

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

La zona del euro se enfrenta a una contracción económica de una magnitud y velocidad sin precedentes en tiempos de paz. Las medidas para contener la propagación del coronavirus (Covid-19) han paralizado en gran parte la actividad económica en todos los países de la zona del euro y en todo el mundo. Los indicadores de confianza de los consumidores y las empresas se han desplomado, lo que sugiere una fuerte contracción del crecimiento económico y un profundo deterioro de las condiciones en los mercados de trabajo. Dada la elevada incertidumbre en torno al alcance último de las repercusiones económicas, los escenarios de crecimiento elaborados por los expertos del BCE apuntan a que el PIB de la zona del euro podría caer entre un 5 % y un 12 % este año, lo que depende fundamentalmente de la duración de las medidas de contención y del éxito de las políticas orientadas a mitigar las consecuencias económicas para las empresas y los trabajadores. A medida que las medidas de contención se levanten gradualmente, estos escenarios prevén una recuperación de la actividad económica, aunque su velocidad y alcance son aún muy inciertos. La inflación se ha reducido como resultado de la acusada disminución de los precios del petróleo y de un ligero descenso de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

En su determinación por seguir apoyando a la economía de la zona del euro ante las perturbaciones económicas actuales y el aumento de la incertidumbre, el Consejo de Gobierno decidió relajar aún más las condiciones de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) y poner en marcha una nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo sin objetivo específico de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés). Asimismo, se están realizando compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), mientras continúan las adquisiciones netas al amparo del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) a un ritmo mensual de 20 mm de euros, conjuntamente con las compras con una dotación de 120 mm de euros adicionales que estarán disponibles de forma temporal hasta el final del año. Junto con el importante estímulo monetario ya existente, estas medidas respaldarán la liquidez y las condiciones de financiación, y contribuirán a mantener la provisión fluida de crédito a la economía real. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno deberá evaluar continuamente las medidas —por separado y en su conjunto— con el fin de determinar si siguen estando adecuadamente calibradas y si su magnitud es apropiada para proporcionar el grado de acomodación necesario para cumplir su mandato de estabilidad de precios.

El brote de coronavirus y las medidas de contención asociadas han paralizado la economía y el comercio mundiales. Los datos de las encuestas más recientes

apuntan a una acusada contracción de la actividad global en la primera mitad de 2020. China registró su nivel de crecimiento más bajo en décadas en el primer trimestre de 2020, mientras que se espera que el impacto de la pandemia en otras de las principales economías sea especialmente evidente en el segundo trimestre. También se estima que el comercio mundial ha experimentado un retroceso notable, debido a disrupciones de las cadenas de producción y a una perturbación de demanda generalizada. Al mismo tiempo, para hacer frente al rápido deterioro esperado de la actividad y el comercio mundiales se han adoptado contundentes medidas de política en todo el mundo. Se espera que las presiones inflacionistas globales sigan disminuyendo, como consecuencia tanto de la pronunciada caída de los precios del petróleo como de la debilidad de la demanda.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada a principios de marzo de 2020, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo han aumentado, en un contexto de cierta volatilidad, y el precio de los activos de riesgo ha disminuido. La propagación del coronavirus y la paralización de numerosas economías han generado enormes presiones sobre los mercados financieros de la zona del euro. Sin embargo, se han adoptado diversas medidas que han contribuido a calmar los mercados, lo que ha revertido la tendencia negativa observada en los precios de la mayoría de los activos. La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó ligeramente al alza, dado que los mercados ya no esperaban un recorte inminente del tipo de interés de la facilidad de depósito. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se debilitó levemente.

Los últimos indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes que abarcan el período transcurrido desde la propagación del coronavirus a la zona del euro han mostrado un descenso sin precedentes, y apuntan a una contracción significativa de la actividad económica de la zona del euro y a un rápido deterioro de los mercados de trabajo. La pandemia de coronavirus y las medidas de contención asociadas han afectado gravemente a las manufacturas y a los servicios, lo que ha repercutido de forma negativa en la capacidad productiva de la economía de la zona del euro y en la demanda interna. En el primer trimestre de 2020, que se vio afectado solo en parte por la propagación del coronavirus, el PIB real de la zona del euro descendió un 3,8 %, en términos intertrimestrales, como consecuencia del impacto de las medidas de confinamiento en las últimas semanas del trimestre. La acusada caída de la actividad económica en abril sugiere que los efectos podrían ser aún más severos en el segundo trimestre. Dada la elevada incertidumbre sobre la duración de la pandemia, es difícil predecir el alcance y la duración de la inminente recesión y la posterior recuperación¹. Se espera que el crecimiento de la zona del euro se reanude a medida que las medidas de contención vayan levantándose, respaldado por unas condiciones de financiación favorables, por la orientación de la política fiscal en la zona del euro y por la reactivación de la economía mundial. Sin embargo, el alcance de la contracción y de la recuperación dependerá fundamentalmente de la duración y del éxito de las medidas de contención, del grado en que la capacidad de producción y la demanda interna se

¹ Para más información sobre los escenarios de crecimiento elaborados por los expertos del BCE, véase el recuadro titulado «Escenarios alternativos relativos al impacto de la pandemia de Covid-19 en la actividad económica de la zona del euro», en este Boletín Económico.

vean afectadas de forma permanente y de la efectividad de las políticas adoptadas para mitigar el impacto adverso sobre la renta y el empleo.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro descendió desde el 0,7 % registrado en marzo hasta el 0,4 % en abril, debido principalmente a la bajada de los precios de la energía, pero también a un ligero retroceso de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Si se tiene 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 vuelva a disminuir considerablemente en los próximos meses. Se espera que la pronunciada desaceleración de la actividad económica influya negativamente en la inflación subyacente durante los próximos meses. No obstante, las consecuencias a medio plazo de la pandemia de coronavirus para la inflación están sujetas a una elevada incertidumbre, dado que las presiones a la baja relacionadas con una demanda más débil podrían ser compensadas en parte por presiones al alza asociadas a perturbaciones de oferta. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido en niveles reducidos. Aunque los indicadores de expectativas de inflación basados en encuestas han descendido a corto y a medio plazo, las expectativas a largo plazo se han visto menos afectadas.

Por lo que respecta a la evolución monetaria, la tasa de crecimiento del agregado monetario amplio (M3) aumentó hasta el 7,5 % en marzo de 2020, desde el 5,5 % de febrero. El avance de M3 sigue estando respaldado por la creación de crédito bancario para el sector privado, y el agregado monetario estrecho (M1) volvió a ser el componente que más contribuyó a su crecimiento. La evolución de los préstamos concedidos al sector privado también se ha visto afectada por el impacto del coronavirus. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se situó en el 3,4 % en marzo de 2020, tras el 3,7 % registrado en febrero, mientras que la de los préstamos a sociedades no financieras fue del 5,4 % en marzo, frente al 3 % de febrero. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al primer trimestre de 2020 también indican un aumento de la demanda de préstamos y de la disposición de líneas de crédito por parte de las empresas para hacer frente a las necesidades de liquidez para su capital circulante, mientras que las necesidades de financiación para la inversión en capital fijo descendieron. Los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se endurecieron ligeramente, mientras que, en el caso de los préstamos a hogares, el endurecimiento fue más intenso. Al mismo tiempo, las entidades de crédito esperan una relajación de los criterios de concesión de los préstamos a empresas en el segundo trimestre de 2020. Las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, en particular las condiciones más favorables a las operaciones TLTRO III y las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía, deberían animar a los bancos a conceder préstamos a todas las entidades del sector privado.

Combinando los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario, el Consejo de Gobierno confirmó que es necesario un amplio

grado de acomodación monetaria para la sólida convergencia de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

Basándose en esta valoración, el Consejo de Gobierno decidió seguir relajando las condiciones de las operaciones TLTRO III del BCE. Esta medida prestará mayor apoyo a la concesión de crédito a los hogares y las empresas ante las perturbaciones económicas actuales y el aumento de la incertidumbre, amortiguando la perturbación causada por el coronavirus en las condiciones del crédito. En concreto, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de interés de las operaciones TLTRO III durante el período comprendido entre junio de 2020 y junio de 2021 a 50 puntos básicos por debajo del tipo de interés medio aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema durante ese período. Asimismo, para las entidades de contrapartida para las que la variación neta de sus préstamos computables alcance el umbral de concesión de préstamos del 0 %, el tipo de interés durante el período comprendido entre junio de 2020 y junio de 2021 será ahora 50 puntos básicos inferior al tipo de interés medio aplicable a la facilidad de depósito durante ese mismo período².

El Consejo de Gobierno también decidió llevar a cabo una nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo sin objetivo específico de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés) para aportar liquidez al sistema financiero de la zona del euro y contribuir a mantener el buen funcionamiento de los mercados monetarios ofreciendo un mecanismo eficaz de respaldo de la liquidez. Las PELTRO son siete operaciones de financiación adicional que comenzarán en mayo de 2020 y tendrán plazos de vencimiento escalonados entre julio y septiembre de 2021, en consonancia con la duración de las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía adoptadas por el Consejo de Gobierno. Estas operaciones se efectuarán mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, a un tipo de interés 25 puntos básicos inferior al tipo medio aplicable a las operaciones principales de financiación durante el período de vigencia de cada PELTRO³.

Desde el final de marzo, el Consejo de Gobierno ha realizado compras en el marco del nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) del BCE, cuya dotación total es de 750 mm de euros, con el fin de relajar la orientación general de la política monetaria y de contrarrestar los graves riesgos para su mecanismo de transmisión y para las perspectivas de la zona del euro derivados de la pandemia de coronavirus. Estas compras continuarán realizándose con flexibilidad a lo largo del tiempo, con distintas clases de activos y entre jurisdicciones. Las compras netas de activos en el marco del PEPP se efectuarán hasta que el Consejo de Gobierno considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado, pero en cualquier caso hasta el final del año en curso.

Además, continuarán efectuándose compras netas en el marco del APP del BCE a un ritmo mensual de 20 mm de euros, conjuntamente con las compras con una

² Para más información sobre las nuevas condiciones de las TLTRO, véase la [nota de prensa](#) del BCE publicada el 30 de abril de 2020.

³ Para más información sobre las PELTRO, véase la [nota de prensa](#) del BCE publicada el 30 de abril de 2020.

dotación de 120 mm de euros adicionales que se realizarán con carácter temporal hasta el final del año. El Consejo de Gobierno sigue esperando que las compras netas mensuales de activos en el contexto del APP prosigan durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos oficiales en la zona del euro y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

Asimismo, el Consejo de Gobierno tiene la intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que 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.

Además, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y 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.

En conjunto, las decididas medidas específicas que ha adoptado el Consejo de Gobierno desde principios de marzo han resultado esenciales para apoyar a la economía de la zona del euro y, sobre todo, a los sectores más expuestos a la crisis. En particular, están respaldando las condiciones de liquidez y contribuyendo a sostener el flujo de crédito a los hogares y a las empresas, especialmente a las pequeñas y medianas empresas, así como a mantener unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores y jurisdicciones.

Paralelamente, en el entorno económico actual, en rápida evolución, el Consejo de Gobierno mantiene su pleno compromiso de hacer todo lo que sea necesario de acuerdo con su mandato para apoyar a todos los ciudadanos de la zona del euro en estos momentos extremadamente difíciles. Esto se refiere, ante todo, a la función del Consejo de Gobierno de asegurar que la política monetaria del BCE se transmita a todos los ámbitos de la economía y a todos los países para cumplir su mandato de estabilidad de precios. El Consejo de Gobierno está, por tanto, plenamente preparado para aumentar el importe del PEPP y ajustar su composición, en la medida en que sea preciso y durante el tiempo necesario. En cualquier caso, 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.

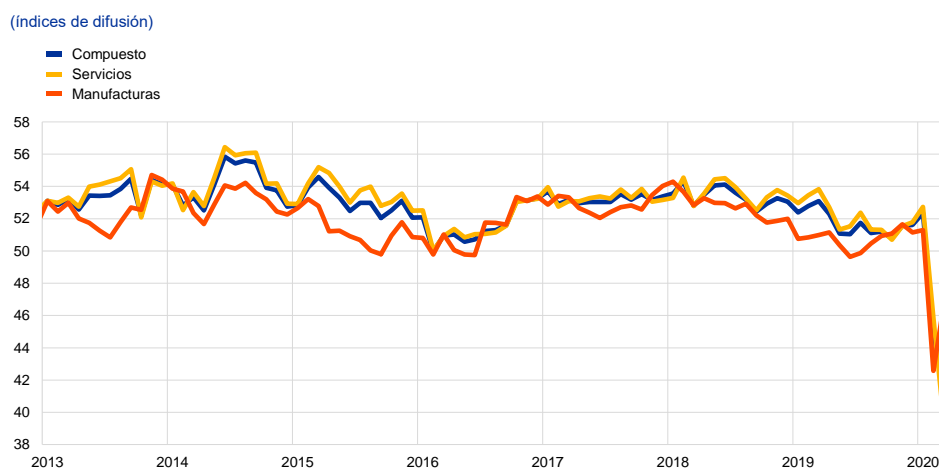
1 Entorno exterior

El brote de coronavirus (Covid-19) ha paralizado la economía y el comercio mundiales. Las medidas adoptadas por los Gobiernos para contener la propagación del virus son un factor clave del acusado retroceso que experimentará la actividad económica en el corto plazo. Entre otros factores que también están lastrando la actividad económica, sobre todo en los países emergentes, se incluyen una caída pronunciada de los precios de las materias primas, un endurecimiento significativo de las condiciones financieras y sustanciales salidas de capitales.

Los datos procedentes de encuestas sugieren que es probable que las repercusiones económicas de las medidas de contención sean abruptas y profundas. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, retrocedió considerablemente y pasó de un nivel de 52 en enero a 45 en febrero y a 41 en marzo. Este retroceso se debió a la fuerte caída del índice de servicios, que se desplomó hasta 39,4, el valor más bajo desde diciembre de 2008 (véase gráfico 1). Esta evolución apunta a una contracción acusada de la actividad mundial (excluida la zona del euro) en el primer semestre de 2020, que probablemente sea más pronunciada que la observada en el punto más bajo de la crisis financiera global.

Gráfico 1

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



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2020.

Para hacer frente al rápido deterioro esperado de la actividad se han adoptado contundentes medidas de política. Los bancos centrales con margen para recortar los tipos de interés lo utilizaron con prontitud y redujeron los tipos oficiales, mientras que algunos también han reanudado las compras de activos. Se han puesto en marcha operaciones de provisión de liquidez y líneas *swap*, con el fin de estabilizar el funcionamiento de los mercados financieros. Asimismo, se han aprobado paquetes de estímulo fiscal considerable cuya composición está centrada,

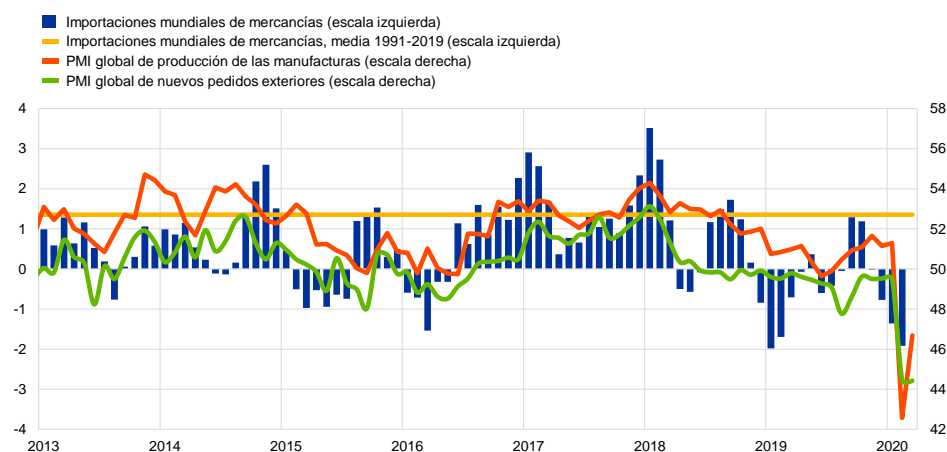
en gran parte, en la concesión de avales para préstamos y en medidas de apoyo a las rentas.

Se estima que el comercio mundial ha experimentado una contracción considerable, debido a interrupciones de las cadenas de producción y a una perturbación de demanda generalizada. En el primer trimestre de 2020, las interrupciones de la producción en China relacionadas con el virus afectaron al comercio internacional, sobre todo en las economías asiáticas con las que este país mantiene vínculos muy estrechos a través de las cadenas de valor regionales. Sin embargo, cuando el brote se convirtió en una pandemia, estas interrupciones se extendieron y es probable que lastren el comercio internacional durante un tiempo. Las importaciones mundiales de mercancías volvieron a disminuir marginalmente en febrero, ampliando así la caída observada a finales de 2019. Al mismo tiempo, el PMI global de nuevos pedidos exteriores, excluida la zona del euro, se mantuvo invariable en marzo, en un nivel muy bajo, lo que, en conjunto, apunta a un retroceso pronunciado del comercio mundial en el primer trimestre de 2020 (véase gráfico 2).

Gráfico 2

Encuestas y comercio mundial 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.

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

La inflación mundial se redujo ligeramente en febrero. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo descendió hasta situarse en el 2,2 % en febrero, debido a la moderación de la tasa de variación de los precios de la energía, mientras que la correspondiente a los alimentos experimentó un leve aumento. Por otra parte, si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación se mantuvo estable en febrero, en el 2,2 %. La caída de la inflación fue generalizada en la mayoría de los países avanzados y en importantes economías emergentes no pertenecientes a la OCDE. De cara al futuro se espera que las presiones inflacionistas globales sigan disminuyendo, como consecuencia tanto del pronunciado retroceso de los precios del petróleo como de la debilidad de la demanda.

Los precios del Brent han descendido en torno a un 43 % desde la reunión de marzo del Consejo de Gobierno, fundamentalmente debido al desplome repentino de la demanda asociado a la pandemia de Covid-19. El 12 de abril de 2020, el grupo de productores de petróleo que integran la OPEP+ anunció planes para limitar la oferta de crudo, pero es improbable que compensen totalmente la caída de la demanda en el corto plazo. Aunque las perturbaciones de oferta contribuyeron a la volatilidad observada en los mercados, la menor demanda y la creciente aversión al riesgo fueron los principales factores determinantes del retroceso de los precios del Brent, que se situó en unos 20 dólares estadounidenses por barril. La falta de capacidad de almacenamiento adecuada ha presionado adicionalmente a la baja las cotizaciones. En particular, los productores norteamericanos se vieron obligados temporalmente a vender crudo a precios negativos para evitar el cierre de pozos petrolíferos, ya que ello habría dañado de forma permanente su capacidad de producción. La Agencia Internacional de la Energía espera que la demanda global total anual de petróleo descienda por primera vez en más de una década, y pronostica una reducción del $-9,3\%$ en 2020. Los precios totales de las materias primas no energéticas han retrocedido de manera acusada ($-8,5\%$) desde la reunión de marzo del Consejo de Gobierno, con disminuciones tanto los precios de los metales ($-9,2\%$) como los de los alimentos ($-5,7\%$).

En Estados Unidos, las medidas de contención provocarán un retroceso de la actividad económica en la primera mitad de 2020, en particular en el segundo trimestre. Las estimaciones preliminares para el primer trimestre apuntan a una contracción del PIB del $4,8\%$, en tasa anualizada. Este es el mayor descenso desde la crisis financiera global, cuando el PIB se redujo un $8,4\%$ en el último trimestre de 2008. Como la estimación preliminar se basa en datos incompletos y se someterá a nuevas revisiones, las estimaciones que se publiquen próximamente podrían mostrar una caída aún más pronunciada del PIB. Se espera que el impacto sobre la actividad económica sea aún más intenso en el segundo trimestre. Para finales de marzo, casi todos los estados federales habían ordenado cierres generalizados de empresas y comercios y habían impuesto estrictas restricciones a la movilidad. El número acumulado de trabajadores que solicitaron prestaciones por desempleo entre mediados de marzo y finales de abril se situó en unos 30 millones, es decir, el 19% de la población activa. En consecuencia, la confianza y el gasto de los consumidores se han desplomado. A principios de abril, el índice de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan retrocedió hasta registrar su nivel más bajo desde diciembre de 2011, mientras que, en marzo, las ventas minoristas experimentaron una caída sin precedentes, del $8,7\%$. Los acusados deterioros de otros indicadores, como los PMI, apuntan a un impacto más generalizado sobre la actividad. En general, se prevé que la contracción del PIB de Estados Unidos en el primer semestre del año sea superior a la registrada durante la crisis financiera global. La respuesta de política ha sido inmediata. En el área fiscal, el Congreso estadounidense aprobó medidas de apoyo fiscal por un importe equivalente a casi el 10% del PIB consistentes en gasto público para contener el brote y en medidas para paliar sus efectos. Por el lado monetario, la Reserva Federal recortó el rango objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y lo situó en el $0\%-0,25\%$. También estableció varias líneas de crédito para proporcionar financiación por

importe de hasta 2,3 billones de dólares estadounidenses respaldadas por una amplia variedad de activos de garantía, ha activado líneas de *swap* con otros bancos centrales, ha ampliado sus operaciones *repo* y ha relajado las políticas prudenciales con el fin de asegurar que se mantenga la liquidez en los mercados financieros y que el crédito siga fluyendo a la economía.

En Japón, la pandemia ha tenido un fuerte impacto sobre la actividad, pese a la contundente respuesta de política. La pandemia golpeó cuando la economía empezaba a mostrar signos de una modesta recuperación, tras la acusada contracción observada en el último trimestre de 2019 relacionada con la subida del IVA en octubre y con los tifones. El PMI compuesto retrocedió hasta su nivel más bajo desde el gran terremoto y el tsunami que afectaron al este de Japón en marzo de 2011, y la encuesta Tankan de Reuters señaló un deterioro adicional de las condiciones empresariales en abril. Antes de declarar el estado de emergencia, el Gobierno anunció un paquete considerable de medidas económicas en respuesta a la crisis provocada por el coronavirus. Aunque parece que el importe total anunciado no tiene precedentes (108 billones de yenes japoneses, alrededor del 20 % del PIB), gran parte está asociado a gastos del sector privado. Además, incluye las medidas de estímulo fiscal de diciembre de 2019 y los dos paquetes fiscales de emergencia de 2020. Estas actuaciones siguen los pasos que ha dado el Banco de Japón, que incluyen el suministro de abundante liquidez a través de compras de deuda pública japonesa y de operaciones de provisión de dólares estadounidenses, el aumento de las compras de papel comercial y de bonos, y la puesta en marcha de una operación especial de provisión de fondos para facilitar la financiación de las empresas.

Los últimos datos sobre el Reino Unido sugieren que el brote de coronavirus ha tenido un impacto adverso significativo sobre la economía, que ya estaba experimentando una desaceleración. El dato mensual publicado correspondiente al PIB de febrero mostró que, en términos intertrimestrales, la economía británica estaba estancándose incluso antes de que se esperara la irrupción del coronavirus. Desde entonces, el PMI compuesto de producción de marzo se ha desplomado hasta alcanzar un nuevo mínimo de la serie, muy inferior a los niveles más bajos observados en los peores momentos de la crisis financiera global. Las respuestas de política económica han sido rápidas y contundentes. El 11 de marzo, el Banco de Inglaterra recortó los tipos de interés hasta el 0,25 % (y posteriormente hasta el 0,1 %), introdujo un nuevo programa de préstamo a plazo (*Term Funding Scheme*) y redujo los requerimientos de colchón de capital anticíclico. Este apoyo se ha ampliado para incluir una ronda de medidas de expansión cuantitativa y la reactivación de una línea temporal de financiación monetaria para el Gobierno. Al mismo tiempo, el Gobierno implementó una serie de medidas de contingencia para hacer frente al coronavirus, entre ellas diversas medidas de apoyo a las rentas, un presupuesto adicional para el sistema nacional de salud, así como una amplia variedad de facilidades de préstamo, exenciones del pago de impuestos y subvenciones a las pequeñas empresas.

El crecimiento económico de China ha caído hasta su nivel más bajo en décadas, como consecuencia de la pandemia y de la debilidad de la demanda

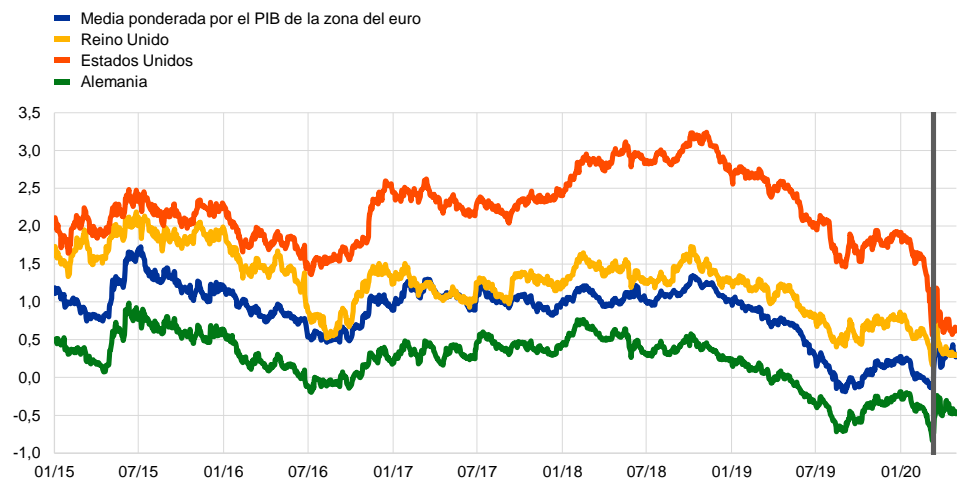
externa. En el primer trimestre de 2020, el PIB descendió un 6,8 %, en tasa interanual, debido a las medidas de contención del virus. Sin embargo, indicadores de alta frecuencia de la actividad económica sugieren que esta se está recuperando. Aunque, a principios de abril, el consumo diario de carbón continuaba en niveles unos 15 puntos porcentuales por debajo del correspondiente al mismo período del año anterior, los índices de actividad inmobiliaria y de congestión del tráfico solo son ligeramente inferiores a los observados durante el mismo período de 2019. Se espera que la actividad repunte solo parcialmente en el segundo trimestre de 2020, ya que la atonía de la demanda interna se ha amplificado por la falta de dinamismo de la demanda externa, que se está viendo frenada por la cautela de los consumidores y por las medidas de contención vigentes. Se han realizado actuaciones para apoyar la economía y garantizar la liquidez del sistema bancario. El Banco Central de la República Popular de China ha inyectado considerables volúmenes de liquidez en el mercado varias veces desde principios de año y ha reducido los tipos de interés oficiales y los coeficientes de reservas. Se espera que el estímulo de política fiscal —consistente en exenciones de impuestos, vales de compra, ayudas a las rentas y la concesión de avales para préstamos— suavice el impacto de la pandemia.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron durante el período de referencia, en un contexto de cierta volatilidad a raíz de la propagación del Covid-19 y de la paralización de numerosas economías. Durante el período considerado (del 12 de marzo al 29 de abril de 2020), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó un total de 14 puntos básicos, hasta el 0,25 % (véase gráfico 3), más o menos lo mismo que el tipo *swap* del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) a diez años. No obstante, se observó cierta volatilidad, y los mercados reaccionaron a las noticias sobre la propagación del virus y las medidas de confinamiento elevando de forma significativa los rendimientos de la mayoría de los emisores de la zona del euro. Tras el anuncio de la adopción de medidas de política económica acomodaticias (tanto monetarias como fiscales), el incremento de los rendimientos soberanos se revirtió parcialmente. En otras economías, los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos descendieron en torno a 20 puntos básicos en el período analizado, hasta situarse en el 0,63 %, mientras que en el Reino Unido subieron ligeramente, hasta el 0,29 %.

Gráfico 3

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de marzo de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 29 de abril de 2020.

Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo OIS libre de riesgo descendieron inicialmente tras el anuncio del nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y posteriormente volvieron a ampliarse en la mayoría de los países. Los diferenciales de la deuda soberana a diez años de Portugal, España, Alemania y Grecia se incrementaron un total de 7, 10, 13 y 29 puntos básicos, respectivamente, en el período de referencia. En cambio, los diferenciales de la deuda pública italiana y francesa se redujeron 25 y 11 puntos básicos,

respectivamente, tras ampliarse antes del período analizado. En conjunto, el diferencial de rendimiento de la zona del euro ponderado por el PIB aumentó 14 puntos básicos y se situó en 25 puntos básicos.

Los índices bursátiles del sector no financiero de la zona del euro se anotaron fuertes subidas, revirtiendo parcialmente el pronunciado descenso iniciado a finales de febrero. Las cotizaciones de las sociedades no financieras de la zona del euro registraron un alza del 17,9 % durante el período analizado, con lo que se revirtió parte de la intensa caída anterior. Este repunte se sustentó en la reducción de la prima de riesgo de las acciones, que compensó con creces la acusada disminución de las expectativas de beneficios en un entorno muy incierto. Las acciones del sector financiero de la zona del euro repuntaron en menor medida (un 10,9 % durante el período de referencia). El peor comportamiento de los índices de este sector pone de relieve las dificultades que afronta.

Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron durante el período considerado, lo que reflejó un incremento de las tasas de impago esperadas. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y del sector financiero con respecto al tipo de interés libre de riesgo aumentaron hasta situarse en 119 y 152 puntos básicos, respectivamente. Los diferenciales alcanzaron el máximo del período de referencia el 24 de marzo, cuando se situaron en torno a 75 y 45 puntos básicos, respectivamente, por encima de los niveles observados al final del período, pero se han ido reduciendo lentamente desde entonces.

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -45 y -53 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado⁴. El exceso de liquidez se incrementó en unos 246 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 2.011 mm de euros, principalmente como consecuencia de la introducción del nuevo PEPP y del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como de los fondos obtenidos en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) y en las operaciones puente de financiación a plazo más largo (*LTRO bridge operations*).

La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó ligeramente al alza durante el período analizado, ya que los mercados no esperaban un recorte inminente del tipo de interés de la facilidad de depósito. Al final de 2024, la curva se sitúa 10 puntos básicos por encima del nivel actual del eonia. En general, se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2027, lo que refleja la persistencia de las expectativas de los mercados de un período prolongado de tipos de interés negativos.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se debilitó ligeramente durante el período analizado (véase gráfico 4), lo que reflejó la

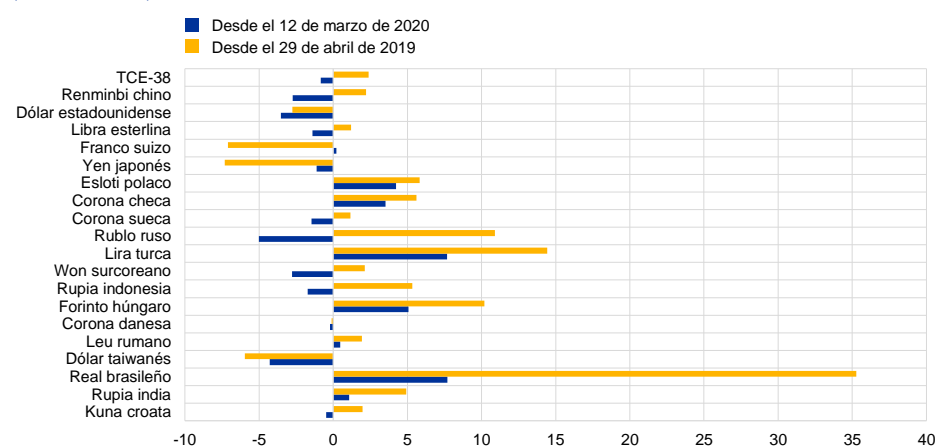
⁴ La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019; ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

apreciación de la moneda única frente a las monedas de varias economías emergentes que se vio compensada, en gran medida, por la depreciación frente al dólar estadounidense. 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 depreció un 0,8 %. Con respecto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el euro perdió valor frente al dólar estadounidense (3,5 %) y frente a la libra esterlina (1,4 %) tras una fase de mayor volatilidad. La moneda única también se depreció frente al renminbi chino (2,7 %), un movimiento que revirtió una apreciación anterior y reflejó la diferencia temporal de los principales impactos económicos de la pandemia de Covid-19. En cambio, el euro se fortaleció frente a la mayoría de las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de las economías emergentes, especialmente la lira turca y el real brasileño (7,7 % en ambos casos).

Gráfico 4

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 29 de abril de 2020.

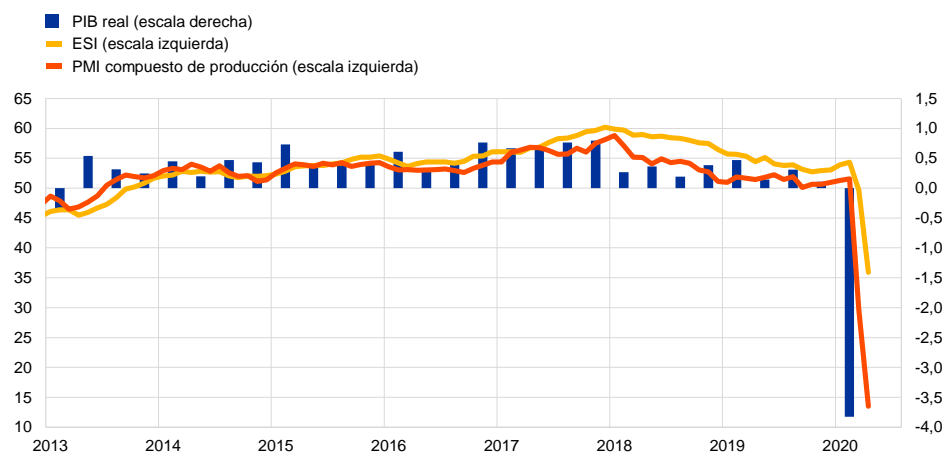
3 Actividad económica

El PIB real de la zona del euro experimentó una fuerte contracción en el primer trimestre de 2020, reflejo, en particular, del impacto del brote de coronavirus (Covid-19) y de las medidas de contención asociadas. La actividad económica total se redujo un 3,8 %⁵, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2020, tras crecer un 0,1 % en el cuarto trimestre de 2019 (véase gráfico 5). Aunque aún no se dispone de datos desagregados, los indicadores coyunturales sugieren que el retroceso del PIB en el primer trimestre de 2020 se debió a la demanda interna, mientras que la contribución de la variación de existencias y de la demanda exterior neta al crecimiento podría haber sido ligeramente positiva. Los indicadores económicos, en especial las encuestas, han registrado un deterioro sin precedentes recientemente, lo que apunta a una caída pronunciada del producto en los próximos meses. Es probable que el impacto máximo de la pandemia de Covid-19 se materialice en el segundo trimestre de 2020.

Gráfico 5

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

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



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

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

Los indicadores coyunturales sobre el mercado de trabajo correspondientes a marzo y abril de 2020 señalan un acusado deterioro del mercado laboral asociado a la evolución del Covid-19. El índice de directores de compras (PMI) relativo al empleo registró una caída sin precedentes, desde un nivel de 51,4 en febrero hasta situarse en 42,2 en marzo y en 33,4 en abril, el valor más bajo

⁵ Eurostat publicó su estimación preliminar de avance del PIB el 30 de abril de 2020. Se espera que esta estimación se revise en las siguientes publicaciones de datos del PIB, el 15 de mayo y el 9 de junio de 2020, cuando se prevé disponer de un conjunto de datos más completo de las principales fuentes. Las revisiones de la estimación preliminar de avance del PIB podrían ser mayores de lo habitual (+/-0,1 puntos porcentuales) porque algunos países han tenido que adaptar sus métodos nacionales de estimación utilizando fuentes alternativas o modelos diferentes, con el fin de subsanar los problemas de disponibilidad de datos y garantizar la mejor calidad posible.

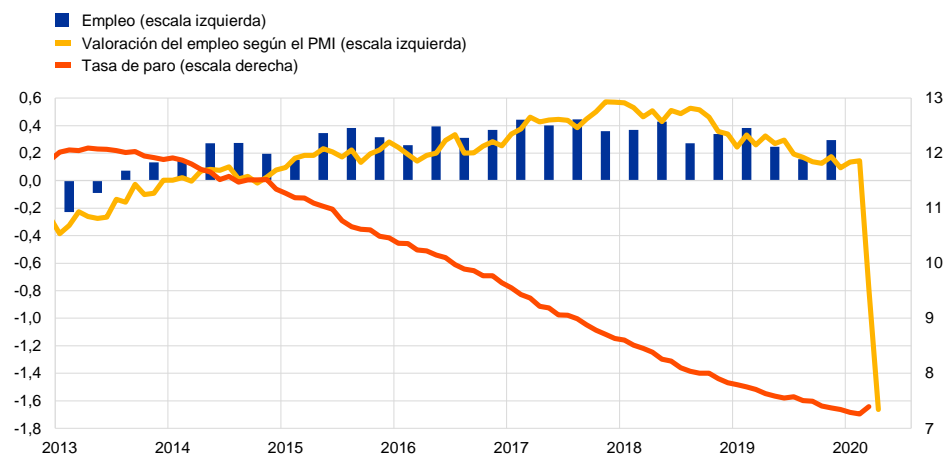
observado hasta la fecha, lo que sugiere una fuerte contracción del empleo. Este descenso fue particularmente acusado en los servicios.

No obstante, los datos más recientes sobre el mercado de trabajo en la zona del euro solo reflejan parcialmente el impacto del brote de Covid-19 y las medidas de contención asociadas. Aún no se dispone de datos de empleo para el primer trimestre de 2020. La tasa de paro descendió hasta el 7,3 % en febrero, a un ritmo similar al observado antes de la crisis financiera. Sin embargo, aumentó hasta el 7,4 % en marzo, el primer mes afectado por la propagación del Covid-19 y por la consiguiente implementación de medidas de contención en toda la zona del euro (véase gráfico 6). La tímida reacción del desempleo puede estar relacionada con las medidas adoptadas para facilitar el acceso a programas de reducción de la jornada de trabajo. Las estimaciones preliminares muestran un número sin precedentes de trabajadores acogidos a estos programas en los cinco países de mayor tamaño de la zona del euro.

Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2019 para el empleo, a abril de 2020 para el PMI y a marzo de 2020 para la tasa de paro.

Los indicadores de consumo muestran un deterioro sin precedentes. La confianza de los consumidores experimentó una caída pronunciada tras el brote de Covid-19, hasta situarse en $-22,7$ en abril (desde $-6,6$ de febrero), un nivel próximo a los mínimos históricos registrados en marzo de 2009. Sin embargo, hay indicios de que el retroceso de la confianza de los consumidores realmente puede estar infraestimando la contracción subyacente del consumo. La rapidez y la intensidad de la perturbación causada por el Covid-19 han sido tan excepcionales que la relación histórica entre la confianza de los consumidores y el avance del consumo

parece ser bastante inestable en la actualidad⁶. En marzo de 2020, las matriculaciones de automóviles en la zona del euro disminuyeron de forma pronunciada (-56,4 %), debido al brote de Covid-19. Como consecuencia de las medidas de paralización de la actividad adoptadas en casi todos los mercados aproximadamente desde mediados de marzo, la gran mayoría de los concesionarios de automóviles de la zona estuvieron cerrados durante la segunda quincena de ese mes. Asimismo, otros indicadores de alta frecuencia sugieren un desplome sin precedentes —hasta el 45 %— del gasto de los hogares (por ejemplo, en restaurantes, servicios de transporte, actividades recreativas, turismo y comercio minorista).

El impacto a medio plazo del Covid-19 sobre el consumo privado es muy incierto. Un efecto directo de la perturbación generada por el Covid-19 es el racionamiento de varios componentes del gasto. Se espera que los efectos indirectos se materialicen a través de un impacto sobre la renta, la riqueza y el acceso al crédito. Además, la demanda embalsada puede tener una influencia positiva cuando se levanten las medidas de contención. El impacto a medio plazo sobre el consumo privado dependerá de la duración de las medidas de confinamiento, del ritmo de relajación de esas medidas, de los cambios en el comportamiento de los hogares y de la efectividad de las políticas públicas.

Se prevé una disminución sustancial de la inversión empresarial como consecuencia de las medidas de confinamiento, así como de otras medidas de contención adoptadas en los distintos países de la zona del euro desde marzo de 2020. Después de que la inversión, excluida la construcción, registrara un avance intertrimestral del 8 % (el 0,2 %, si se excluyen los datos sobre Irlanda) en el cuarto trimestre de 2019, la dinámica de la inversión se desaceleró en el primer trimestre de 2020, y las perspectivas para el segundo trimestre son desalentadoras. La drástica caída de la producción y de las ventas del sector de manufacturas —resultado de una combinación de factores de oferta y de demanda relacionados con la pandemia de Covid-19— habría tenido un intenso impacto adverso sobre la inversión empresarial a partir de marzo de 2020. Los datos de encuestas de la Comisión Europea disponibles hasta abril muestran fuertes descensos de las carteras de pedidos y de las expectativas de producción en el sector de bienes de equipo. Asimismo, los datos de alta frecuencia apuntan a un deterioro considerable de las expectativas de beneficios y de las condiciones de financiación de las empresas, así como a un aumento acusado de la incertidumbre, lo que afectaría negativamente a las futuras decisiones de inversión. Aunque, según las cuentas sectoriales de la zona del euro, el excedente bruto de explotación siguió creciendo en el cuarto trimestre de 2019, los datos de mercado relativos al beneficio por acción esperado dentro de un año de empresas europeas cotizadas mostraron un retroceso sustancial en abril de 2020. Los rendimientos de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión también se incrementaron

⁶ El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se ha elaborado como un indicador contemporáneo del crecimiento del consumo privado. En abril de 2020 no fue posible recopilar datos en Italia, por lo que los valores correspondientes a ese mes para el agregado de la zona del euro se calcularon suponiendo que las variaciones con respecto a marzo eran las mismas que las del agregado de la zona del euro, excluida Italia. Para más detalles sobre este indicador de confianza de los consumidores, véase *A revised consumer confidence indicator*, Comisión Europea, 2018.

de forma notable, en especial en los sectores del petróleo y de la automoción. La incertidumbre en torno a los índices de volatilidad de los mercados bursátiles ha crecido notablemente en Europa, y el indicador sintético europeo de tensiones sistémicas alcanzó niveles sin precedentes en abril de este año. También existen importantes riesgos a la baja para los planes de inversión de las empresas derivados de los crecientes niveles de deuda, de posibles insolvencias y de incumplimientos de los compromisos de deuda a largo plazo contraídos por las empresas, así como de la reducción de los flujos de efectivo. Queda por ver el punto hasta el que las medidas adoptadas a escala nacional, en la zona del euro y en el conjunto de la UE para proporcionar liquidez y crédito podrán aliviar la situación. Las previsiones de inversión de la zona del euro se han revisado sustancialmente a la baja, y la encuesta semestral de inversiones industriales de la Comisión Europea publicada en abril de 2020 prevé una contracción del 4 % este año.

La inversión residencial habría registrado una drástica caída desde marzo de 2020, como consecuencia de las medidas de contención adoptadas y del aumento de la incertidumbre. Aunque la inversión en vivienda creció ligeramente en el cuarto trimestre de 2019 (un 0,3 %, en tasa intertrimestral), algunos indicadores coyunturales que reflejan el impacto de la pandemia ya han empezado a señalar una contracción sustancial de la actividad de la construcción.

Concretamente, el PMI de expectativas de la construcción en la zona del euro se desplomó y se situó en 33,5 en marzo de 2020 (desde 52,5 en febrero) —su nivel más bajo hasta la fecha—, lo que apunta a un retroceso sin precedentes de la actividad. La cancelación de proyectos y la paralización de las obras de construcción —en especial en los países en los que las medidas de confinamiento se aplicaron en una fase temprana, como Alemania, Italia y España— ya han ocasionado graves problemas financieros a las empresas constructoras, según la encuesta de la Comisión Europea sobre límites a la producción. En el medio plazo, aunque la actividad de la construcción podría beneficiarse si estas medidas se retiran antes que en otros sectores, es probable que la pandemia provoque un descenso considerable de la demanda de vivienda, debido a las pérdidas de renta y de riqueza. Además, la incertidumbre generada por la pandemia podría tener efectos aún más intensos y duraderos sobre la actividad, ya que podría inducir a los hogares y a los inversores a aplazar operaciones inmobiliarias hasta que se encuentre una solución médica efectiva para el Covid-19.

Es probable que el comercio de la zona del euro experimentara una contracción en el primer trimestre de 2020 y que siga debilitándose en el segundo, ya que el Covid-19 ha paralizado las economías de todo el mundo.

Las señales incipientes de recuperación del comercio de la zona del euro observadas a principios de 2020 revirtieron por los efectos de la pandemia. En concreto, las importaciones de países de fuera de la zona del euro llevan disminuyendo desde febrero, lo que indica que las interrupciones de suministro resultantes de las medidas de confinamiento en China han provocado una reducción de las exportaciones de este país a la zona del euro. Se observó un deterioro sin precedentes de los nuevos pedidos exteriores, un indicador adelantado que se situó en un nivel de 18,9 en abril, frente al 49,5 de enero. Las medidas de contención adoptadas en varios países de la zona del euro derivaron en una combinación de

perturbaciones adversas de oferta y de demanda, que condujeron al mayor retroceso del comercio exterior de la zona registrado hasta ahora. El comercio de la zona del euro se ha visto seriamente afectado por las perturbaciones negativas generadas por la pandemia por diversas razones. En primer lugar, la inversión y el consumo de bienes duraderos —muy sensibles a la incertidumbre y a las fluctuaciones cíclicas— son componentes fundamentales del comercio exterior. En segundo lugar, las disrupciones de las cadenas de producción globales, en particular la caída de las importaciones de bienes intermedios, también afectan también a la zona del euro durante la pandemia. Por último, los efectos de contagio (*spillover*) y de retorno (*spillback*) a través de las redes de producción regionales están amplificando las perturbaciones internas en las economías de la zona del euro, lo que se traduce en una contracción de los intercambios comerciales dentro de la zona aún más intensa que la de los flujos comerciales totales. Se prevé que los países especializados en servicios o en manufacturas relacionadas con los servicios tengan que afrontar consecuencias económicas especialmente graves. Los servicios de turismo y de transporte son los más afectados por las medidas de confinamiento, como se aprecia en el desplome de los nuevos pedidos exteriores de servicios y de las programaciones de vuelos.

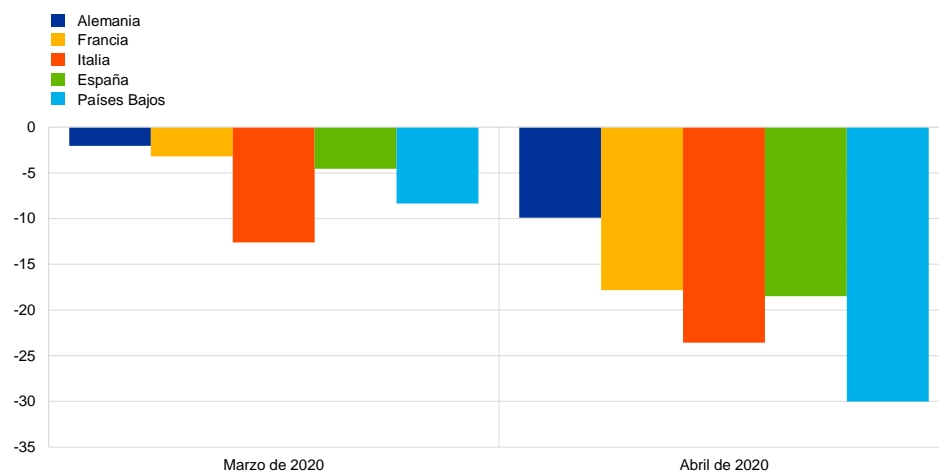
Los últimos datos económicos, en particular los resultados de las encuestas, muestran caídas sin precedentes, lo que apunta a una contracción del producto de la zona del euro. El brote de Covid-19 y las medidas de contención asociadas han tenido un efecto adverso en la actividad de las manufacturas y de los servicios a través de las crecientes restricciones de oferta y de la rápida disminución de la demanda. Por lo que se refiere a indicadores de opinión recientes, en marzo, el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea y el PMI compuesto de producción sufrieron la mayor caída observada hasta el momento⁷, y en abril retrocedieron de nuevo. Ambos indicadores registraron retrocesos generalizados en los distintos países y sectores económicos. Este deterioro de la actividad económica también se ve confirmado por indicadores de alta frecuencia como el consumo de electricidad (véase gráfico 7).

⁷ Para más detalles sobre el papel desempeñado por los factores externos frente a los internos en la caída de la actividad económica, véase el recuadro titulado «La caída de la actividad de las manufacturas y de los servicios en la zona del euro: perturbaciones externas frente a perturbaciones internas», en este Boletín Económico.

Gráfico 7

Consumo de electricidad en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Red Europea de Gestores de Redes de Transporte de Electricidad (ENTSO-E, por sus siglas en inglés) y cálculos del BCE.
Notas: Los datos no están corregidos por temperaturas. La última observación corresponde al 27 de abril de 2020.

Si no se tienen en cuenta las interrupciones inmediatas generadas por la pandemia de coronavirus, se espera que el crecimiento de la zona del euro se reanude a medida que las medidas de contención vayan retirándose gradualmente, respaldado por unas condiciones de financiación favorables, por la orientación de la política fiscal en la zona del euro y por la reactivación de la actividad mundial. Sin embargo, el nivel de incertidumbre es extremadamente elevado y se mantendrá así, por lo que es muy difícil predecir el alcance y la duración de la inminente recesión y de la posterior recuperación⁸. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#), realizada a principios de abril, muestran una sustancial revisión a la baja de las previsiones del sector privado relativas al crecimiento del PIB para 2020 y una revisión al alza para 2021, en comparación con la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de enero.

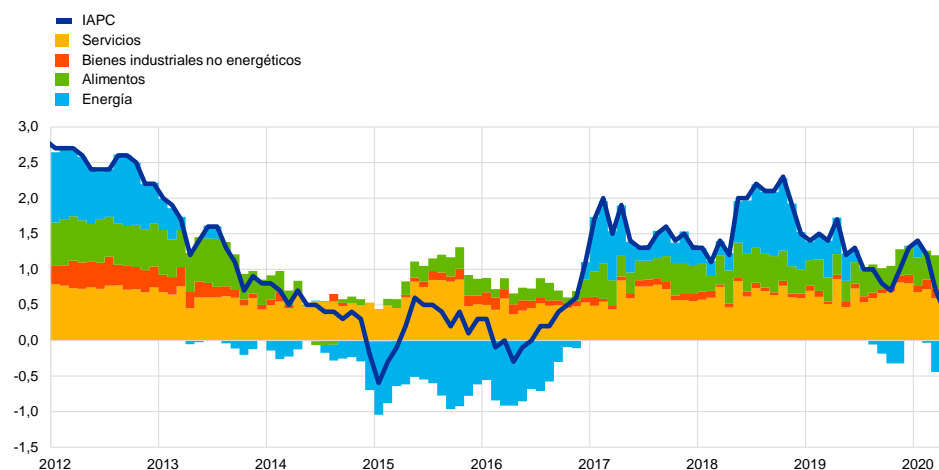
⁸ Para un análisis detallado de escenarios alternativos, véase «[Escenarios alternativos relativos al impacto de la pandemia de Covid-19 en la actividad económica de la zona del euro](#)», en este Boletín Económico.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC siguió disminuyendo y se situó en el 0,4 % en abril, frente al 0,7 % de marzo y el 1,2 % de febrero de 2020. El descenso registrado en abril reflejó, principalmente, la caída de la tasa de variación interanual de los precios de la energía —hasta el -9,6 %, desde el -4,5 % de marzo— como consecuencia del reciente desplome de los precios del petróleo; sin embargo, la inflación de los servicios y de los bienes industriales no energéticos también se redujo con respecto al mes anterior. Estos retrocesos compensaron con creces el mayor ritmo de avance de los precios de los alimentos que, a su vez, se debió sobre todo a que la inflación de los alimentos no elaborados se duplicó. Según Eurostat, los precios de al menos el 50 % o más de los artículos que componen la cesta que se utiliza para la estimación de avance del IAPC de la zona del euro y los agregados especiales se recopilaron de la forma habitual⁹. Sin embargo, dadas las dificultades experimentadas en la recopilación de precios en algunos países y para algunos productos, el porcentaje de imputaciones ha sido mayor de lo habitual (véase también el recuadro titulado «La medición de la inflación en períodos de inestabilidad económica», en este Boletín Económico).

Gráfico 8

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 abril 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).

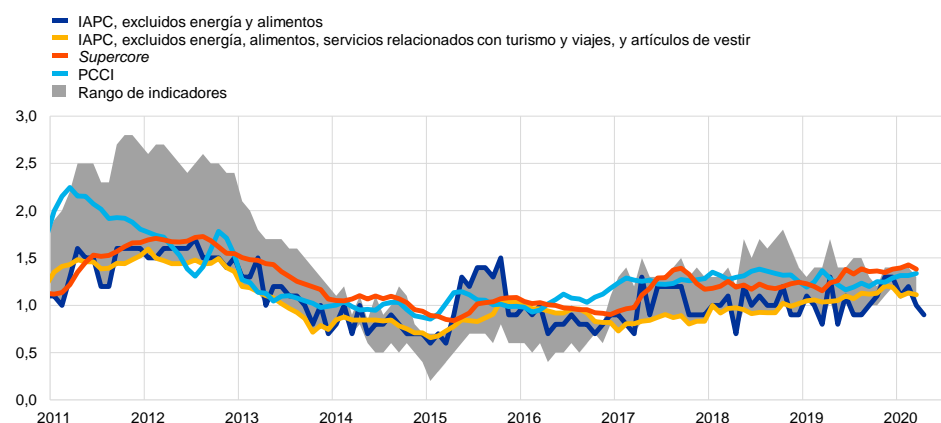
Los indicadores de la inflación subyacente registraron un descenso o se mantuvieron sin variación. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta situarse en el 0,9 % en abril, desde el 1 % de marzo y el 1,2 % de febrero. Otros indicadores de la inflación subyacente, para los que se

⁹ Véase la [nota de prensa de Eurostat](#) sobre la estimación de avance del IAPC correspondiente a abril.

dispone de datos hasta marzo, apenas variaron. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, permaneció en el 1,1 % en marzo, igual que en febrero y en enero. Las señales procedentes de otras medidas de la inflación subyacente, como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»)¹⁰, también se mantuvieron prácticamente sin cambios.

Gráfico 9 Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2020 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación de avance), y a marzo 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 estables en las fases posteriores de la cadena de producción en febrero.

La tasa de variación interanual de los precios de producción de bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores fue del 0,7 % en febrero de 2020, sin variación desde octubre de 2019. La tasa de avance interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio se situó en el 0,4 % en febrero, frente al 0,2 % de enero. En las primeras fases de la cadena de producción, la inflación de los precios de producción internos de los bienes intermedios disminuyó hasta el -1,2 % en febrero, desde el -1,1 % observado en enero. La tasa de variación de los precios de importación de los bienes intermedios se incrementó ligeramente, hasta situarse en el -0,1 % en febrero, frente al -0,3 % de enero y 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,

¹⁰ 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.

frente al 2,1 % del tercer trimestre. Las cifras correspondientes a 2019 se vieron afectadas por una disminución significativa de las cotizaciones sociales a cargo de la empresa en Francia¹¹. La tasa de crecimiento interanual de los sueldos y salarios por trabajador, que excluye las cotizaciones sociales, se situó en el 2,1 % en el cuarto trimestre, frente al 2,5 % del tercero, y su promedio fue del 2,4 % en 2019, frente al 2,3 % en 2018. Si se analizan los distintos indicadores y se tienen en cuenta los factores transitorios, el crecimiento salarial se redujo ligeramente durante 2019, aunque permaneció en torno a sus medias históricas o en niveles algo superiores.

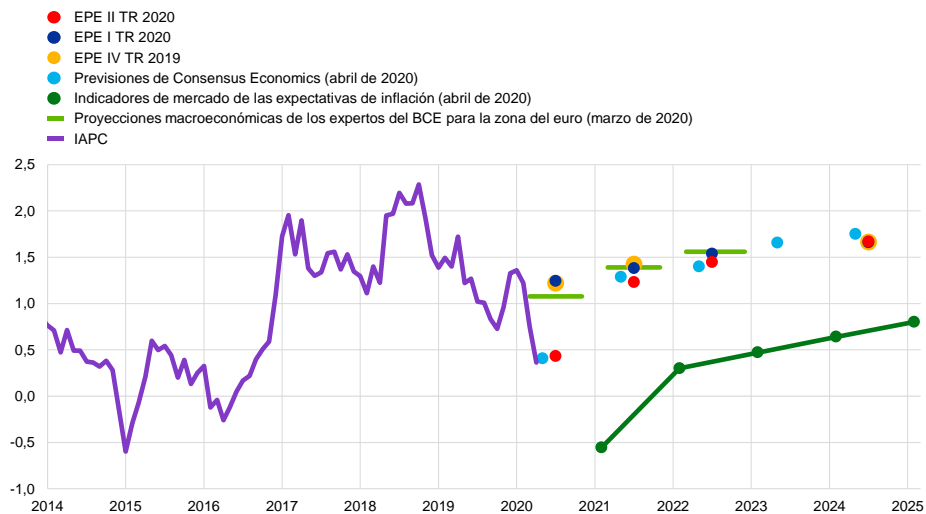
Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron básicamente inalterados al final del período analizado, pese a registrar grandes fluctuaciones, mientras que los indicadores de opinión de las expectativas de inflación permanecieron en los niveles relativamente bajos observados durante 2019. Aunque los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo registraron un nuevo mínimo histórico (0,72 %) al final de marzo, en abril se recuperaron y se situaron básicamente en el nivel observado al comienzo del período analizado. El 29 de abril de 2020, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 0,90 %. La probabilidad de deflación basada en indicadores de mercado registró un fuerte incremento y alcanzó un nuevo máximo histórico. El aumento obedece, en parte, a los acusados descensos del precio del petróleo. Al mismo tiempo, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando el riesgo de un período prolongado de inflación muy baja. Los resultados de la [encuesta del BCE a expertos en previsión económica](#) (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2020 muestran que las expectativas medias de inflación a más largo plazo se mantienen sin cambios en el 1,7 %, mientras que las expectativas de inflación a corto plazo se han revisado sustancialmente a la baja, sobre todo como resultado de la combinación de dos factores: el cambio de perfil de los supuestos relativos al precio del petróleo y el debilitamiento de las perspectivas económicas. Las previsiones medias de inflación anual medida por el IAPC se sitúan ahora en el 0,4 % para 2020, el 1,2 % para 2021 y el 1,4 % para 2022, lo que representa un descenso de 0,8, de 0,2 y de 0,1 puntos porcentuales para 2020, 2021 y 2022, respectivamente.

¹¹ Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «[Evolución reciente de las cotizaciones sociales y de los salarios mínimos en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

Gráfico 10

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



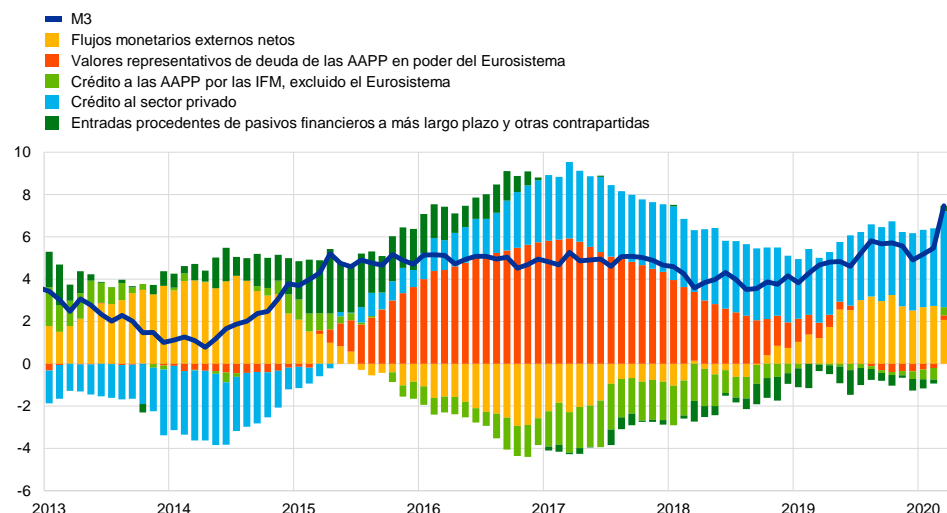
Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro (marzo de 2020) y Consensus Economics (14 de abril de 2020).

Notas: La encuesta EPE correspondiente al segundo trimestre de 2020 se realizó entre el 31 de marzo y el 7 de abril de 2020. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 29 de abril de 2020.

El crecimiento del agregado monetario amplio se aceleró en marzo. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 7,5 % en marzo de 2020, frente al 5,5 % observado en febrero, lo que supone el mayor aumento intermensual desde el inicio de la unión monetaria en 1999 (véase gráfico 11). Aunque la ralentización de la expansión económica frenó este agregado, su avance se vio fuertemente respaldado por las necesidades urgentes de liquidez, por las incertidumbres relacionadas con la crisis generada por la pandemia y por el muy bajo coste de oportunidad de mantener instrumentos monetarios. El agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3, fue el componente que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. La tasa de avance interanual de M1 se incrementó más de 2 puntos porcentuales —hasta el 10,3 %— en marzo de 2020, tras situarse en el 8,1 % en febrero. Además del acusado aumento de los depósitos a la vista, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación repuntó sustancialmente, hasta el 7 % en marzo, frente al 5,4 % de febrero, lo que apunta a una demanda de liquidez de las empresas y los hogares por motivos de precaución. Las empresas incrementaron sus depósitos, que crecieron a una tasa interanual del 9,6 % en marzo, frente al 6,5 % de febrero. Esta evolución refleja el sustancial volumen de financiación recibida de las entidades de crédito, las abundantes emisiones generales de bonos corporativos y el apoyo directo en forma de liquidez por parte de los Gobiernos. Pese a la considerable reducción de las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario observada en marzo, los instrumentos monetarios contribuyeron de forma positiva y significativa al crecimiento interanual de M3.

Gráfico 11
M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

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

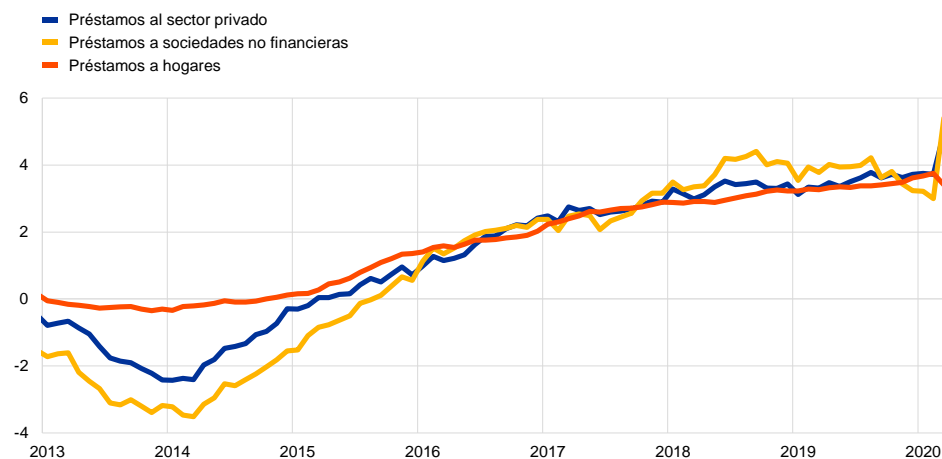
El crédito al sector privado continuó siendo la principal fuente de crecimiento monetario en marzo de 2020, seguido de los flujos monetarios externos. El crédito al sector privado, que ha sido durante mucho tiempo el componente que más ha contribuido al crecimiento de M3 (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 11), explica el fuerte avance de este agregado monetario amplio en marzo de 2020. Los flujos monetarios externos han sido la segunda fuente principal de creación de dinero desde octubre de 2018 (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 11). Estos flujos de entrada reflejan el interés de los inversores extranjeros por los activos de la zona del euro (en particular por los valores de deuda pública de nueva emisión) y han contribuido significativamente a la expansión de M3 desde principios de 2019. Las compras netas de activos por parte del BCE en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), que se puso en marcha el 18 de marzo de 2020, junto con el aumento de las adquisiciones al amparo de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), contribuyeron positivamente al crecimiento de M3 (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 11). Además, la aportación de los pasivos financieros a más largo plazo continuó siendo reducida en marzo de 2020 (véase la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 11).

Los préstamos al sector privado también aumentaron significativamente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) se incrementó hasta el 5 % en marzo de 2020, desde el 3,7 % de febrero (véase gráfico 12). Esta evolución obedeció a un repunte de la tasa de avance interanual de los préstamos a sociedades no financieras, que pasó del 3 % en febrero de 2020 al 5,4 % en marzo. El aumento de los préstamos bancarios a las empresas fue generalizado en los distintos países. Para el segundo semestre de 2020, los indicadores adelantados de la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) apuntan a un nuevo incremento de la demanda de préstamos a empresas. En comparación, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares disminuyó ligeramente, desde el 3,7 % registrado en febrero de 2020 hasta el 3,4 % en marzo. La evolución divergente de las empresas y los hogares en marzo refleja algunos factores que afectaron a la demanda de los dos sectores, como ponen de relieve los resultados de dicha encuesta. Además, el hecho de que las políticas públicas respaldaran al sector empresarial mediante medidas de apoyo extraordinario —aunque temporal— al crédito, también podría explicar la divergencia de los patrones. Las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, en particular las condiciones más favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía, deberían animar a los bancos a conceder préstamos a todas las entidades del sector privado.

Gráfico 12

Préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2020, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares se endurecieron ligeramente en el primer trimestre de 2020, mientras que la demanda de préstamos por parte de las empresas repuntó, debido a las necesidades urgentes de liquidez generadas por la crisis del coronavirus (Covid-19)¹². En general, esta evolución reflejó el deterioro de las perspectivas económicas y los riesgos en torno a la crisis del Covid-19. Como las necesidades de financiación están relacionadas con la situación de emergencia, la demanda de préstamos a corto plazo por parte de las empresas fue significativamente más elevada que la de préstamos a largo plazo. Los principales factores que impulsaron la demanda de este sector en el primer trimestre de 2020 fueron las necesidades de financiación de las existencias y el capital circulante, mientras que la demanda de crédito para la inversión en capital fijo y para fusiones y adquisiciones se redujo en términos netos. Además, el deterioro de la solvencia de los hogares y la menor tolerancia al riesgo de las entidades de crédito explican el endurecimiento relativamente más intenso de los criterios de concesión de crédito a hogares y el menor incremento neto de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda y para consumo, en comparación con la demanda de crédito procedente de las empresas. Por otra parte, la caída de la confianza de los consumidores fue un factor clave en la moderación de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito para consumo. Para el segundo trimestre de 2020, las entidades de crédito esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas sigan relajándose, gracias a las medidas de liquidez y a los avales públicos. Aunque la heterogeneidad de las respuestas de las entidades de crédito es elevada

¹² En el primer trimestre de 2020, el porcentaje neto de entidades que señalaron un endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos y líneas de crédito a empresas fue del 4 %, mientras que el porcentaje neto que indicó un endurecimiento de los criterios de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y del crédito para consumo y otros fines fue del 9 % y el 10 %, respectivamente.

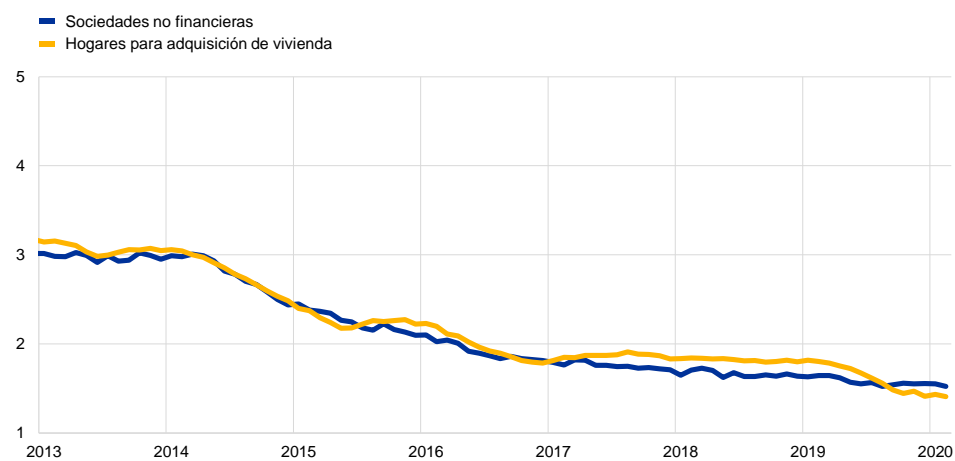
actualmente, los resultados sugieren que la demanda de préstamos por parte de las empresas seguirá aumentando, como pone de manifiesto el porcentaje neto de respuestas, que es el más elevado desde el inicio de la encuesta en 2003. Si bien, en cuanto a los hogares, las entidades esperaban una continuación del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de préstamos y una disminución adicional de la demanda de crédito. Asimismo, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que los programas de compras de activos del BCE (APP y PEPP) y la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) habían tenido un impacto positivo en su liquidez y en sus condiciones de financiación en los mercados. Estas medidas, junto con el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito, propiciaron la relajación de las condiciones del crédito bancario e incidieron positivamente en los volúmenes de crédito concedido. Al mismo tiempo, las entidades señalan que las compras de activos por parte del BCE y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito tuvieron un impacto negativo en su margen de intermediación, mientras que el sistema de dos tramos del BCE ayudó a la rentabilidad bancaria.

El nivel muy favorable de los tipos de interés del crédito continuó sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro. Los tipos de interés de los préstamos volvieron a rozar mínimos históricos, tras haber descendido en línea con los tipos de interés de referencia del mercado en los meses anteriores. En febrero de 2020, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares se redujeron hasta situarse en el 1,52 % y el 1,41 %, respectivamente (véase gráfico 13). La presión de la competencia, los favorables costes de financiación de las entidades de crédito, el APP y la transmisión de la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE en septiembre de 2019 tuvieron un efecto moderador adicional sobre los tipos de interés de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares. En conjunto, entre mayo de 2014 y febrero de 2020, los tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares cayeron en torno a 140 y 150 puntos básicos, respectivamente.

Gráfico 13

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

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