

Evolución económica y monetaria

Resumen

La información disponible desde la última reunión de política monetaria, celebrada a principios de junio, indica una reanudación de la actividad económica de la zona del euro, aunque la actividad continúa muy por debajo de los niveles registrados antes de la pandemia de coronavirus (Covid-19) y las perspectivas siguen estando sujetas a una incertidumbre elevada. La bajada de los precios de la energía sigue frenando la inflación general y se espera que las presiones sobre los precios continúen siendo muy débiles, debido al acusado descenso del crecimiento del PIB real y al consiguiente incremento significativo de la capacidad productiva sin utilizar. Las medidas de política monetaria del BCE se están transmitiendo gradualmente a la economía de la zona del euro, prestando un apoyo crucial a la recuperación y ayudando a contrarrestar el desplazamiento a la baja de la senda de inflación proyectada relacionado con la pandemia. Al mismo tiempo, las perspectivas están sujetas a un alto grado de incertidumbre y a riesgos a la baja. En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación la orientación general de la política monetaria y reconfirmar el conjunto completo de medidas de política monetaria adoptadas.

Aunque las políticas de contención se han relajado en todo el mundo, la recuperación global continúa siendo desigual, incierta e incompleta. Los datos procedentes de encuestas señalan que la contracción sin precedentes que experimentó la economía mundial en la primera mitad de 2020 ha tocado fondo, mientras que el comportamiento prudente de los consumidores apunta a una dinámica de crecimiento lento en los próximos meses. Aunque la recuperación prosigue en China, en Estados Unidos las perspectivas siguen siendo muy inciertas, aunque algunos datos han sorprendido positivamente. En el Reino Unido y en Japón, los indicadores también señalan que la contracción ha tocado fondo en algunos sectores, pero los niveles de actividad continúan siendo muy débiles. En este contexto, la inflación mundial se mantiene contenida.

Durante el período analizado, la curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se desplazó ligeramente a la baja y se observó una leve inversión en los plazos cortos, aunque sin expectativas de un recorte inminente de los tipos de interés oficiales. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro también disminuyeron como consecuencia de unos tipos de interés libres de riesgo más bajos, y los diferenciales soberanos experimentaron un pequeño descenso. Las cotizaciones continuaron recuperándose de los mínimos registrados en marzo y, pese a que volvieron a reducirse, los diferenciales de los valores de renta fija privada siguen siendo más elevados que a finales de febrero. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en cierta medida.

Los últimos datos y los resultados de las encuestas más recientes sugieren que la actividad económica mejoró considerablemente en mayo y junio, tras el nivel mínimo registrado en abril, en paralelo al avance en la contención del virus y la consiguiente relajación de las medidas de confinamiento. Al mismo tiempo, los indicadores económicos continúan en niveles muy inferiores a los anteriores a la pandemia, y la recuperación se encuentra en sus fases iniciales y sigue siendo desigual entre sectores y países. Tras reducirse un 3,6 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2020, se espera que el PIB real de la zona del euro haya experimentado una contracción general aún mayor en el segundo trimestre, acorde, en líneas generales, con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020. Han aparecido señales de recuperación del consumo, al tiempo que se ha producido un repunte notable de la producción industrial. Paralelamente, las débiles condiciones del mercado de trabajo y el ahorro por motivo de precaución de los hogares están frenando el gasto en consumo. La debilidad de las perspectivas empresariales y la elevada incertidumbre están lastrando la inversión, a la vez que la debilidad de la economía mundial perjudica a la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 0,3 % en junio, desde el 0,1 % registrado en mayo, debido principalmente a una tasa de variación de los precios de la energía menos negativa. Sobre la base de los precios actuales del petróleo y de los precios de los futuros sobre esa materia prima, y teniendo en cuenta la rebaja temporal del tipo del IVA en Alemania, se espera que la inflación general siga reduciéndose en los próximos meses, antes de repuntar a principios de 2021. A medio plazo, el debilitamiento de la demanda 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 se han mantenido en niveles muy reducidos.

Desde marzo de 2020, la pandemia de coronavirus ha provocado una fuerte aceleración del crecimiento monetario, impulsada por las acuciantes necesidades de liquidez de las empresas para financiar sus gastos corrientes y la marcada preferencia de los agentes económicos por las tenencias de efectivo por motivo de precaución. En mayo, el crédito interno continuó siendo la principal fuente de creación de dinero, impulsado, en particular, por los préstamos a las sociedades no financieras y por las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema en el marco del programa de compra de activos. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2020 muestra la persistencia del impacto al alza sobre la demanda de préstamos de las empresas derivado de la pandemia, debido, en gran medida, a las necesidades urgentes de liquidez. Al mismo tiempo, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas han seguido siendo favorables, a lo que han contribuido las medidas de política fiscal y monetaria adoptadas. Asimismo, el nivel muy favorable de los tipos de interés del crédito, que señala que continúa la transmisión sólida de las medidas de política monetaria, está sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro.

En este contexto, continúa siendo necesario un amplio estímulo monetario para apoyar la recuperación económica y proteger la estabilidad de precios a medio plazo. Por tanto, el Consejo de Gobierno decidió reconfirmar su orientación muy acomodaticia de la política monetaria.

El Consejo de Gobierno mantendrá 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.

El Consejo de Gobierno continuará sus compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) con una dotación total de 1.350 mm de euros. Estas compras contribuyen a relajar la orientación general de la política monetaria, lo que ayuda a contrarrestar el desplazamiento a la baja de la senda de inflación proyectada relacionado con la pandemia. Las compras seguirán 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. El Consejo de Gobierno efectuará compras netas de activos en el marco del PEPP al menos hasta el final de junio de 2021 y, en todo caso, hasta que considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado. Asimismo, reinvertirá 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.

En el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), las compras netas continuarán a un ritmo mensual de 20 mm de euros, junto con las adquisiciones con una dotación de 120 mm de euros adicionales que se realizan con carácter temporal hasta final de 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 y que finalicen poco antes de que empiece a subir los tipos de interés oficiales del BCE. 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.

El Consejo de Gobierno también continuará proporcionando abundante liquidez a través de sus operaciones de financiación. En particular, la operación más reciente de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) registró un nivel de adjudicación de fondos muy elevado, lo que apoya el crédito bancario a las empresas y a los hogares.

Las medidas de política monetaria que ha adoptado el Consejo de Gobierno desde principios de marzo están contribuyendo de forma decisiva a la recuperación de la economía de la zona del euro y al mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo. En particular, apoyan las condiciones de liquidez y financiación en la economía, ayudan a sostener el flujo de crédito a los hogares y a las empresas, y contribuyen al mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores y países. Asimismo, la Comisión Europea ha publicado recientemente algunas orientaciones para los programas de avales públicos, con el fin de evitar posibles cambios abruptos (*cliff effects*) durante su retirada progresiva. Al mismo tiempo, en el actual entorno económico de elevada incertidumbre y abundante capacidad productiva sin utilizar, el Consejo de Gobierno reitera su pleno compromiso de hacer todo lo que sea necesario, de acuerdo con su mandato, para apoyar a los ciudadanos de la zona del euro en estos momentos extremadamente difíciles. Esto se refiere, sobre todo, a su papel de asegurar que la política monetaria se transmita a todas las partes de la economía y a todos los países, en cumplimiento de su mandato de estabilidad de precios. 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.

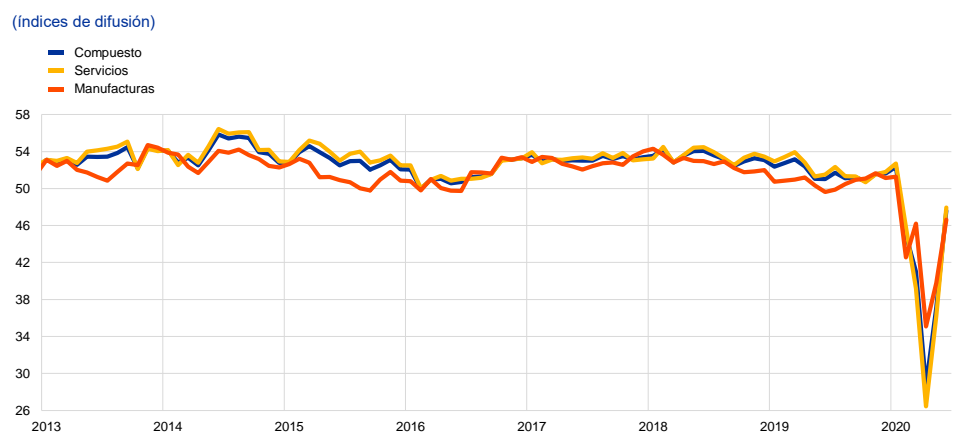
Entorno exterior

Aunque las políticas de contención se han relajado en todo el mundo, la recuperación global continúa siendo desigual, incierta e incompleta. Las perspectivas mundiales siguen estando dominadas por la evolución de la pandemia de coronavirus (Covid-19). El número de nuevos casos continúa aumentando en todo el mundo, sobre todo en Estados Unidos y en América Latina, así como en otras economías emergentes importantes (como India y Sudáfrica). Al mismo tiempo, los indicadores de la efectividad de las medidas de confinamiento, que reflejan las políticas oficiales con datos de movilidad real, sugieren una apertura sostenida y gradual en la mayoría de los países desde finales de mayo. La relajación de las medidas de contención, combinada con el incremento de nuevos casos de Covid-19 en muchos países, hace que la incertidumbre sobre la recuperación global sea muy elevada.

Los datos procedentes de encuestas señalan que la contracción sin precedentes que experimentó la economía mundial en la primera mitad de 2020 ha tocado fondo. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, siguió repuntando desde el mínimo registrado en abril, y en junio se situó en 47,6 (véase gráfico 1). El aumento observado en junio fue generalizado en todos sus subcomponentes, y los servicios, que habían ido a la zaga de las manufacturas en términos de mejora, se recuperaron con fuerza. Estos desarrollos también fueron generalizados en casi todas las principales economías avanzadas y emergentes. Sin embargo, con la excepción de China, los PMI de todos los países han permanecido en terreno contractivo (por debajo de 50), lo que apunta a la persistencia de unos niveles reducidos de actividad en todo el mundo.

Gráfico 1

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



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

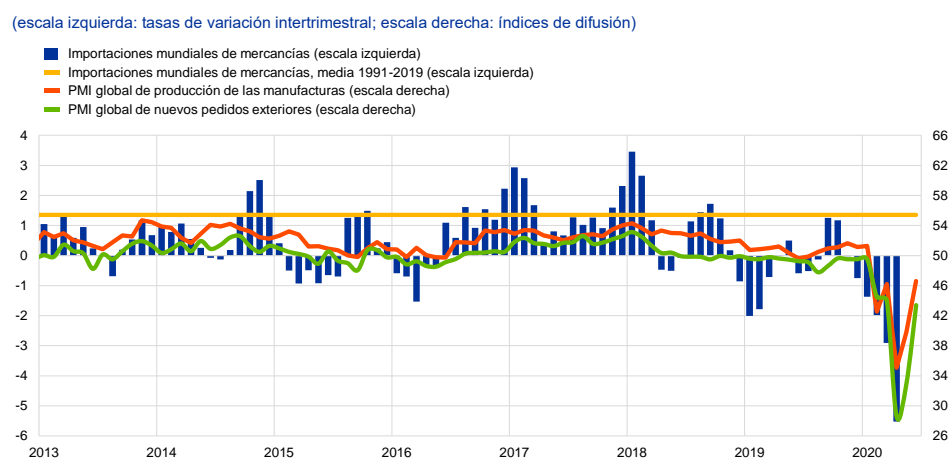
Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2020.

El comportamiento prudente de los consumidores apunta a una recuperación lenta en los próximos meses. En los países en los que la pandemia se contuvo

pronto, como China y Corea del Sur, la confianza de los consumidores se ha ido recuperando poco a poco, aunque se mantiene por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. El elevado grado de incertidumbre puede implicar una recuperación lenta y frágil del consumo, sobre todo porque el número de nuevos casos ha aumentado en todo el mundo.

El comercio mundial continuó siendo muy débil en abril, lo que apunta a un retroceso excepcional en el segundo trimestre. Las importaciones mundiales de mercancías (excluida la zona del euro) disminuyeron de forma acusada en abril, tras dos meses consecutivos de descenso. La caída del comercio internacional coincidió con la máxima severidad de las medidas de contención en todo el mundo. Aunque el PMI global de nuevos pedidos exteriores (excluida la zona del euro) mejoró en mayo y junio, siguió señalando la falta de dinamismo del comercio (véase gráfico 2).

Gráfico 2
Encuestas y comercio mundial de bienes (excluida la zona del euro)



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

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

La inflación mundial se redujo de nuevo en mayo. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo descendió hasta situarse en el 0,7 % en mayo, debido al descenso más rápido de los precios de la energía, al tiempo que la tasa de variación de los precios de los alimentos aumentó ligeramente. Mientras tanto, la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo estable, en el 1,6 %. La desaceleración de la inflación fue generalizada en la mayoría de los países avanzados y principales economías emergentes no pertenecientes a la OCDE. De cara al futuro, se espera que las presiones inflacionistas mundiales se mantengan contenidas, como resultado tanto de la caída de los precios del petróleo como de la debilidad de la demanda.

Los precios del petróleo se han incrementado más de un 10 % desde la última reunión del Consejo de Gobierno, en un contexto de recuperación de la actividad económica y de disminución de la oferta, debido a los recortes de la producción acordados a principios de mayo. Los precios del crudo se han visto

favorecidos por un repunte mayor de lo esperado de la demanda de esta materia prima, como consecuencia de la relajación de las medidas de confinamiento. Se espera que la demanda de petróleo continúe siendo moderada en la segunda mitad de 2020 y que esta moderación se extienda a 2021, así como que el consumo se mantenga por debajo de los niveles de 2019. Con todo, las estimaciones de la demanda de crudo se han revisado al alza recientemente, tras la relajación de las medidas de confinamiento en algunos países. Aparte de la recuperación de la demanda, las reducciones de la oferta también han sido un factor que ha influido en el reajuste de los mercados de petróleo. En concreto, el repunte de los precios ha estado respaldado por el acuerdo de la OPEP+ (es decir, el acuerdo entre importantes productores de crudo) alcanzado a principios de mayo para recortar la producción en casi diez millones de barriles al día, y por importantes cierres de pozos de petróleo en Estados Unidos. Los precios de los metales también se han recuperado con fuerza desde mediados de abril y han aumentado alrededor de un 2 % desde la última reunión del Consejo de Gobierno.

Los datos de Estados Unidos han sorprendido al alza recientemente, pero el nivel de actividad sigue siendo débil. Como consecuencia del levantamiento gradual de los confinamientos, la actividad económica se ha reanudado y varios indicadores económicos han pasado a registrar valores positivos. Las ventas del comercio minorista y los servicios de restauración repuntaron de forma acusada en mayo, ya que el gasto de los hogares se benefició de los pagos de estímulo acordados por el Gobierno federal y se vio reforzado por el retorno al trabajo de algunos empleados. La producción industrial también aumentó en mayo, aunque con menos fuerza. Los datos del mercado de trabajo también mostraron una mejora sorprendente. En mayo y junio se crearon 7,5 millones de empleos en este país, recuperando alrededor de un tercio de las pérdidas de empleo registradas desde febrero. Aunque las cifras de junio exhibieron el aumento más pronunciado de la historia, en estos momentos los datos del mercado de trabajo deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una encuesta realizada a mediados de mes y todavía no reflejan las medidas de confinamiento que se han reforzado recientemente a escala estatal. Aunque la tasa de paro ha vuelto a descender (2,2 puntos porcentuales) hasta situarse en el 11,1 %, la holgura en el mercado de trabajo continúa en niveles históricamente elevados. En general, los últimos datos parecen confirmar que la economía estadounidense ha tocado fondo, como indican otras variables, más que apuntar a una mejora sustancial de la situación económica. Indicadores clave de este país siguen muy por debajo de los niveles anteriores a la pandemia, y el número creciente de nuevas infecciones puede dar lugar a la aplicación de medidas de contención adicionales o ralentizar la relajación de las medidas vigentes, lo que acrecentaría el riesgo de que la recuperación se vea perjudicada.

En Japón, el ritmo de la actividad económica empezó a normalizarse según se levantaban progresivamente las medidas de contención en mayo. Después de que el PIB real registrara una contracción del 0,6 % en el primer trimestre de 2020, la intensificación de los esfuerzos de contención de este país provocó un retroceso considerable de la producción industrial, del comercio exterior y del consumo privado en abril y mayo. La encuesta Tankan más reciente confirmó un deterioro

acusado del clima empresarial en las manufacturas y en los servicios en el segundo trimestre. Además, también señaló una disminución pronunciada de los planes de inversión de las pequeñas empresas, que siguieron adoptando una actitud de cautela sobre las perspectivas. En su última reunión, el Banco de Japón anunció la ampliación, de 75 billones de yenes a 110 billones de yenes, de su programa especial para apoyar la financiación de las empresas, que incluye compras de papel comercial y de bonos corporativos, así como operaciones de financiación especiales. Las medidas adoptadas recientemente coincidieron con una aceleración notable del crecimiento del crédito en abril y mayo, lo que probablemente se debe a la política crediticia acomodaticia que aplican las entidades de crédito y a una mayor demanda de fondos para cubrir gastos de explotación por parte de las empresas japonesas. El Gobierno también ha proporcionado un estímulo significativo con la aprobación de dos presupuestos complementarios para el ejercicio fiscal 2020, que ascienden a aproximadamente el 10 % del PIB.

En el Reino Unido se espera un retroceso sin precedentes de la actividad en el segundo trimestre, así como una reanudación lenta, debido a la relajación de las medidas de contención. El PIB real avanzó un 1,8 %, en tasa intermensual, en mayo, pero se redujo un 19,1 % en términos de media móvil de tres meses, en un contexto de estrictas medidas de confinamiento. El PMI compuesto de producción se mantuvo por debajo de 50 durante todo el segundo trimestre, lo que sugiere una persistente debilidad de la demanda, y se observaron reducciones adicionales de los nuevos pedidos, tanto nacionales como exteriores, por cuarto mes consecutivo. Las perspectivas de una reversión rápida en el tercer trimestre siguen siendo escasas. Aunque la reapertura de las actividades de ocio y del turismo a principios de julio está ayudando a impulsar la actividad, la confianza de las empresas y de los consumidores sigue siendo reducida si se compara con los niveles anteriores al confinamiento. El perfil de la recuperación también dependerá de la hoja de ruta relativa al apoyo futuro de las políticas. La política monetaria del Reino Unido sigue siendo expansiva, pero es probable que el respaldo de la política fiscal sea menor que el proporcionado durante la primera mitad del año, pese al estímulo fiscal adicional anunciado en julio.

En China, la recuperación prosigue, pese a la debilidad de la demanda externa. Debido a la relajación de las medidas de contención, los indicadores de alta frecuencia señalan que la actividad continuó normalizándose en junio. En términos de datos cuantitativos, el avance de la producción industrial volvió a ser positivo en abril y cobró más impulso en mayo (con un crecimiento interanual del 4,4 %). Aunque las ventas del comercio minorista siguieron disminuyendo en términos interanuales, el ritmo de crecimiento secuencial ha sido positivo. Los datos procedentes de los PMI muestran una imagen similar (aunque heterogénea), ya que las manufacturas ya retornaron a territorio expansivo en marzo, aunque la disminución de los nuevos pedidos exteriores está limitando el impulso de la recuperación. Mientras tanto, las autoridades chinas han proporcionado estímulos adicionales en el ámbito fiscal y monetario para amortiguar la perturbación económica. Las medidas de política fiscal van dirigidas a estabilizar el empleo y el crecimiento económico ampliando el seguro de desempleo, la inversión y las desgravaciones fiscales, y se están complementando con políticas monetarias

diseñadas para garantizar una liquidez suficiente en el sistema bancario, reducciones de los tipos de interés oficiales y de las exigencias de reservas, e instrucciones a las entidades de crédito relativas a retrasos en los reembolsos por parte de las empresas.

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en –46 y –55 puntos básicos, respectivamente¹, durante el período considerado (4 de junio a 15 de julio de 2020). En el mismo período, el exceso de liquidez aumentó en 642 mm de euros, aproximadamente, y se situó en torno a los 2.816 mm de euros. Este incremento fue reflejo, principalmente, de la adjudicación de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), así como de las compras de activos realizadas en el marco del programa de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés).

La curva de tipos *forward* del eonia se ha desplazado ligeramente a la baja desde principios de junio, aunque no parece que los mercados esperen un recorte inminente del tipo aplicado a la facilidad de depósito. Esta curva se desplazó a la baja algo más de 10 puntos básicos, en promedio, en los plazos superiores a tres años y se invirtió ligeramente en el corto plazo, con el tipo del eonia situado alrededor de 10 puntos básicos por debajo de su nivel actual a finales de 2021. La evolución de la curva de tipos *forward* del eonia puede estar relacionada con el anuncio del PEPP, en un contexto caracterizado por una acusada contracción de la actividad económica y por una mayor preocupación sobre las implicaciones de la pandemia de coronavirus (Covid-19), que continúa expandiéndose a escala mundial. En conjunto, los tipos *forward* del eonia siguen siendo inferiores a cero para horizontes hasta 2027, lo que indica que los mercados continúan esperando un período prolongado de tipos de interés negativos.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro disminuyeron en un entorno en el que la contracción del crecimiento económico tocó fondo en cierta medida. Durante el período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo en torno a 15 puntos básicos, hasta situarse en el 0,07 % (véase gráfico 3). Esta reducción reflejó más o menos una caída de 12 puntos básicos en el tipo *swap* del eonia (OIS) a diez años. Tras una ligera subida en la primera semana del período analizado, los tipos comenzaron a descender en respuesta, entre otros factores, a la decisión del Consejo de Gobierno de 4 de junio de ampliar el PEPP y al anuncio de la Reserva Federal, el 10 de junio, de que esperaba que los tipos de interés oficiales permanecieran en niveles próximos a cero durante un período de tiempo prolongado. El notable repunte de los últimos datos disponibles en relación con las expectativas de los mercados no pareció tener un impacto positivo en los tipos de interés, quizá porque los datos publicados seguían siendo acordes con una contracción del ciclo económico, aunque a un ritmo más lento. Las complejas negociaciones que finalmente dieron lugar a la aprobación del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia de la Unión Europea pueden haber influido en la

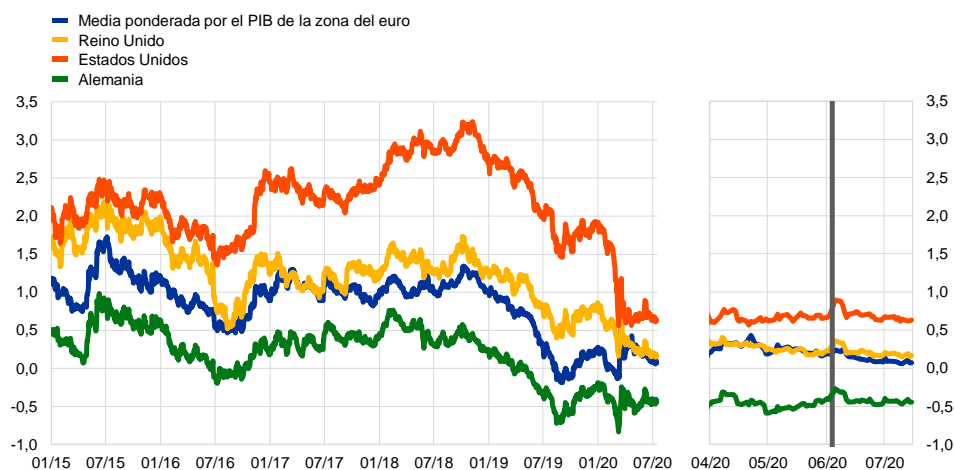
¹ La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019, y ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

evolución de los rendimientos soberanos, en ambos sentidos en ocasiones, durante el período de referencia. En otras economías, los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos descendieron en torno a 20 puntos básicos en el período analizado, hasta situarse en el 0,63 %, mientras que en el Reino Unido se redujeron alrededor de 15 puntos básicos, hasta el 0,17 %.

Gráfico 3

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (4 de junio de 2020). La ventana ampliada muestra la evolución de los rendimientos soberanos desde el 1 de abril de 2020. Las últimas observaciones corresponden al 15 de julio de 2020.

Los movimientos de los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo OIS libre de riesgo permanecieron relativamente contenidos. Los diferenciales aumentaron ligeramente al principio y luego comenzaron a reducirse, terminando el período de referencia algo por debajo de los niveles registrados a principios de junio en general. Los diferenciales de la deuda soberana de Alemania, España y Portugal se estrecharon entre 3 y 5 puntos básicos, mientras que los diferenciales soberanos de Francia e Italia cayeron muy marginalmente, solo 1 punto básico. En conjunto, el diferencial de rendimiento de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo OIS disminuyó 2 puntos básicos y se situó justo por debajo de 40 puntos básicos.

Los índices bursátiles del sector no financiero y del sector bancario de la zona del euro registraron subidas, lo que siguió compensando las acusadas pérdidas anotadas desde finales de febrero, en un entorno de aumento de la preocupación acerca del Covid-19. En el período analizado, las cotizaciones de las sociedades no financieras y de las entidades de crédito de la zona del euro se incrementaron un 2 % y un 3,2 %, respectivamente. En conjunto, los precios de las acciones de estos dos sectores permanecen en niveles alrededor de un 5 % y de un 30 % inferiores, respectivamente, a los observados el 24 de febrero, cuando las valoraciones empezaron a verse afectadas por el brote de Covid-19 fuera de China, lo que pone de manifiesto el comportamiento notablemente peor de las cotizaciones bancarias en comparación con otros sectores. Mientras que la mejora de las

expectativas de beneficios han respaldado los precios de las acciones, el aumento de las primas de riesgo —principalmente debido a la preocupación de los participantes en los mercados acerca de la expansión todavía intensa del número de casos de Covid-19 por todo el mundo y de una posible segunda ola de la pandemia— ha provocado una caída de las valoraciones.

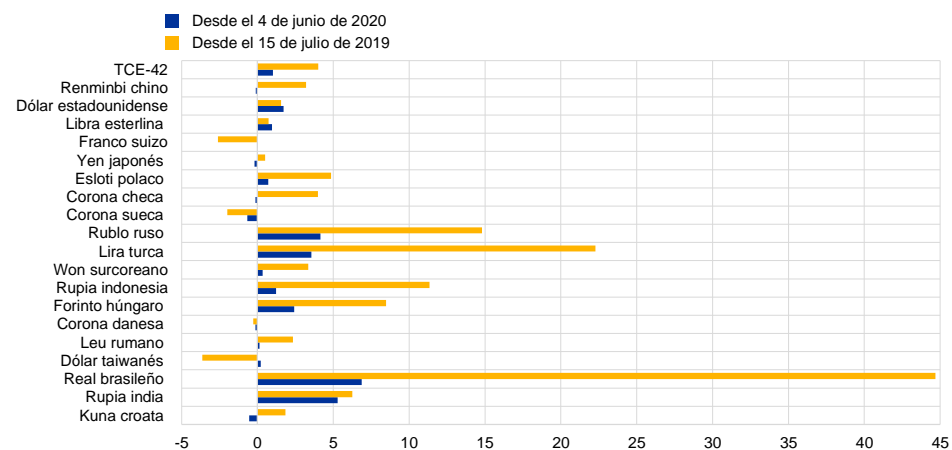
Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon durante el período analizado. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y de la deuda del sector financiero con respecto al tipo de interés libre de riesgo disminuyeron ligeramente —casi 10 puntos básicos— durante el período de referencia, hasta situarse en 104 y 120 puntos básicos, respectivamente, el 15 de julio. Pese al significativo estrechamiento con respecto a los máximos alcanzados a principios de abril, los diferenciales permanecen en niveles que duplican los registrados a finales de febrero. El aumento de los riesgos incorporados en los diferenciales de los valores de renta fija privada, así como en las cotizaciones, en comparación con principios de 2020 puede reflejar las expectativas de los mercados de un incremento significativo de los impagos de las empresas en los próximos trimestres.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en general (véase gráfico 4). En el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se apreció un 1 %. Esta evolución reflejó sobre todo un fortalecimiento frente a las monedas de los países que se vieron más duramente afectados por el impacto de la pandemia de Covid-19 en la economía y en los mercados financieros. En concreto, el euro se apreció frente a las monedas de algunas economías emergentes, notablemente el real brasileño (6,9 %), el rublo ruso (4,2 %) y la lira turca (3,6 %), así como frente al dólar estadounidense (1,7 %) y la libra esterlina (1 %). Al mismo tiempo, el euro se debilitó solo muy ligeramente frente al yen japonés (0,2 %) y el renminbi chino (0,1 %), y se mantuvo prácticamente sin variación frente al franco suizo.

Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

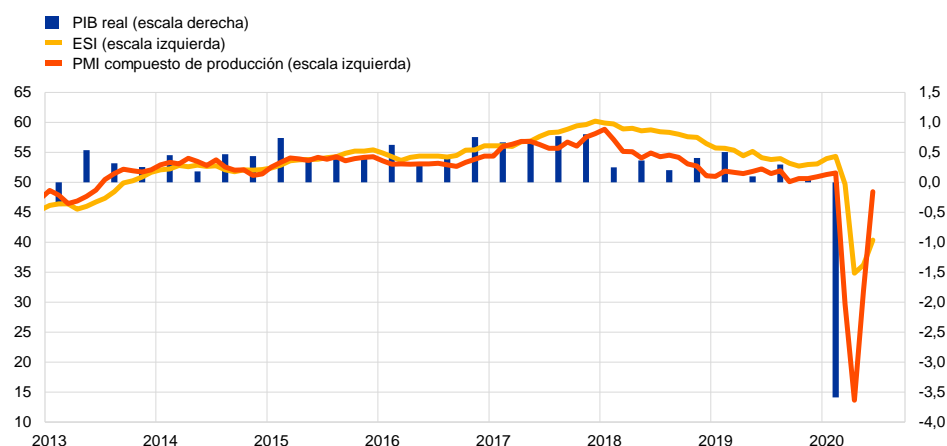
Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 15 de julio de 2020.

3 Actividad económica

Tras la intensa contracción del PIB real de la zona del euro en el primer trimestre de 2020, han aparecido señales de un repunte de la actividad económica con la retirada gradual de las medidas implementadas para contener el brote de coronavirus (Covid-19). La actividad económica total se redujo un 3,6 %², en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2020, tras crecer un 0,1 % en el cuarto trimestre de 2019 (véase gráfico 5). La desagregación de este dato sugiere que el descenso del PIB en el primer trimestre de 2020 se debió tanto a la demanda interna (con una contribución de –3,5 puntos porcentuales) como a la demanda exterior neta (–0,4 puntos porcentuales), mientras que la aportación al crecimiento de la variación de existencias fue ligeramente positiva (+0,3 puntos porcentuales). Los indicadores económicos señalan que la contracción de la actividad económica debido a la pandemia de Covid-19 registró un mínimo en abril de 2020. Los resultados de las encuestas, los indicadores de alta frecuencia y los datos cuantitativos indican que se está produciendo una recuperación generalizada —aunque lenta y desigual entre países— con la reapertura gradual de la economía. Los datos de las encuestas apuntan a una mejora de la actividad de las manufacturas y de los servicios en mayo y en junio, lo que refuerza la confianza en que la recuperación continuará en el tercer trimestre.

Gráfico 5
PIB real de la zona del euro, indicador de sentimiento económico (ESI) y PMI compuesto de producción

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



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

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

² Eurostat publicó su estimación de PIB el 9 de junio de 2020. En consonancia con las expectativas de que las revisiones serían mayores de lo habitual (+/-0,1 puntos porcentuales) —dado que algunos países tuvieron que adaptar sus métodos nacionales de estimación utilizando fuentes alternativas o modelos diferentes para subsanar los problemas de disponibilidad de datos y garantizar la mejor calidad posible—, la disponibilidad de un conjunto de datos más completo de las principales fuentes ya se ha traducido en una revisión al alza de –0,2 puntos porcentuales en la estimación de avance del PIB con respecto a la estimación preliminar de avance publicada el 30 de abril de 2020.

El impacto de la pandemia de Covid-19 en el mercado laboral es más evidente en el descenso de las horas trabajadas que en la tasa de paro.

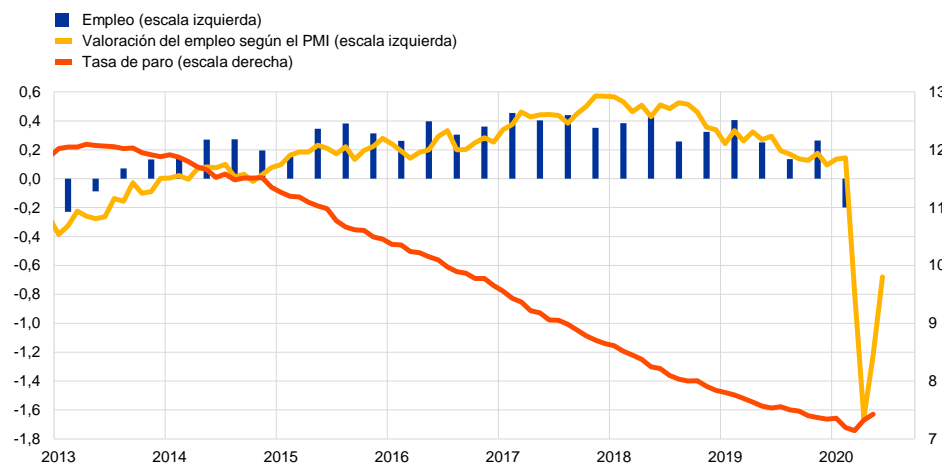
El empleo retrocedió un 0,2 % en el primer trimestre de 2020 con respecto al cuarto trimestre de 2019 (véase gráfico 6). Las horas totales trabajadas registraron una caída significativamente mayor, del 3,1 %, que se tradujo en una disminución del 2,9 % en las horas medias trabajadas por persona ocupada. La tasa de paro aumentó hasta situarse en el 7,4 % en mayo, pero aún no refleja la gravedad del impacto de la pandemia de Covid-19 en el mercado de trabajo de la zona del euro. Las medidas de apoyo al empleo, como los programas de regulación temporal de empleo, están ayudando a contener los despidos y explican, en parte, la tímida reacción de la tasa de desempleo³.

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo se han recuperado parcialmente tras registrar caídas sin precedentes en marzo y en abril. El índice de directores de compras (PMI) relativo al empleo aumentó hasta situarse en 43,2 en junio, desde un valor de 37,8 en mayo y de 33,4 en abril, cuando registró su nivel más bajo hasta la fecha (véase gráfico 6). Sin embargo, el nivel actual del PMI sigue apuntando a una fuerte contracción del empleo. Los indicadores de alta frecuencia proporcionan cierta evidencia de que la demanda de trabajo está tocando fondo⁴.

Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

Desde mayo se observan señales claras de recuperación del consumo. Los indicadores disponibles apuntan a un aumento del gasto tras la relajación de las medidas de confinamiento. El comercio al por menor se contrajo un 12 %, en tasa intermensual, en abril, mientras que registró un avance intermensual del 17,8 % en

³ Véase el recuadro titulado «Valoración preliminar del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro» en este Boletín Económico.

⁴ Véase el recuadro titulado «Evolución de los datos de alta frecuencia en el mercado de trabajo de la zona del euro» en este Boletín Económico.

mayo, y se espera que haya seguido creciendo en junio. Aunque las matriculaciones de automóviles todavía se sitúan en torno a un 50 % por debajo de su media intermensual de 2019, en mayo repuntaron un 140 %, en términos intermensuales, tras observarse acusados retrocesos del -45,8 % en abril y del -57,3 % en marzo. Los datos sobre confianza de los consumidores disponibles hasta junio sugieren también que el consumo registró un fuerte incremento en mayo y en junio en comparación con abril, aunque el gasto se mantuvo en niveles muy inferiores a los observados antes de los confinamientos. En consecuencia, la tasa de ahorro de los hogares alcanzó un nivel sin precedentes —el 16,9 %— en el primer trimestre de 2020. Aunque no cabe duda de que esta tasa se está viendo impulsada por motivos de precaución, el ahorro forzoso parece ser el principal determinante del repunte actual del ahorro de los hogares. A diferencia de la gran crisis financiera, el alza del ahorro se refleja principalmente en el aumento de los depósitos bancarios, más que en la disminución de los flujos de crédito.

Es probable que se dejen sentir algunos efectos de la demanda embalsada en los próximos meses, aunque su magnitud es todavía muy cierta. Alrededor de la mitad de la contracción del consumo privado refleja componentes del gasto que pueden aplazarse (como la adquisición de productos electrónicos y de vehículos). Esto podría ser indicativo de una demanda embalsada de estos bienes a medida que se retiren las medidas de contención. La demanda embalsada describe un rápido aumento de la demanda de productos tras una fase de desaceleración, que supera temporalmente el nivel de demanda registrada antes de dicha fase. Habida cuenta de que los consumidores tienden a aplazar sus decisiones de compra durante una recesión y de que, en la coyuntura actual, puede que se hayan visto obligados a posponer sus compras debido a los confinamientos, es probable que hayan acumulado demanda que se podría liberar a medida que se observen señales de recuperación y que se flexibilicen las medidas de contención. Aunque los datos recientes de comercio al por menor muestran un fuerte repunte en varias categorías de productos, aún es demasiado pronto para determinar si este repunte refleja la existencia generalizada de demanda embalsada o más bien un cambio en las cestas de consumo (por ejemplo, en favor de la adquisición de bicicletas o de equipamiento para la oficina en casa) en respuesta a la pandemia. Según los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea disponibles hasta junio, los hogares continúan previendo gastar menos en grandes compras en los próximos doce meses en comparación con los doce meses anteriores, pese al ahorro acumulado. Ello sugiere que los consumidores podrían seguir mostrándose prudentes, debido, en parte, al mayor riesgo de desempleo.

Se espera que la contracción de la inversión empresarial como consecuencia de los confinamientos y de las medidas de contención implementados en los distintos países de la zona del euro desde marzo de 2020 haya registrado un mínimo en abril, dado que se observan señales de recuperación. Los datos de producción correspondientes a abril y a mayo mostraron una drástica caída de la producción y de las ventas de manufacturas, que se debió a una combinación de factores de oferta y de demanda relacionados con la pandemia de Covid-19 y tuvo un intenso impacto adverso sobre la inversión empresarial. La producción de bienes de equipo —un indicador de la inversión, excluida la construcción— experimentó

una fuerte contracción (del 39 %) en marzo y en abril. El desplome de la producción de material de transporte durante ese período fue incluso más acusado —el 69 %—. Además, según la encuesta de coyuntura industrial de la Comisión Europea realizada en abril, la utilización de la capacidad productiva en el sector de bienes de equipo se redujo en 17 puntos porcentuales en el segundo trimestre, hasta situarse ligeramente por debajo del 67 %, el mínimo histórico de esta serie. Sin embargo, los datos de producción y los indicadores de opinión recientes señalan que en mayo se inició una recuperación desde esos niveles mínimos, que se ha intensificado en junio. La producción de bienes de equipo y de material de transporte registró fuertes repuntes en mayo (del 25,4 % y del 84 %, respectivamente). Pese a ello, los niveles de producción se mantienen sustancialmente por debajo de los observados en febrero. Los indicadores de opinión también avalan una incipiente recuperación. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea se estabilizó en mayo y anotó la mayor subida de la historia de esta serie en junio. Además, la confianza de la industria en el sector de bienes de equipo ha mejorado constantemente desde el mínimo observado en abril. Los PMI de las manufacturas arrojan una imagen similar. Pese a la mejora de estos indicadores, las carteras de pedidos del sector de bienes de equipo, particularmente para la exportación de estos bienes, se mantuvieron en niveles bajos en junio según las encuestas de la Comisión Europea. Asimismo, las cuentas sectoriales de la zona del euro mostraron una acusada caída del excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras en el primer trimestre de 2020, y el indicador sintético de tensiones sistémicas del BCE se mantiene en niveles elevados. Además, subsisten importantes riesgos a la baja para los planes de inversión de las empresas derivados de los crecientes niveles de deuda, de posibles insolvencias e incumplimientos de los compromisos de deuda a largo plazo contraídos por las empresas, así como de la disminución de los flujos de efectivo, a pesar de las sustanciales medidas adoptadas en la zona del euro y en la UE para proporcionar liquidez y crédito a las empresas⁵.

La inversión residencial en la zona del euro experimentó un drástico deterioro en el primer trimestre, mientras que se observaron signos positivos al final del segundo trimestre. La inversión en vivienda en la zona del euro descendió un 5,8 %, en tasa intertrimestral, en los tres primeros meses de 2020, lo que supone la peor tasa de crecimiento desde que se empezó a publicar esta serie, en 1995. Este resultado desfavorable fue consecuencia, principalmente, de la paralización generalizada de las obras de construcción, aunque se vio mitigado, en parte, por la abultada cartera de proyectos de construcción pendientes (especialmente, en Alemania y Países Bajos), y estuvo acompañado de una disminución del volumen de operaciones, que solo afectó levemente a los precios de la vivienda. Dado que las medidas de contención se intensificaron en varios países hasta finales de abril, se espera una contracción aún más profunda de la inversión residencial de la zona del euro en el segundo trimestre. Según los indicadores de opinión de la Comisión Europea, las empresas constructoras se enfrentaron a límites a la producción históricamente elevados en el segundo trimestre, que se debieron, sobre todo, a las condiciones financieras —que podrían indicar escasez de liquidez— y a otros

⁵ Véase el recuadro titulado «Cambios en los factores determinantes de la demanda de préstamos por parte de empresas en la zona del euro durante la pandemia de Covid-19» en este Boletín Económico.

factores, probablemente relacionados con los efectos de las medidas de contención sobre la actividad. No obstante, el PMI de producción de la construcción de la zona del euro tocó fondo en abril y mostró señales de mejora en mayo y en junio, en el contexto de la relajación de las medidas de contención, e incluso se situó ligeramente por encima del umbral de expansión en Francia y en Italia. Los resultados de las encuestas sobre la valoración de la cartera de pedidos de las empresas apuntan a unas perspectivas moderadas de recuperación del sector de la vivienda en los próximos meses. Los datos de encuestas sobre la intención de gasto en construcción o en reforma de viviendas de los hogares muestran un panorama similar. Además, la incertidumbre generada por la pandemia podría tener efectos aún más intensos y duraderos sobre la actividad, ya que podría inducir a los hogares y a los inversores a aplazar operaciones inmobiliarias hasta que se encuentre una solución médica efectiva para el Covid-19.

Tras la acusada caída de los intercambios comerciales con países pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro en el primer trimestre de 2020, las exportaciones a países de fuera de la zona del euro y el comercio entre países de la zona se hundieron en abril con la aparición de nuevos epicentros de la pandemia de Covid-19. Las medidas adoptadas para contener la pandemia tuvieron un intenso impacto adverso sobre los intercambios comerciales dentro y fuera de la zona del euro en el primer trimestre. La caída de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro fue muy superior a la de las importaciones desde esos países, lo que se tradujo en una contribución negativa (de -0,4 puntos porcentuales) de la demanda exterior neta al PIB. El comercio dentro de la zona del euro experimentó una fuerte contracción en el primer trimestre, debido sobre todo a los bienes intermedios —como consecuencia, a su vez, de las disrupciones en las cadenas de producción— y a los bienes de equipo. Con la entrada en vigor de las medidas de confinamiento estricto en los distintos países de la zona del euro en abril, el comercio de bienes dentro de la zona del euro volvió a desplomarse (un 21,7 % en términos nominales con respecto a marzo). Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro siguieron viéndose más afectadas que las importaciones desde esos países en abril. Mientras que la disminución de la demanda interna en la zona del euro se tradujo en una reducción de las importaciones de bienes de países de fuera de la zona del 13%, en términos nominales, en abril con respecto al mes anterior, el hundimiento de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se aceleró en el mismo mes, con una tasa de descenso nominal del 24,5 % con respecto al mes precedente, debido a la propagación de la pandemia a los socios comerciales más importantes. En abril, las exportaciones reales de bienes a Estados Unidos, a China y a Brasil cayeron un 32 %, un 11 % y un 36 %, respectivamente, en comparación con el mismo mes del año anterior. Los indicadores adelantados apuntan a que las tasas de crecimiento negativas del comercio probablemente registraron su mínimo en abril. El PMI de nuevos pedidos exteriores de la zona del euro repuntó desde un valor de 18,9 en abril hasta 42,5 en junio. El comercio de manufacturas, en particular en el sector de la automoción, se recuperó parcialmente con la reapertura de las fábricas. Aunque el turismo y el transporte siguen siendo los sectores más afectados, el comercio se está recuperando de forma gradual en estas ramas, a medida que se levantan las restricciones a los desplazamientos, lo que

también se aprecia en el leve incremento de la capacidad de transporte aéreo desde mediados de junio. Pese a este repunte parcial, es probable que la recuperación de los intercambios comerciales en la zona del euro sea desigual e incompleta, dada la falta de sincronización en la relajación de las medidas de contención de los socios comerciales más importantes y los efectos persistentes sobre la confianza.

Aunque los últimos datos económicos, en particular los resultados de las encuestas, muestran señales incipientes de recuperación, siguen apuntando a una contracción histórica del producto de la zona del euro en el segundo trimestre de 2020. El brote de Covid-19 y las medidas de contención asociadas han tenido un impacto adverso en la actividad de las manufacturas y, especialmente, de los servicios, debido a las crecientes restricciones de oferta y a la rápida disminución de la demanda. En cuanto a los indicadores de opinión recientes, el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea y el PMI compuesto de producción registraron mínimos históricos en abril. Aunque en mayo y en junio algunos indicadores experimentaron fuertes avances, se mantienen por debajo de sus niveles de largo plazo. Tanto el indicador de sentimiento económico como el PMI muestran repuntes generalizados en los distintos países y sectores económicos. La recuperación de la actividad económica también se ve confirmada por indicadores de alta frecuencia, como el consumo de electricidad.

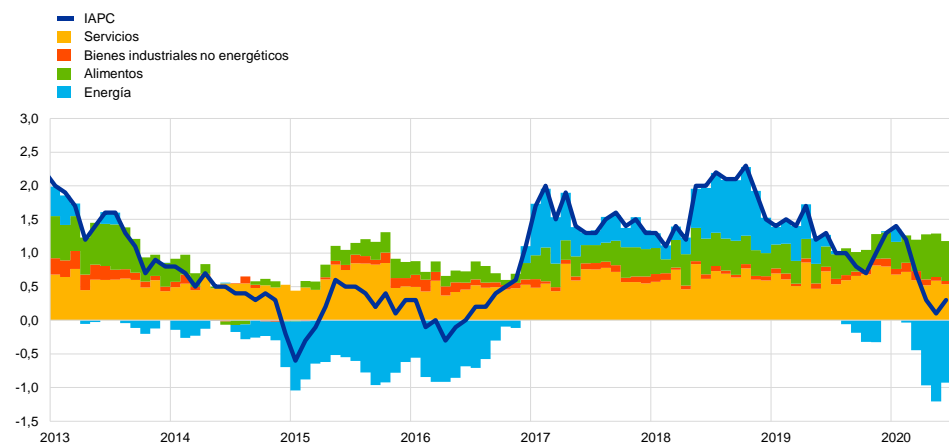
Al margen de las interrupciones generadas por la pandemia de coronavirus, el crecimiento de la zona del euro se está reanudando con la retirada gradual de las medidas de contención, respaldado por unas condiciones de financiación favorables, por la orientación de las políticas fiscales de la zona del euro y por una reactivación de la actividad mundial. Sin embargo, el nivel de incertidumbre sigue siendo extremadamente elevado, por lo que es muy difícil predecir el alcance y la duración de la recuperación. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#), realizada a principios de junio, muestran una nueva revisión a la baja de las previsiones del sector privado relativas al crecimiento del PIB para 2020 y una revisión al alza para 2021, en comparación con la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de abril.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC repuntó ligeramente, hasta el 0,3 % en junio, desde el 0,1 % registrado en mayo de 2020. Este incremento refleja, sobre todo, una tasa de variación interanual de los precios de la energía menos negativa (-9,4 % en junio, frente al -11,9 % de mayo). Esta tasa se vio contrarrestada, en parte, por un nuevo descenso de la inflación de los precios de los alimentos (3,1 % en junio, frente al 3,4 % de mayo y el 3,6 % de abril)⁶. Es importante señalar que los datos del IAPC siguen estando sujetos a un grado de incertidumbre elevado en lo que respecta a su medición debido a dificultades en la recopilación de datos de precios. El porcentaje de precios imputados, aunque se redujo del 22 % en mayo al 11 % en junio, continúa siendo mayor de lo habitual, especialmente en el caso de los servicios⁷.

Gráfico 7

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 junio de 2020 (estimación 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).

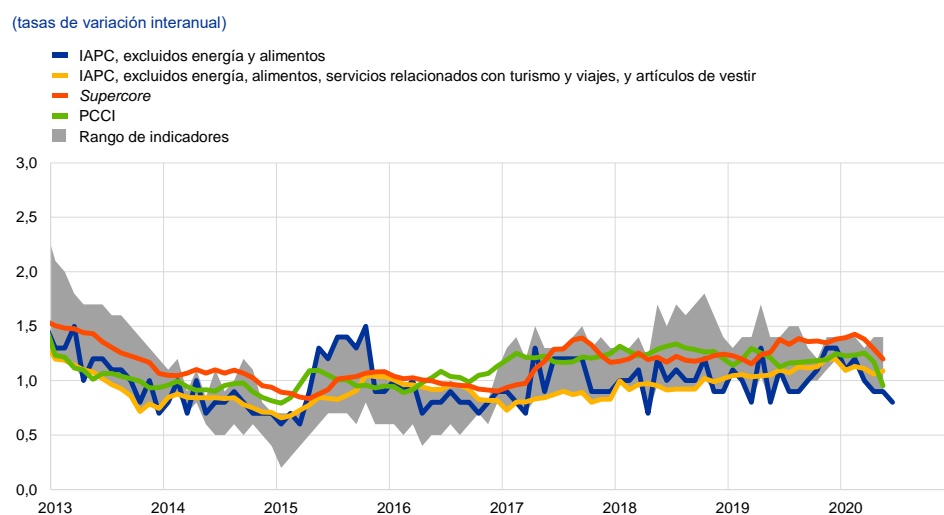
Los indicadores de la inflación subyacente retrocedieron. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, disminuyó hasta situarse en el 0,8 % en junio, desde el 0,9 % de mayo y abril, y el 1,2 % de febrero. Esta disminución reciente se debe, principalmente, a que la tasa de variación de los precios de los servicios se redujo del 1,3 % en mayo al 1,2 % en junio, mientras que la correspondiente a los bienes industriales no energéticos se mantuvo sin cambios, en el 0,2 %, en junio. Para otros indicadores solo se disponía de datos hasta mayo de 2020. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, permaneció

⁶ Para más detalles sobre la evolución de los precios de los alimentos, véase el recuadro 7 de este Boletín Económico.

⁷ Véase la [metodología del IAPC de Eurostat](#) para más información.

inalterada —con respecto a abril— en mayo, en el 1,1 %, mientras que el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) registró un descenso (del 1,2 % al 1 %), al igual que el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»)⁸, que pasó del 1,3 % al 1,2 %.

Gráfico 8
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Las presiones inflacionistas latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC se mantuvieron estables en las fases posteriores de la cadena de producción, pero disminuyeron ligeramente en las primeras fases. La tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio permaneció estable en el 0,5 % en mayo, y la tasa correspondiente a los precios de importación de estos bienes tampoco varió en mayo con respecto a abril y fue del 0 %. En las primeras fases de la cadena de producción, la inflación de los bienes intermedios producidos internamente descendió hasta el -2,9 % en mayo, desde el -2,6 % de abril, mientras que la tasa de variación de los precios de importación de estos bienes aumentó y se situó en el -2 % en mayo, frente al -2,2 % de abril.

El crecimiento de la remuneración por asalariado registró un acusado descenso en el primer trimestre de 2020, que básicamente reflejó la disminución de las horas trabajadas. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado cayó hasta situarse en el 0,3 % en el primer trimestre de 2020, frente al 1,6 % del cuarto trimestre de 2019. La caída fue generalizada en

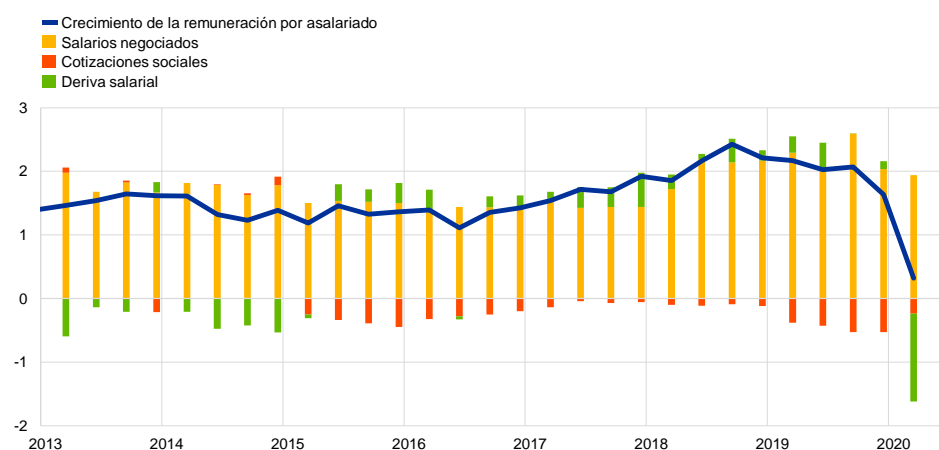
⁸ Para más información sobre estos indicadores de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «Measures of underlying inflation for the euro area», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

todos los sectores y países. La fuerte desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado en la zona del euro obedece, fundamentalmente, a la reducción significativa de las horas trabajadas por asalariado tras el comienzo de la pandemia de coronavirus (Covid-19) y a las medidas de confinamiento y contención asociadas. El impacto de los programas de regulación temporal de empleo y de las medidas de contención también es evidente en la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por hora, que aumentó hasta situarse en el 3,1 % en el primer trimestre de 2020, desde el 1,8 % observado en el trimestre anterior, debido a la disminución sustancial de las horas reales trabajadas por asalariado. Esta evolución opuesta refleja el efecto amortiguador de los programas de regulación temporal de empleo sobre las rentas del trabajo. Los salarios negociados crecieron un 2 % en el primer trimestre de 2020, y la evolución más reciente de la remuneración por asalariado implica un fuerte impacto a la baja en la deriva salarial⁹. Sin embargo, la desaceleración de la remuneración por asalariado exagera la pérdida de rentas del trabajo, ya que varios países registran las ayudas públicas como «transferencias» y no como «remuneración» con fines estadísticos¹⁰.

Gráfico 9

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.

Durante el período analizado (del 4 de junio al 15 de julio de 2020), los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han continuado avanzando lentamente hacia los niveles observados a finales de febrero, mientras que los indicadores de expectativas de inflación basados en encuestas han registrado un ligero retroceso. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años siguió recuperándose del mínimo histórico (0,72 %) registrado el 23 de marzo de 2020, y aumentó hasta alcanzar el 1,12 % el 15 de julio. En conjunto, el incremento observado durante el período analizado ha sido moderado (5 puntos básicos). La probabilidad (neutral al riesgo) implícita en las

⁹ Para más información sobre la deriva salarial, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la deriva salarial en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2018.

¹⁰ Para más información, véase el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

opciones de una deflación en los próximos cinco años se redujo considerablemente con respecto al máximo de finales de marzo de 2020 y se situó próxima a los niveles de finales de febrero. La menor probabilidad de deflación puede obedecer también, en cierta medida, a la subida reciente del precio del petróleo. Pese al incremento observado durante el período analizado, especialmente a muy largo plazo, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación. Como consecuencia de los efectos de la pandemia de coronavirus (Covid-19), de las medidas para paliarlos y de la incertidumbre persistente, la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE correspondiente al tercer trimestre de 2020 muestra una nueva revisión a la baja de las expectativas de inflación para la zona del euro en ese trimestre. Las previsiones medias de inflación anual medida por el IAPC se sitúan ahora en el 0,4 % para 2020, el 1 % para 2021 y el 1,3 % para 2022, lo que representa una corrección a la baja de 0,2 y de 0,1 puntos porcentuales para 2021 y 2022, respectivamente. Aunque la variación, en términos no redondeados, fue muy pequeña, las expectativas medias de inflación a largo plazo disminuyeron con respecto al 1,7 % señalado en la encuesta anterior y se situaron en el 1,6 %, un nuevo mínimo histórico.

Gráfico 10

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



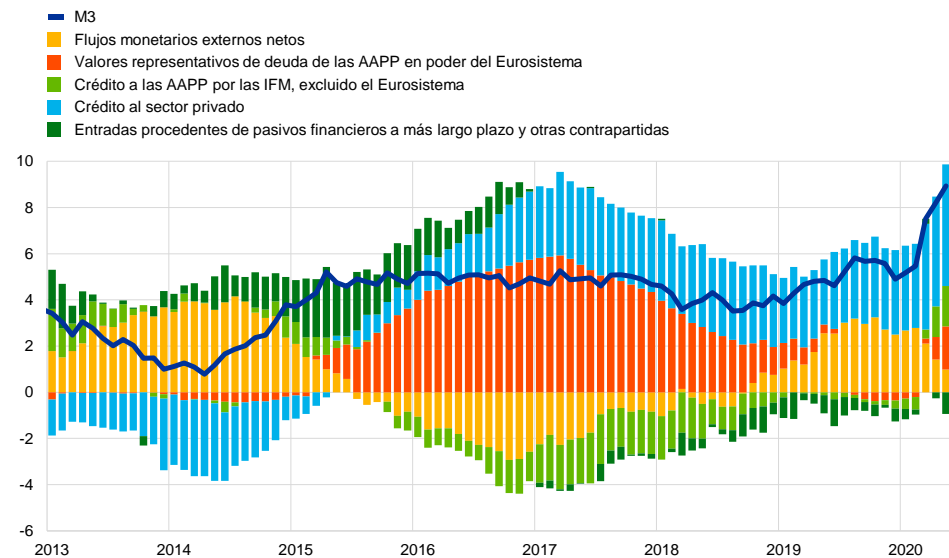
Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro (junio de 2020) y Consensus Economics (8 de junio de 2020).

Notas: La encuesta EPE correspondiente al tercer trimestre de 2020 se realizó entre el 30 de junio y el 6 de julio de 2020. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 15 de julio de 2020.

El crecimiento del agregado monetario amplio volvió a aumentar en mayo. El agregado monetario amplio (M3) registró otro flujo de entradas considerable, que señala una fuerte acumulación de liquidez en un entorno de incertidumbre relacionado con la crisis de la pandemia. La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 8,9 % en mayo de 2020, desde el 8,2 % registrado en abril (véase gráfico 11). Aunque la ralentización del crecimiento económico frenó el avance de M3, este recibió un apoyo sustancial procedente de la extraordinaria demanda de liquidez de las empresas y los hogares. La aceleración de M3 estuvo impulsada, principalmente, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó desde el 11,9 % observado en abril hasta el 12,5 % en mayo de 2020, debido, fundamentalmente, a un nuevo ascenso de las tasas de crecimiento interanual de los depósitos a la vista. Aunque parece que, en el caso de las empresas, los motivos de precaución continúan siendo un determinante importante del avance de los depósitos, en el de los hogares las restricciones que siguen limitando las posibilidades de gasto también podrían haber influido. En mayo, la contribución de otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables al crecimiento interanual de M3 fue reducida, pero positiva.

Gráfico 11
M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

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

El crédito interno continuó siendo la principal fuente de creación de dinero en mayo de 2020. El crédito al sector privado (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 11) —el principal factor determinante del crecimiento de M3 desde

la perspectiva de las contrapartidas desde 2018— aumentó de nuevo, impulsado fundamentalmente por el incremento de los préstamos a las sociedades no financieras. Además, 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) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) del BCE contribuyeron más al crecimiento de M3 en mayo que en meses anteriores (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 11)¹¹. El avance de M3 se vio respaldado adicionalmente por el aumento del crédito a las Administraciones Públicas por las instituciones financieras monetarias (IFM), excluido el Eurosistema (véase la parte de color verde claro de las barras del gráfico 11). La aportación de los flujos monetarios externos netos interanuales se moderó ligeramente (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 11), como consecuencia, en gran medida, de los flujos de salida de marzo y de abril, y de los reducidos flujos de mayo. Los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas tuvieron un leve impacto moderador sobre el crecimiento del agregado monetario amplio.

El avance de los préstamos a empresas se intensificó de nuevo en mayo¹². La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado aumentó hasta el 5,3 % en mayo de 2020, desde el 4,9 % observado en abril (véase gráfico 12). Esta evolución se debió a un nuevo incremento de la tasa de avance interanual de los préstamos a las sociedades no financieras, que pasó del 6,6 % en abril de 2020 al 7,3 % en mayo. El crecimiento del crédito bancario a las empresas estuvo impulsado por las necesidades de financiación de sus operaciones, en un entorno de flujos de efectivo reducidos. El recurso de las empresas a los préstamos a medio y a largo plazo continuó aumentando, en detrimento de los préstamos a corto plazo, dado que la evidencia de una recuperación más prolongada cobró fuerza. Para el tercer trimestre de 2020, las expectativas de las entidades de crédito expresadas en la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#), que normalmente avanzan el crecimiento efectivo de los préstamos, apuntan a nuevos repuntes de la demanda de préstamos a empresas, si bien a un ritmo más lento. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se estabilizó en el 3 % en mayo de 2020, desde el 3,4 % registrado en marzo, tras dos meses consecutivos de descenso. La evolución dispar entre las empresas y los hogares en el mes de mayo queda patente en los resultados de la encuesta relativos a la oferta y la demanda de crédito. Las medidas de política monetaria del BCE, 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.

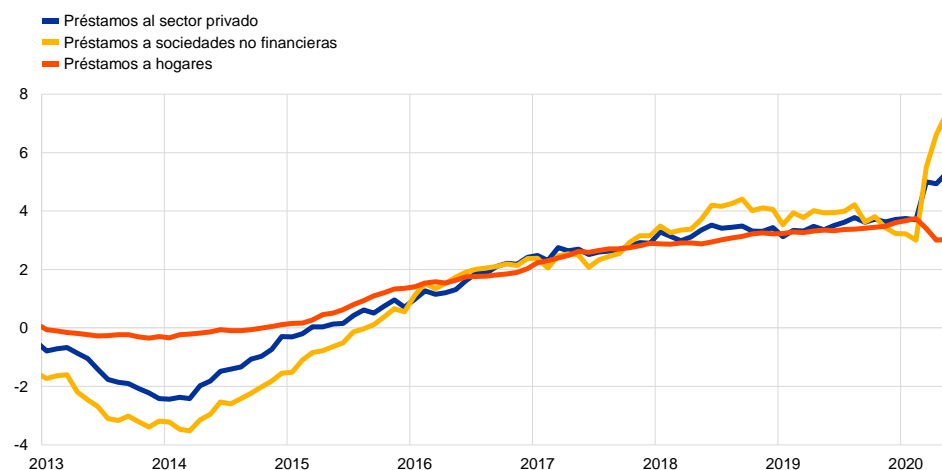
¹¹ Para un análisis más detallado de la efectividad de las medidas del BCE, véase el recuadro titulado «Impacto de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en respuesta a la crisis del Covid-19» en este Boletín Económico.

¹² Para más información sobre cómo está afectando la pandemia a las condiciones de los préstamos bancarios y a las necesidades de financiación de las empresas desde una perspectiva sectorial, véase el recuadro titulado «Cambios en los factores determinantes de la demanda de préstamos por parte de las empresas en la zona del euro durante la pandemia de Covid-19» en este Boletín Económico.

Gráfico 12

Préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2020

muestra que la pandemia de coronavirus (Covid-19) volvió a tener un fuerte impacto al alza sobre la demanda de préstamos de las empresas, debido, en gran medida, a las necesidades urgentes de liquidez. En el segundo trimestre

de 2020, la demanda de préstamos y la disposición de líneas de crédito por parte de las empresas alcanzaron el saldo neto más elevado desde 2003, año en que empezó a publicarse la encuesta. La mayor demanda de los prestatarios para financiar las existencias y el capital circulante compensó con creces la contribución negativa de la demanda de financiación para inversión en capital fijo. Al mismo tiempo, los criterios de aprobación de préstamos o de líneas de crédito a empresas continuaron siendo favorables¹³. Aunque estos criterios se vieron respaldados por los avales públicos en la mayoría de los países y por las medidas de política monetaria, las entidades volvieron a indicar que la percepción de riesgos (relacionada con el deterioro de las perspectivas económicas generales y con la situación específica de las empresas) era el principal factor determinante del endurecimiento de los criterios de aprobación. Las entidades también señalaron una menor tolerancia al riesgo que en la encuesta anterior. Para el tercer trimestre de 2020, los bancos esperan un endurecimiento considerable de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas que, según señalan, estaría relacionado con el final esperado de los programas de avales públicos en algunos de los países más grandes de la zona del euro. En cuanto a los hogares, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito para consumo disminuyó considerablemente en el segundo trimestre, como consecuencia de la menor confianza de los consumidores, del empeoramiento de las perspectivas del mercado

¹³ En el segundo trimestre de 2020, el porcentaje neto de entidades que señalaron un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos y líneas de crédito a empresas fue del 1 %, mientras que el porcentaje neto que indicó un endurecimiento de los criterios de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y del crédito para consumo y otros fines fue del 20 % y el 25 %, respectivamente.

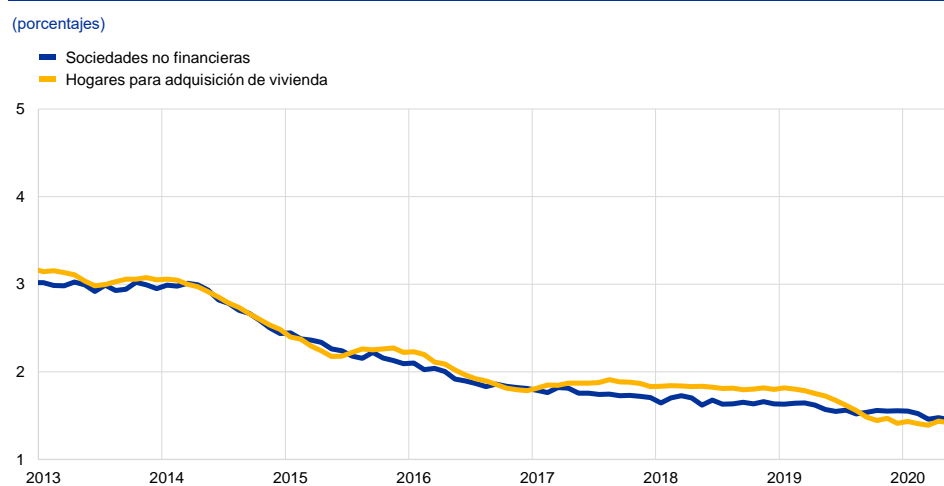
de la vivienda y de las reducidas posibilidades de gasto durante el período de confinamiento estricto. Los criterios de aprobación de los préstamos a hogares se endurecieron significativamente en el segundo trimestre de 2020. Esta evolución fue atribuible a un deterioro de las rentas de los hogares y de las perspectivas de empleo debido a la pandemia de Covid-19. Las entidades prevén que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación continuará y que, con la relajación de las restricciones a la movilidad, la demanda de préstamos a hogares repuntará en el tercer trimestre de 2020.

El nivel muy favorable de los tipos de interés del crédito continuó sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro.

Los tipos de interés de los préstamos se estabilizaron en mínimos históricos, básicamente en línea con la evolución de los tipos de interés de referencia del mercado (a más largo plazo). En mayo de 2020, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares permanecieron prácticamente sin variación, en el 1,46 % y el 1,42 %, respectivamente (véase gráfico 13). Mientras que el severo impacto económico de la pandemia sobre los ingresos de las empresas, sobre las perspectivas de empleo de los hogares y sobre la solvencia general de los prestatarios ejerce presión al alza en los tipos de interés de los préstamos bancarios, el vigoroso estímulo de las políticas implementadas en respuesta a la crisis causada por la pandemia, en particular las medidas de política monetaria del BCE y los avales públicos, tiene un efecto moderador sobre los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares.

Gráfico 13

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



Fuente: BCE.

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