas de la zona del euro se estabilizó, respaldada por unos costes de financiación de la deuda favorables. Sin embargo, es probable que el reciente aumento del clima de huida del riesgo provoque un deterioro de las condiciones de financiación aplicadas por las entidades no bancarias a las sociedades no financieras.

El crecimiento monetario se ha moderado desde finales del verano de 2019. La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 5,2 % en enero, desde el 4,9 % registrado en diciembre (véase gráfico 18), debido principalmente a un efecto base positivo relacionado con los instrumentos negociables, que ocultó la moderación continuada de la dinámica monetaria a más corto plazo. El crecimiento del agregado monetario amplio se vio respaldado por el muy bajo coste de oportunidad de mantener instrumentos monetarios. Sin embargo, la ralentización del crecimiento económico ha lastrado el crecimiento de M3. Como en los trimestres anteriores, el avance de M3 siguió estando impulsado, sobre todo, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los depósitos a la vista y el efectivo en circulación. La tasa de crecimiento interanual de M1 se situó en el 7,9 % en enero, frente al 8 % observado en diciembre.

Gráfico 18
M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

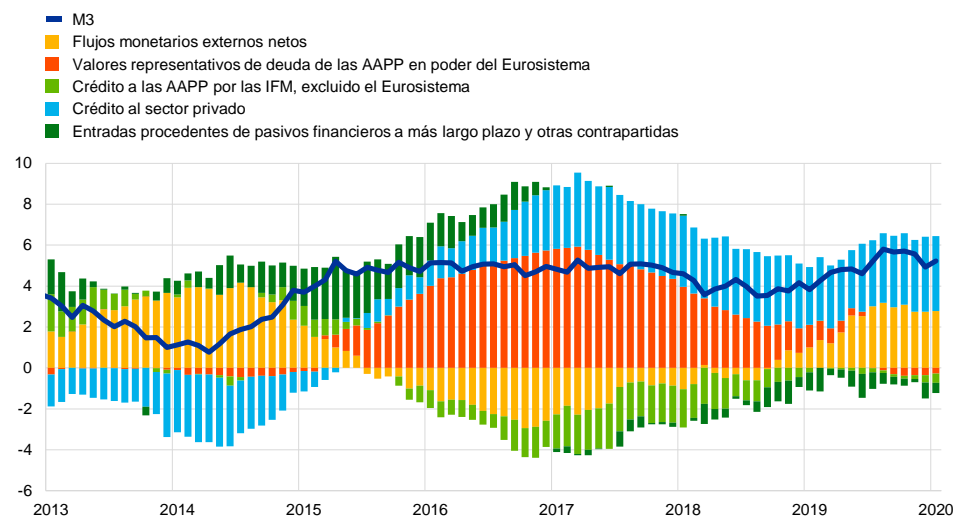
Los depósitos a la vista siguieron siendo los que más contribuyeron al crecimiento monetario. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se mantuvo prácticamente estable en enero, en el 8,4 %, tras el 8,5 % registrado en diciembre, mientras que su aportación al crecimiento interanual de M3 se ha moderado ligeramente desde el otoño de 2019. Desde una perspectiva sectorial, los depósitos a la vista de las empresas y de los hogares contribuyeron a esta moderación. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación siguió rondando el 5 % en enero y no apunta a una sustitución acelerada de los depósitos por efectivo en el actual entorno de bajos tipos de interés. El reducido incremento del avance interanual de M3 en enero se debió principalmente a los instrumentos negociables (M3 – M2), cuya aportación a la evolución mensual de M3 fue positiva. Esto ha revertido el efecto moderador que estos instrumentos tuvieron sobre M3 en diciembre, debido a que la emisión neta de valores representativos de deuda fue marcadamente negativa en dicho mes, lo que puede haber reflejado efectos de fin de año.

El crédito al sector privado continuó siendo la principal fuente de creación de dinero. El crédito al sector privado siguió contribuyendo de forma estable y considerable al crecimiento del agregado monetario amplio en enero (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 19). La aportación interanual del crédito al sector privado hasta enero de 2020 reflejó en gran medida el sólido crecimiento interanual de los préstamos. Los flujos monetarios externos fueron la segunda fuente principal de creación de dinero, y su aportación a M3 se ha mantenido prácticamente estable desde noviembre de 2019, reflejo de la preferencia de los inversores por los activos de la zona del euro (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 19). El impacto directo en M3 de la reanudación de las compras netas de activos del BCE en noviembre en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) solo ha sido limitado en sus tres primeros meses; es posible que ello se deba a que los bancos y los no residentes se encuentran entre los principales vendedores de bonos del Eurosistema. La reanudación de las citadas compras tampoco ha compensado el freno sobre el avance de M3 derivado del vencimiento de instrumentos de deuda no relacionados con el APP (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 19). Además, el lastre de los pasivos financieros a más largo plazo continuó siendo reducido (véase la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 19).

Gráfico 19

M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se mantuvo prácticamente estable, en general, con una evolución divergente entre sectores.

La tasa de avance interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) fue del 3,8 % en enero, frente al 3,7 % registrado en diciembre (véase gráfico 18). Mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares siguió mostrando una ligera trayectoria al alza (3,7 % en enero, frente al 3,6 % de diciembre), la de los préstamos a empresas se estabilizó en el 3,2 %, confirmando así la moderación observada desde septiembre de 2018. La considerable heterogeneidad del crecimiento del crédito entre países refleja, entre otros aspectos, sus diferentes crecimientos económicos, las variaciones en la disponibilidad de otras fuentes de financiación, el nivel de endeudamiento de los hogares y las empresas, y la heterogeneidad en la evolución de los precios de la vivienda entre los distintos países (véase gráfico 20).

La moderación del crecimiento de los préstamos a empresas está en consonancia con el retardo de su patrón cíclico con respecto a la actividad económica real.

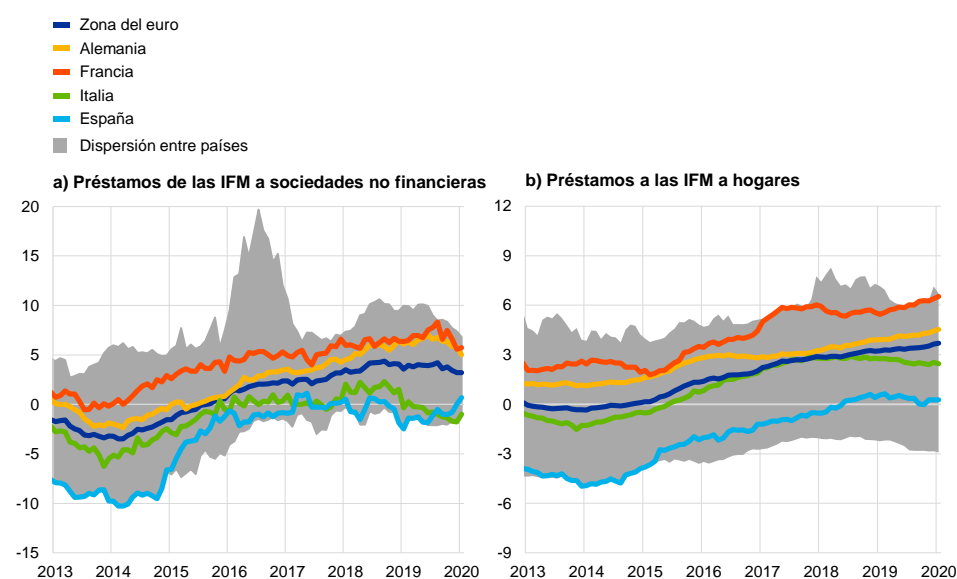
La moderación de los préstamos bancarios a las empresas sigue concentrada en los sectores de las manufacturas y del comercio, que se están viendo particularmente afectados por la persistente ralentización de la actividad mundial. En cambio, hasta el momento ha habido pocas señales de contagio al sector servicios (incluidas las empresas de servicios inmobiliarios), que representa la mayor proporción del crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras. Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, parece que la desaceleración del crecimiento de los préstamos a empresas se debió a la disminución de la demanda, por ejemplo, como consecuencia de las menores

necesidades de financiación de la inversión en capital fijo. Las propiedades de indicador adelantado de esta encuesta también apuntan a un cierto retroceso adicional del avance del crédito a empresas en la primera mitad de 2020. Los criterios de aprobación de préstamos se han mantenido prácticamente sin variación hasta ahora, en un entorno de ligera reevaluación negativa del riesgo de crédito de las empresas, especialmente de las pymes, que tienden a ser particularmente sensibles al ciclo económico.

Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

Los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron su gradual tendencia al alza, mientras que el crecimiento del crédito al consumo se estabilizó.

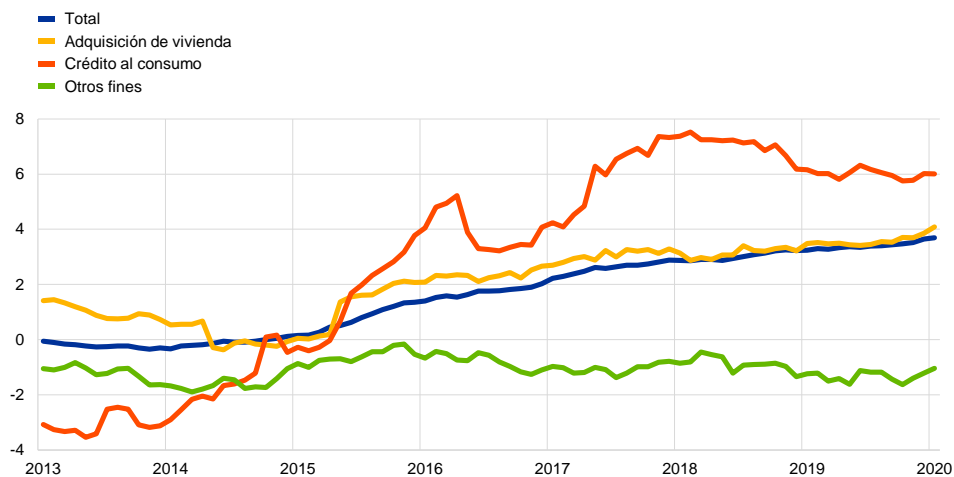
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda aumentó hasta el 4,1 % en enero, desde el 3,9 % observado en diciembre, prosiguiendo así la constante trayectoria al alza iniciada en 2015 (véase gráfico 21). La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo continuó siendo sólida en la zona del euro y se situó en el 6 % en enero, sin variación con respecto a diciembre, aunque se ha moderado ligeramente desde los niveles superiores al 7 % registrados a principios de 2018. En contraste con el robusto avance de los préstamos hipotecarios y del crédito al consumo, el crecimiento interanual de los préstamos a hogares para otros fines se mantuvo contenido, en el -1 %, en enero, frente al -1,2 % de diciembre. La debilidad de este tipo de préstamos puede atribuirse, en gran medida, a los préstamos a las pequeñas empresas (empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica), que se contabilizan en el sector hogares. Estas entidades pueden haberse visto particularmente afectadas por la desaceleración de la actividad económica y

también es posible que recurran a fuentes de financiación no bancaria, incluidos fondos internos, para cubrir sus necesidades de financiación.

Gráfico 21

Préstamos de las IFM a los hogares, por finalidad

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



Fuente: BCE.

Notas: La serie del total de préstamos a hogares está ajustada de titulizaciones y otras transferencias. La última observación corresponde a enero de 2020.

En los últimos trimestres, el endeudamiento bruto de los hogares se ha estabilizado en la zona del euro en un nivel próximo al alcanzado a finales de 2007⁷. La estabilización a escala de la zona del euro se produce en un entorno de diferente evolución de la deuda de los hogares en los distintos países. Al mismo tiempo, la carga financiera de este sector registró un nuevo mínimo histórico, lo que respalda la sostenibilidad de la deuda.

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continuaron siendo favorables. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro, que ha disminuido desde comienzos de 2019 en línea con los tipos de interés del mercado, se mantuvo en niveles muy bajos en el cuarto trimestre de dicho año y en enero de 2020 (véase gráfico 22). Esta evolución refleja un descenso considerable de la rentabilidad de los bonos bancarios, que se situó en niveles históricamente reducidos durante 2019, aunque ha repuntado, especialmente en respuesta a la propagación del coronavirus (COVID-19) desde finales de febrero. Los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro, que representan el grueso de su financiación y para los que se dispone de datos hasta enero de 2020, se mantuvieron en su mínimo histórico, contribuyendo así a las favorables condiciones de financiación de la deuda de los bancos. Estas condiciones también se están beneficiando de las operaciones TLTRO-III, según indicaron las entidades en la

⁷ Véase «Hogares y sociedades no financieras de la zona del euro: tercer trimestre de 2019», Banco Central Europeo, enero de 2020.

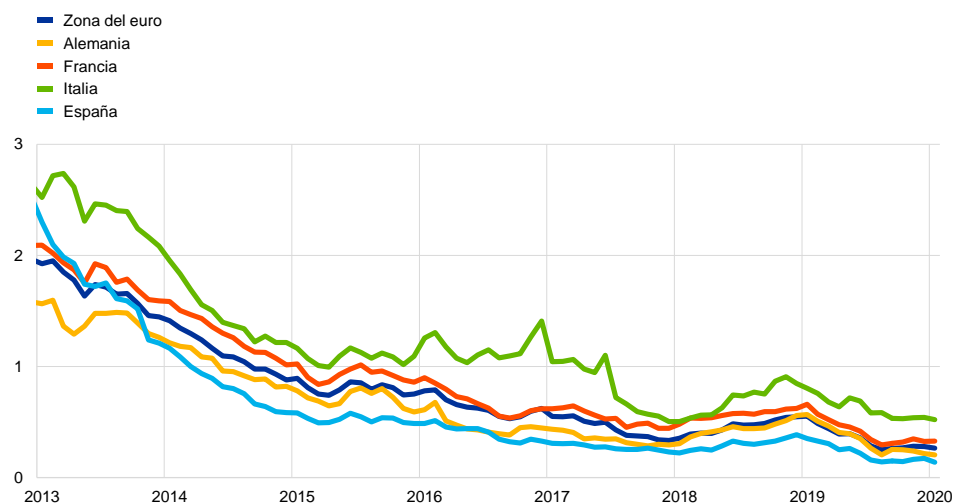
encuesta sobre préstamos bancarios, así como de la reanudación de las compras netas de activos del BCE en noviembre de 2019.

Los márgenes préstamos/depositos de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvieron prácticamente estables en enero. Mientras que los márgenes préstamos/depositos de las nuevas operaciones se han comprimido desde 2014, dado que los tipos de interés de los préstamos han disminuido en mayor medida que los de los depósitos, los efectos de esta compresión sobre la rentabilidad se han contrarrestado con un aumento de los volúmenes de crédito. El impacto global sobre los ingresos netos por intereses (como producto de los márgenes de los préstamos y sus volúmenes) ha sido ligeramente positivo en este período. Desde que el BCE redujo el tipo de interés de la facilidad de depósito en septiembre de 2019, la proporción de depósitos de las empresas remunerados a tipos de interés negativos se ha incrementado más, respaldando así los márgenes préstamos/depositos de los bancos, que se situaron en el 1,34 % en enero de 2020. Las entidades de crédito también han seguido saneando sus balances, por ejemplo, mediante la reducción de los préstamos dudosos. Sin embargo, la rentabilidad bancaria de la zona del euro sigue siendo baja en términos históricos, debido también a la fuerte competencia procedente del propio sector y de entidades no bancarias, así como a la necesidad de mayores eficiencias de costes en el sector⁸.

Gráfico 22

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

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



Fuentes: BCE, Markit iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La última observación corresponde a enero de 2020.

Los favorables tipos de interés de los préstamos continúan respaldando el crecimiento económico. Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las empresas y a los hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron prácticamente estables en los tres meses transcurridos hasta enero de 2020 (véase gráfico 23). Esta evolución está en línea con los movimientos

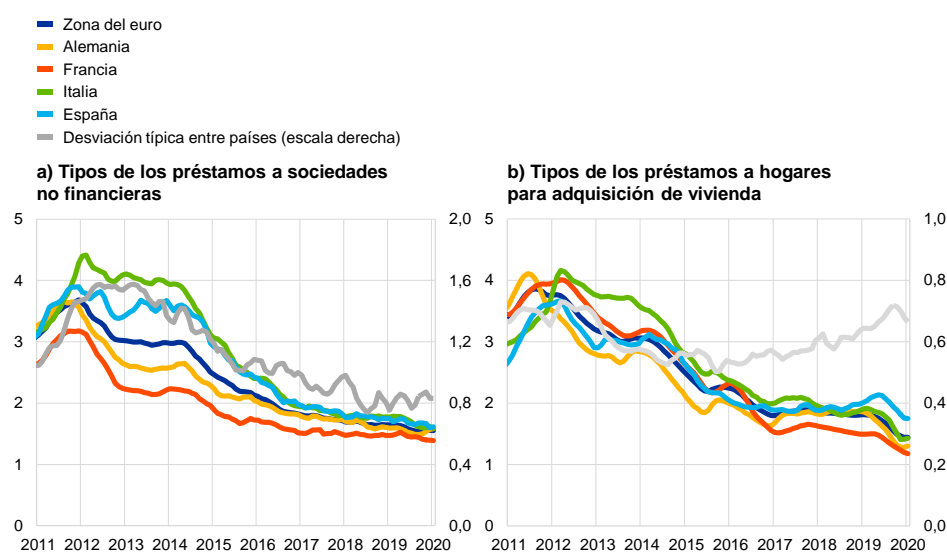
⁸ Véase «Financial Integration and Structure in the Euro Area», Banco Central Europeo, marzo de 2020

contenidos de los tipos de mercado a corto plazo, pese a la volatilidad de los tipos de mercado a más largo plazo. En enero de 2020, el tipo de interés sintético de los préstamos concedidos a las empresas se situó en el 1,55 %, sin cambios con respecto a diciembre y solo ligeramente por encima del mínimo histórico de agosto de 2019. El tipo de interés sintético de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda permaneció prácticamente estable, en el 1,44 %, en comparación con el mínimo histórico del 1,41 % alcanzado en diciembre de 2019. La presión de la competencia, los favorables costes de financiación de las entidades de crédito y la transmisión de la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE en septiembre de 2019 hicieron que los tipos de interés de los préstamos concedidos a las empresas y a los hogares de la zona del euro continuaran situados alrededor de sus mínimos históricos. En conjunto, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a estos dos sectores han disminuido significativamente desde que el BCE anunció medidas de expansión crediticia en junio de 2014. Entre mayo de 2014 y enero de 2020, los tipos de interés sintéticos de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda cayeron en torno a 140 y 150 puntos básicos, respectivamente.

Gráfico 23

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

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

El flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se estabilizó en niveles sólidos en el cuarto trimestre de 2019 (véase panel a) del gráfico 24). Los flujos de financiación

mediante deuda de las sociedades no financieras se han moderado desde el cuarto trimestre de 2018, en línea con la desaceleración de la actividad económica. Sin embargo, la tendencia a la baja de los flujos de financiación externa se detuvo en el último trimestre de 2019. En 2019, las emisiones netas de bonos alcanzaron en

conjunto niveles similares a los de 2016-2017, mientras que superaron por un margen significativo los niveles de 2018. Al mismo tiempo, la financiación bancaria de las empresas se ralentizó hacia finales de 2019, debido a sus menores necesidades de financiación como consecuencia de los efectos retardados de la moderación de la actividad económica desde mediados de 2018 y a pesar de los costes relativamente favorables de la financiación de la deuda. Los préstamos de entidades distintas de IFM fueron menos negativos en el tercer trimestre de 2019 y pasaron a ser ligeramente positivos en el cuarto trimestre, lo que apunta a un fortalecimiento moderado de las emisiones de bonos corporativos a través de vehículos de financiación de las sociedades no financieras. Los datos recientes sugieren que las emisiones netas de valores representativos de deuda fueron vigorosas en enero y febrero de 2020. Las emisiones netas de acciones cotizadas pasaron a ser más negativas en términos interanuales en el cuarto trimestre de 2019, lo que refleja la debilidad continuada de la actividad emisora, un cambio de acciones cotizadas por acciones no cotizadas en el segundo trimestre de 2019 y un efecto base significativo. Además, el coste persistentemente más elevado de las acciones cotizadas, en comparación con el coste de financiación mediante deuda de las empresas, reduce el uso de dichas acciones como instrumento de financiación.

En enero de 2020, el coste de financiación de las sociedades no financieras se situó próximo al nivel que registró en septiembre de 2019, pero se estima que ha aumentado significativamente desde entonces (véase panel b) del gráfico 24).

En enero de 2020, el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, se situó en el 4,7 %. Este nivel es solo 14 puntos porcentuales superior al registrado en abril de 2019, cuando la serie se encontraba en su mínimo histórico. Sin embargo, desde entonces, y hasta el final del período de referencia (11 de marzo de 2020), se estima que el coste total de la financiación se ha elevado significativamente y se ha situado en el 5,1 %, lo que refleja un aumento de 85 y 10 puntos porcentuales en el coste de las acciones y de los valores de renta fija, respectivamente. La evolución de ambos indicadores de coste puede atribuirse al rápido y acusado deterioro de la percepción del riesgo, debido a la propagación del coronavirus, que se tradujo en un incremento de las primas de riesgo de las acciones y en una ampliación de los diferenciales de los bonos corporativos (véase sección 2).

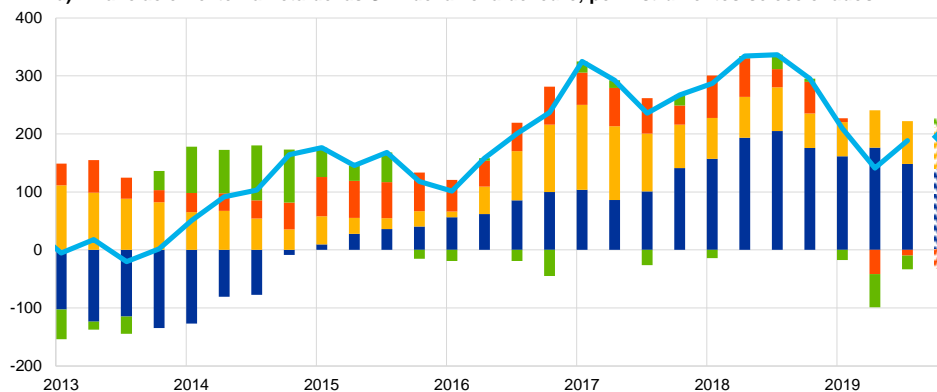
Gráfico 24

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

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

- Préstamos de las IFM a las SNF (ajustados)
- Emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las SNF
- Emisiones netas de acciones cotizadas por parte de las SNF
- Préstamos de entidades distintas de IFM a las SNF (excl. titulizaciones)
- Total

a) Financiación externa neta de las SNF de la zona del euro, por instrumentos seleccionados



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

Notas: Panel a): La financiación externa neta es la suma de los préstamos de las IFM, las emisiones netas de valores representativos de deuda, las emisiones netas de acciones cotizadas y los préstamos de entidades distintas de IFM. Los préstamos de IFM están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Los préstamos de entidades distintas de IFM incluyen los préstamos otorgados por otras instituciones financieras y empresas de seguros y fondos de pensiones, netos de titulizaciones. La barra rayada marca la previsión actual para el cuarto trimestre de 2019. Panel b): El coste total de la financiación de las SNF se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. El rombo azul representa el coste total de la financiación previsto actualmente para marzo de 2020, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de enero de 2020. La última observación del panel a) corresponde al tercer trimestre de 2019 para los datos de las cuentas de la zona del euro; las estimaciones para el cuarto trimestre de 2019 están basadas en datos del BSI del BCE y del SCN, y en Dealogic. La última observación del panel b) corresponde al 11 de marzo de 2020 para el coste de las acciones y de los valores de renta fija, y a enero de 2020 para el coste del crédito.

6 Evolución de las finanzas públicas

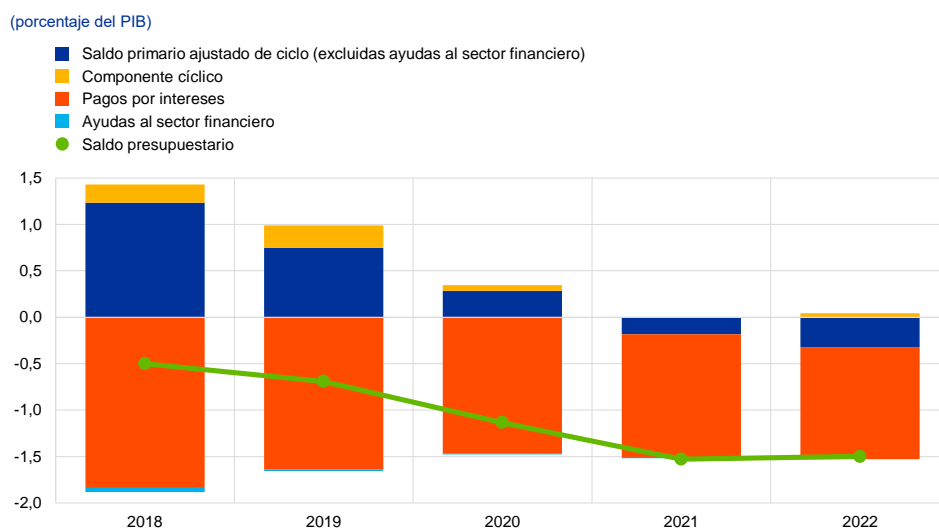
Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá en 2020 y 2021, y se estabilizará en 2022. La disminución prevista puede atribuirse, fundamentalmente, a los menores superávits primarios. Esta evolución también se refleja en la orientación de la política fiscal, que, de acuerdo con las proyecciones, será expansiva tanto en 2020 como en 2021, y prácticamente neutral en 2022. Pese a esta orientación relativamente expansiva, se prevé que la deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se mantenga en una senda de descenso gradual, gracias a un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable y a un saldo primario ligeramente positivo durante todo el período. Sin embargo, los acontecimientos relacionados con la propagación del coronavirus (COVID-19) acaecidos después de la finalización de las proyecciones apuntan a una orientación más expansiva de la política fiscal. A este respecto, el compromiso del Eurogrupo con la adopción de medidas conjuntas y coordinadas debería recibir un firme apoyo.

De conformidad con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá en 2020 y 2021, y se estabilizará en 2022⁹. Sobre la base de estas proyecciones, se prevé que la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumente desde el 0,7 % del PIB estimado para 2019 hasta situarse en el 1,1 % en 2020 y en el 1,5 % en 2021 y 2022 (véase gráfico 25). El descenso del saldo presupuestario previsto para 2020 y 2021 obedecería principalmente a la disminución del saldo primario ajustado de ciclo, que se vería compensada, en parte, por el menor gasto por intereses, mientras que el componente cíclico se reduciría marginalmente durante el horizonte de proyección.

⁹ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2020](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 12 de marzo de 2020.

Gráfico 25

Saldo presupuestario y sus componentes



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

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, las perspectivas fiscales de la zona del euro para el período 2020-2022 muestran una orientación sensiblemente más expansiva de la política fiscal que la de las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019. El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales en 2020 y en 0,4 puntos porcentuales en 2021 y 2022. Estas revisiones son resultado de la reducción del saldo primario y de un componente cíclico más débil de lo esperado, mientras que el gasto por intereses se mantiene inalterado.

Se considera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será expansiva en 2020 y 2021, y prácticamente neutral en 2022¹⁰. Según las estimaciones, la orientación de la política fiscal fue ligeramente expansiva en 2019 y se espera que siga relajándose en 2020 y 2021, apoyando así la actividad económica. Ello se debe, sobre todo, al incremento del gasto —en particular, en transferencias— en Alemania, España e Italia, así como a recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales en Francia y los Países Bajos. Se prevé que la orientación de la política fiscal sea prácticamente neutral en 2022.

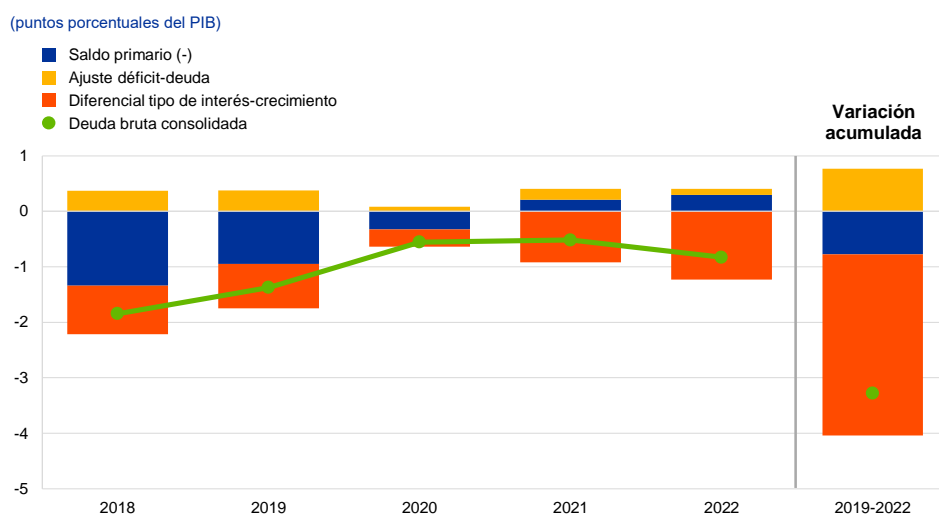
Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020 indican que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se mantendrá en una senda de descenso gradual. Según estas

¹⁰ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado «[The euro area fiscal stance](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

proyecciones, la deuda agregada de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro descenderá desde el 84,5 % en 2019 hasta el 82,6 % en 2022. Este descenso se sustenta en un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable¹¹, mientras que la contribución acumulada del saldo primario se sitúa en niveles próximos a cero durante el horizonte de proyección (véase gráfico 26). En comparación con las proyecciones de diciembre de 2019, el ritmo de disminución de la ratio de deuda será más lento, debido a los menores superávits primarios proyectados y a un componente cíclico menos favorable. La mayor velocidad a la que se ha propagado el coronavirus desde la finalización de las proyecciones de marzo de 2020 sugiere que la evolución de la ratio de deuda pública en relación con el PIB será peor de lo que anticipaban las proyecciones.

Gráfico 26

Factores determinantes de la variación de la deuda pública



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

La propagación del coronavirus ha sido una importante perturbación para la economía mundial y de la zona del euro, y requiere una respuesta de política fiscal ambiciosa y coordinada. En estos momentos es necesario brindar un apoyo oportuno y específico al sector sanitario, así como a las empresas y a los hogares afectados, con el fin de afrontar el desafío que plantea la contención de la propagación del coronavirus para la salud pública, así como de mitigar su impacto económico. Por tanto, el compromiso del Eurogrupo con la adopción de medidas conjuntas y coordinadas debería recibir un firme respaldo.

¹¹ Para más información, véase el recuadro titulado «El diferencial tipo de interés-crecimiento y la evolución de la deuda pública», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.