

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria celebrada el 4 de junio, el Consejo de Gobierno decidió incrementar la dotación y ampliar el horizonte del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y reinvertir el principal de los valores que vayan venciendo, así como continuar con las compras en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y con sus reinversiones, y mantener los tipos de interés oficiales del BCE sin variación. La información disponible confirma que la economía de la zona del euro está experimentando una contracción sin precedentes. La actividad económica ha registrado un descenso abrupto como consecuencia de la pandemia de coronavirus (Covid-19) y de las medidas adoptadas para contenerla. Las cuantiosas pérdidas de puestos de trabajo y de ingresos, y la incertidumbre excepcionalmente elevada sobre las perspectivas económicas se han traducido en una caída significativa del gasto en consumo y de la inversión. Aunque los datos procedentes de las encuestas y los indicadores en tiempo real muestran algunos signos de que la actividad económica ha tocado fondo en paralelo a la relajación gradual de las medidas de contención, la mejora observada hasta ahora ha sido tenue en comparación con la velocidad del desplome de los indicadores en los dos últimos meses. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020, el crecimiento habría descendido a un ritmo sin precedentes en el segundo trimestre de este año y repuntaría de nuevo en el segundo semestre, respaldado fundamentalmente por el considerable apoyo de las políticas fiscales y monetarias. No obstante, las proyecciones indican una considerable revisión a la baja del nivel de la actividad económica y de las perspectivas de inflación durante todo el horizonte temporal contemplado, si bien el escenario de referencia está sujeto a un grado de incertidumbre excepcionalmente elevado. Aunque la inflación general está contenida por la bajada de los precios de la energía, se espera que las presiones sobre los precios sigan siendo débiles, debido a la acusada contracción del PIB real y al consiguiente incremento significativo de la capacidad productiva sin utilizar. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió adoptar una serie de medidas de política monetaria para dar apoyo a la economía durante su reapertura gradual y salvaguardar la estabilidad de precios a medio plazo.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 4 de junio de 2020

La epidemia de Covid-19 ha provocado un acusado deterioro de las perspectivas mundiales, como reflejan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020. La pandemia de Covid-19 ha paralizado la economía global. Las medidas adoptadas por Gobiernos de todo el

mundo para contener la propagación del virus han sido un factor determinante del acusado deterioro reciente de la actividad económica. Aunque varios países han empezado a relajar las medidas de contención últimamente, es probable que este proceso sea muy gradual. La actividad económica también se ha visto afectada adversamente, sobre todo en las economías emergentes, por la pronunciada caída de los precios de las materias primas, por el endurecimiento de las condiciones financieras y por los sustanciales flujos de salida de capitales. Los datos disponibles confirman que los efectos económicos de las medidas de contención serán intensos y profundos. En vista de estas graves disrupciones globales, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020 apuntan a que el PIB real mundial (excluida la zona del euro) experimentará una contracción del 4 % este año. Tanto el ritmo como la magnitud de esta contracción son mayores que los observados en la Gran Recesión. Tras un fuerte retroceso en los dos primeros trimestres de 2020, la actividad global comenzará a recuperarse en el tercero y crecerá un 6 % y un 3,9 % en 2021 y 2022, respectivamente. El impacto sobre el comercio mundial será más severo, ya que las disrupciones logísticas y el cierre de las fronteras intensifican los efectos de la pandemia. Pese al notable deterioro de las perspectivas mundiales que señalan las proyecciones de junio, los riesgos para estas perspectivas siguen sesgados a la baja. Se ha de destacar que el impacto de la pandemia puede ser más intenso y duradero de lo esperado en la actualidad.

Aunque las condiciones financieras se han relajado ligeramente en la zona del euro desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2020, no han vuelto a los niveles observados antes de la propagación del Covid-19 por todo el mundo. Durante el período de referencia (del 12 de marzo al 3 de junio de 2020), la curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un desplazamiento al alza. La curva continúa invertida en los plazos cortos, aunque menos que el 12 de marzo, lo que indica que las expectativas de los participantes en el mercado de nuevos recortes de los tipos de interés oficiales han disminuido y han pasado a un futuro más lejano. Pese a la acomodación monetaria proporcionada a través del PEPP y de otras medidas de política monetaria, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron durante el período considerado. Los precios de los activos de riesgo se recuperaron, en parte, de las pérdidas incurridas en febrero y marzo, principalmente en un contexto de mejora de la percepción global del riesgo y de sensación de que los riesgos de cola de una crisis global inminente se han disipado en cierta medida. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo estable, en términos generales, y la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales reflejó la incertidumbre en torno a la pandemia de Covid-19.

El PIB real de la zona del euro cayó un 3,8 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2020, y los últimos datos apuntan a una contracción adicional significativa en el segundo trimestre. Los indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes confirman una contracción aguda de la economía de la zona del euro y un rápido empeoramiento de las condiciones de los mercados de trabajo. La pandemia de coronavirus y las medidas de contención necesarias han afectado gravemente a las manufacturas y a los servicios, erosionando la capacidad productiva de la economía de la zona del euro y la

demanda interna. Los indicadores más recientes sugieren que el descenso podría haber tocado fondo en mayo, con la reapertura gradual de algunas partes de la economía. En consecuencia, se espera que la actividad de la zona del euro se recupere en el tercer trimestre, a medida que sigan relajándose las medidas de contención, respaldada por unas condiciones de financiación favorables, el tono expansivo de la política fiscal y la reanudación de la actividad mundial, si bien la velocidad y la magnitud generales de la recuperación siguen siendo muy inciertas.

En general, esta valoración se refleja también en las proyecciones

macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020.

En el escenario de referencia de las proyecciones se espera una caída del PIB real del 8,7 % en 2020 y un repunte del 5,2 % en 2021 y del 3,3 % en 2022. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, las perspectivas del crecimiento del PIB real se han revisado sustancialmente a la baja, en 9,5 puntos porcentuales, para 2020 y se han corregido al alza en 3,9 puntos porcentuales para 2021 y en 1,9 puntos porcentuales para 2022. Dada la excepcional incertidumbre existente actualmente en torno a las perspectivas, las proyecciones también incluyen dos escenarios alternativos¹. En general, el alcance de la contracción y de la recuperación dependerá fundamentalmente de la duración y de la eficacia de las medidas de contención, del éxito de las políticas para mitigar el impacto negativo sobre las rentas y el empleo, y del grado en que la capacidad de oferta y la demanda interna se vean afectadas de forma permanente. En general, el Consejo de Gobierno considera que el balance de riesgos en torno a las proyecciones de referencia está orientado a la baja.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 0,1 % en mayo, desde el 0,3 % de abril, debido principalmente a la caída de los precios de la energía.

Sobre la base de los precios actuales del petróleo y de los precios de los futuros sobre esa materia prima, es probable que la inflación general siga disminuyendo ligeramente en los próximos meses y que se mantenga contenida hasta final de año. A medio plazo, una demanda más débil generará presiones a la baja sobre la inflación, que se verán contrarrestadas solo parcialmente por las presiones al alza derivadas de las restricciones de oferta. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han permanecido en niveles muy bajos. 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.

Esta valoración también se refleja en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020, que

sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,3 % en 2020, el 0,8 % en 2021 y el 1,3 % en 2022 en el escenario de referencia.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja en 0,8 puntos porcentuales para 2020, en 0,6 puntos porcentuales para 2021 y en 0,3 puntos porcentuales para 2022. Se espera que la inflación anual medida por el

¹ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2020» publicadas en el sitio web del BCE el 4 de junio de 2020.

IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 0,8 % en 2020, el 0,7 % en 2021 y el 0,9 % en 2022.

La pandemia de Covid-19 provocó una fuerte aceleración del crecimiento monetario, impulsada por las acuciantes necesidades de liquidez de las empresas para financiar los pagos corrientes y la marcada preferencia de los agentes económicos por las tenencias de efectivo por motivos de precaución.

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 8,3 % en abril de 2020, frente al 7,5 % de marzo. El acusado crecimiento monetario refleja la creación de crédito bancario, determinada en gran medida por las agudas necesidades de liquidez existentes en la economía. Asimismo, la elevada incertidumbre económica está dando lugar a un desplazamiento hacia las tenencias de efectivo por motivos de precaución. El agregado monetario estrecho (M1), que incluye las formas más líquidas de dinero, sigue siendo el que más contribuye al avance del agregado monetario amplio. La evolución de los préstamos concedidos al sector privado continúa viéndose afectada por el impacto del coronavirus sobre la actividad económica. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras aumentó de nuevo hasta situarse en el 6,6 % en abril de 2020, desde el 5,5 % registrado en marzo, debido a la necesidad de las empresas de financiar sus gastos corrientes y su capital circulante en el contexto de una rápida reducción de los ingresos. Paralelamente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares descendió hasta el 3 % en abril, desde el 3,4 % de marzo, en un entorno de restricciones del consumo atribuibles a las medidas de contención, a la merma de la confianza y al deterioro de los mercados de trabajo. Las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, en particular las condiciones muy favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), deberían animar a los bancos a conceder préstamos a todas las entidades del sector privado. Junto con las medidas adoptadas por los Gobiernos nacionales y las instituciones europeas, las medidas del Consejo de Gobierno respaldan el acceso continuado a la financiación, también para los más afectados por las ramificaciones de la pandemia de coronavirus.

La pandemia de Covid-19 está teniendo un impacto significativo en las políticas fiscales de la zona del euro. Las medidas de contención también han llevado a la introducción de paquetes de estímulo fiscal sin precedentes dirigidos a amortiguar los efectos económicos y a sentar las bases para una recuperación rápida. Como resultado, se prevé un aumento significativo del déficit presupuestario de las Administraciones Públicas en 2020, hasta el 8,5 % del PIB, frente al 0,6 % registrado en 2019. Aunque las proyecciones apuntan a que la ratio de déficit descenderá hasta el 4,9 % del PIB en 2021, todavía se situaría en el 3,8 % del PIB en 2022. En conjunto, se estima que el tono agregado de la política fiscal de la zona del euro será marcadamente expansivo en 2020, pero contractivo en 2021, ya que se espera que la mayoría de las medidas de apoyo se hayan retirado progresivamente para entonces. Pese a la orientación restrictiva de las políticas fiscales en 2021, se debe señalar que el saldo presupuestario total continuará siendo considerablemente negativo, ya que los instrumentos fiscales seguirán apoyando la recuperación económica, en buena parte a través de los estabilizadores automáticos. Sigue siendo fundamental una orientación ambiciosa y

coordinada de las políticas fiscales, en vista de la fuerte contracción de la economía de la zona del euro, aunque las medidas deberían tener un objetivo específico y ser temporales. En este sentido, tanto el paquete por importe de 540 mm de euros de las tres redes de seguridad refrendadas por el Consejo Europeo como la propuesta de la Comisión Europea sobre un plan de recuperación centrado en apoyar a las regiones y los sectores más gravemente afectados por la pandemia han sido acogidos de muy buen grado.

El paquete de medidas de política monetaria

La combinación de dos factores principales hizo necesaria la adopción de medidas de política monetaria adicionales. En primer lugar, la revisión a la baja de las perspectivas de inflación relacionada con la pandemia representa una amenaza para el mandato de estabilidad de precios a medio plazo del Consejo de Gobierno. En segundo lugar, aunque las condiciones de los mercados financieros se han estabilizado bastante desde el anuncio del PEPP, las condiciones financieras del conjunto de la zona del euro siguen siendo significativamente más duras en estos momentos que en el período anterior a la pandemia, mientras que las perspectivas para la actividad económica y la inflación requieren unas condiciones financieras más holgadas.

En este contexto, el 4 de junio de 2020, el Consejo de Gobierno decidió adoptar un conjunto de medidas de política monetaria para respaldar el elevado grado de acomodación monetaria necesario para la convergencia sólida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo, en línea con su mandato.

1. El Consejo de Gobierno decidió incrementar la dotación del PEPP en 600 mm de euros, hasta un total de 1.350 mm de euros. En respuesta a la revisión a la baja de la inflación durante el horizonte de proyección relacionada con la pandemia, la ampliación del PEPP reforzará la orientación acomodaticia general de la política monetaria, respaldando las condiciones de financiación para la economía real, especialmente para las empresas y los hogares. Las compras continuarán realizándose con flexibilidad a lo largo del tiempo, entre distintas clases de activos y entre jurisdicciones. Ello permite al Consejo de Gobierno contener de manera efectiva los riesgos para la transmisión fluida de la política monetaria.
2. El Consejo de Gobierno decidió ampliar el horizonte de las compras netas en el marco del PEPP al menos hasta el final de junio de 2021. Esta medida alinea, en general, el horizonte de las compras con los horizontes de las demás medidas de política monetaria adoptadas en respuesta a la pandemia, como las TLTRO-III y las operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés). En todo caso, el BCE realizará compras netas de activos en el marco del PEPP hasta que el Consejo de Gobierno considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado.
3. El Consejo de Gobierno decidió reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2022.

En todo caso, la extinción gradual futura de la cartera PEPP se gestionará a fin de evitar interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria. Las reinversiones ayudarán a eludir el riesgo de un endurecimiento no justificado de las condiciones financieras mientras la economía sigue recuperándose de la perturbación generada por la pandemia. Al mismo tiempo, es adecuado que la estrategia de reinversión del PEPP refleje su carácter temporal y su relación con la emergencia causada por la pandemia.

4. Además, continuarán efectuándose compras netas en el marco del APP a un ritmo mensual de 20 mm de euros, junto con las compras con una 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 del BCE, y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.
5. 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.
6. Por último, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Se espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hacia un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.

Las decisiones del Consejo de Gobierno, junto con el importante estímulo monetario ya existente, respaldarán la liquidez y las condiciones de financiación en la economía, contribuirán a mantener el flujo de crédito a las empresas y los hogares, y ayudarán a mantener unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores y jurisdicciones, a fin de apoyar la recuperación de la economía de los efectos del coronavirus. Al mismo tiempo, en el actual entorno económico en rápida evolución, el Consejo de Gobierno reitera 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. Ello se refiere sobre todo al papel del Consejo de Gobierno para asegurar que su política monetaria se transmita a todos los sectores de la economía y a todas las jurisdicciones en cumplimiento del mandato de estabilidad de precios del BCE. Por tanto, el Consejo de Gobierno sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos según proceda, a fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de forma sostenida, en línea con su compromiso de simetría.

La pandemia de coronavirus (Covid-19) ha paralizado la economía global. Las medidas adoptadas por Gobiernos de todo el mundo para contener la propagación del virus comportan un deterioro acusado de la actividad económica en el corto plazo. Aunque varios países han empezado a relajar las medidas de contención recientemente, es probable que este proceso sea muy gradual. La actividad económica también se está viendo afectada adversamente, sobre todo en las economías emergentes, debido a la pronunciada caída de los precios de las materias primas, al endurecimiento de las condiciones financieras y a los sustanciales flujos de salida de capitales. Los datos disponibles confirman que los efectos económicos de la pandemia y de las medidas de contención serán intensos y de amplio alcance. En vista de estas graves disrupciones globales, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020 indican que el PIB real mundial (excluida la zona del euro) experimentará una contracción del 4 % este año. Tanto el ritmo como la magnitud de esta contracción son mayores que los observados en la Gran Recesión. En cuanto a la actividad global, las proyecciones apuntan a que, tras sufrir un fuerte retroceso en los dos primeros trimestres de 2020, comenzará a recuperarse en el tercero. Este perfil implica un avance de la actividad mundial del 6 % y el 3,9 % en 2021 y 2022, respectivamente. El impacto sobre el comercio internacional será más acusado, ya que las perturbaciones logísticas y el cierre de las fronteras intensifican los efectos de la pandemia. Además, el comercio es procíclico y responde a la evolución de la actividad económica, especialmente en las fases contractivas. Pese al notable deterioro de las perspectivas mundiales que señalan las proyecciones de junio, los riesgos para estas perspectivas siguen sesgados a la baja. Lo más importante es que el impacto de la pandemia puede ser más intenso y duradero de lo esperado en la actualidad. Otros riesgos están relacionados, por ejemplo, con una mayor sensibilidad de los mercados financieros a las noticias, con cambios estructurales en las redes de suministro para la producción y con el riesgo de un aumento del proteccionismo comercial.

Actividad económica y comercio mundiales

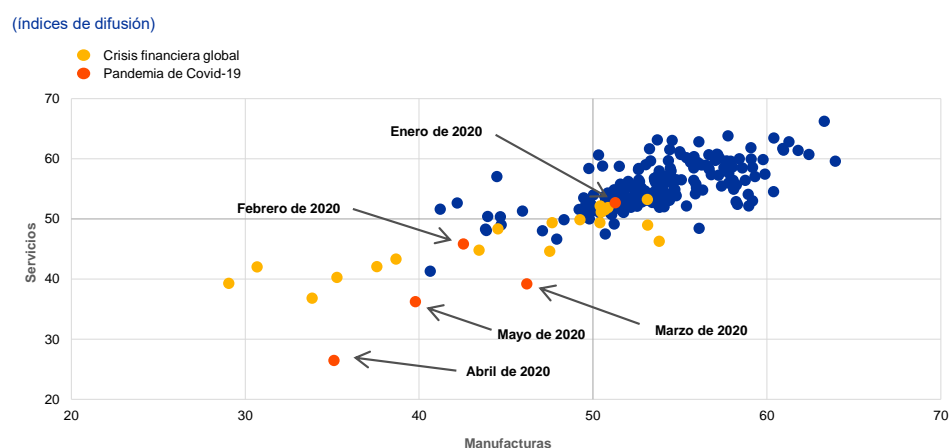
La pandemia de Covid-19 ha paralizado la economía global. Las medidas adoptadas por Gobiernos de todo el mundo para contener la propagación del virus comportan un deterioro acusado de la actividad económica en el corto plazo. China introdujo medidas a finales de enero, mientras que otros países las aprobaron más tarde, cuando el virus se extendió globalmente. Aunque varios países han empezado a relajar las medidas de contención recientemente, es probable que este proceso sea muy gradual. La actividad económica también se está viendo afectada adversamente, sobre todo en las economías emergentes, debido a la pronunciada caída de los precios de las materias primas, al endurecimiento de las condiciones financieras y a los sustanciales flujos de salida de capitales. Estas graves perturbaciones globales golpearon a la economía mundial en unos momentos en los que se vislumbraban signos crecientes de estabilización, tras un período de escaso dinamismo el año pasado. En concreto, en torno al cambio de año se observó una

recuperación incipiente de la actividad manufacturera y del comercio, encabezada por las grandes economías emergentes. Por otra parte, las favorables condiciones financieras globales vigentes en ese período, así como la relajación parcial del conflicto entre Estados Unidos y China tras la firma de la «primera fase» del acuerdo comercial, habían abierto la posibilidad de que la recuperación se consolidara antes de la irrupción de la pandemia.

Datos de diferentes encuestas confirman que los efectos económicos derivados de la pandemia y de las medidas de contención serán intensos y de amplio alcance. Si se consideran los datos por sectores del índice de directores de compras (PMI), se observan tres patrones. En primer lugar, el producto se desplomó en todos los sectores cuando se introdujeron estrictas medidas de contención. En segundo lugar, el impacto sobre los servicios fue mayor que sobre las manufacturas. Como las políticas de contención provocaron la supresión de la oferta y de la demanda a escala global, el producto en los dos sectores mencionados se ha deteriorado a un ritmo mucho más rápido que durante la Gran Recesión (véase gráfico 1). En tercer lugar, a medida que se reanuda la producción, el producto se recuperará de los niveles muy bajos registrados, como ha sucedido recientemente en China. Con todo, esta recuperación solo es parcial, por varios motivos que están relacionados con la persistencia de restricciones a las actividades que requieren una interacción social estrecha, con cambios en el comportamiento de los consumidores debidos a la preocupación por la posibilidad de que se produzca una segunda oleada de contagios y con el elevado grado de incertidumbre que impide tomar decisiones de inversión. Esto, a su vez, reduce la demanda en el corto plazo y lastra la capacidad productiva a más largo plazo. El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) repuntó ligeramente en mayo, favorecido por los mejores resultados de las manufacturas y de los servicios, aunque sigue profundamente adentrado en terreno contractivo.

Gráfico 1

PMI global de las manufacturas y de los servicios (excluida la zona del euro)



Fuentes: Markit y Haver Analytics.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2020. Los datos abarcan el período comprendido entre enero de 1999 y mayo de 2020. La muestra relativa a la crisis financiera global (puntos amarillos) se refiere al período transcurrido entre diciembre de 2007 y junio de 2009, y la relativa a la pandemia de Covid-19 (puntos rojos), a enero de 2020-mayo de 2020.

El comportamiento más prudente de los consumidores se refleja en el acusado retroceso de los indicadores globales de confianza. La confianza de los consumidores se ha debilitado de forma significativa en las últimas semanas, sobre todo en las economías avanzadas. Además, el deterioro del mercado de trabajo hará que los consumidores adopten un comportamiento más prudente caracterizado por un aumento del ahorro por motivo precaución y por una disminución del consumo, en particular de bienes duraderos.

Las condiciones financieras experimentaron un endurecimiento acusado, aunque más recientemente se han relajado en cierta medida. Al principio, el endurecimiento fue rápido y generalizado, y afectó por igual a los países avanzados y a los emergentes. Además, en las economías emergentes se han producido salidas sustanciales de flujos financieros, en términos tanto brutos como netos, aunque los datos más recientes sugieren una moderación de estas salidas, o incluso una reversión, en las últimas semanas. Pese a estos indicios de estabilización, las tensiones financieras siguen siendo elevadas, en parte debido al aumento de la incidencia de nuevos casos confirmados de Covid-19 y de fallecimientos en países emergentes. Cabe destacar que los inversores financieros huyeron de estas economías indiscriminadamente en la fase inicial de la crisis provocada por la pandemia, aunque las diferencias en los fundamentos macroeconómicos y las vulnerabilidades de los distintos países emergentes parecen haber cobrado ahora una importancia creciente para las decisiones de inversión.

En general, las condiciones financieras siguen siendo considerablemente más restrictivas que antes de la irrupción de la pandemia, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Sin embargo, desde una perspectiva de más largo plazo, estas condiciones continúan siendo más favorables que en contracciones globales anteriores, incluidas la Gran Recesión y la recesión que se produjo tras el estallido de la burbuja tecnológica a principios de la década de 2000. Esto puede deberse, hasta cierto punto, a la rápida y enérgica respuesta de bancos centrales de todo el mundo. Se ha de destacar que es probable que las intervenciones de política monetaria hayan sido el principal determinante de la estabilización de los rendimientos de la deuda soberana y de las primas por plazo, pese al nivel inaudito de emisiones de deuda soberana a escala mundial que ha sido necesario efectuar como consecuencia de la pandemia. La incertidumbre aumentó de forma sustancial y continúa siendo elevada. Aunque es demasiado pronto para valorar el papel que ha desempeñado el alto grado de incertidumbre en la crisis actual, probablemente lastre las perspectivas de recuperación.

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) se contraerá un 4 % este año. Tanto el ritmo como la magnitud de esta contracción son muy superiores a los observados en la Gran Recesión. En cuanto a la actividad global, las proyecciones indican que, después de experimentar un fuerte retroceso en los dos primeros trimestres de 2020, comenzará a recuperarse en el tercero. A medida que se levanten los confinamientos, inicialmente la actividad repuntaría, aunque se parte del supuesto de que el ritmo general de la recuperación será gradual, debido al mantenimiento de medidas de distanciamiento social y también a

cambios en el comportamiento de los consumidores. A más largo plazo, de acuerdo con las proyecciones mencionadas, la actividad mundial avanzará un 6 % en 2021 y un 3,9 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, el crecimiento mundial se ha revisado considerablemente a la baja para este año, mientras que, en un horizonte de medio plazo se espera que experimente un leve aumento. Estas revisiones suponen asimismo que el nivel del producto mundial se mantendrá por debajo de la trayectoria prevista en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020. En las economías emergentes se espera una recuperación más moderada que la observada después de fases contractivas anteriores. Esta previsión refleja la combinación de perturbaciones negativas que están afectando a estas economías en la coyuntura actual —incluida la crisis provocada por la pandemia—, unas condiciones financieras restrictivas, perturbaciones con efectos negativos sobre la relación real de intercambio para los exportadores de materias primas, y considerables flujos de salida de capitales.

En Estados Unidos se estima que el ritmo de contracción de la actividad económica se aceleró en el segundo trimestre de 2020. El PIB real retrocedió un 5 %, en términos anualizados, en el primer trimestre, de acuerdo con la segunda estimación realizada. Esta contracción fue algo mayor que la indicada en la estimación de avance. Datos de mayor frecuencia sugieren que la ralentización económica se intensificó más en el segundo trimestre por las estrictas medidas de contención vigentes en todo el país en abril. A partir de finales de ese mes, los estados federales comenzaron a relajar gradualmente las citadas medidas, lo que debería contribuir a respaldar la recuperación en la segunda mitad de 2020. La recuperación se verá impulsada principalmente por un repunte de la demanda interna sustentado en el firme apoyo de las medidas de política económica aprobadas hasta ahora. Con todo, se prevé que la recuperación sea gradual, ya que la confianza de los consumidores se mantiene en niveles muy bajos, en un contexto de destrucción de empleo sin precedentes desde finales de marzo. En abril se destruyeron más de 22 millones de empleos y la tasa de paro se situó en el 14,7 %. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) experimentó un descenso acusado, hasta el 0,3 %, en abril, desde el 1,5 % del mes precedente. La inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta el 1,4 % en abril, desde el 2,1 % de marzo. Se espera que la inflación disminuya este año, ya que los efectos desinflacionistas de la perturbación de demanda prevalecerán sobre los efectos de signo contrario relacionados con las interrupciones de oferta, así como que aumente gradualmente hasta situarse más próxima al objetivo del 2 % de la Reserva Federal hacia el final del horizonte de proyección.

En China, la recuperación prosigue en un contexto de notables dificultades. Entre ellas se incluyen las débiles perspectivas de demanda externa en el corto plazo, como pone de manifiesto la acusada caída de los pedidos exteriores, y el repunte paulatino de la demanda interna. Esto último refleja las medidas de distanciamiento social aún vigentes, así como un comportamiento, en general, más prudente de los consumidores. El estímulo monetario y de política económica aprobado por las autoridades contribuirá a impulsar la actividad económica. De cara al futuro se prevé que la actividad se recupere a lo largo del horizonte de

proyección. Sin embargo, se considera que esta recuperación seguirá siendo moderada en comparación con el nivel de actividad previsto en las proyecciones de marzo.

En Japón, la economía ha entrado en recesión técnica. El retroceso de la actividad en el cuarto trimestre del año pasado se debió a la confluencia de perturbaciones adversas, entre ellas una caída de la demanda interna como consecuencia de la subida de los impuestos sobre el consumo, interrupciones en la producción causadas por fuertes tifones en octubre y la debilidad de la demanda externa. Posteriormente, en el contexto de la irrupción del Covid-19, el PIB real descendió de nuevo, un 0,9 %, en el primer trimestre de 2020. Los esfuerzos de las autoridades para contener la propagación del virus lastraron la demanda interna, en especial el consumo privado de servicios y de bienes semiduraderos. Se debe destacar que las exportaciones de servicios descendieron considerablemente, reflejo de la caída del gasto de los turistas extranjeros resultante de las restricciones de viaje impuestas en respuesta al brote. Las autoridades japonesas intensificaron su apoyo a una economía renqueante. En abril, el Banco de Japón aumentó los límites a las compras de papel comercial y de bonos corporativos, flexibilizó el acceso a facilidades de financiación para las empresas y compró deuda pública a corto y a largo plazo. Además, en su reunión de emergencia de mayo decidió poner en marcha una nueva medida de provisión de fondos para las entidades de crédito, con el fin de respaldar la concesión de crédito a las pequeñas y medianas empresas. A finales de ese mes, el Gobierno japonés aprobó un segundo paquete de estímulo fiscal, de un tamaño prácticamente similar al introducido en abril de 2020. Estas medidas deberían proporcionar un impulso adicional a la economía, que, según las proyecciones, se recuperará paulatinamente a partir de la segunda mitad de este año.

En el Reino Unido, la situación económica se ha deteriorado de forma significativa. El PIB real se redujo un 2 % en el primer trimestre de 2020, pese a que la economía estuvo paralizada solo los diez últimos días de marzo, mientras que la tasa de inflación interanual medida por los precios de consumo cayó hasta situarse en el 0,8 % en abril, un descenso acusado con respecto al 1,5 % del mes precedente. Aunque el programa de regulación temporal de empleo ha contribuido a su mantenimiento, la situación del mercado de trabajo ha empeorado notablemente. Datos experimentales de la oficina nacional de estadísticas (ONS, por sus siglas en inglés) sobre solicitantes de prestaciones —que incluyen a los parados, así como a los beneficiarios de prestaciones vinculadas a la realización de un trabajo— mostraron que, a mediados de abril, más de dos millones de ciudadanos estaban solicitando algún tipo de prestación, alrededor de un tercio más que durante la Gran Recesión. Datos de alta frecuencia señalan un deterioro adicional pronunciado en el segundo trimestre, lo que implica una recesión mucho más grave que la que se produjo a raíz de la crisis financiera global. El Gobierno ha anunciado la reapertura por fases de la economía, que se espera que impulse una recuperación gradual en los próximos meses.

En los países de Europa Central y Oriental se espera una moderación sustancial de la actividad económica. Muchos países de la región registraron un crecimiento negativo en el primer trimestre de 2020, en un contexto de interrupciones

de oferta y de caída de la demanda como consecuencia de las medidas de contención. En el segundo trimestre se espera una contracción mucho más profunda, reflejo de la interacción entre una debilidad más acusada de la demanda interna —ya que las medidas de contención permanecieron vigentes en abril— y la mayor atonía de la demanda externa, en especial de la procedente de los países de la zona del euro.

En los grandes países exportadores de materias primas se espera que la actividad económica retroceda de forma precipitada. En Rusia, la economía se ha visto sacudida por la evolución reciente de los mercados energéticos y por la pandemia de Covid-19, lo que ha afectado a la demanda externa. Asimismo, se ha observado un aumento considerable de nuevos casos de contagio en el país que ha hecho necesario endurecer las medidas adoptadas para contener la propagación del virus. Se prevé que los recortes de producción acordados por el grupo de países que integran la OPEP+ para estabilizar el mercado mundial de petróleo, así como la caída de los precios de las materias primas, frenen la inversión. En Brasil, la actividad económica se deterioró de forma acusada, como consecuencia de las medidas de confinamiento, la disrupción de las cadenas de suministro, la mayor debilidad de la demanda externa, los significativos flujos de salida de capitales y una perturbación con efectos negativos sobre la relación real de intercambio que reflejan la reducción de los precios de las materias primas. La intensificación de las tensiones políticas y el hecho de que este país sea uno de los más afectados por la pandemia pueden hacer más difícil prestar un apoyo eficaz de las políticas a la economía.

En Turquía, la pandemia generó presiones de financiación, en un contexto de notables desequilibrios externos y necesidades de financiación. La actividad se mantuvo vigorosa hasta finales de marzo. Posteriormente, la confianza comenzó a deteriorarse con rapidez, ya que se introdujeron medidas de contención y la demanda externa se contrajo de forma acusada. Al mismo tiempo, la aversión al riesgo de los inversores extranjeros en relación con las economías emergentes fue en aumento, y aparecieron presiones de financiación para este país. La lira turca se ha depreciado y las reservas del banco central han disminuido considerablemente. En la primera mitad del año se espera una fuerte contracción de la actividad, así como que la posterior recuperación sea muy gradual.

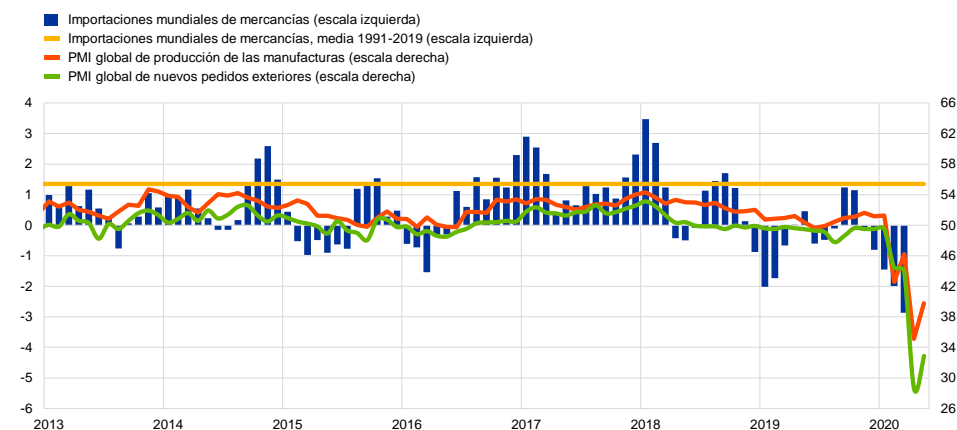
El comercio mundial se verá afectado con más intensidad que la actividad, ya que las perturbaciones logísticas y el cierre de las fronteras agudizan el impacto de la caída de la demanda. Además, la respuesta procíclica del comercio a la actividad económica tiende a intensificarse en las fases contractivas. Es probable que el desplome del comercio mundial de mercancías se vea ampliado por disrupciones en las cadenas globales y regionales de valor, ya que una proporción significativa de los intercambios comerciales de bienes intermedios —que representan alrededor del 40 % del comercio mundial— tiene repercusiones importantes para la transmisión internacional de las perturbaciones de demanda y de oferta. Ya se observa un retroceso acusado del comercio en las importaciones mundiales de mercancías, que descendieron un 2,9 % en el primer trimestre de 2020 (véase gráfico 2), la mayor caída intertrimestral desde la Gran Recesión. Al

mismo tiempo, el ritmo de reducción de las importaciones de mercancías fue prácticamente similar en las economías avanzadas y en las emergentes.

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 mayo de 2020 (PMI) y a marzo de 2020 (importaciones mundiales de mercancías). Los índices y los datos se refieren al agregado global, excluida la zona del euro.

Como consecuencia de la naturaleza de la perturbación, el comercio de servicios se ha visto afectado de manera especialmente acusada.

Los nuevos datos disponibles sobre turismo y transporte, que en conjunto representan el grueso de los intercambios comerciales de servicios a escala global, indican un retroceso sin precedentes. Las llegadas de turistas internacionales se redujeron más del 50 % en marzo. Asimismo, el volumen de pasajeros en vuelos internacionales se ha reducido a menos de la mitad en comparación con el mismo período del año anterior.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, el crecimiento de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) se reducirá un 12,9 % este año, y en 2021 y 2022 aumentará un 8 % y un 4,3 %, respectivamente. Se prevé que la demanda externa de la zona del euro descienda un 15,1 % este año y que crezca un 7,8 % y un 4,2 % en 2021 y 2022, respectivamente. La pandemia ha afectado de forma considerable al comercio y, a tenor de las proyecciones, las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) solo retornarán a los niveles registrados en el cuarto trimestre de 2019 hacia el final del horizonte de proyección. En cuanto a la demanda externa de la zona del euro, se mantendrá por debajo de ese nivel durante todo el horizonte de proyección.

El nivel de incertidumbre sobre el rumbo futuro de la economía mundial sigue careciendo de precedentes.

Este nivel está relacionado con la evolución de la pandemia de Covid-19 y con su impacto sobre el comportamiento de la economía, así como con las medidas de contención asociadas y el éxito de las medidas de política adoptadas. Para ilustrar la variedad de posibles efectos de la pandemia sobre la economía mundial, la proyección de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020 se complementa con dos escenarios, uno moderado y otro severo, que ilustrarían la

variedad de los efectos en torno a esa proyección². La pandemia de Covid-19 también ha puesto en marcha algunos cambios que podrían lastrar la recuperación prevista de la economía mundial, entre ellos una mayor sensibilidad de los mercados financieros a las noticias o cambios estructurales en las redes de suministro para la producción. Estos riesgos, además de otros riesgos a la baja relacionados con las negociaciones del Brexit y la amenaza de aumento del proteccionismo comercial, siguen siendo importantes, aunque también es probable que estén supeditados a la trayectoria futura de la pandemia y las medidas aplicadas.

Evolución mundial de los precios

El acusado deterioro de las perspectivas de demanda mundial ha provocado una drástica caída de los precios del petróleo. Los precios del Brent han registrado una ligera recuperación recientemente y se han situado por encima de los 30 dólares estadounidenses por barril, después de haberse desplomado hasta un nivel por debajo de los 20 dólares por barril a principios de abril. Este repunte parcial de los precios del crudo parece estar impulsado por las esperanzas de que se produzca una reversión del colapso repentino de la demanda global de crudo asociado a la pandemia, dado que China se está recuperando y que otros países están relajando paulatinamente las medidas de confinamiento. Los precios del petróleo también se vieron respaldados por la respuesta gradual de la oferta de crudo cuando entró en vigor el acuerdo de la OPEP+ a principios de mayo y la producción de Estados Unidos y de Canadá descendió por la paralización generalizada de la actividad. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, los supuestos relativos a los precios del crudo de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020 son un 36 %, un 33,1 % y un 26,6 % más bajos para 2020, 2021 y 2022. Desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones de junio, el precio del crudo ha aumentado y, el 3 de junio, el Brent se situaba en 38,3 dólares por barril. De cara al futuro, es probable que los precios del crudo sigan siendo volátiles, reflejo de que las perspectivas económicas siguen sujetas a un grado muy elevado de incertidumbre y de que la utilización de la capacidad de almacenamiento es excepcionalmente alta.

La inflación mundial se está viendo frenada por la fuerte caída de los precios del petróleo. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo descendió de forma acusada en abril, hasta el 0,9 %, desde el 1,7 % de marzo, como consecuencia de la pronunciada bajada de los precios del crudo y de la menor inflación subyacente (véase gráfico 3). A raíz del desplome de los precios del petróleo asociado a la pandemia, la tasa de variación interanual de los precios de la energía ya se situó en niveles negativos en marzo, y el ritmo de descenso se aceleró con intensidad en abril, hasta el 10,8 %, el mayor retroceso observado desde septiembre de 2015. En cambio, la inflación interanual de los precios de los

² Para más detalles, véase el recuadro titulado «[Escenarios alternativos de las perspectivas económicas de la zona del euro](#)» en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, junio de 2020.

alimentos aumentó de nuevo en abril, hasta el 6,4 %, desde el 3,5 % del mes anterior. Al mismo tiempo, la inflación interanual subyacente medida por el IPC (excluidos la energía y los alimentos) se redujo hasta el 1,6 % en abril, desde el 2,1 % del mes precedente.

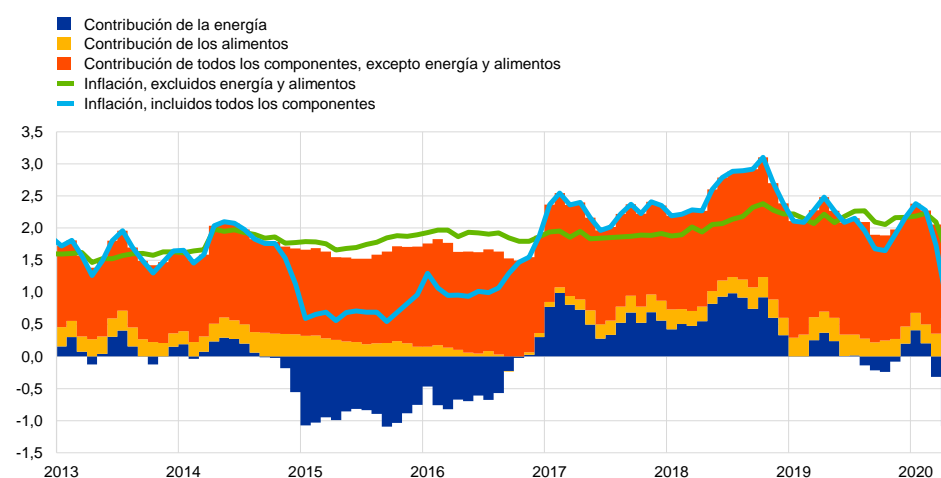
De cara al futuro, la inflación mundial descenderá, debido a los precios más bajos del petróleo y a la mayor debilidad de la demanda. Estos factores

compensan con creces cualquier impacto inflacionista potencial derivado de la menor oferta, como consecuencia de cuellos de botella en la producción y en la logística. Es probable que la atonía de la demanda, el fuerte deterioro de los mercados de trabajo y la mayor holgura de la capacidad productiva reduzcan las presiones inflacionistas subyacentes a escala global. La bajada de los precios del crudo explica gran parte de la revisión a la baja de los precios de exportación (en moneda nacional) de los competidores de la zona del euro en 2020. Dado que se espera un incremento gradual de los precios del petróleo durante el horizonte de proyección, este impacto se disipará, y se prevé que los precios de exportación de los competidores de la zona retornen paulatinamente a su media de largo plazo hacia finales de 2021.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2020.

Aunque las condiciones financieras se han relajado levemente en la zona del euro desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2020, no han vuelto a los niveles observados antes de la propagación del coronavirus (Covid-19) por todo el mundo. Durante el período de referencia (del 12 de marzo al 3 de junio de 2020), la curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un desplazamiento al alza. La curva continúa ligeramente invertida en los plazos cortos, aunque en menor medida que el 12 de marzo, lo que indica que las expectativas de los participantes en el mercado de nuevos recortes de los tipos de interés oficiales han disminuido y han pasado a un futuro más lejano. Pese a la acomodación monetaria proporcionada a través del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y de otras medidas de política, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron durante el período considerado debido al incremento de los tipos de interés libres de riesgo y a la ampliación de los diferenciales soberanos. Los precios de los activos de riesgo se recuperaron, en parte, de las pérdidas incurridas en febrero y marzo, principalmente en un contexto de mejora de la percepción global del riesgo y de sensación de que los riesgos de cola de una crisis global inminente se han disipado en cierta medida. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo estable, en términos generales, y la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales reflejó la incertidumbre en torno a la pandemia de Covid-19.

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 considerado³. El exceso de liquidez aumentó en 398 mm de euros en el período de referencia y se situó en torno a los 2.163 mm de euros⁴. Este cambio refleja, principalmente, la introducción del PEPP junto al programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como 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 al alza en los plazos cortos durante el período analizado, aunque sigue estando ligeramente invertida (véase gráfico 4). Después de la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 12 de marzo, la curva se aplanó en los plazos más cortos, dado que los mercados difirieron las expectativas de un recorte inminente del tipo de interés de la facilidad de depósito. Con todo, la inversión de la curva en dichos plazos contrasta con el perfil plano de la curva observado antes de la propagación del virus, lo que indica

³ 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.

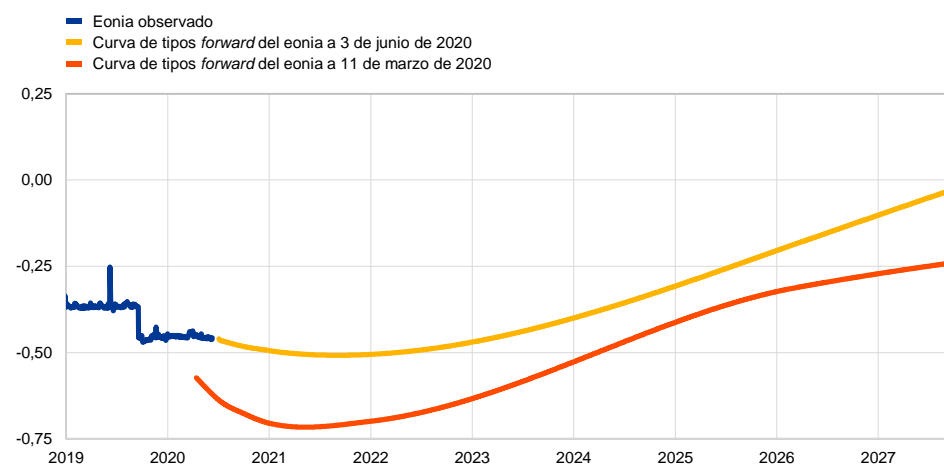
⁴ Para más información sobre el período hasta el 5 de mayo de 2020, véase el recuadro titulado «Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 29 de enero y el 5 de mayo de 2020», en este *Boletín Económico*.

que los participantes en el mercado siguen esperando reducciones adicionales de los tipos de interés oficiales.

Gráfico 4

Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



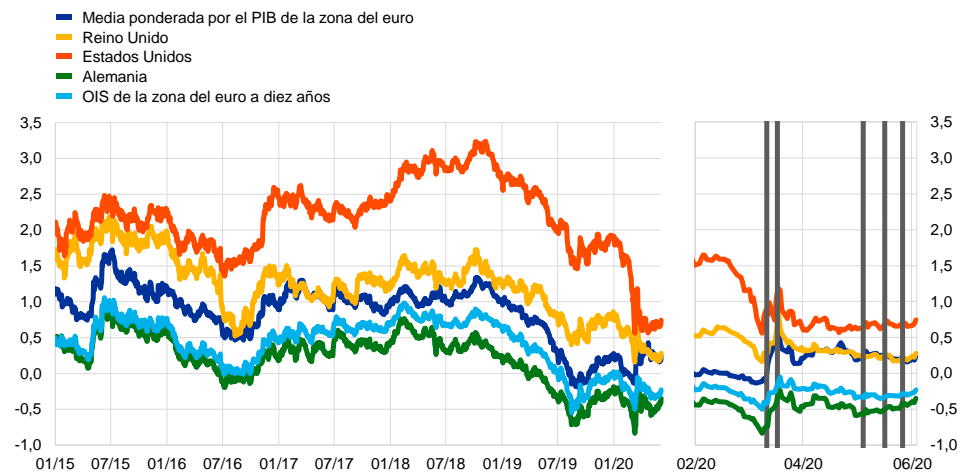
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Pese a la acomodación monetaria adicional proporcionada a través del PEPP y de otras medidas, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron durante el período de referencia (véase gráfico 5). El rendimiento de los bonos soberanos a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 36 puntos básicos y se situó en el 0,24 %. Los rendimientos soberanos se vieron afectados por el aumento general de los tipos de interés libres de riesgo en el período considerado. Además, la ampliación de los diferenciales soberanos con respecto a los tipos de interés libres de riesgo también impulsó al alza el rendimiento de la deuda soberana a diez años ponderado por el PIB durante el período analizado. En contraposición con la subida que registraron en la zona del euro, en Estados Unidos, los rendimientos de los bonos soberanos a diez años se redujeron 13 puntos básicos, hasta situarse en el 0,75 %, y en el Reino Unido se mantuvieron estables, en el 0,28 % (incremento de 1 punto básico).

Gráfico 5

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. Las líneas verticales de color gris señalan (de izquierda a derecha) la reunión del Consejo de Gobierno de marzo (12 de marzo de 2020), el anuncio del PEPP (18 de marzo de 2020), la sentencia del Tribunal Constitucional Federal alemán (5 de mayo de 2020), la propuesta franco-alemana de creación de un fondo de recuperación europeo por importe de 500 mm de euros (18 de mayo de 2020) y la propuesta de la Comisión Europea de un instrumento de recuperación denominado «Next Generation EU», dotado con 750 mm de euros (27 de mayo de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 3 de junio de 2020.

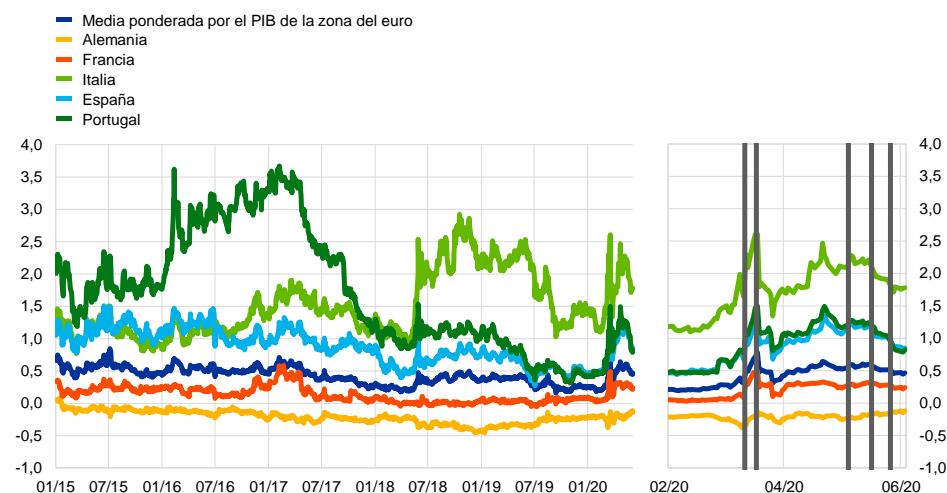
Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto a los tipos swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) se redujeron tras el anuncio del PEPP, pero permanecen por encima de los valores observados cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno el 12 de marzo (véase gráfico 6).

Los diferenciales de la deuda soberana alemana, francesa, italiana, española y portuguesa a diez años se ampliaron 20, 16, 14, 18 y 5 puntos básicos, hasta situarse en -0,12, 0,24, 1,78, 0,85 y 0,82 puntos porcentuales, respectivamente. En consecuencia, el diferencial de rendimiento de los bonos soberanos a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 16 puntos básicos, hasta 0,47 puntos porcentuales. Este incremento general va acompañado de cierta volatilidad. Las actuaciones relativas a la calificación de la deuda soberana —como la rebaja de la calificación de Italia (de BBB a BBB-) por parte de Fitch el 28 de abril—, la sentencia del Tribunal Constitucional Federal alemán sobre el programa de compras de valores públicos y los pasos vacilantes en relación con la financiación de una respuesta fiscal común al coronavirus contribuyeron a ampliar la mayoría de los diferenciales. Más recientemente, los diferenciales soberanos de Francia, Italia, España y Portugal se redujeron en el contexto de la propuesta franco-alemana de crear un fondo de recuperación y la propuesta «Next Generation EU» de la Comisión Europea.

Gráfico 6

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia (OIS) a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. Las líneas verticales de color gris señalan (de izquierda a derecha) la reunión del Consejo de Gobierno de marzo (12 de marzo de 2020), el anuncio del PEPP (18 de marzo de 2020), la sentencia del Tribunal Constitucional Federal alemán (5 de mayo de 2020), la propuesta franco-alemana de crear un fondo de recuperación europeo por importe de 500 mm de euros (18 de mayo de 2020) y la propuesta de la Comisión Europea de un instrumento de recuperación denominado «Next Generation EU», dotado con 750 mm de euros (27 de mayo de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 3 de junio de 2020.

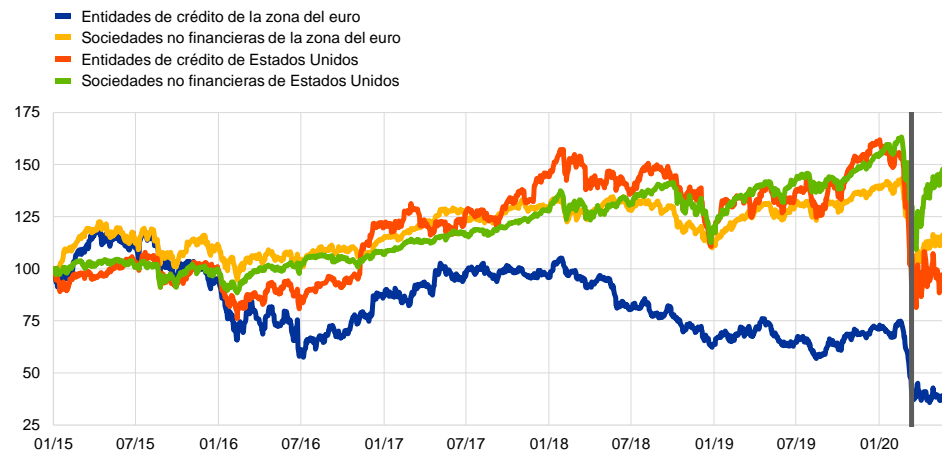
Los índices bursátiles del sector no financiero de la zona del euro anotaron subidas, recuperando una parte significativa de las pérdidas registradas en febrero y en marzo (véase gráfico 7). Los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron en un 14 % durante el período de referencia, respaldados por la mejora de la percepción del riesgo y la sensación de que los riesgos de cola de una crisis global inminente se han disipado en cierta medida. La mejora de la percepción del riesgo compensó con creces otros factores que lastraron las cotizaciones, como las menores expectativas de crecimiento de los beneficios en todos los horizontes⁵. A escala global, el repunte más acusado se observó en los precios de las acciones de las sociedades no financieras estadounidenses, que avanzaron un 16 %. En cambio, las cotizaciones del sector bancario de la zona del euro retrocedieron un 5 % durante el período considerado, mientras que se incrementaron un 8 % en Estados Unidos.

⁵ Para más información, véase el recuadro titulado «Coronavirus (Covid-19): el miedo de los mercados implícito en los precios de las opciones», en este Boletín Económico.

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.

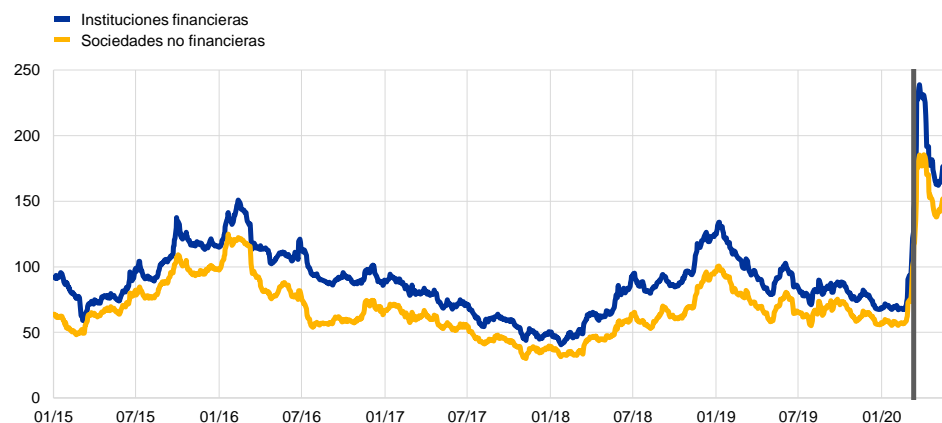
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de marzo de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 3 de junio de 2020.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron hasta mediados de marzo, pero han vuelto a retroceder parcialmente desde entonces, tras la adopción del PEPP (véase gráfico 8). 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 81 y 112 puntos básicos, respectivamente, entre el comienzo del período analizado y el 24 de marzo, hasta alcanzar un máximo de 185 y 239 puntos básicos en el período. Desde entonces, los diferenciales de los valores de renta fija privada han ido descendiendo lentamente hasta situarse en 121 y 146 puntos básicos. En conjunto, la ampliación refleja, en gran medida, el aumento de las primas en exceso de los bonos, pero los determinantes fundamentales del riesgo de crédito, medidos por las calificaciones crediticias y las frecuencias de impago esperadas, también se han deteriorado.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

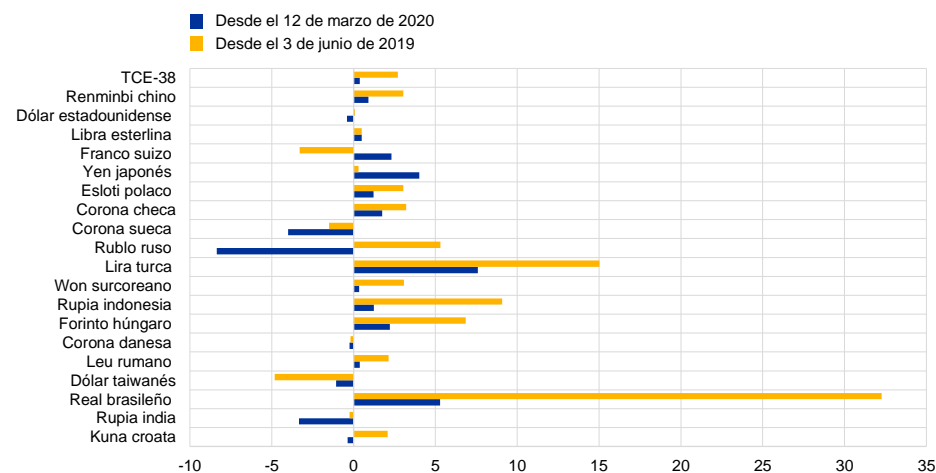
Notas: Los diferenciales se calculan como los diferenciales de los *asset swaps* con respecto al tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (pero con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de marzo de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 3 de junio de 2020.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro apenas varió, en términos generales (véase gráfico 9). 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 0,4 % durante el período analizado. Con respecto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el euro se apreció frente a la mayoría de las monedas principales, en particular el yen japonés (4 %) y el franco suizo (2,3 %). El euro también se apreció frente a las monedas de Brasil y Turquía y frente a la mayoría de las monedas de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro. Esta evolución se vio parcialmente contrarrestada por una ligera depreciación frente al dólar estadounidense (0,4 %). El euro perdió valor frente al rublo ruso (8,4 %) y a la corona sueca (4 %), revirtiendo, en cierta medida, una fuerte apreciación registrada anteriormente tras la incertidumbre generada por la pandemia de Covid-19.

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 3 de junio de 2020.

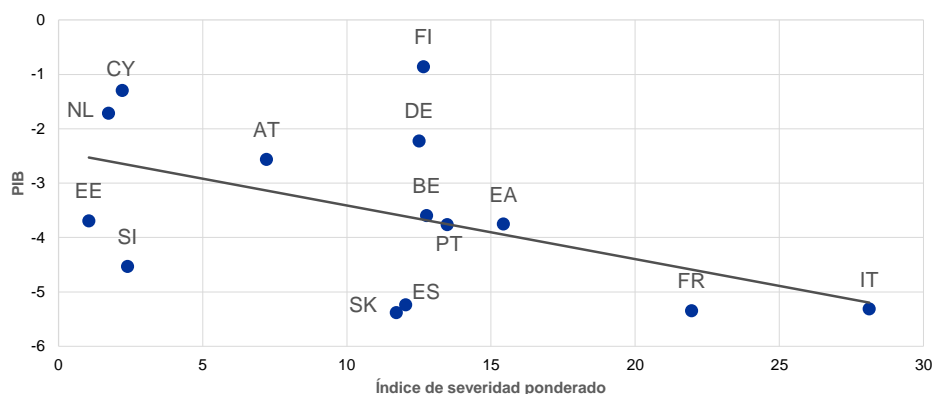
El crecimiento del PIB real de la zona del euro registró una caída sin precedentes en el primer trimestre de 2020, en el contexto de las medidas de confinamiento estricto aplicadas por los países de la zona para contener la propagación del coronavirus (Covid-19). Aunque, recientemente, los indicadores de alta frecuencia y los resultados de las últimas encuestas han señalado una ligera mejora de la actividad económica, dado que los países han comenzado a relajar las medidas de confinamiento implementadas, el acusado impacto sobre la actividad observado en abril y mayo apunta a un nuevo descenso en el segundo trimestre de 2020. De cara al futuro se espera que la actividad económica de la zona del euro se recupere en la segunda mitad de 2020, respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por el tono expansivo de las políticas fiscales y por la reanudación de la actividad mundial, si bien la velocidad y la magnitud generales de la recuperación siguen siendo muy inciertas. El escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020 contempla un retroceso anual del PIB real del 8,7 % en 2020 y un repunte del 5,2 % en 2021 y del 3,3 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado sustancialmente a la baja —en 9,5 puntos porcentuales— para 2020 y se han corregido al alza en 3,9 puntos porcentuales para 2021 y en 1,9 puntos porcentuales para 2022.

La actividad de la zona del euro experimentó una contracción sin precedentes en el primer trimestre de 2020, en un entorno de medidas de contención del Covid-19 y de niveles extremos de incertidumbre asociada. El PIB real registró un descenso histórico del 3,8 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2020, en el contexto de las medidas de confinamiento estricto aplicadas por la mayoría de los países de la zona del euro desde mediados de marzo. La contracción causada por el Covid-19 fue heterogénea en los distintos países y sectores. Entre las economías de mayor tamaño de la zona del euro, la caída de la actividad económica fue más pronunciada en Francia, Italia y España que en Alemania y los Países Bajos. El crecimiento económico de los países de la zona en el primer trimestre de 2020 muestra una correlación negativa con el grado de severidad de las medidas de distanciamiento social y de confinamiento adoptadas para contener la propagación del Covid-19 (véase gráfico 10). En general, el impacto de las medidas de confinamiento provocó una contracción intensa de la producción industrial en la zona del euro, que registró un retroceso intermensual sin precedentes, del 11,3 %, en marzo de 2020, y del 3,3 % en el primer trimestre de 2020. Del mismo modo, según datos de encuestas correspondientes al primer trimestre de 2020, la utilización de la capacidad productiva disminuyó de manera acusada en el sector manufacturero, en 11 puntos porcentuales, hasta el 69,7 %, mientras que en los servicios se redujo en torno a 5 puntos porcentuales, hasta el 85,6 %.

Gráfico 10

PIB real y grado de severidad de la respuesta de los Gobiernos al Covid-19 en el primer trimestre de 2020

(tasas de variación intertrimestral e índice de severidad ponderado)



Fuentes: Eurostat, Oxford COVID-19 Government Response Tracker y cálculos del BCE.

Notas: El índice diario para cada país se pondera por el número de días con distintos grados de severidad en el primer trimestre de 2020. En este gráfico, la zona del euro representa una media diaria ponderada por el PIB de los países para los que se dispone de datos.

Los mercados de trabajo de la zona del euro se han visto intensamente afectados por las medidas de contención del Covid-19.

El empleo retrocedió un 0,2 % en el primer trimestre de 2020, tras registrar un avance del 0,3 % en el cuarto trimestre de 2019. Este tímido descenso se debió principalmente a las medidas aplicadas⁶, como la introducción de programas de regulación temporal de empleo y un paquete de medidas complementarias dirigidas a evitar despidos y a apoyar a los autónomos. Estos programas limitan el aumento del número de trabajadores desempleados, al tiempo que dotan de mayor flexibilización al mercado laboral para afrontar fluctuaciones cíclicas. En la coyuntura actual, esto supone una reducción sustancial del número de horas trabajadas por asalariado durante un período de tiempo predeterminado⁷. En consecuencia, el empleo retrocedió menos que el PIB en el primer trimestre de 2020, lo que implica una caída acusada —del 3,5 %— de la productividad por persona ocupada en ese período.

Los indicadores coyunturales recientes relativos al mercado de trabajo apuntan a un deterioro acusado de este mercado, mientras que el ligero incremento de la tasa de paro también refleja problemas estadísticos relacionados con los confinamientos y con el efecto mitigador de las medidas sin precedentes adoptadas para respaldar el empleo. La tasa de paro de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 7,3 % en abril de 2020, desde el 7,1 % de marzo. Este incremento no recoge completamente el impacto adverso de la pandemia, ya que refleja el efecto de las medidas aplicadas para contener el Covid-19 en el mercado laboral (varios países no implementaron medidas de confinamiento hasta mediados de marzo), la adopción de políticas para apoyar el empleo y evitar

⁶ Para evaluar la respuesta de las variables del mercado de trabajo a la gran crisis financiera desde una perspectiva regional, véase el recuadro titulado «Evolución regional del mercado de trabajo durante la gran crisis financiera y la recuperación posterior», en este Boletín Económico.

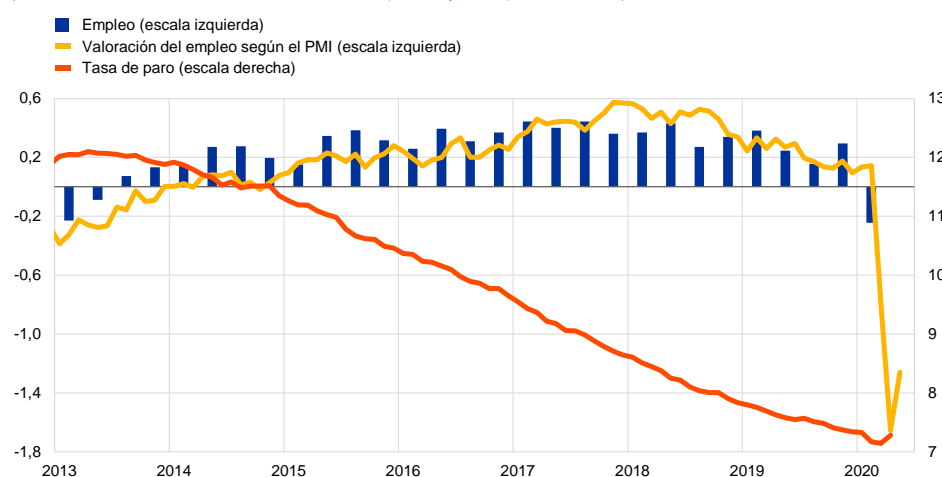
⁷ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», en este Boletín Económico.

despidos permanentes, y problemas en la clasificación estadística durante el período de confinamiento. Los resultados de encuestas recientes, que proporcionan indicaciones más actualizadas sobre la evolución de este mercado, sugieren que en la actualidad se encuentra profundamente adentrado en terreno contractivo. No obstante, se observó una leve mejora en mayo de 2020, debido a cierta relajación inicial de las medidas de confinamiento durante ese mes (véase gráfico 11).

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 primer trimestre de 2020 para el empleo, a mayo de 2020 para el PMI y a abril de 2020 para la tasa de paro.

Una proporción elevada del consumo privado se ha desplomado desde mediados de marzo.

El comercio al por menor de la zona del euro se contrajo un 11 %, en tasa intermensual, en marzo de 2020. Estos datos reflejan solo parcialmente la disminución del gasto durante los confinamientos, que en la mayoría de los países de la zona no se introdujeron hasta mediados de marzo. Las ventas minoristas volvieron a caer en abril, a una tasa intermensual del 12 %, y el desplome en otras categorías de gasto —como automóviles y vacaciones— fue casi total. En mayo de 2020, la confianza de los consumidores de la zona del euro empezó a remontar cuando las medidas de confinamiento se fueron relajando progresivamente. Aunque el descenso de las rentas de los hogares ha sido limitado, es probable que la tasa de ahorro aumente de forma sustancial⁸. Esto refleja canales habituales, como el ahorro por motivo precaución (anticíclico) y restricciones de crédito, pero se dispone de evidencia que señala que también es consecuencia del «ahorro forzoso». Los hogares cuyas rentas no se vieron afectadas empezaron a acumular fondos considerables en sus depósitos bancarios porque no podían adquirir bienes y servicios no esenciales⁹. El ahorro acumulado podría destinarse a financiar un fuerte repunte del consumo de productos no

⁸ Véase también el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», en este Boletín Económico.

⁹ Véase «L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises», Banque de France, 2020.

esenciales en la segunda mitad de 2020. No obstante, ello dependerá, en gran parte, de la incertidumbre que persista en torno a la crisis sanitaria y a las condiciones del mercado laboral, lo que podría dar lugar a un mayor ahorro por motivo precaución.

La inversión empresarial se habría contraído más que el PIB en el primer trimestre de 2020, y se espera que siga disminuyendo en el segundo. Ante las graves interrupciones de oferta que se produjeron desde mediados de marzo a causa del brote de Covid-19 en Europa, la producción de bienes de equipo registró una caída intertrimestral del 6,4 % en el primer trimestre de 2020 en la zona del euro, y la utilización de la capacidad productiva también se redujo. En términos intertrimestrales, la inversión, excluida la construcción, descendió un 4,1 % en Alemania, un 9,3 % en Francia (inversiones realizadas por sociedades no financieras), un 8,3 % en Italia, un 2,4 % en España y un 6,6 % en los Países Bajos. Además, la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro¹⁰ muestra que la demanda de préstamos y líneas de crédito por parte de las empresas de la zona aumentó de forma sustancial en el primer trimestre de 2020, ya que las empresas recurrieron a la financiación bancaria con el fin de asegurar liquidez de emergencia para financiar los pagos corrientes (como el alquiler y los salarios), en un contexto de desplome de los ingresos. Al mismo tiempo, la demanda de préstamos con fines de inversión se redujo considerablemente. De cara al futuro, la acusada disminución de la confianza y de las expectativas de producción, así como el retroceso de las carteras de pedidos y de las ventas del sector de bienes de equipo en abril, junto con la elevada incertidumbre imperante, apuntan a una contracción pronunciada de la inversión en capital fijo en el segundo trimestre.

Después de experimentar un deterioro notable en el primer trimestre de 2020, la inversión residencial de la zona del euro podría contraerse aún más en el segundo. Si se analizan los datos nacionales disponibles para el primer trimestre, la inversión en construcción sufrió un retroceso importante en Francia (-13,8 %, en tasa intertrimestral), en Italia (-7,9 %) y en España (-9,6 %), mientras que registró una mejora sorprendente en Alemania (4,1 %) y en los Países Bajos (5,6 %). Esta evidencia apunta a un descenso sustancial de la inversión residencial de la zona del euro en el primer trimestre. Habida cuenta del desplome del índice de directores de compras (PMI) de producción de la construcción residencial, basado en encuestas, y del indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea en abril, es posible que el deterioro de los mercados de la vivienda de la zona del euro incluso se intensifique en el segundo trimestre. Por el lado de la oferta, la actividad de la construcción ha sido limitada, ya que las medidas de confinamiento paralizaron la actividad en este sector en varios países y el coste de los materiales ha aumentado. Por el lado de la demanda, este deterioro ha ido acompañado de una fuerte caída del indicador de la Comisión Europea de intención de gasto en reformas, así como de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro. Este debilitamiento de la demanda ha afectado incluso a aquellos países, como Alemania y los Países Bajos, que han aplicado las medidas de confinamiento menos estrictas.

¹⁰ Véase también «[The euro area bank lending survey – First quarter of 2020](#)», BCE, abril de 2020.

La contracción del comercio de la zona del euro se habría acentuado en el segundo trimestre de 2020.

En el primero, los intercambios comerciales de bienes entre países de la zona del euro disminuyeron más que el comercio con países no pertenecientes a la zona, debido a las medidas de contención del Covid-19 adoptadas por los países de la zona a partir de marzo. En el segundo trimestre del año se espera una caída sin precedentes, como sugiere el desplome del índice de nuevos pedidos exteriores hasta un nivel de 18,9 en abril (desde 49,5 a principios de 2020). El mismo indicador adelantado —que señala que el índice se recuperará hasta situarse en 28,7 en mayo— apunta a la existencia de señales incipientes de una expansión muy gradual a partir de entonces. El comercio de la zona del euro está especialmente expuesto a la perturbación generada por el Covid-19, debido a ciertas características específicas. En primer lugar, Europa es un destino turístico importante y representa el 30 % de los ingresos mundiales por turismo. Por ello, la región se ha visto particularmente perjudicada por las prohibiciones de viajes, las restricciones a la movilidad y las medidas de confinamiento. Naturalmente, las repercusiones son más graves para los países de la zona del euro en los que el turismo supone un porcentaje elevado del PIB. En segundo lugar, el grado extraordinariamente elevado de incertidumbre y el consiguiente aplazamiento de las decisiones de inversión han afectado, en particular, al comercio de bienes duraderos, un componente clave de las exportaciones de la zona del euro. En tercer lugar, los efectos de contagio (*spillover*) y de retorno (*spillback*) a través de las redes de producción regionales transmiten y amplifican las perturbaciones en las distintas economías de la zona del euro, y pueden generar una reducción de los intercambios comerciales dentro de la zona más intensa que la de los flujos comerciales totales.

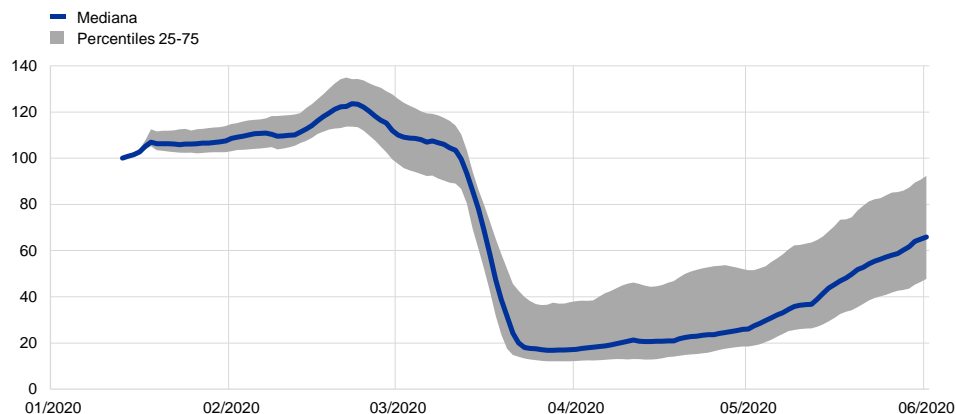
A corto plazo se prevé una caída más pronunciada del crecimiento de la zona del euro en el segundo trimestre de 2020.

Aunque la mayoría de los países han comenzado a relajar las medidas de confinamiento estricto desde principios de mayo, los datos de alta frecuencia sugieren que la actividad solo ha mejorado ligeramente. Los indicadores de consumo de electricidad y de movilidad, por ejemplo, solo han registrado un modesto repunte desde entonces (véase gráfico 12), y los indicadores de opinión más convencionales también apuntan en esa dirección. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea experimentó una leve mejora y se situó en 67,5 en mayo, frente al mínimo histórico de 64,9 de abril, pero, en promedio, se mantiene muy por debajo del valor de 100,6 del primer trimestre de 2020. Además, pese a haberse recuperado desde el mínimo histórico de 13,6 de abril, el PMI *flash* compuesto de mayo se situó en 31,9, lo que sugiere que la actividad permaneció en terreno contractivo en el segundo trimestre de 2020. Sin embargo, se observaron ciertas diferencias entre sectores, dado que el índice de manufacturas aumentó hasta alcanzar un valor de 35,6, desde 18,1 en abril, mientras que el correspondiente a la actividad de los servicios continuó situado en un nivel más bajo —30,5—, frente a 12,0 en abril. Los indicadores de las encuestas de opinión empresarial de la Comisión Europea también apuntan a que la actividad seguirá siendo moderada en los próximos meses, aunque los sectores más afectados por las medidas de contención del Covid-19 —entre ellos, alimentación y bebida, servicios de alojamiento y vehículos de motor— mejorarán en cierta medida.

Gráfico 12

Movilidad en los países de mayor tamaño de la zona del euro

(tasas de variación con respecto a los datos de referencia del 13 de enero de 2020; media móvil de siete días)



Fuente: Apple Mobility Trends Reports.

Notas: Consultas de información en Apple Maps relativas a itinerarios en automóvil, en transporte público y a pie en Alemania, Francia, Italia, España y Países Bajos. La última observación corresponde al 1 de junio de 2020.

De cara al futuro se prevé un repunte de la actividad económica de la zona del euro en la segunda mitad de 2020, siempre que las medidas de contención se relajen.

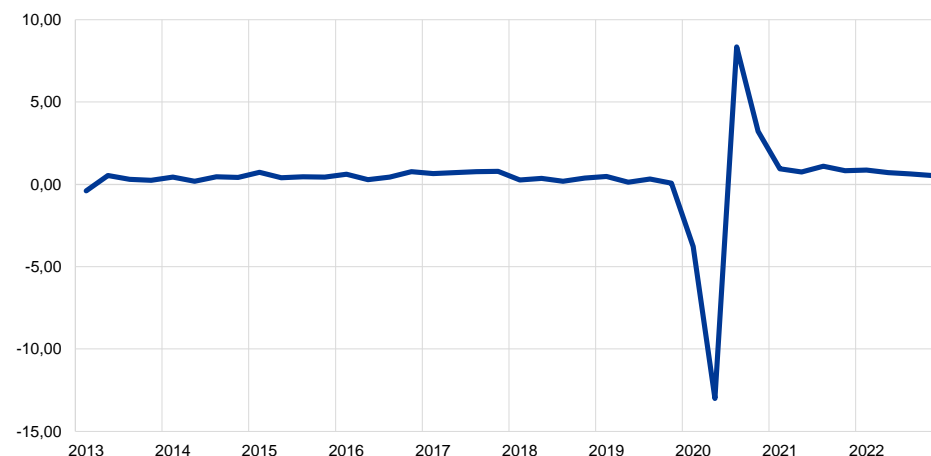
La actividad de la zona del euro se recuperaría a partir del tercer trimestre a medida que sigan flexibilizándose las medidas de contención, respaldada por unas condiciones de financiación favorables, el tono expansivo de la política fiscal expansiva y la reanudación de la actividad mundial, si bien la velocidad y la magnitud generales de la recuperación siguen siendo muy inciertas. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020 prevén una caída anual del PIB real del 8,7 % en 2020 y un repunte del 5,2 % en 2021 y del 3,3 % en 2022 (véase gráfico 13). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, las perspectivas del crecimiento del PIB real se han revisado sustancialmente a la baja, en 9,5 puntos porcentuales, para 2020 y se han corregido al alza en 3,9 puntos porcentuales para 2021 y en 1,9 puntos porcentuales para 2022. No obstante, la elevada incertidumbre global en torno a la implementación de planes una vez finalizados los confinamientos y el alcance de la contracción y de la recuperación subsiguiente dependerán fundamentalmente de la duración y de la eficacia de las medidas de contención, del éxito de las políticas dirigidas a mitigar el impacto negativo sobre las rentas y el empleo, así como del grado en que la capacidad de oferta y la demanda interna se vean afectadas de forma permanente. En este contexto, además de las proyecciones macroeconómicas de referencia elaboradas por los expertos del Eurosistema, dos escenarios alternativos muestran el impacto de la pandemia de Covid-19. En el escenario moderado, en el que se consigue contener el virus, el PIB real se reduciría un 5,9 %, en tasa anual, en 2020, repuntaría un 6,8 % en 2021 y aumentaría un 2,2 % en 2022. En el escenario severo, que contempla un fuerte rebrote de la pandemia y la aplicación de nuevas

medidas de contención, la caída anual del PIB real sería del 12,6 % en 2020, con un repunte del 3,3 % en 2021 y un incremento del 3,8 % en 2022¹¹.

Gráfico 13

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 Eurosistema para la zona del euro, junio de 2020», publicado en el sitio web del BCE el 4 de junio de 2020.

¹¹ Véase el recuadro titulado «Escenarios alternativos de las perspectivas económicas de la zona del euro» en el artículo «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2020.»

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro descendió hasta el 0,1 % en mayo de 2020, desde el 0,3 % de abril. Sobre la base de los precios actuales del petróleo y los precios de los futuros sobre esta materia prima, es probable que la inflación general siga reduciéndose ligeramente en los próximos meses y se mantenga contenida hasta final de año. A medio plazo, una demanda más débil generará presiones a la baja sobre la inflación, que se verán contrarrestadas solo parcialmente por las presiones al alza derivadas de las restricciones de oferta. Esta valoración se refleja también, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 0,3 % en 2020, el 0,8 % en 2021 y el 1,3 % en 2022. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2020, las perspectivas de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja en 0,8, en 0,6 y en 0,3 puntos porcentuales, respectivamente. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 0,8 % en 2020, el 0,7 % en 2021 y el 0,9 % en 2022.

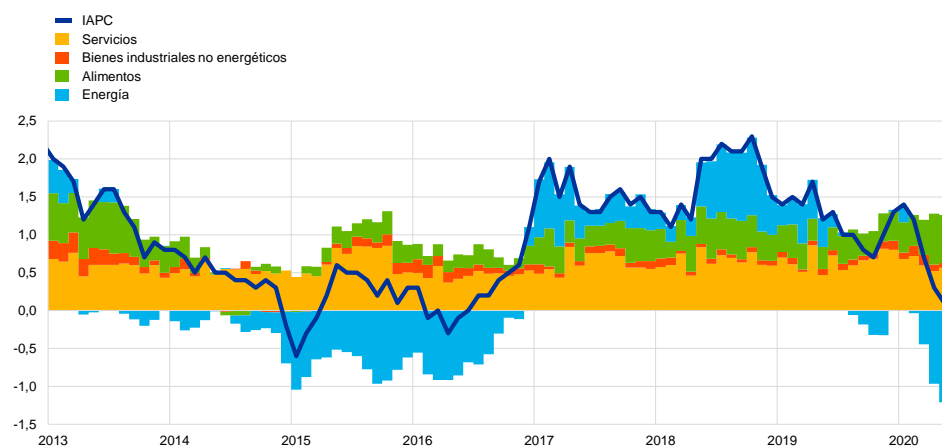
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC siguió disminuyendo en mayo. El descenso —desde el 0,3 % de abril hasta el 0,1 % registrado en mayo— reflejó, principalmente, una reducción de la tasa de variación de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, mientras que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, apenas varió. El menor ritmo de variación de los precios energéticos continuó siendo el principal determinante de la evolución de la inflación y reflejó aún la fuerte caída que experimentaron los precios del petróleo tras el comienzo de la pandemia global de coronavirus (Covid-19). En cambio, la tasa de avance de los precios de los alimentos —concretamente, la de los alimentos no elaborados— ha repuntado en el contexto de las diversas medidas de contención del Covid-19. Esta tasa se incrementó hasta el 3,6 % en abril y, aunque retrocedió ligeramente en mayo, hasta el 3,3 %, se mantiene en un nivel elevado. Según Eurostat, persistieron las dificultades en la recopilación de datos sobre precios en algunos países y para algunos productos, por lo que el porcentaje de imputaciones fue mayor de lo habitual. No obstante, este porcentaje fue menor en mayo que en abril, ya que, debido a la crisis del Covid-19, se imputaron los precios de aproximadamente una cuarta parte de la cesta que se utiliza para la estimación de avance del IAPC de la zona del euro, frente a alrededor de un tercio en abril¹².

¹² Véanse la [nota de prensa de Eurostat](#) sobre la estimación de avance del IAPC correspondiente a mayo de 2020 y la [metodología del IAPC de Eurostat](#).

Gráfico 14

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 mayo 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 han mostrado una mayor capacidad de resistencia por el momento.

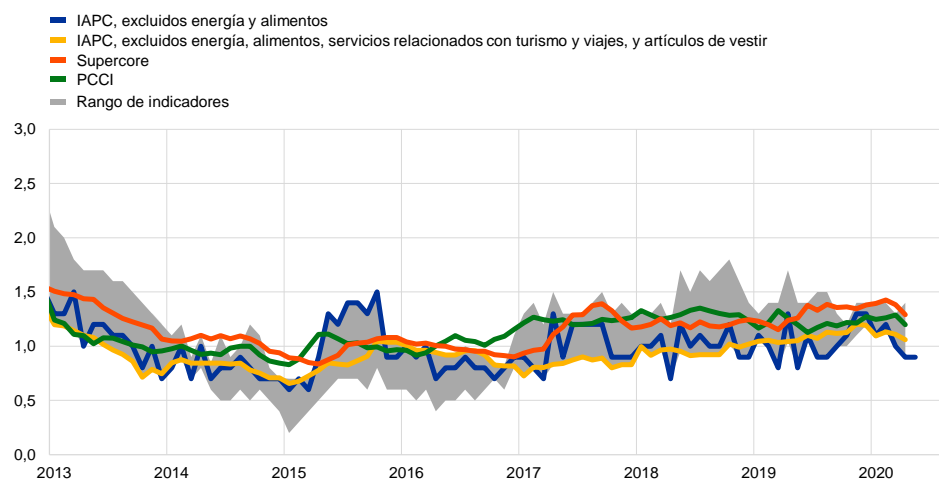
La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo en el 0,9 % en mayo, sin variación con respecto a abril, tras haber caído desde el 1 % de marzo y el 1,2 % de febrero. Otros indicadores de la inflación subyacente han proporcionado señales dispares (solo se dispone de datos hasta abril; véase gráfico 15). Si bien la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, apenas varió, el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»)¹³ registraron un leve retroceso. Sin embargo, como se ha mencionado anteriormente, en la actualidad todas las medidas de la inflación subyacente están sujetas a una incertidumbre adicional, dado que sus datos de origen pueden verse afectados por las dificultades experimentadas en la recogida de datos y en la medición del IAPC.

¹³ 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 15

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2020 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación de avance), y a abril 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 indican un ligero debilitamiento 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, volvió a disminuir, hasta situarse en el 0,5 % en abril, desde el 0,6 % de marzo y el 0,7 % de febrero. La tasa interanual correspondiente a los precios de importación se redujo hasta el 0,1 % en marzo, frente al 0,5 % del mes anterior, lo que puede reflejar, en parte, ciertas presiones a la baja derivadas de la reciente apreciación del tipo de cambio efectivo del euro. En fases anteriores de la cadena de precios internos, la tasa de variación de los precios de los bienes intermedios cayó notablemente, como consecuencia de la transmisión de la bajada de los precios del petróleo y de los efectos del fortalecimiento del euro. En el caso de los bienes intermedios, el ritmo de variación de los precios de producción descendió hasta el -2,7 % en abril, desde el -1,8 % de marzo y el -1,2 % de febrero, mientras que la inflación de los precios de importación experimentó una fuerte caída y se situó en el -1,3 % en marzo, frente al -0,1 % de febrero.

El crecimiento de los salarios disminuyó.

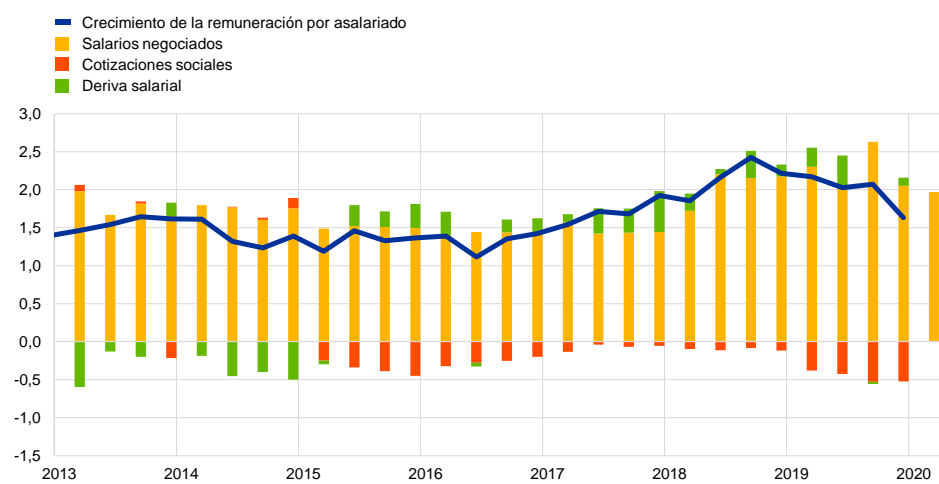
La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 1,7 % en el cuarto trimestre de 2019, frente al 2,1 % del tercer trimestre (véase gráfico 16). El impacto que las políticas de empleo activadas en respuesta a la pandemia, como los programas de regulación temporal de empleo, puedan tener sobre los indicadores del crecimiento salarial en el futuro dependerá del tratamiento que se dé a esos programas en las estadísticas

oficiales¹⁴. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro se situó en el 2 % en el primer trimestre de 2020, ligeramente por debajo del 2,1 % observado en el cuarto trimestre de 2019. Es posible que el crecimiento de los salarios negociados se esté manteniendo por el momento porque refleja los acuerdos adoptados en el pasado, mientras que las variaciones del crecimiento de los salarios reales tendrán su reflejo en la deriva salarial.

Gráfico 16

Contribución de los componentes de la remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2020 para los salarios negociados y al cuarto trimestre de 2019 para los demás componentes.

Tras caer hasta mínimos históricos en torno a mediados de marzo, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se recuperaron hasta situarse ligeramente por encima del nivel observado al comienzo del período analizado, por lo que se mantuvieron en niveles muy moderados (véase gráfico 17). Después de registrar un mínimo histórico del 0,72 % el 23 de marzo de 2020, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se recuperó en cierta medida y se situó en el 1,02 % el 3 de junio de 2020. La probabilidad (neutral al riesgo) implícita en las opciones de una deflación en los próximos cinco años se disparó hasta alcanzar niveles sin precedentes en marzo de 2020. Pese a cierta mejora reciente, este indicador permanece en torno a los máximos observados en el período 2015-2016. Parte del incremento de esta probabilidad refleja los acusados descensos que ha experimentado el precio del petróleo recientemente. Al mismo tiempo, 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 segundo trimestre de 2020, que se llevó a cabo en la primera semana de abril 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

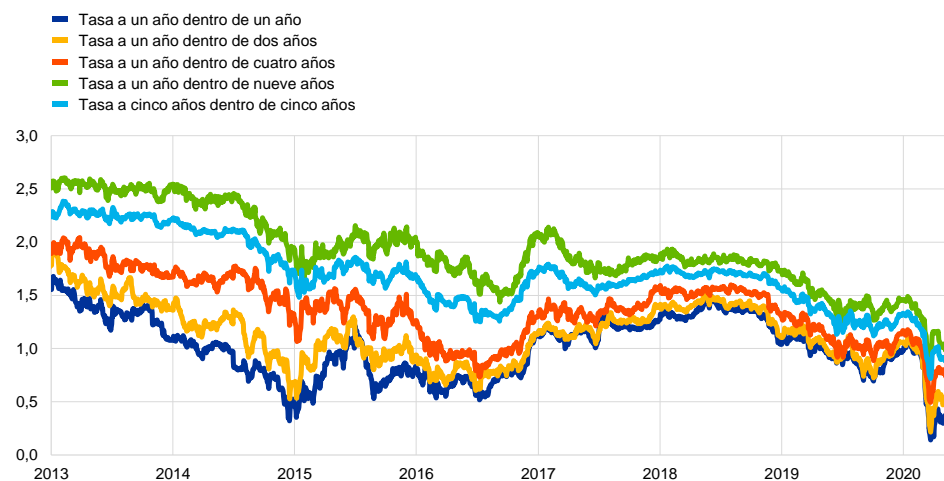
¹⁴ Para más información, véase el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», en este Boletín Económico.

plazo basadas en indicadores de opinión se mantuvieron en abril en mínimos históricos o en niveles próximos a ellos.

Gráfico 17

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 3 de junio de 2020.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2020 prevén unas perspectivas de inflación significativamente más débiles durante el horizonte de proyección.

Las proyecciones de referencia sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 0,3 % en 2020, el 0,8 % en 2021 y el 1,3 % en 2022, lo que supone revisiones a la baja de 0,8, de 0,6 y de 0,3 puntos porcentuales, respectivamente, en comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2020 (véase gráfico 18). En el corto plazo, el reciente desplome de los precios del petróleo implica una fuerte caída de la inflación medida por el IAPC general hasta niveles en torno a cero en los próximos trimestres, antes de que los efectos de comparación en el componente energético provoquen un repunte automático a principios de 2021. También se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, disminuya en el corto plazo, pero en menor medida que la inflación general. Los efectos desinflacionistas serían generalizados en los precios de los servicios y los bienes, ya que la demanda seguirá siendo débil. Sin embargo, se espera que estos efectos se vean parcialmente contrarrestados por las presiones de costes relacionadas con la escasez y las perturbaciones de oferta. En el medio plazo, la inflación aumentaría, dado que se supone que el precio del petróleo repuntará y la demanda se irá recuperando. Según las proyecciones, la inflación media medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, disminuirá hasta situarse en el 0,8 % en 2020, registrará una caída adicional, hasta el 0,7 %, en 2021 y aumentará hasta el 0,9 % en 2022. Por último, dado el elevado grado de incertidumbre, los expertos del Eurosistema han preparado dos escenarios

alternativos para la inflación¹⁵. En el escenario moderado, la inflación general alcanzaría el 1,7 % en 2022, mientras que, en el escenario severo, se situaría en el 0,9 % al final del horizonte de proyección.

Gráfico 18

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2020», publicado en el sitio web del BCE el 4 de junio de 2020.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2020 (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 los datos incluidos en las proyecciones fue el 25 de mayo de 2020.

¹⁵ Para más información, véase el recuadro titulado «Alternative scenarios for the euro area economic outlook» en el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2020](#)», publicado en el sitio web del BCE el 4 de junio de 2020.

La pandemia de coronavirus (Covid-19) causó una fuerte aceleración del crecimiento monetario, impulsada por las acuciantes necesidades de liquidez de las empresas para financiar los pagos corrientes y la marcada preferencia de los agentes económicos por la liquidez por motivos de precaución, ante la notable incertidumbre en torno a la pandemia. El crédito interno fue la principal fuente de creación de dinero, impulsado por los préstamos a sociedades no financieras y por las compras netas de deuda pública por parte de las instituciones financieras monetarias (IFM). Las oportunas e importantes medidas adoptadas por autoridades monetarias, fiscales y supervisoras respaldaron la concesión de crédito bancario en condiciones favorables a la economía de la zona del euro. Ello también elevó la financiación externa total de las empresas de la zona del euro en el primer trimestre de 2020, mientras que la financiación en los mercados registró cifras más moderadas, ya que el coste de los valores de renta fija aumentó significativamente en ese período. Los tipos de interés de los préstamos bancarios alcanzaron mínimos históricos, por lo que el coste total de la financiación mediante deuda de las empresas continuó siendo favorable.

Las tenencias de efectivo por motivos de precaución y las acuciantes necesidades de liquidez se tradujeron en una fuerte aceleración del crecimiento monetario. La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a repuntar y se situó en el 8,3 % en abril —frente al 7,5 % de marzo—, aproximadamente 3 puntos porcentuales por encima de la tasa registrada febrero, es decir, antes de que la pandemia de Covid-19 se propagara de forma generalizada en la zona del euro (véase gráfico 19). Este ascenso se debió a los abundantes flujos mensuales de marzo (los mayores desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria) y de abril. La dinámica monetaria obedeció a una combinación de factores, que incluyen las necesidades de liquidez de las empresas, la preferencia por las tenencias de efectivo por motivos de precaución en un período de acusada incertidumbre y la necesidad de los inversores institucionales de contar con colchones de liquidez para hacer frente a posibles reembolsos. El elevado crecimiento monetario también fue resultado de las importantes medidas de apoyo que los responsables de las políticas monetaria y fiscal y las autoridades regulatorias y supervisoras adoptaron para garantizar que la economía disponga de liquidez suficiente para afrontar la pandemia. En este contexto, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario más líquido (M1), que comprende los depósitos a la vista y el efectivo en circulación, alcanzó el 11,9 % en abril, tras el 10,4 % observado en marzo, y se situó casi 4 puntos porcentuales por encima de su nivel de febrero.

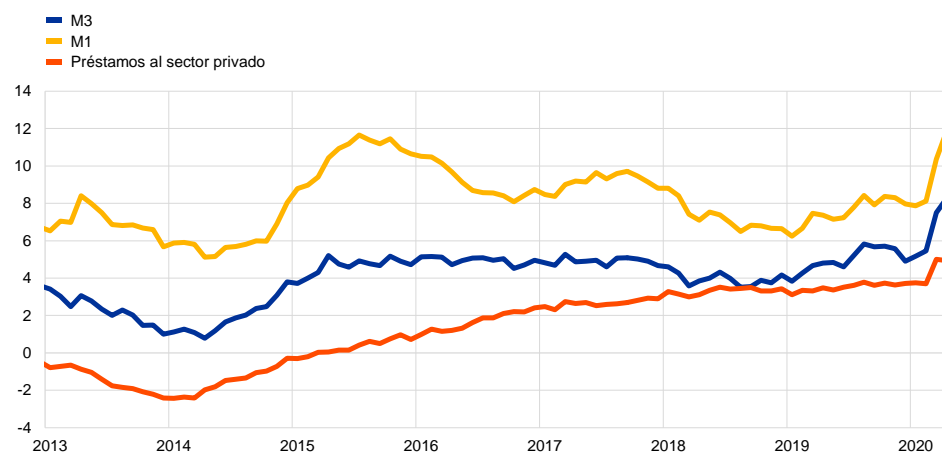
Los depósitos a la vista siguieron siendo el componente que más contribuyó al crecimiento monetario. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista aumentó hasta el 12,5 % en abril, en comparación con el 10,9 % de marzo. El avance de los depósitos estuvo impulsado, sobre todo, por los depósitos de las empresas. Esta acumulación de depósitos, que refleja la creación preventiva de colchones de liquidez ante la enorme incertidumbre en torno a la pandemia, fue el

resultado del sustancial volumen de financiación recibida de las entidades de crédito, de la emisión de bonos corporativos y, en cierta medida, del apoyo directo en forma de liquidez por parte de los Gobiernos. Al mismo tiempo, la heterogeneidad que se observa entre jurisdicciones en los depósitos de las empresas puede indicar diferencias en el grado de materialización de las necesidades de liquidez de las sociedades hasta la fecha, que están relacionadas, en parte, con el distinto momento de propagación de la pandemia en los diferentes países. También los intermediarios financieros distintos de las IFM (que incluyen los fondos de inversión) y los hogares incrementaron sus depósitos, los primeros con el fin de acumular colchones de liquidez para hacer frente a posibles reembolsos y los últimos fundamentalmente por precaución, pero también debido a las oportunidades más limitadas para consumir durante el período de confinamiento. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación continuó aumentando y se situó en el 8 % en abril, frente al 7 % de marzo, lo que refleja la tendencia al acopio de efectivo en un período de gran incertidumbre. Los instrumentos negociables (M3 – M2) realizaron una aportación total negativa a la evolución mensual de M3 en abril. La recomposición de carteras observada en marzo, con salidas de capital de los fondos del mercado monetario y un incremento de las tenencias por parte de las instituciones financieras no monetarias (entidades distintas de IFM) de valores representativos de deuda a corto plazo emitidos por entidades bancarias, se revirtió parcialmente en abril.

Gráfico 19

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a abril de 2020.

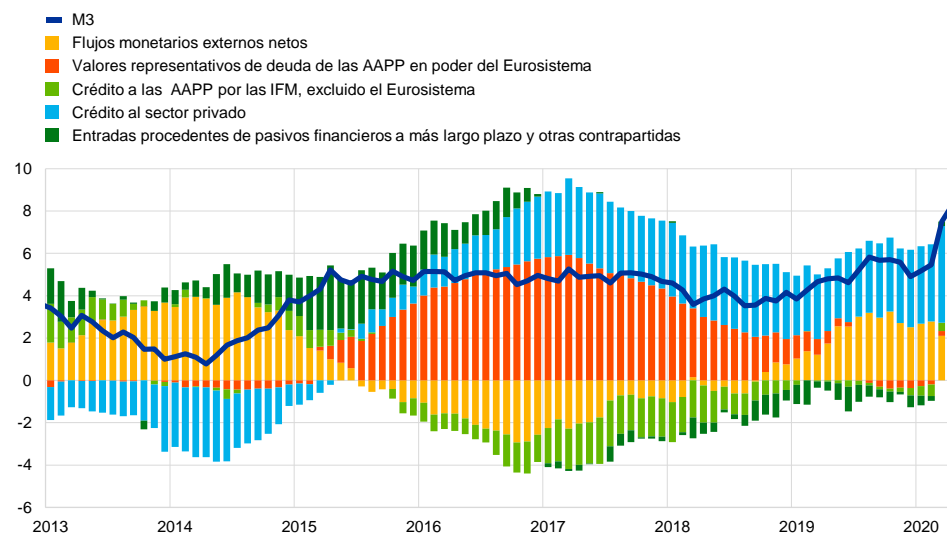
El crédito interno tanto al sector privado como al público impulsó la creación de dinero. Después de un acusado incremento en marzo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado volvió a aumentar levemente en abril (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 20), como consecuencia del notable avance de los préstamos a empresas y de la mayor adquisición de bonos corporativos, mientras que los flujos negativos de los préstamos a entidades distintas de IFM contrarrestaron parcialmente el fuerte flujo de préstamos a

empresas. Además del crédito al sector privado, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por el sector bancario (excluido el Eurosistema) al sector público repuntó sustancialmente en abril (véase la parte de color verde claro de las barras del gráfico 20). Pese al refuerzo de los programas de compra de activos del Eurosistema, las entidades de crédito de la zona del euro (excluido el Eurosistema) adquirieron, en términos netos, grandes cantidades de deuda pública, fundamentalmente de origen doméstico, en parte como consecuencia del considerable incremento de las emisiones netas de deuda pública para hacer frente a la pandemia. Asimismo, las salidas monetarias de la zona del euro aumentaron en abril, debido a las ventas de bonos soberanos de la zona del euro por parte de no residentes. El volumen relativamente moderado de los flujos monetarios externos netos se explica por la combinación de flujos de salida por repatriación en el caso de no residentes en la zona del euro y flujos de entrada por repatriación de residentes en la zona del euro, en consonancia con el habitual sesgo doméstico de los inversores durante períodos de elevada incertidumbre (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 20). Además del aumento del crédito a las Administraciones Públicas de la zona del euro concedido por las IFM (excluido el Eurosistema), las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) del BCE y, especialmente, del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) contribuyeron significativamente al crecimiento de M3 (véase la parte en color rojo de las barras del gráfico 20), lo que refleja el fuerte respaldo de la política monetaria para estabilizar los mercados financieros y aliviar los riesgos para la transmisión de la política monetaria y para las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro durante la pandemia. Los pasivos financieros a más largo plazo tuvieron una incidencia prácticamente neutral sobre el crecimiento monetario (véase la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 20).

Gráfico 20

M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las 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. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2020.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado aumentó con fuerza entre febrero y abril de 2020, como consecuencia de la caída de los ingresos de las empresas y de la financiación por motivos de precaución que recibieron en el contexto de la pandemia de Covid-19. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado permaneció prácticamente estable en el 4,9 % en abril, tras el acusado incremento que registró en marzo, hasta el 5 %, desde el 3,7 % de febrero (véase gráfico 19). El avance se debió íntegramente a los préstamos a empresas, cuya tasa de crecimiento interanual volvió a repuntar, hasta situarse en el 6,6 % en abril, frente al 5,5 % de marzo y el 3 % de febrero (véase gráfico 21). El sustancial fortalecimiento de los préstamos a empresas en la mayoría de los países de la zona del euro se debió a las disposiciones de líneas de crédito y a la considerable demanda de nuevos préstamos para cubrir obligaciones de pago corrientes en un período de caída de los ingresos durante el confinamiento provocado por el Covid-19, así como a la financiación recibida por motivos de precaución para cubrir posibles déficits de liquidez. También fue reflejo de las importantes medidas públicas —como los avales públicos para préstamos—, destinadas a respaldar la liquidez y la solvencia de las empresas durante los próximos meses. Después de la fuerte demanda de crédito a corto plazo registrada en marzo, las empresas incrementaron considerablemente su demanda de préstamos a medio y largo plazo en abril, al quedar patente que la pandemia iba a prolongarse en el tiempo y dado que los programas públicos de apoyo comprenden principalmente préstamos con vencimiento a medio plazo como máximo. Las entidades de crédito también señalaron el repunte de la demanda de préstamos de las empresas en la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) de abril de 2020, en la que este se atribuyó fundamentalmente a las necesidades de financiación para el capital circulante, mientras que las necesidades

de financiación para la inversión en capital fijo descendieron. Las oportunas y amplias medidas de política adoptadas respaldaron la provisión de préstamos en condiciones favorables en el primer trimestre de 2020, como confirman los resultados de dicha encuesta, según la cual el endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos a empresas fue contenido en el primer trimestre de 2020 y también ligero en comparación con el que se produjo durante la crisis financiera y la crisis de deuda soberana.

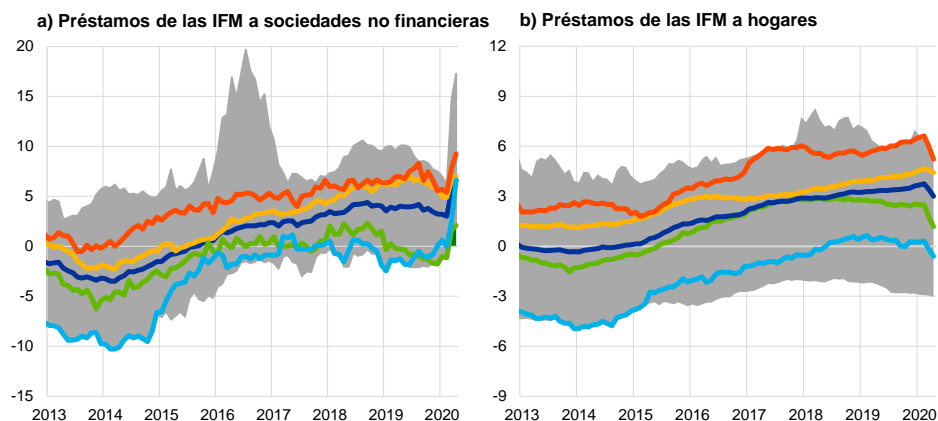
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se moderó, lo que evidencia la gran incertidumbre en torno al impacto de la pandemia. A diferencia de los préstamos a empresas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares volvió a reducirse ligeramente, hasta el 3 % en abril, desde el 3,4 % de marzo. Esta moderación refleja la incertidumbre de los hogares sobre la incidencia de la pandemia en su renta disponible y en sus perspectivas de empleo. Aunque la tasa de avance interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo prácticamente estable en abril y se situó en el 3,9 %, frente al 4 % de marzo, la correspondiente al crédito al consumo se hundió hasta el 1,3 % en abril, tras alcanzar el 3,8 % en marzo y el 6,2 % en febrero. Esta evolución es acorde con el retroceso sin precedentes que registraron la confianza de los consumidores y el comercio minorista durante el período de confinamiento por el Covid-19. La caída de la demanda de préstamos de los hogares se confirmó también en los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2020.

Además, se observó una considerable heterogeneidad en el crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares entre los países de la zona del euro. Esta disparidad refleja, entre otros aspectos, los distintos crecimientos económicos de estos dos sectores y las diferencias en su disponibilidad de otras fuentes de financiación y en su nivel de endeudamiento, aunque el patrón fue bastante parecido en los países de mayor tamaño.

Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual)



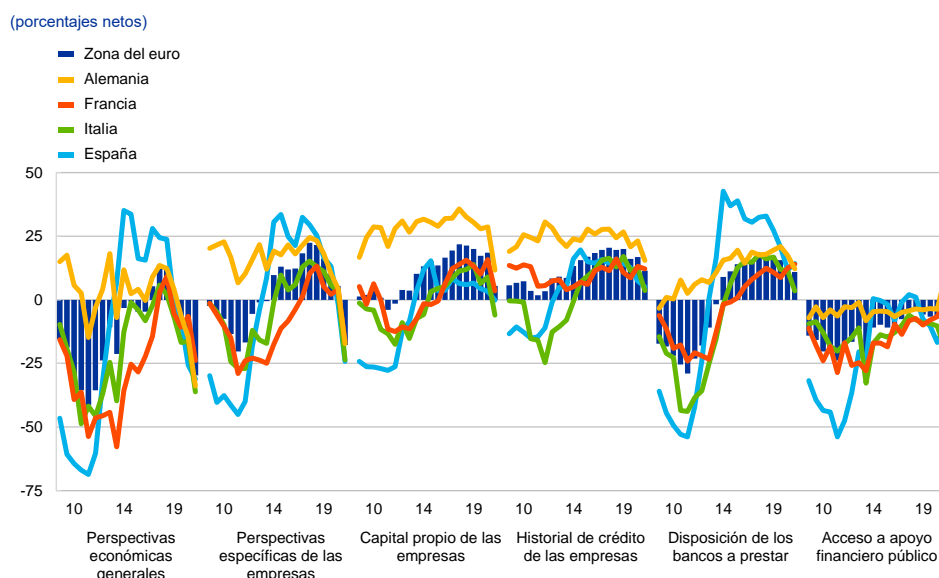
Fuente: BCE.

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. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2020.

Según la Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro (SAFE) de mayo de 2020, las pequeñas y medianas empresas (pymes), que dependen de manera crítica de los bancos para financiarse, señalaron un deterioro de la disponibilidad de préstamos, debido fundamentalmente al empeoramiento de las perspectivas económicas en el período de seis meses finalizado en marzo de 2020 (véase gráfico 22). El deterioro fue generalizado en todos los países. Esta evolución negativa para las pymes se observó en todos los sectores principales, pero especialmente en los sectores industrial, de servicios y comercial, mientras que la construcción se vio menos afectada. Por primera vez desde septiembre de 2014, las pymes indicaron que la debilidad de sus propias perspectivas de ventas y de beneficios también estaba lastrando la disponibilidad de fondos externos, pese a la mayor disposición de los bancos a conceder crédito y a la disminución neta de los tipos de interés bancarios (véanse el recuadro titulado «La pandemia de Covid-19 y el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación: evidencia basada en datos de encuestas» y el artículo titulado «El acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación desde la crisis financiera: evidencia basada en datos de encuestas» en este Boletín Económico). La continua disposición de los bancos a conceder préstamos es acorde con la evidencia de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro y con los nuevos flujos de crédito, que sugieren que el crédito a las pymes continuó siendo robusto y que no se observaron diferencias notables en los préstamos a grandes empresas en el primer trimestre de 2020.

Gráfico 22

Factores que afectan a la disponibilidad de préstamos bancarios para pymes



Fuente: BCE (SAFE).

Nota: Los datos se refieren a las rondas 3 (marzo-septiembre de 2010) a 22 (octubre de 2019-marzo de 2020) de la encuesta SAFE.

El aumento de los costes de financiación de la deuda de las entidades de crédito siguió contenido gracias a las medidas de política monetaria. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro, que había disminuido hasta niveles muy bajos en febrero de 2020, se incrementó en marzo, en el contexto de la propagación de la pandemia de Covid-19 (véase gráfico 23). Este incremento se debió a la presión alcista sobre la rentabilidad de los bonos bancarios en respuesta al aumento de los rendimientos de la deuda soberana, y presentó considerables diferencias entre jurisdicciones. Además, la preocupación por un efecto negativo de la pandemia en los niveles de capital de las entidades de crédito está pesando sobre sus costes de financiación en los mercados. Aunque los bancos han reforzado notablemente su capacidad de resistencia desde la crisis financiera global, la pandemia de coronavirus lastrará su nivel de capital por la reducción de las valoraciones de los activos y por la necesidad de dotar mayores provisiones por insolvencias¹⁶. Al mismo tiempo, el deterioro de los costes de financiación de la deuda de los bancos se mantuvo contenido en términos globales. Los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro, que representan el grueso de su financiación, permanecieron en su mínimo histórico en marzo de 2020, contribuyendo así a las favorables condiciones de financiación de la deuda de los bancos. Las condiciones de financiación de las entidades de crédito también se están beneficiando de la provisión de liquidez en condiciones muy favorables a través de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), así como de los efectos positivos del APP y del PEPP sobre los rendimientos de la deuda, incluida una caída de estos tras el anuncio del PEPP del 18 de marzo. Se reduce así el riesgo de una amplificación negativa de los

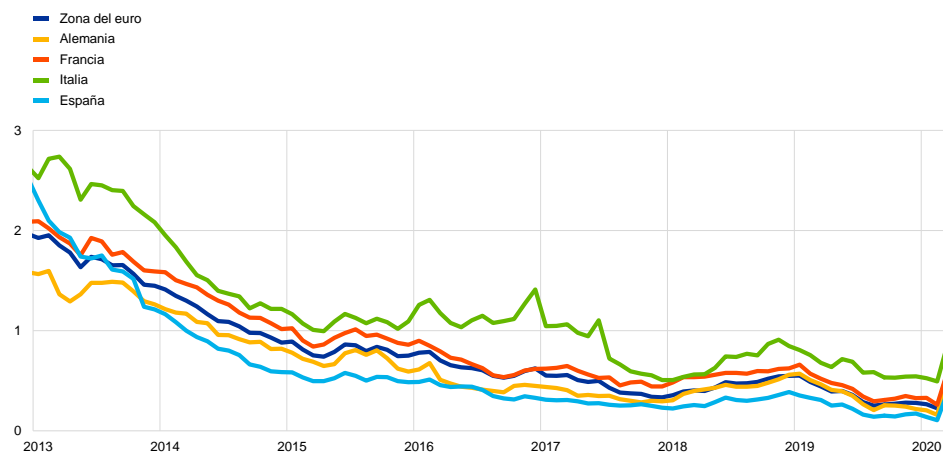
¹⁶ Véase [Financial Stability Review](#), BCE, mayo de 2020.

efectos entre el sector real y el sector financiero de la economía durante la pandemia.

Gráfico 23

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

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



Fuentes: BCE, Markit iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como 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. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2020.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas marcaron nuevos mínimos históricos, pero es probable que aumenten algo en los próximos meses.

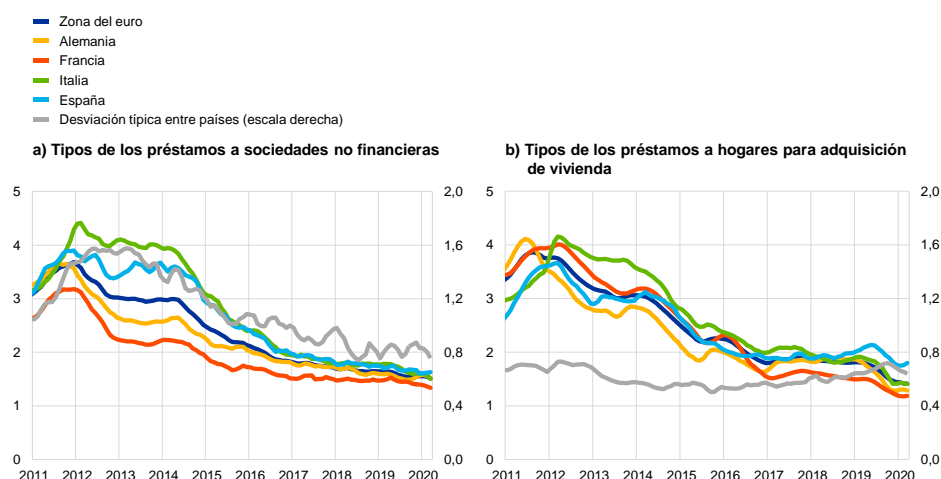
Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las empresas y a los hogares para adquisición de vivienda se situaron en nuevos mínimos históricos, del 1,46 % y del 1,39 %, respectivamente, en marzo (véase gráfico 24). Esta evolución fue generalizada en los países de la zona del euro y refleja la transmisión retardada de los movimientos de los tipos de mercado a los tipos del crédito bancario. Al mismo tiempo, dado el incremento de los costes de financiación de las entidades de crédito y el uso de tipos de interés de referencia del mercado para fijar los precios de los préstamos bancarios, como el euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro), que subió durante el período considerado, es probable que en los próximos meses se produzca cierta presión al alza sobre los tipos de interés de dichos préstamos. Probablemente, estos tipos también se verán presionados al alza por los graves efectos económicos de la pandemia sobre los ingresos de las empresas, por las perspectivas de empleo de los hogares y por la solvencia global de los prestatarios. El endurecimiento de las condiciones aplicadas a los préstamos por la percepción de riesgo, que señalaron los bancos en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, apunta ya en esa dirección. Asimismo, el apoyo a la liquidez, por ejemplo mediante aplazamientos del pago de impuestos y moratorias de deuda, avales para préstamos y programas de apoyo al mercado laboral, frenará parte del deterioro de la solvencia de los prestatarios durante la crisis y ejercerá un efecto amortiguador sobre los tipos de interés del crédito bancario. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se mantuvo contenido en marzo de 2020. Esto respalda la evidencia anteriormente citada sobre los nuevos préstamos, que sugiere que los efectos de la pandemia de

Covid-19 observados hasta la fecha sobre los préstamos a pymes y a grandes empresas (que se reflejan en los datos sobre préstamos de pequeña y gran cuantía) son comparables en líneas generales.

Gráfico 24

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. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2020.

Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó considerablemente en el primer trimestre de 2020 (véase panel a) del gráfico 25).

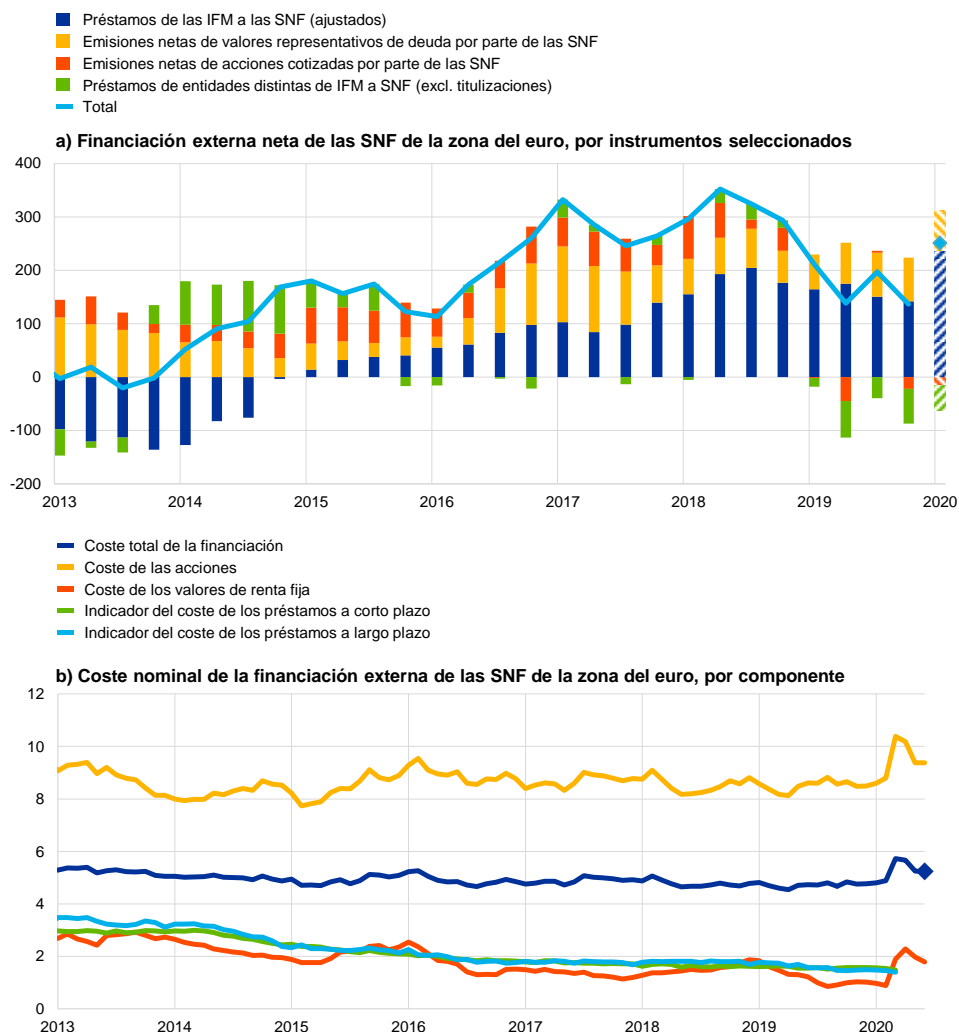
Este aumento se debió, en gran medida, al crecimiento excepcionalmente fuerte del crédito bancario a las empresas en marzo, apoyado por disposiciones de líneas de crédito y planes de ayudas públicas. La demanda de préstamos bancarios también se vio respaldada por unos tipos de interés más favorables en comparación con el coste de los valores de renta fija. Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las empresas mantuvieron su fortaleza en el primer trimestre de 2020, pese a la ampliación de los diferenciales al final del trimestre, gracias a los programas de compras de activos (APP y PEPP) del BCE, que incluyen compras netas de bonos corporativos. En cambio, las emisiones netas de acciones cotizadas permanecieron en niveles reducidos, frenadas por la actividad todavía moderada de fusiones y adquisiciones y por un incremento del coste de las acciones a partir de niveles ya elevados. Los préstamos del sector financiero no bancario (entidades distintas de IFM) permanecieron en territorio negativo en el cuarto trimestre de 2019 y en el primero de 2020, lo que apunta a un descenso, en términos interanuales, de las emisiones de bonos corporativos a través de vehículos de financiación de las empresas ubicados en otros países de la zona del euro (filiales que no pertenecen al sector de las IFM y que conceden préstamos a sus matrices). En conjunto, los flujos totales de financiación externa fueron más elevados en el primer trimestre de 2020 que durante la crisis financiera y la de la deuda soberana. Esta evolución es coherente con las condiciones más favorables del crédito bancario y del mercado de

deuda, reforzadas por las oportunas e importantes medidas adoptadas por las autoridades monetarias, supervisoras y fiscales.

Gráfico 25

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

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



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

Notas: Panel a): La financiación externa neta es la suma de los préstamos de las IFM, las emisiones netas de valores representativos de deuda, 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 y el rombo de color azul claro representan la previsión actual para el primer trimestre de 2020. 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 de color azul oscuro indica el coste total de financiación previsto actualmente para junio de 2020, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de marzo de 2020. Las últimas observaciones del panel a) corresponden al cuarto trimestre de 2019 para los datos de las cuentas de la zona del euro; las estimaciones para el primer trimestre de 2020 están basadas en datos de partidas del balance (BSI) del BCE y de valores (SEC), y en Dealogic. Las últimas observaciones del panel b) corresponden al 2 de junio de 2020 para el coste de los valores de renta fija (datos diarios), al 29 de mayo para el coste de las acciones (datos semanales) y a marzo de 2020 para el coste del crédito (datos mensuales).

El coste de financiación de las sociedades no financieras se incrementó en el primer trimestre de 2020, pero se estima que ha disminuido desde entonces (véase panel b) del gráfico 25). En marzo de 2020, como consecuencia de la elevada volatilidad de los mercados financieros, 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 5,7 %, 95 puntos básicos por encima de su nivel de diciembre de 2019 y unos 120 puntos básicos más que en abril de 2019, cuando la serie marcó su mínimo histórico. Sin embargo, se estima que, entre marzo y el final del período de referencia (2 de junio de 2020), el coste total de la financiación disminuyó 50 puntos básicos, hasta el 5,2 %. Esto refleja una caída considerable del coste de las acciones, merced a la bajada de las primas de riesgo, así como un ligero descenso del coste de los valores de renta fija.

La pandemia de coronavirus (Covid-19) está teniendo un impacto significativo en las políticas fiscales de la zona del euro. La irrupción de la crisis dio lugar a un incremento inmediato de los costes directos destinados a tratar de abordar las consecuencias para la salud pública. Sin embargo, desde una perspectiva macroeconómica, gran parte del impacto está relacionado con las medidas de contención adoptadas, que están imponiendo una carga económica considerable a las empresas, a los trabajadores y a los hogares. Estas medidas también han llevado a la introducción de paquetes de estímulo fiscal sin precedentes dirigidos a amortiguar las repercusiones económicas y a sentar las bases para una recuperación rápida. Como resultado, se prevé un aumento significativo del déficit presupuestario de las Administraciones Públicas en 2020, hasta el 8,5 % del PIB, frente al 0,6 % registrado en 2019. Aunque las proyecciones apuntan a que la ratio de déficit descenderá hasta el 4,9 % del PIB en 2021, todavía se situaría en el 3,8 % del PIB en 2022, ya que el lastre que supone tardará más tiempo en desaparecer por completo. El amplio conjunto de medidas fiscales implementadas en 2020 se ha plasmado en el consiguiente deterioro del saldo primario ajustado de ciclo, así como en una contribución negativa del componente cíclico, reflejo del empeoramiento de la situación macroeconómica. Se espera que la mejora subsiguiente esté impulsada por la retirada progresiva de las medidas de emergencia y por el incremento correspondiente del saldo primario ajustado de ciclo, mientras que la mejoría del ciclo económico sería más lenta. Los países de la zona del euro también han proporcionado apoyo mediante la concesión de avales públicos a préstamos por un importe equivalente a casi el 20 % del PIB con el fin de reforzar la liquidez de las empresas. Si bien, a priori, estas garantías no afectarán necesariamente a los déficits, son un pasivo contingente considerable que podría tener un impacto adverso sobre estos si se ejecutan. Como reflejo de las medidas fiscales aplicadas y del deterioro de la situación económica, se prevé que la ratio agregada de deuda de la zona del euro se incremente de forma acusada en 2020 y que se mantenga en un nivel elevado a lo largo de 2022. En vista de la pronunciada contracción de la economía de la zona del euro, sigue siendo fundamental una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales, aunque las medidas deberían tener un objetivo específico y ser temporales. En este sentido, tanto el paquete por importe de 540 mm de euros de las tres redes de seguridad refrendadas por el Consejo Europeo como la propuesta de la Comisión Europea sobre un plan de recuperación centrado en apoyar a las regiones y los sectores más gravemente afectados por la pandemia han sido acogidos de muy buen grado.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá sustancialmente en 2020, pero se recuperará de forma parcial en 2021 y en 2022¹⁷. Sobre la base de estas proyecciones, se prevé que la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumente

¹⁷ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2020», publicadas en el sitio web del BCE el 4 de junio de 2020.

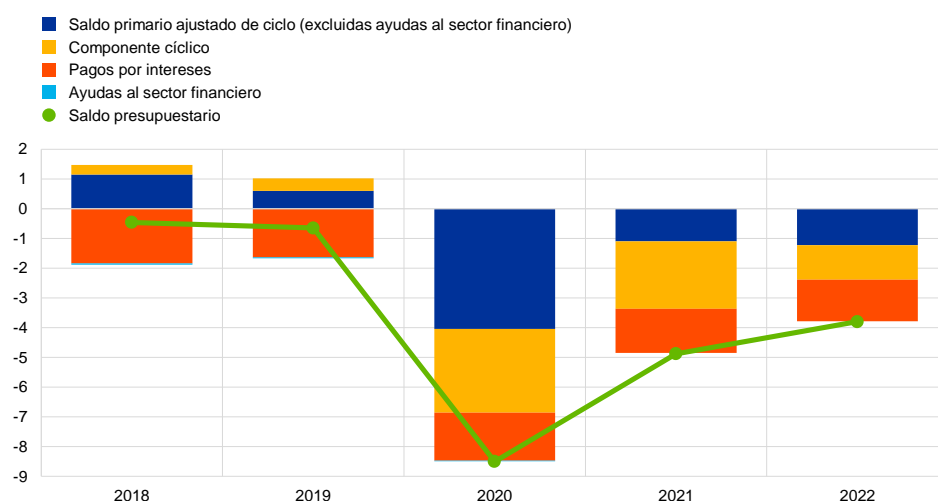
desde el 0,6 % del PIB en 2019 hasta el 8,5 % en 2020, y que después descienda hasta el 4,9 % y el 3,8 % en 2021 y 2022, respectivamente (véase gráfico 26). La reducción del saldo presupuestario en 2020 sería atribuible, principalmente, al deterioro del saldo primario ajustado de ciclo resultante de la adopción de medidas de apoyo económico por un importe equivalente a alrededor del 3,5 % del PIB, del que la mayor parte es gasto adicional, en concreto en forma de programas de ayuda al empleo, medidas de apoyo a las empresas y a los hogares, e incremento del gasto sanitario. También obedecería a un efecto adverso y de gran magnitud del componente cíclico a medida que la economía de la zona del euro entra en recesión¹⁸. Se espera que la mejora subsiguiente esté impulsada por una recuperación del saldo primario ajustado de ciclo, dado que la mayor parte de las medidas de apoyo se habrían retirado progresivamente a finales de 2020, mientras que se prevé que la contribución del ciclo económico mejore de forma más gradual.

Además de proporcionar apoyo fiscal a sus economías, los países de la zona del euro han proporcionado un respaldo sustancial con la concesión de avales públicos a préstamos, con el fin de reforzar la liquidez de las empresas. En total, estas garantías ascienden a alrededor del 20 % del PIB para la zona del euro en su conjunto, pero su importe varía sustancialmente de unos países a otros. Los avales constituyen pasivos contingentes para los Gobiernos y se traducirán en un incremento del gasto público por el importe por el que se ejecuten. No obstante, en la coyuntura actual es muy difícil cuantificar a cuánto ascenderá dicho importe a medio y a largo plazo.

Gráfico 26

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio 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 Eurosistema de junio de 2020, las perspectivas fiscales de la zona del euro para el período

¹⁸ Cabe señalar que el nivel de incertidumbre en torno a la descomposición en ciclo y tendencia es inusualmente elevado en la coyuntura actual.

2020-2022 son mucho más negativas que las de las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2020.

El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado a la baja en 7,4 puntos porcentuales en 2020, y en 3,3 y 2,3 puntos porcentuales en 2021 y en 2022, respectivamente. Estas revisiones responden sobre todo a la reducción del saldo primario y a un componente cíclico más débil de lo esperado, mientras que el gasto por intereses se ha corregido al alza, aunque mucho menos.

Se considera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro será muy acomodaticia en 2020, pero contractiva en 2021, dado que se prevé que la mayor parte de las medidas de apoyo se habrán retirado progresivamente para entonces¹⁹.

Según las estimaciones, la orientación de la política fiscal fue ligeramente expansiva en 2019, pero se espera que sea muy acomodaticia (4,8 % del PIB) en 2020. En cambio, será contractiva (2,9 % del PIB) en 2021, ya que la mayor parte de las medidas de apoyo adoptadas durante la pandemia se habrán retirado de forma gradual ese año. Pese a la orientación restrictiva de las políticas fiscales planeadas para 2021, se debe señalar que el saldo presupuestario total continuará siendo considerablemente negativo, ya que los instrumentos fiscales seguirán apoyando la recuperación económica, en buena parte a través de los estabilizadores automáticos. Se prevé que la política fiscal tenga una orientación prácticamente neutral en 2022.

Como consecuencia de la pandemia de Covid-19, se prevé que la ratio agregada de deuda pública se incremente de forma acusada y se sitúe en el 101,3 % del PIB en 2020, y que después descienda muy gradualmente.

El aumento proyectado para 2020, de 17,2 puntos porcentuales con respecto a 2019, se debe principalmente a la combinación de unos déficits primarios elevados y a un diferencial tipo de interés-crecimiento muy negativo, pero también a un ajuste sustancial entre déficit y deuda que refleja, sobre todo, las medidas relacionadas con la pandemia. En 2021 y 2022, la reducción de los déficits primarios, que, no obstante, seguirán siendo significativos, se verá compensada con creces por la contribución favorable del aumento de los diferenciales tipo de interés-crecimiento, ya que, a tenor de las proyecciones, la actividad económica se recuperará (véase gráfico 27). Por consiguiente, la ratio de deuda se situaría en niveles muy próximos al 100 % del PIB a finales de 2022, lo que supone una revisión al alza de 17,3 puntos porcentuales respecto a las proyecciones de marzo de 2020.

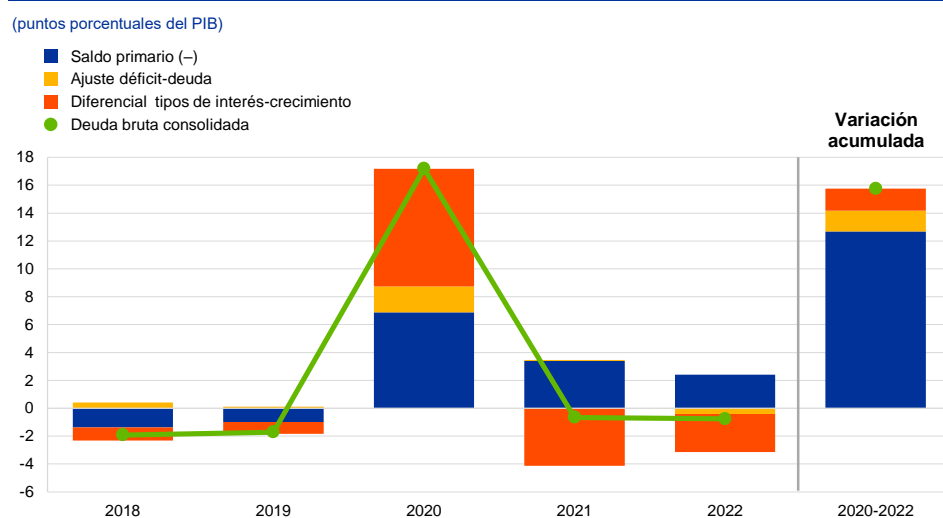
En vista de la fuerte contracción de la economía de la zona del euro, sigue siendo fundamental una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales. Las medidas que se adopten en respuesta a la situación de emergencia causada por la pandemia deben tener, en la medida de lo posible, un objetivo específico y ser de naturaleza temporal. Las tres redes de seguridad refrendadas por el Consejo Europeo para los trabajadores, para las empresas y para los

¹⁹ 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.

Estados, concretadas en un paquete por un importe de 540 mm de euros, proporcionan un importante apoyo financiero en este contexto. Al mismo tiempo, es necesario realizar firmes esfuerzos adicionales en el momento oportuno para preparar e impulsar la recuperación. Por lo tanto, la propuesta de la Comisión Europea sobre un plan de recuperación centrado en apoyar a las regiones y los sectores más gravemente afectados por la pandemia, en reforzar el mercado único y en forjar una recuperación sostenible y próspera ha sido acogida de muy buen grado.

Gráfico 27

Factores determinantes de la variación de la deuda pública



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