

Boletín Económico

Número 5 / 2020

Índice

Evolución económica y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	6
2 Evolución financiera	11
3 Actividad económica	15
4 Precios y costes	21
5 Dinero y crédito	25
Recuadros	29
1 Tensiones de financiación en dólares estadounidenses y líneas <i>swap</i> entre bancos centrales durante la crisis del Covid-19	29
2 El fuerte desplome del comercio en 2020 y el papel amplificador de las cadenas globales de valor	37
3 Impacto de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en respuesta a la crisis del Covid-19	43
4 Mercados de renta variable en la zona del euro y cambio en las expectativas de recuperación económica	50
5 Valoración preliminar del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro	58
6 Evolución de los datos de alta frecuencia en el mercado de trabajo de la zona del euro	64
7 Evolución reciente de los precios de los alimentos en la zona del euro	72
8 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	78
Artículos	87
1 El consumo de bienes duraderos en la zona del euro	87
2 Determinantes del aumento de la tasa de actividad: el papel de las reformas de los sistemas de pensiones	90
3 Distribución de liquidez y liquidación en TARGET2	94

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 Eurosystema 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 Eurosystema 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.

1

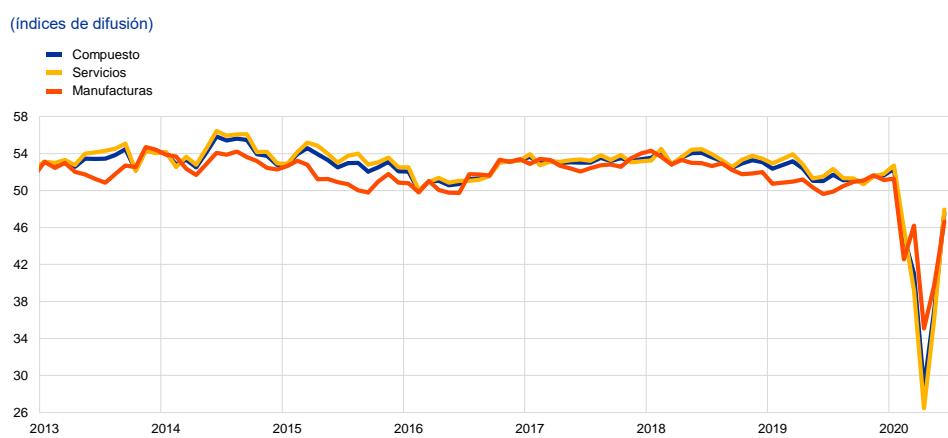
Entorno exterior

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.

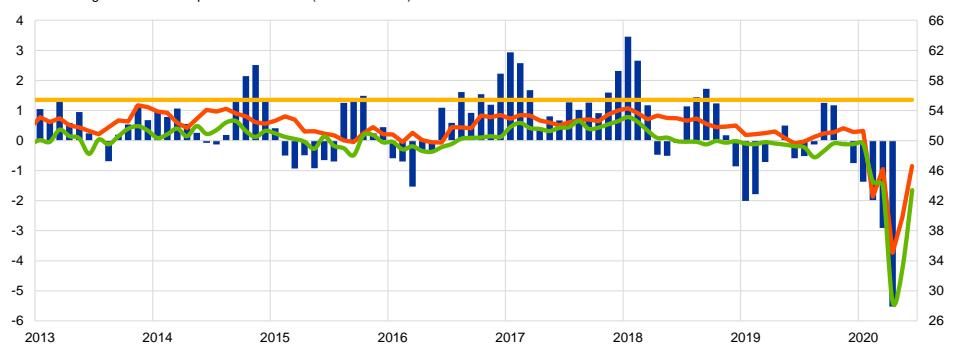
El comercio mundial continuó siendo muy débil en abril, lo que apunta a un retroceso excepcional en el segundo trimestre. Las importaciones mundiales de mercancías (excluida la zona del euro) disminuyeron de forma acusada en abril, tras dos meses consecutivos de descenso. La caída del comercio internacional 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)

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

█ Importaciones mundiales de mercancías (escala izquierda)
█ Importaciones mundiales de mercancías, media 1991-2019 (escala izquierda)
█ PMI global de producción de las manufacturas (escala derecha)
█ PMI global de nuevos pedidos exteriores (escala derecha)



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.

2

Evolución financiera

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.

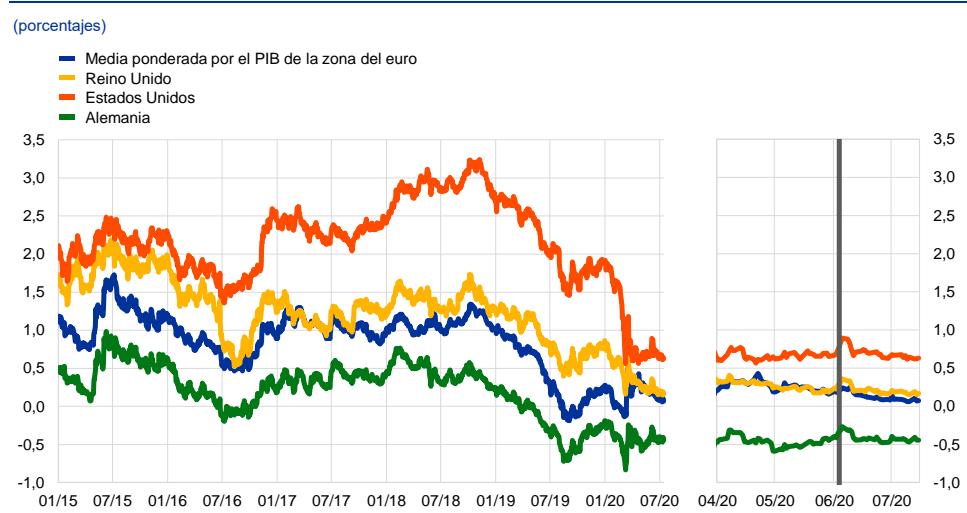
Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro disminuyeron en un entorno en el que la contracción del crecimiento económico tocó fondo en cierta medida. Durante el período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB 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



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 los 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.

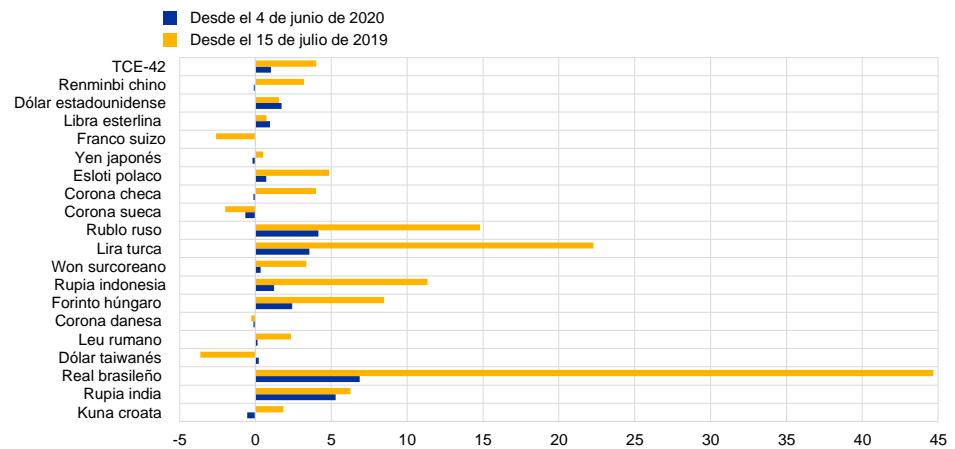
Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon durante el período analizado. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y de la deuda del sector financiero con respecto 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.

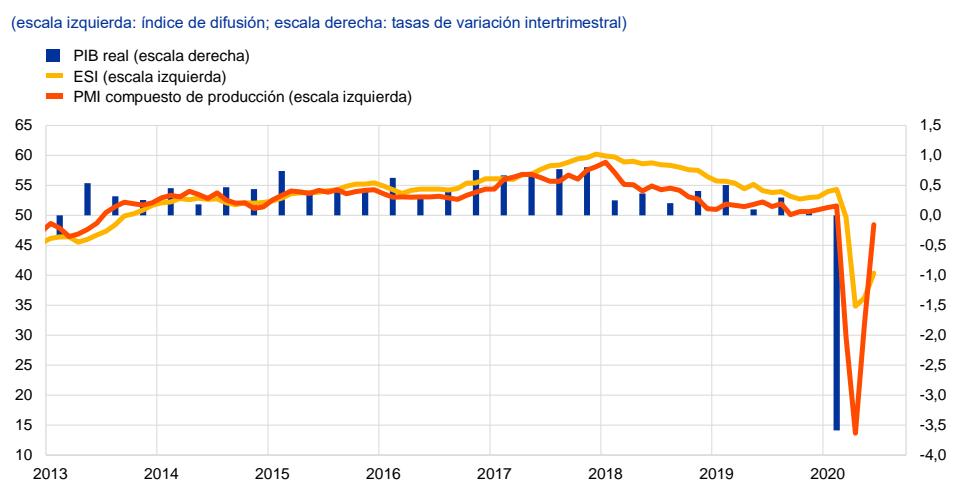
3

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



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

Notas: El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) se normaliza y reescaliza 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.

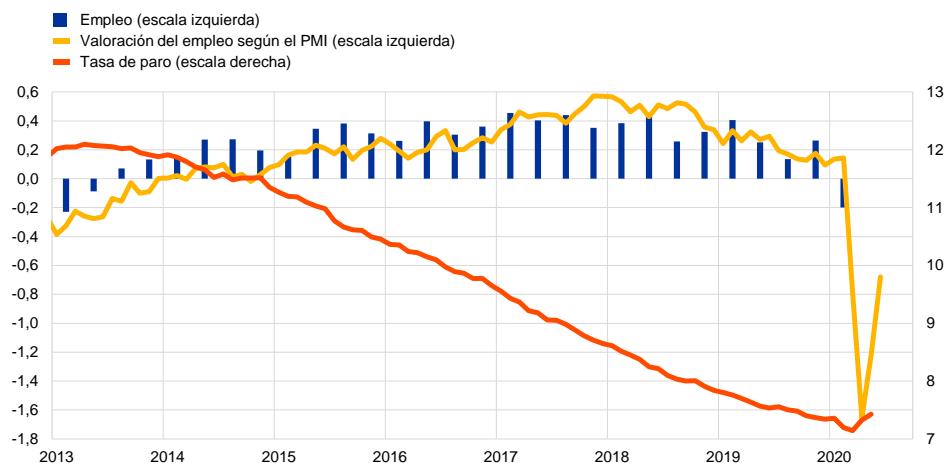
El impacto de la pandemia de Covid-19 en el mercado laboral es más evidente en el descenso de las horas trabajadas que en la tasa de paro. El empleo retrocedió un 0,2 % en el primer trimestre de 2020 con respecto al cuarto trimestre de 2019 (véase gráfico 6). Las horas totales trabajadas registraron 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 disruptiones 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.

4

Precios y costes

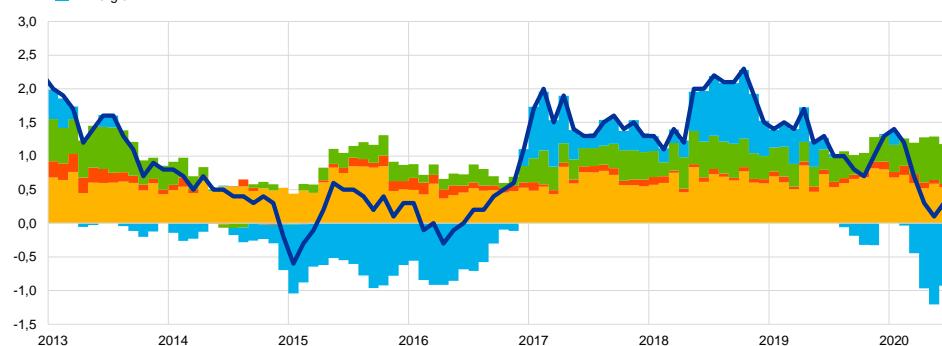
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC repuntó ligeramente, hasta el 0,3 % en junio, desde el 0,1 % registrado en mayo de 2020. Este incremento refleja, sobre todo, una tasa de variación interanual de los precios de la energía menos negativa (-9,4 % en junio, frente 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)

- IAPC
- Servicios
- Bienes industriales no energéticos
- Alimentos
- Energía



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).

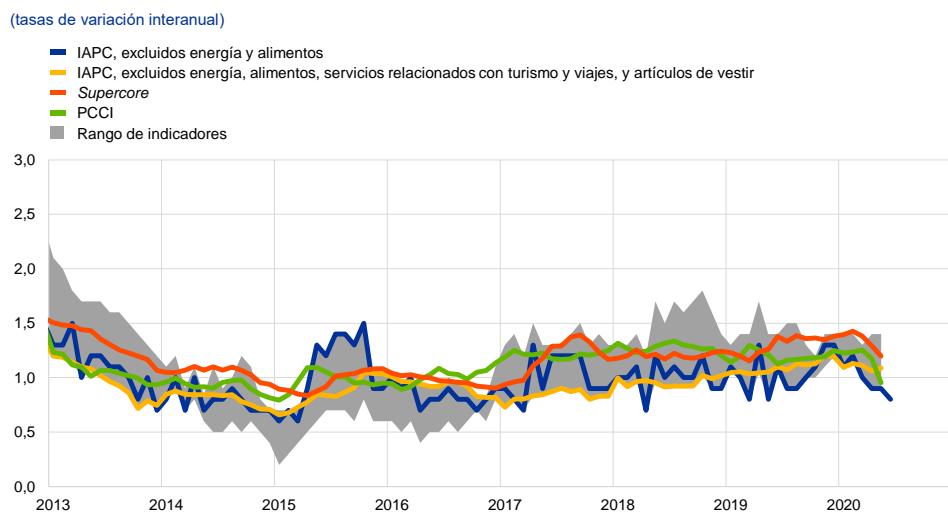
Los indicadores de la inflación subyacente retrocedieron. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, disminuyó hasta situarse en el 0,8 % en junio, desde el 0,9 % de mayo y abril, y el 1,2 % de febrero. Esta disminución reciente se debe, principalmente, a que la tasa de variación 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

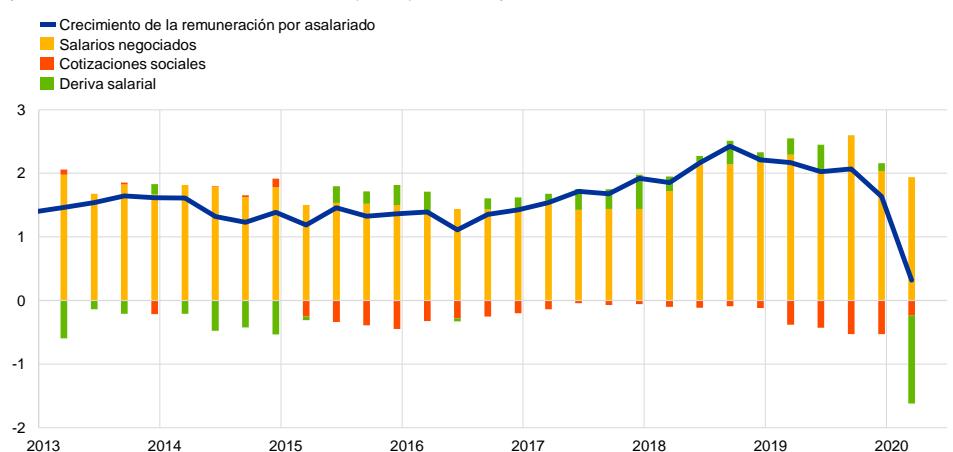
⁸ Para más información sobre estos indicadores de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «[Measures of underlying inflation for the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

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

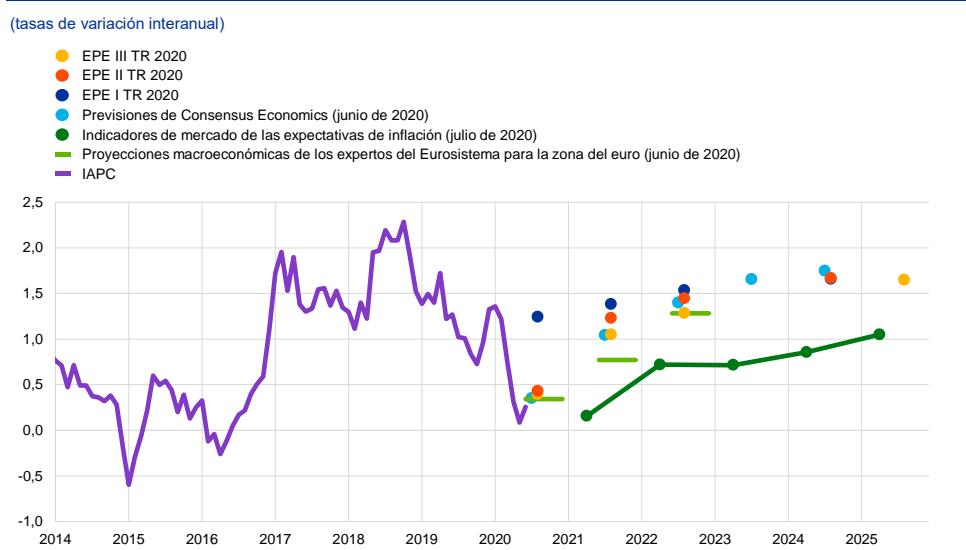
⁹ Para más información sobre la deriva salarial, véase el recuadro titulado «[Evolución reciente de la deriva salarial en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2018.

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



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.

5

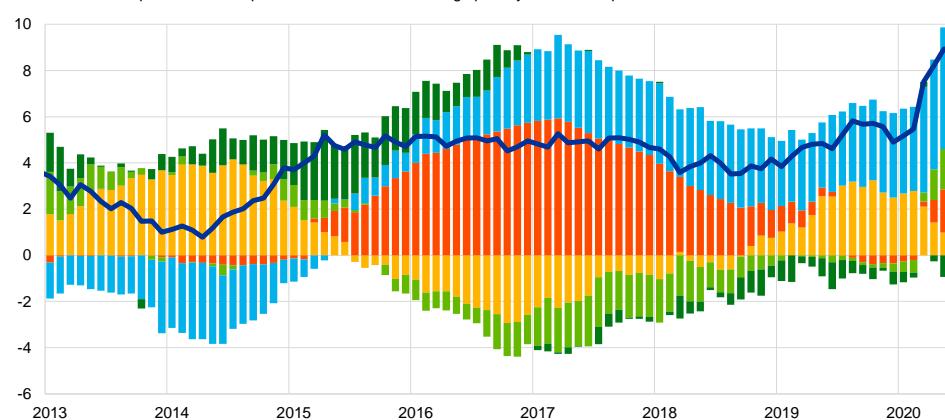
Dinero y crédito

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)

- M3
- Flujos monetarios externos netos
- Valores representativos de deuda de las AAPP en poder del Eurosistema
- Crédito a las AAPP por las IFM, excluido el Eurosistema
- Crédito al sector privado
- Entradas procedentes de pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas



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

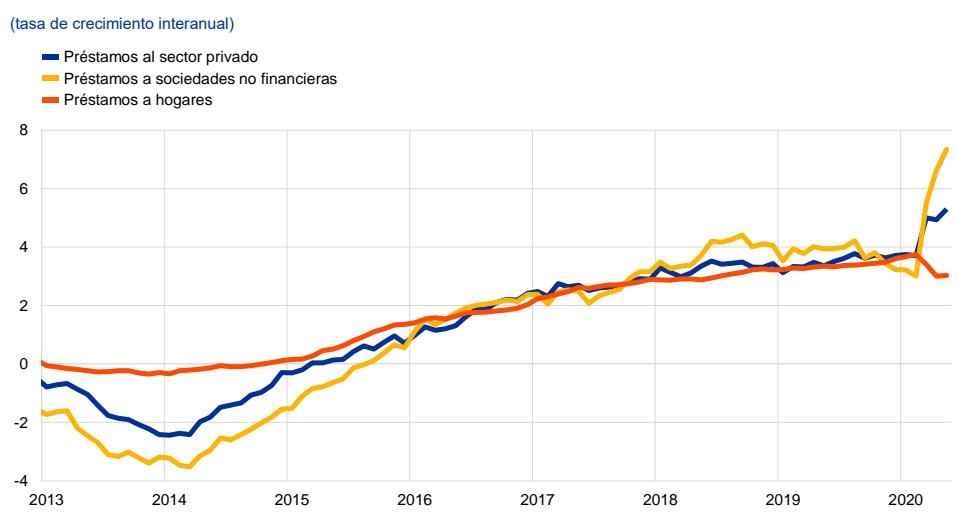
la perspectiva de las contrapartidas desde 2018— aumentó de nuevo, impulsado fundamentalmente por el incremento de los préstamos a las sociedades no financieras. Además, las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en 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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial 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

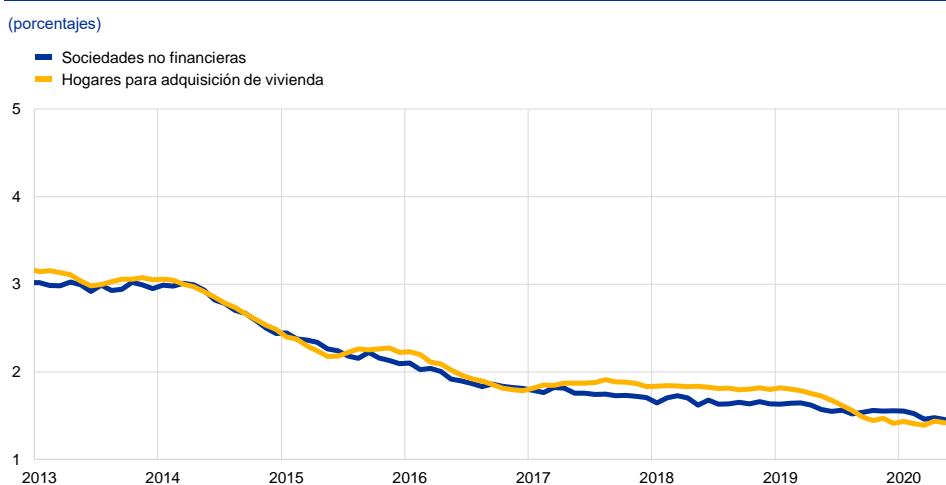
¹³ En el segundo trimestre de 2020, el porcentaje neto de entidades que señalaron un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos y líneas de crédito a empresas fue del 1 %, mientras que el porcentaje neto que indicó un endurecimiento de los criterios de los préstamos a hogares para adquisición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

Recuadros

1

Tensiones de financiación en dólares estadounidenses y líneas swap entre bancos centrales durante la crisis del Covid-19

Gianluca Persi

Las condiciones de financiación en dólares estadounidenses (en adelante, dólares) comenzaron a tensarse hacia finales de febrero de 2020, cuando los desequilibrios entre oferta y demanda dieron lugar a un incremento de las primas de financiación en un entorno de volatilidad en los mercados financieros.

Este recuadro se centra en estas tensiones en el mercado de swaps de divisas, donde los participantes se prestan fondos entre sí en dos monedas (por ejemplo, euros y dólares) con el compromiso de volver a intercambiar esos fondos en una fecha posterior y a un tipo de cambio previamente acordado. En el recuadro se aporta evidencia del impacto positivo de las líneas swap entre bancos centrales sobre el funcionamiento del mercado de swaps EUR/USD. Estas líneas swap permiten al Euroistema proporcionar dólares a las entidades de crédito de la zona del euro¹⁴. El aumento de estas líneas swap y el subsiguiente suministro de dólares a través de operaciones de provisión de liquidez más frecuentes no solo ayudaron a las entidades de crédito a satisfacer sus necesidades inmediatas de financiación en esa moneda, sino que también respaldaron la actividad del mercado, dado que los bancos que participaron en estas operaciones estaban más dispuestos a intermediar y pasaron fondos que tomaron prestados del Euroistema a otros participantes en el mercado. Esto fue clave para reducir las tensiones en las condiciones de financiación en dólares y para restablecer el funcionamiento ordenado del mercado de swaps EUR/USD. El análisis se basa en datos de las operaciones de mercado recopilados a través de las estadísticas de los mercados monetarios (MMSR, por sus siglas en inglés) del BCE¹⁵.

En el contexto de elevada volatilidad en los mercados y de aversión al riesgo como consecuencia de la pandemia de coronavirus (Covid-19), el diferencial de los swaps EUR/USD (EUR/USD FX swap basis spread) —un importante

¹⁴ Las líneas swap entre bancos centrales permiten que un banco central (el BCE en este caso) reciba liquidez en moneda extranjera (dólares estadounidenses) del banco central emisor (la Reserva Federal), que retiene la moneda del banco central receptor (el euro) como garantía hasta el vencimiento. A su vez, el banco central receptor presta la liquidez en moneda extranjera que recibe a entidades de crédito nacionales a cambio de activos de garantía admisibles. De acuerdo con la [nota de prensa del BCE](#) publicada el 17 de junio de 2014, las operaciones de subasta en dólares ofrecidas por el Euroistema se llevan a cabo a tipo de interés fijo con adjudicación plena, es decir, el BCE satisface todas las pujas recibidas de las entidades de contrapartida a cambio de activos de garantía admisibles. En 2011, el BCE estableció, junto con el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá, el Banco de Japón, la Reserva Federal y el Banco Nacional de Suiza, un sistema de líneas swap que permiten a los bancos centrales participantes intercambiar las respectivas monedas. Para más información, véanse el [sitio web](#) del BCE y el [sitio web](#) de la Reserva Federal.

¹⁵ El conjunto de datos MMSR consiste en datos individualizados sobre cada operación de las 50 entidades de crédito de la zona del euro de mayor tamaño, en términos del valor de los activos del balance, incluida su actividad de swaps de divisas. Para más información, véase el [sitio web](#) del BCE.

indicador de los costes de financiación en dólares para las entidades de crédito europeas— aumentó de forma sustancial. El diferencial de los *swaps* de divisas es la diferencia entre el tipo de interés implícito medio de la financiación recibida en dólares en el mercado de *swaps* EUR/USD y el tipo de interés libre de riesgo del dólar, que está representado por el tipo del *overnight index swap* (OIS) del dólar. En condiciones normales de mercado, el diferencial de los *swaps* de divisas es reducido¹⁶ y solo refleja fricciones temporales en los mercados, como las relacionadas con las fechas de presentación de los balances. Sin embargo, desde finales de febrero, las entidades de crédito europeas incrementaron la prima que estaban dispuestas a pagar para asegurar la financiación en dólares en el mercado de *swaps* EUR/USD, lo que se tradujo en un diferencial de los *swaps* de divisas más amplio. Esta dinámica fue reflejo de un repunte considerable de la demanda de dólares, ya que los agentes atesoraban efectivo en previsión de posibles salidas de liquidez a la economía real. Las entidades de crédito y las empresas europeas que generalmente tienen una exposición significativa al dólar también se vieron afectadas. El 28 de febrero, el diferencial de los *swaps* de divisas a un día alcanzó los 25 puntos básicos, duplicándose en solo tres días. Al mismo tiempo, el diferencial de los *swaps* de divisas a tres meses se amplió a 49 puntos básicos el 3 de marzo, 30 puntos básicos por encima del nivel medio registrado en febrero de 2020 (véase gráfico A).

Pese al anuncio del aumento de las líneas swap entre bancos centrales el 15 de marzo, la prima para obtener financiación en dólares en el mercado de swaps EUR/USD continuó subiendo inicialmente, sobre todo en los plazos cortos. Dado el deterioro de las condiciones de financiación en dólares a escala mundial, el 15 de marzo la Reserva Federal, el BCE, el Banco de Japón, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Canadá anunciaron medidas coordinadas para aumentar la provisión de liquidez en dólares a través de los acuerdos permanentes de líneas *swap*¹⁷. El BCE anunció que el Eurosystema ofrecería operaciones con un vencimiento de 84 días a partir del 18 de marzo, además de las operaciones a siete días que ya se estaban ofreciendo. Asimismo, el precio de ambas operaciones se redujo 25 puntos básicos, hasta situarse en un nivel igual al tipo OIS del dólar más 25 puntos básicos. Este anuncio alivió poco las primas de financiación en dólares en el mercado de *swaps* EUR/USD, particularmente en los plazos cortos. Por tanto, los tipos de la financiación obtenida en dólares a corto plazo comenzaron a crecer exponencialmente y el diferencial de los *swaps* de divisas a un día alcanzó un máximo de 644 puntos básicos el 17 de marzo, la víspera de las primeras operaciones en dólares con las condiciones mejoradas de las líneas *swap*.

La adjudicación de las primeras operaciones en dólares del Eurosystema en condiciones de precios más favorables realizadas el 18 de marzo alivió significativamente las condiciones de financiación en dólares a corto plazo en el mercado de swaps EUR/USD, mientras que los plazos más largos se vieron menos afectados. El 18 de marzo, cuando se ofreció la operación en dólares con

¹⁶ Por ejemplo, los diferenciales de los *swaps* de divisas en plazos inferiores a tres meses se situaron, en promedio, por debajo del 0,2 % en enero y en febrero de 2020.

¹⁷ Para más información, véase la [nota de prensa del BCE](#) publicada el 15 de marzo de 2020.

vencimiento de 84 días por primera vez desde la primavera de 2014, el BCE adjudicó 76 mm de dólares a 44 participantes en la operación a 84 días y 36 mm de dólares a 22 participantes en la operación a siete días. La adjudicación total de 112 mm de dólares el 18 de marzo fue la de mayor importe en un único día desde 2008. Ambas operaciones fueron sustancialmente más baratas que los precios de mercado comparables y, según la información de los mercados, el sustancial volumen de fondos adjudicados y el elevado número de entidades de crédito participantes ayudaron a eliminar el posible estigma asociado a la participación de las entidades en estas operaciones. Después del anuncio de los resultados de las operaciones en dólares, las entidades informadoras que presentan información estadística sobre los mercados monetarios declararon unas primas de financiación en dólares considerablemente más bajas para las operaciones a corto plazo, y el diferencial de los *swaps* de divisas a un día cayó 476 puntos básicos, hasta situarse en 168 puntos básicos. En cambio, el diferencial de los *swaps* de divisas a tres meses se estrechó temporalmente, aunque en menor medida, y pasó de 157 a 107 puntos básicos, antes de repuntar de nuevo hasta los 144 puntos básicos el 19 de marzo. Ante las perspectivas altamente inciertas de los mercados relacionadas con posibles salidas abruptas de dólares, las entidades de crédito inicialmente atesoraron liquidez en esta moneda obtenida a través de la facilidad en dólares del Eurosistema. Únicamente una parte de esta liquidez se trasladó al mercado. Esto ocurrió fundamentalmente en los plazos más cortos, lo que limitó la reducción de las primas de financiación en dólares a más largo plazo.

Las condiciones no empezaron a mejorar de forma sostenida en todos los plazos hasta que se ofrecieron operaciones diarias en dólares a siete días a partir del el 23 de marzo¹⁸, que aliviaron la incertidumbre en torno a la disponibilidad de dólares. Los participantes en el mercado consideraron que las operaciones diarias eran útiles, ya que esta frecuencia reducía la incertidumbre en torno a la disponibilidad de dólares para satisfacer las necesidades de financiación diaria. Además de la introducción de las operaciones diarias en dólares con vencimiento de siete días, el Eurosistema continuó ofreciendo operaciones semanales con un plazo más largo, de 84 días, lo que aseguraba la disponibilidad de fondos en dólares para las entidades de crédito de la zona del euro durante un período más largo. Estas dos medidas combinadas respaldaron la transmisión gradual al mercado de la liquidez obtenida en las operaciones en dólares y fueron eficaces para reducir las primas de financiación en esta moneda¹⁹.

¹⁸ El 20 de marzo de 2020, la Reserva Federal, el BCE, el Banco de Japón, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Canadá anunciaron un aumento de la frecuencia de las operaciones a siete días, que pasaron a ser semanales en lugar de diarias. Estas operaciones diarias comenzaron el 23 de marzo de 2020, y su objetivo era incrementar en mayor medida la provisión de liquidez a través de los acuerdos permanentes de provisión de liquidez (*líneas swap*) en dólares. Para más información, véase la [nota de prensa del BCE](#) publicada el 20 de marzo de 2020.

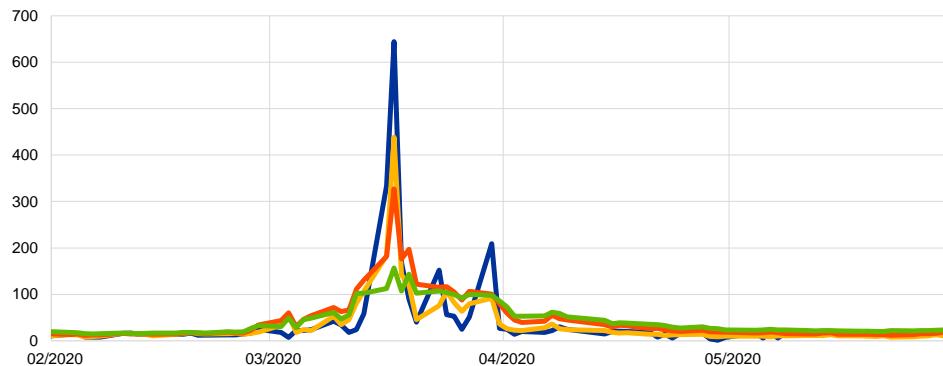
¹⁹ El efecto de las operaciones diarias y de las operaciones de subasta en dólares a largo plazo sobre las condiciones de financiación en dólares para las entidades de crédito de la zona del euro se analizó también en el [Boletín Mensual del BCE](#) publicado en agosto de 2014.

Gráfico A

Diferencial entre el tipo de financiación tomada en dólares en el mercado de swaps EUR/USD y el tipo de interés libre de riesgo del dólar

(puntos básicos)

- Diferencial a un día
- Diferencial a una semana
- Diferencial a un mes
- Diferencial a tres meses



Fuentes: BCE, MMSR y Bloomberg.

Notas: El tipo de interés libre de riesgo del dólar que se utiliza para los plazos a un día es el tipo efectivo de los fondos federales y, para el resto de los plazos, los tipos OIS del dólar. El tipo de interés de la financiación tomada en dólares es el tipo pagado por las entidades informadoras a efectos de MMSR para recibir dólares en el mercado de swaps EUR/USD a diferentes plazos. El tipo de financiación en dólares a un día en el mercado de swaps EUR/USD se basa en las operaciones *tomorrow/next*.

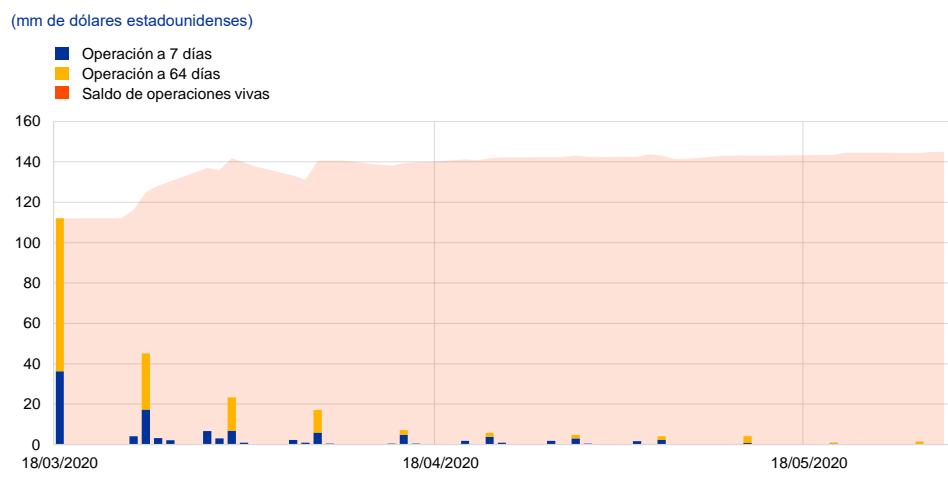
No obstante, los costes de financiación en dólares en el mercado de swaps EUR/USD se mantuvieron en niveles elevados en el período previo al final del primer trimestre. Dado que las entidades de crédito tienen que comunicar determinadas ratios regulatorias al cierre del trimestre, suelen ser reacias a ampliar sus balances por la actividad de intermediación que abarca el final del trimestre. El cierre trimestral de marzo es también el cierre fiscal para las entidades de crédito de algunas jurisdicciones, como Japón, donde el impuesto se determina en función del tamaño del balance. Así pues, el alivio aportado por las operaciones en dólares se redujo alrededor del final del trimestre. En consecuencia, la volatilidad de las condiciones de financiación en los mercados de swaps EUR/USD se mantuvo en el período anterior al final del trimestre, tanto en los plazos cortos como en los largos. El diferencial de los swaps de divisas a un día permaneció en un nivel más elevado que antes de la crisis del Covid-19 y repuntó al final del primer trimestre de 2020. El 30 de marzo alcanzó los 209 puntos básicos, 88 puntos básicos por encima del nivel registrado al final del primer trimestre de 2019. Mientras, el diferencial de los swaps de divisas a tres meses se situó en un promedio de 95 puntos básicos en la última semana de marzo, unas cinco veces más alto que el diferencial medio registrado en febrero de 2020.

Después de final del trimestre, la prima para obtener financiación en dólares en el mercado de swaps EUR/USD volvió a caer, las condiciones de financiación en esta moneda comenzaron a normalizarse y las operaciones en dólares del Eurosistema fueron perdiendo atractivo gradualmente, lo que se tradujo en una caída de la participación en estas operaciones. Los diferenciales de los swaps de divisas se normalizaron paulatinamente durante el mes de abril, en un entorno de mejora del clima de los mercados y de menor preocupación en torno a la disponibilidad de liquidez en dólares. Las primas de financiación en dólares a

corto plazo (entre un día y una semana) disminuyeron con rapidez después del final del trimestre y, a mediados de abril, retornaron casi a los niveles anteriores al estallido de la pandemia. Los diferenciales de los *swaps* de divisas a más largo plazo tardaron más en normalizarse, pero, a finales de abril, también se estabilizaron alrededor de los niveles registrados antes de la crisis. En línea con esta dinámica y con lo observado en otras jurisdicciones, las operaciones en dólares del Eurosystema comenzaron a perder su atractivo económico en abril. Por lo tanto, el uso de la facilidad en dólares del Eurosystema cayó considerablemente con el paso del tiempo. En la segunda quincena de mayo, el BCE adjudicó menos de 3 mm de dólares en total, es decir, 173 mm de dólares menos que durante la segunda quincena de marzo (véase gráfico B). El 21 de abril, el BCE no recibió pujas por primera vez desde el comienzo de las operaciones mejoradas en dólares. Las operaciones sin adjudicación fueron haciéndose más habituales posteriormente, lo que reflejó la normalización de las condiciones de financiación en dólares en el mercado de *swaps* EUR/USD.

Gráfico B

Adjudicación diaria y saldos de operaciones vivas en las operaciones en dólares del Eurosystema



Fuente: BCE.

El volumen negociado en el mercado de *swaps* EUR/USD mantuvo su solidez durante la crisis, y los participantes en el mercado aumentaron inicialmente su actividad en los plazos más largos en previsión de un endurecimiento de las condiciones de financiación en dólares. Los datos de las operaciones de las estadísticas de los mercados monetarios muestran un incremento significativo del volumen negociado para los plazos a más de un mes en las semanas anteriores al punto álgido de la crisis. Esto sugiere que, a medida que las condiciones de financiación en dólares comenzaron a deteriorarse, los participantes en el mercado intentaron asegurar la financiación en esta moneda a los precios vigentes en previsión de un endurecimiento adicional de las condiciones en los mercados. Los volúmenes negociados a más de un mes, incluidas las operaciones a plazo,

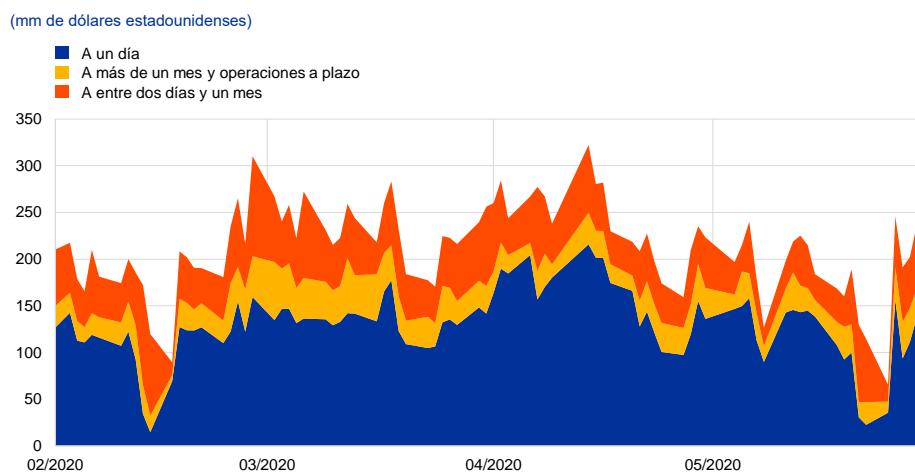
continuaron siendo elevados hasta el 19 de marzo²⁰, fecha de liquidación de la primera operación mejorada en dólares. Impulsado por el aumento de los volúmenes de negociación a más largo plazo, el volumen total diario negociado entre el 25 de febrero y el 19 de marzo se incrementó más de un tercio, en promedio, en comparación con el resto de febrero de 2020, hasta situarse en alrededor de 250 mm de dólares (véase gráfico C).

Las operaciones en dólares de los bancos centrales respaldaron el funcionamiento del mercado de swaps EUR/USD, dado que la financiación obtenida del Eurosistema en dólares encontró su salida al mercado. Sin embargo, se observó un desplazamiento general hacia los plazos más cortos. En conjunto, la actividad del mercado de swaps EUR/USD mantuvo su intensidad tras la introducción de las operaciones mejoradas de provisión de liquidez en dólares por los bancos centrales y registró un crecimiento adicional después del final del primer trimestre. Esto indica que los fondos que tomaron prestados los bancos en las operaciones del Eurosistema se transmitieron a otros participantes en el mercado, lo que ayudó a satisfacer la demanda adicional de dólares relacionada con la crisis. El aumento de la actividad del mercado de swaps EUR/USD registrado en abril se observó principalmente en los plazos cortos, debido a los elevados niveles de aversión al riesgo y la preferencia de los agentes por prestar los excedentes de liquidez en el mercado principalmente a plazos cortos. En concreto, el volumen de las operaciones a un día creció más de un 50 % después del final del primer trimestre, pasando de una media diaria de 118 mm de dólares en el primer trimestre de 2020 a una media diaria de 184 mm de dólares en el período comprendido entre del 1 y el 20 de abril. Por último, a finales de abril los volúmenes y la composición por plazos retornaron a los niveles anteriores la crisis.

²⁰ Entre el 25 de febrero y el 19 de marzo, las entidades informadoras a efectos de MMSR declararon un volumen de negociación medio diario de 45 mm de dólares en plazos superiores a un mes, incluidas las operaciones a plazo. Esta cifra fue un 50 % más elevada que la correspondiente al volumen de negociación medio diario de enero y febrero de 2020.

Gráfico C

Volumen diario de operaciones de swap EUR/USD, por plazos



Fuentes: BCE y MMSR.

Notas: El volumen diario de operaciones tiene en cuenta las operaciones tanto de toma como de concesión de financiación declaradas por las entidades informadoras a efectos de MMSR en el segmento del mercado de swaps EUR/USD.

Las entidades que participaron en las operaciones en dólares del Eurosistema traspasaron los fondos a otros participantes en el mercado, aliviando así las condiciones de financiación en dólares en el mercado de swaps EUR/USD, especialmente en los plazos cortos. En particular, los datos sobre las operaciones según MMSR muestran que un gran grupo de entidades de crédito de la zona del euro que participaron en las operaciones en dólares del Eurosistema aumentaron sus volúmenes diarios de préstamos en dólares a corto plazo de manera significativa. Concretamente, estos volúmenes de préstamos concedidos se incrementaron, en promedio, 34 mm de dólares entre el 1 y el 20 de abril, en un entorno de disminución de las primas de financiación en dólares. Dado que las entidades de crédito informadoras a efectos de MMSR se encuentran entre las de mayor tamaño de Europa, generalmente operan con un elevado número de entidades de contrapartida, lo que significa que es probable que los fondos en dólares hayan estado ampliamente repartidos²¹.

La provisión de dólares a través de las operaciones del Eurosistema permitió

a las grandes entidades de crédito europeas restablecer su función de intermediación en dólares, que se había visto alterada por la crisis en marzo.

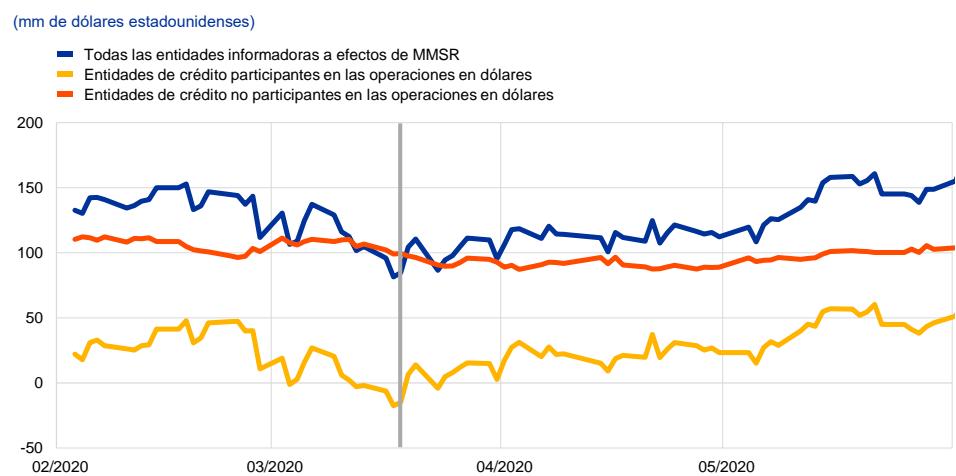
Las entidades informadoras a efectos de MMSR son intermediarios importantes en el mercado de dólares y proporcionan liquidez en dólares a otras entidades de contrapartida. En su conjunto, estas entidades informadoras suelen ser prestamistas netas de dólares en el mercado de swaps EUR/USD. Esto significa que tienen un excedente de dólares que, en épocas normales, se invierte en el mercado de swaps EUR/USD. Sin embargo, algunas entidades informadoras vieron que su posición prestamista neta —medida por la diferencia entre los volúmenes de dólares

²¹ Entre el 1 de septiembre de 2019 y el 17 de marzo de 2020, las entidades informadoras a efectos de MMSR proporcionaron financiación en dólares a una media diaria de 578 entidades de contrapartida diferentes en el mercado de swaps EUR/USD. Entre el 18 de marzo (cuando se introdujeron las líneas swap mejoradas) y el 30 de abril, el número medio diario de entidades de contrapartida que recibieron financiación en dólares de las entidades informadoras a efectos de MMSR aumentó a 648, lo que supone un incremento del 12 %, aproximadamente.

concedidos y tomados en préstamo por ellas en el mercado de swaps EUR/USD—se deterioró a medida que se intensificó la crisis, y el excedente de dólares neto total cayó de 153 mm de dólares a 82 mm de dólares (véase gráfico D). Además, las entidades informadoras a efectos de MMSR que participaron en las operaciones en dólares del Eurosistema representaron alrededor de tres cuartas partes del volumen total adjudicado en estas operaciones²². En conjunto, la posición prestamista neta de estas entidades descendió de forma muy significativa, e incluso se convirtieron en prestatarias netas de dólares en el mercado de swaps EUR/USD en el período anterior a la provisión de liquidez en dólares en condiciones mejoradas, mientras que la posición prestamista neta de las demás entidades informadoras solo disminuyó marginalmente. Después de que estas entidades informadoras participaran en las operaciones en dólares del Eurosistema, la posición prestamista neta total en el mercado de swaps EUR/USD comenzó a normalizarse y alcanzó la cifra de 161 mm de dólares el 21 de mayo, 79 mm de dólares más que durante el punto álgido de la crisis, el 17 de marzo. Esto sugiere que las operaciones en dólares resultaron eficaces para aliviar las tensiones del mercado y para compensar el efecto de las perturbaciones registradas durante la primera quincena de marzo, pues el funcionamiento de los mercados se recuperó gradualmente y las entidades de crédito pasaron a estar más dispuestas a intermediar. Por tanto, las líneas swap entre bancos centrales ayudaron a mitigar los efectos de las tensiones en el mercado de financiación en dólares, lo que respaldó la provisión de crédito bancario a los hogares y a las empresas, tanto internamente como en el exterior.

Gráfico D

Posición prestamista en dólares neta de las entidades informadoras a efectos de MMSR en el mercado de swaps EUR/USD



Fuentes: BCE y MMSR.

Notas: Posición neta de préstamos concedidos en dólares frente a euros. Las cifras se expresan en el equivalente a dólares multiplicando la posición prestamista neta en euros por el tipo de cambio al contado EUR/USD del día. Un valor negativo indica una posición prestataria neta en dólares. La línea gris representa el comienzo de las operaciones mejoradas en dólares, el 18 de marzo. Las entidades de crédito participantes son las entidades informadoras a efectos de MMSR que participaron en las operaciones en dólares entre el 18 de marzo y el 7 de abril de 2020.

²² El análisis se llevó a cabo a partir de los resultados de las operaciones en dólares del Eurosistema que se llevaron a cabo entre el 18 de marzo y el 7 de abril de 2020. El grupo de entidades informadoras a efectos de MMSR que se consideran entidades de crédito «participantes» son las que participaron en las operaciones en dólares del Eurosistema durante el mismo período. Las entidades informadoras sin participación o con una participación insignificante se incluyeron en el grupo de «no participantes».

El fuerte desplome del comercio en 2020 y el papel amplificador de las cadenas globales de valor

Simone Cigna y Lucia Quaglietti

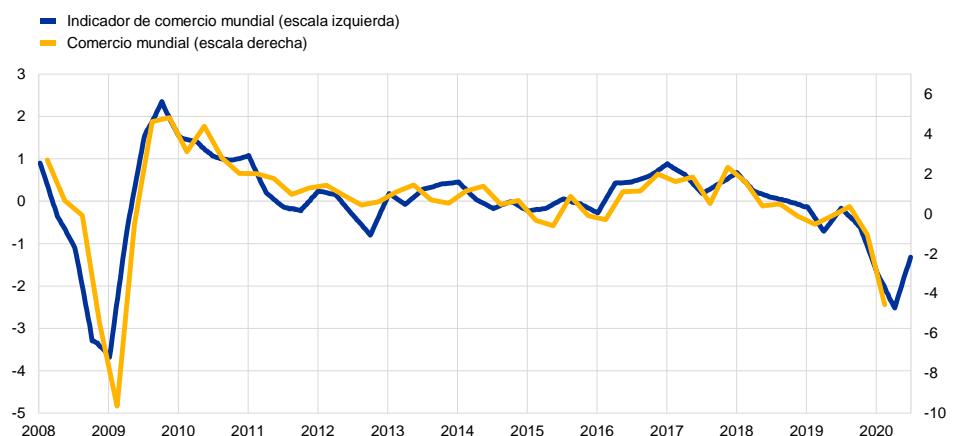
En este recuadro se analizan los efectos económicos de la pandemia de coronavirus (Covid-19) transmitidos a través de las cadenas globales de valor (CGV). La economía mundial está afrontando una perturbación sin precedentes y, a medida que se materialice el impacto de la pandemia, su incidencia en el comercio internacional será particularmente acusada. En el recuadro se examina el papel de las CGV en la pandemia, con el fin de cuantificar sus efectos en los intercambios comerciales globales. Las conclusiones indican que estas cadenas podrían amplificar de forma significativa la caída del comercio mundial.

El comercio internacional ha experimentado una desaceleración acusada como consecuencia de la pandemia de Covid-19, y las cadenas de valor se han visto afectadas en todo el mundo. Los datos de las cuentas nacionales de las principales economías apuntan a una fuerte caída de las exportaciones y de las importaciones en el primer trimestre de 2020. Una nueva herramienta que hace un seguimiento semanal del comercio y que se basa en indicadores sobre intercambios comerciales disponibles oportunamente sugiere una contracción mayor en el segundo trimestre (véase gráfico A), aunque recientemente han aparecido algunos signos de recuperación. Según las [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema](#) de junio de 2020, las importaciones reales mundiales (excluida la zona del euro) retrocederán en torno a un 13 % este año, un ritmo sin precedentes, y volverán a registrar tasas de crecimiento positivas, del 8 % y el 4,3 %, en 2021 y 2022, respectivamente. Este retroceso también es atribuible, entre otros factores, a disrupciones en las CGV. La crisis del Covid-19 ha afectado a las cadenas de valor en Asia, Europa y América, y ha acrecentado el riesgo de que se produzca un efecto dominó con espirales adversas que podría amplificar el desplome del comercio mundial. El descenso pronunciado de las exportaciones de bienes intermedios de China a la mayor parte de los países de destino observado en el primer trimestre de 2020 (véase gráfico B) indica que las CGV ya se han visto ampliamente afectadas por las medidas de confinamiento aplicadas en ese país.

Gráfico A

Indicador semanal de comercio

(escala izquierda: desviaciones estándar de la media; escala derecha: tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Haver y cálculos del BCE.

Notas: El indicador se basa en una regresión de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) sobre un componente principal de un panel reducido de indicadores semanales de comercio (incluidos retardos), varios indicadores mensuales, una constante y retardos de la variable dependiente. Los indicadores incluidos en el componente principal semanal se seleccionaron en función de su correlación con el comercio mundial, su disponibilidad y su puntualidad.

Gráfico B

Exportaciones de bienes intermedios de China

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: Datos nominales. El gráfico incluye datos de enero a marzo de 2020. Se muestran los siguientes países: Reino Unido (UK), Canadá (CA), Estados Unidos (US), Japón (JP), los 27 Estados miembros de la Unión Europea (UE-27), Rusia (RU), Noruega (NO) y Corea del Sur (KR).

Los vínculos generados por las cadenas de suministro desempeñan una función importante en la transmisión de perturbaciones entre países. Aunque la expansión de las CGV lleva estancada desde la crisis financiera global de 2008, el comercio de bienes intermedios sigue siendo relevante, ya que representa más del 40 % de los intercambios comerciales mundiales. Esto tiene implicaciones sustanciales para la relación entre la demanda, el comercio y la producción. Los modelos tradicionales parten del supuesto de que las importaciones de un país dependen de su demanda interna. Sin embargo, en un mundo caracterizado por complejas cadenas internacionales de suministro, los cambios en la demanda en

terceros países son también un destacado factor determinante. En promedio, más del 20 % de las importaciones mundiales se utilizan como insumos en procesos de producción nacionales y se incorporan a bienes que posteriormente son reexportados. La intrincada red de vínculos creada por las cadenas de suministro también influye de forma notable en la propagación de perturbaciones entre países. Las perturbaciones de demanda en un país concreto pueden transmitirse en las fases iniciales (*upstream*) del proceso de producción a través de las redes globales de producción a los proveedores de insumos, y la perturbación inicial se ve magnificada por el denominado «efecto látigo» (*bullwhip effect*)²³, mientras que, a su vez, las disrupciones de oferta pueden propagarse en las fases finales (*downstream*) del proceso.

La propagación y el efecto amplificador de las perturbaciones de demanda asociadas a la pandemia pueden medirse a través de tablas *input-output* globales. Para valorar el papel que han desempeñado las CGV en la pandemia se realizaron dos análisis cuantitativos. El primero, un análisis estático, ofrece una aproximación de primer orden de la manera en que las perturbaciones de demanda relacionadas con el brote epidémico pueden propagarse a través de una CGV, intensificando el impacto sobre el comercio y la producción en el exterior. Los datos de las tablas *input-output* de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) de veinte importantes economías avanzadas y emergentes se utilizaron para realizar un seguimiento de las pérdidas de producción sectoriales provocadas por la pandemia a través de la estructura productiva global y para efectuar un análisis cuantitativo de la transmisión de las perturbaciones de demanda a través de las CGV²⁴. Los efectos de desbordamiento (*spillovers*) en las importaciones y las exportaciones se cuantificaron por separado a través de dos canales: a) efectos «directos» que se materializan como consecuencia del comercio tradicional, es decir, de los vínculos comerciales bilaterales, y b) efectos «indirectos»

²³ El «efecto látigo» está relacionado con una situación en la que una perturbación provoca una disrupción en la demanda de componentes cuyos efectos aumentan cuanto más *upstream* esté posicionada una empresa en la cadena de suministro. Las empresas se ven inducidas a ajustar sus inventarios a lo largo de la cadena de suministro para atender los nuevos niveles de demanda esperados. Para conocer evidencia empírica sobre este efecto, véase, por ejemplo, G. Alessandria, J. P. Kaboski y V. Midrigan, «[US Trade and Inventory Dynamics](#)», *American Economic Review*, vol. 101, n.º 3, mayo de 2011.

²⁴ Se ha realizado un seguimiento de las pérdidas sectoriales (estimadas por expertos del BCE) que podrían producirse en varias economías avanzadas y emergentes debido a la pandemia a través de la estructura productiva global. Para ello se han empleado datos de las tablas *input-output* globales de la OCDE. Como los sectores presentan diferencias en su grado de integración en las cadenas de producción internacionales, la respuesta del comercio mundial depende de la composición sectorial de las pérdidas en los distintos países. Se han calculado elasticidades parciales que, para cada país y sector, convierten las perturbaciones de demanda internas y externas asociadas a la pandemia en cambios proporcionales en la producción y en las importaciones y exportaciones de bienes finales e intermedios con origen y destino en todos los países y sectores. Sobre la base de estas elasticidades, las pérdidas relacionadas con la pandemia se han calculado por separado para las importaciones y las exportaciones. El análisis se ha centrado en la amplificación de las perturbaciones de demanda generadas por la pandemia. En los casos en los que la actividad de los sectores nacionales y exteriores se restringe simultáneamente, el margen de amplificación de disrupciones en las cadenas de suministro causadas por las CGV es menor. Para más información sobre la metodología, véase R. Bems, R. Johnson y K. M. Yi, «[Demand Spillovers and the Collapse of Trade in the Global Recession](#)», *IMF Economic Review*, Issue 58, n.º 2, 2010.

que tienen su origen en las fluctuaciones de la demanda en terceros países y que afectan a los bienes intermedios que cruzan al menos dos fronteras²⁵.

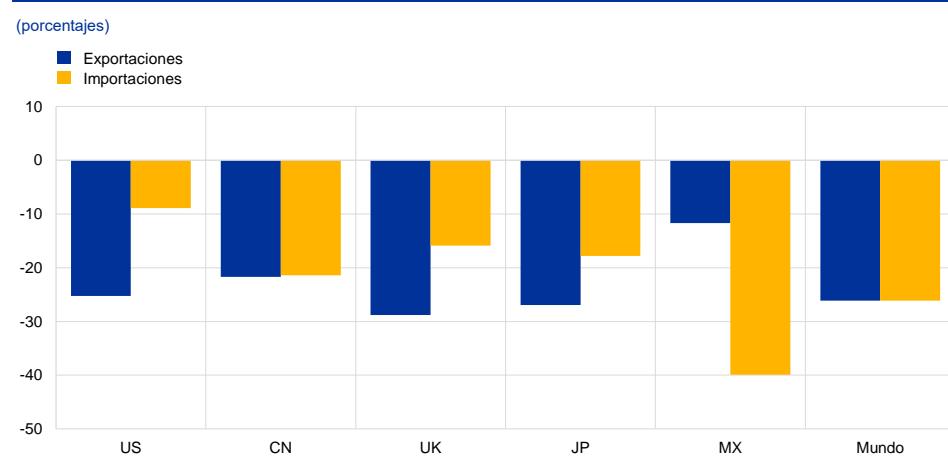
Los vínculos generados por las CGV podrían amplificar de forma significativa el retroceso del comercio internacional. En el gráfico C se presentan estimaciones de los efectos de amplificación generados a través de los vínculos con origen en las cadenas de suministro en porcentaje de la contracción del comercio que se produce por el canal directo. En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, los vínculos creados por las CGV podrían ampliar un 8 % y un 20 % la caída de las importaciones y de las exportaciones, respectivamente. Los efectos de desbordamiento podrían ser mayores en China, Japón y Reino Unido, especialmente para las importaciones. En cuanto a la economía mundial, a corto plazo, las CGV podrían incrementar en torno a un 25 % la disminución de las importaciones y de las exportaciones derivada de los vínculos directos (es decir, el comercio tradicional). Corea del Sur, Alemania y China —núcleos importantes en las cadenas de suministro— son responsables del 20 % de la reducción total estimada de las exportaciones mundiales resultante de los vínculos indirectos. No obstante, a medida que la economía mundial se recupere en los próximos trimestres, los vínculos creados por las CGV podrían impulsar el comercio internacional. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, el comercio mundial repuntará más rápido que la actividad global.

Es probable que los efectos de desbordamiento asociados a las CGV también afecten a la actividad, y el impacto real dependerá de las posiciones relativas de cada país en dichas cadenas. Por ejemplo, en países que se sitúan *downstream* en la cadena de valor, como México, las importaciones podrían caer más que las exportaciones (véase gráfico C), lo que proporcionaría un pequeño impulso a la actividad en términos netos. Ello se debe al hecho de que la producción de este país es especialmente dependiente de los insumos importados, que posteriormente se reexportan como productos terminados. En cambio, en países posicionados *upstream* en las CGV, como el Reino Unido, el efecto en la actividad probablemente sea negativo porque las exportaciones disminuirán más que las importaciones.

²⁵ Esto es acorde con la definición de CGV de A. Borin y M. Mancini, «Follow the Value Added: Tracking Bilateral Relations in Global Value Chains», noviembre de 2017.

Gráfico C

Reducciones resultantes de los efectos de desbordamiento relacionados con las CGV



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las reducciones adicionales que podrían producirse en cada país como consecuencia de los efectos de desbordamiento relacionados con las CGV. Estos efectos se expresan en porcentaje de las pérdidas que, según las estimaciones, se producirían a través del comercio tradicional (es decir, importaciones y exportaciones de: 1) bienes finales, y 2) bienes intermedios utilizados en la producción con fines de absorción interna). El gráfico se refiere a las repercusiones a corto plazo de los efectos de desbordamiento asociados a las CGV. Los países incluidos son los siguientes: Estados Unidos (US), China (CN), Reino Unido (UK), Japón (JP) y México (MX).

El segundo ejercicio cuantitativo indica que las CGV ya se vieron afectadas en el primer trimestre de 2020. En concreto, el análisis se centró en determinar si las exportaciones de países posicionados *upstream* en la cadena de valor china resultaron afectadas por las restricciones a la actividad y las perturbaciones de demanda relacionadas con la pandemia de Covid-19 que se produjeron en China en febrero de 2020. Las estimaciones se basan en un modelo de panel mensual que incluye 37 países y 22 sectores. Los cambios registrados en las exportaciones totales de bienes intermedios de cada sector y país se regresan sobre una variable resultante de multiplicar una variable ficticia —a la que se da un valor de 1 en febrero de 2020 (es decir, una aproximación de la perturbación provocada por el Covid-19 en China)— y una medida de la posición en la cadena con respecto a China calculada para cada par sector-país²⁶. El análisis sugiere que los países situados *upstream* en la cadena de valor con respecto a China han sido los más perjudicados, con un descenso de las exportaciones de alrededor del 3,8 % en cada fase productiva a medida que se asciende en la cadena de suministro. El limitado período de tiempo disponible sobre el que observar el efecto considerado requiere una interpretación prudente de los resultados. Con todo, confirman la amplificación generada por las CGV. Por otra parte, el detalle de los resultados por región sugiere que, hasta ahora, la caída de la demanda china ha afectado principalmente a sus socios comerciales en la cadena de valor asiática.

²⁶ El índice de posición en la cadena de suministro (que refleja la proximidad a las fases iniciales de la CGV) se ha obtenido calculando el número de fases intermedias de la producción de cada exportación por sector-país anteriores a la absorción en China. En concreto, el índice se construye asignando el valor 1 a la parte de la producción de un país/sector determinado vendida directamente a consumidores finales en China, el valor 2 a la parte de la producción vendida a consumidores en China después de que otro sector lo haya utilizado como bien intermedio, etc. El índice se calcula utilizando datos nominales de las tablas *input-output* de la edición de 2015 de la base de datos Trade in Value Added, de la OCDE. Por lo tanto, es probable que los datos sean sensibles a efectos en los precios. Véase A. Ferrari, «*Global Value Chains and the Business Cycle*», febrero de 2019.

El brote de Covid-19 ha puesto de manifiesto la interdependencia de los países en lo que respecta al suministro de insumos y de bienes finales. El análisis presentado en este recuadro sugiere que los efectos de desbordamiento asociados a las CGV podrían intensificar la caída del comercio mundial e incrementarían aproximadamente un 25 % los efectos que podrían derivarse de los vínculos bilaterales. El análisis econométrico corrobora esta conclusión, lo que apunta a que los proveedores de China posicionados *upstream*, en particular los de la cadena de valor asiática, podrían haber sido los más afectados por el desarrollo de la pandemia en China. Es posible que la disrupción relacionada con el Covid-19 tenga repercusiones a más largo plazo para las cadenas globales de suministro, lo que conduciría a una revisión y a una relocalización sustancial de los procesos de producción.

3

Impacto de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en respuesta a la crisis del Covid-19

John Hutchinson y Simon Mee

Desde marzo de 2020, la gravedad de las repercusiones económicas y financieras de la crisis generada por el coronavirus (Covid-19) es cada vez más evidente. El BCE ha respondido con un contundente paquete de medidas específico y proporcional a la magnitud sin precedentes de la crisis, así como de naturaleza temporal, ya que se espera que la emergencia y sus consecuencias se reabsorban con el tiempo. Estas medidas han respaldado la liquidez y las condiciones de financiación en la economía de la zona del euro, han evitado las espirales más adversas entre la economía real y los mercados financieros, y han apuntalado la confianza. También se espera que contribuyan de forma significativa a asegurar que la inflación de la zona del euro avance de manera sostenida hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %.

Impacto de las medidas de política en las condiciones financieras

En este recuadro se analiza el impacto de la respuesta del BCE a la crisis, haciendo especial hincapié en las compras de activos y en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés). La respuesta de política monetaria del BCE se ha centrado en abordar tres aspectos clave: i) la estabilización de los mercados, una condición imprescindible para evitar la fragmentación y salvaguardar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en toda la zona del euro; ii) el suministro de abundante liquidez por parte del banco central para respaldar la provisión de crédito a la economía real, y iii) asegurar que la orientación general es, suficientemente acomodaticia²⁷.

Cuando se hizo patente la gravedad de la crisis generada por la pandemia, los inversores reajustaron sus carteras, lo que hizo que la liquidez se agotara en varios mercados de valores y que la demanda de activos seguros se incrementara. La fuerte caída de los índices de los mercados de renta variable y de renta fija, junto con el aumento de los costes de financiación en los mercados para las empresas, contribuyó a un endurecimiento notable de las condiciones financieras entre mediados de febrero y mediados de marzo de 2020. En este

²⁷ Para un análisis más detallado, véase P. R. Lane: i) «[Pandemic central banking: the monetary stance, market stabilisation and liquidity](#)», discurso pronunciado en el Policy Webinar del Institute for Monetary and Financial Stability, 19 de mayo de 2020; ii) «[The ECB's monetary policy response to the pandemic: liquidity, stabilisation and supporting the recovery](#)», discurso pronunciado en el Financial Center Breakfast Webinar, organizado por Frankfurt Main Finance, 24 de junio de 2020; iii) «[Expanding the pandemic emergency purchase programme](#)», *The ECB Blog*, Banco Central Europeo, 5 de junio de 2020 y iv) «[The monetary response to the pandemic emergency](#)», *The ECB Blog*, Banco Central Europeo, 1 de mayo de 2020. Véase también I. Schnabel: i) «[The ECB's monetary policy during the coronavirus crisis – necessary, suitable and proportionate](#)», intervención en el Petersberger Sommerdialog, 27 de junio de 2020, y ii) «[The ECB's policy in the COVID-19 crisis – a medium-term perspective](#)», discurso pronunciado en el seminario *online* organizado por la Florence School of Banking & Finance, 10 de junio de 2020.

entorno había un riesgo muy tangible de espirales de liquidez adversas y de correcciones excesivas de los precios de los activos en muchos mercados que, de materializarse, pondrían en peligro la estabilidad financiera e impedirían la transmisión de la política monetaria.

En una unión monetaria, una percepción de mayor riesgo puede dar lugar a una dinámica de huida hacia activos seguros mediante reasignaciones entre mercados de deuda soberana. Dado que los rendimientos soberanos suelen servir de referencia para fijar los precios de los activos y los tipos de interés de los préstamos, la volatilidad de los diferenciales soberanos por causas no fundamentales dificulta la transmisión de la política monetaria al conjunto de la zona del euro.

El anuncio en marzo del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), con su flexibilidad inherente, ha tenido un poderoso efecto estabilizador de los mercados. Las medidas de política encaminadas a aliviar las restricciones de balance del sector privado resultan especialmente eficaces en períodos de aumento de las tensiones en los mercados. En este sentido, el anuncio del PEPP frenó el endurecimiento de las condiciones financieras que se había producido hasta entonces. Se restauró así la transmisión crucial de las variaciones de los tipos *swap* del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) a la curva de rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro ponderados por el PIB, que habían estado estrechamente relacionadas hasta marzo de 2020 y cuya transmisión se había visto cada vez más dificultada por la crisis del Covid-19 (véase gráfico A). De hecho, tras el anuncio del PEPP, la reducción de la fragmentación y la caída asociada del rendimiento de la deuda soberana ponderado por el PIB fueron considerables.

Gráfico A

Determinantes de los rendimientos soberanos de la zona del euro y de Estados Unidos

(puntos porcentuales)

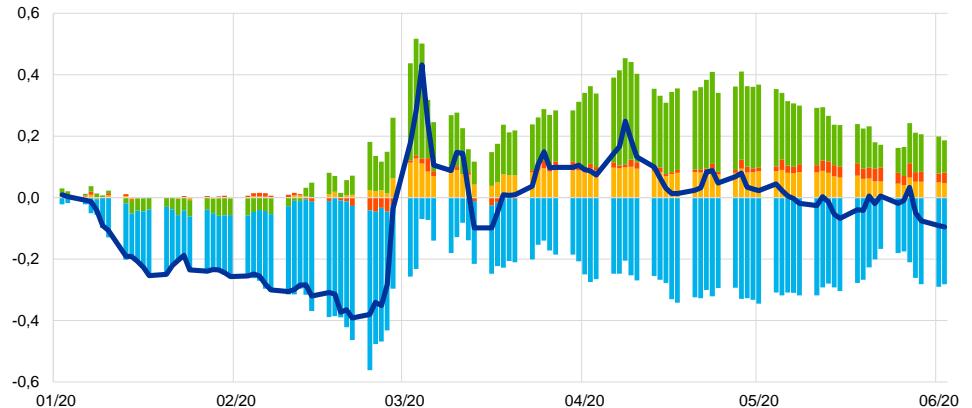
— Rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderados por el PIB

— Bélgica, Irlanda, Francia, Austria, Finlandia

— Alemania, Países Bajos

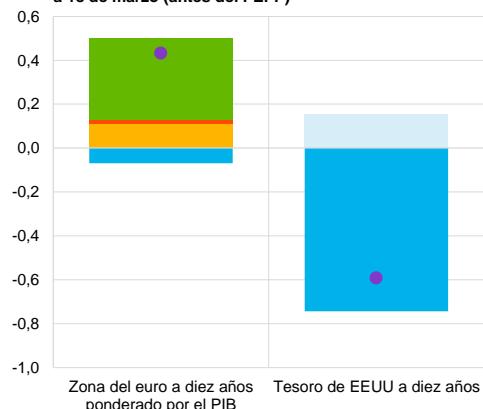
— Grecia, España, Italia, Portugal

— Contribución del tipo OIS

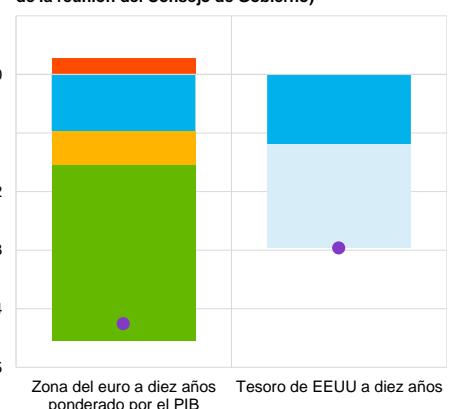


— OIS
— Bélgica, Irlanda, Francia, Austria, Finlandia
— Alemania, Países Bajos
— Grecia, España, Italia, Portugal
— Diferencial Tesoro EEUU – OIS
— Variación total

Variación: 15 de enero (propagación del Covid-19) a 18 de marzo (antes del PEPP)



Variación: 18 de marzo (PEPP) a 5 de junio (después de la reunión del Consejo de Gobierno)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: «Tesoro de EEUU a diez años» significa «rendimiento de títulos del Tesoro estadounidense a diez años».

Por otra parte, la provisión de abundante liquidez por parte del banco central para apoyar el flujo de crédito a la economía real ha sido otro de los pilares de la respuesta de política monetaria del BCE a la crisis del Covid-19. Esto tiene particular relevancia en la zona del euro, donde las entidades de crédito desempeñan un papel fundamental en la intermediación financiera. La provisión de liquidez por parte del banco central se articula mediante programas con y sin objetivo específico. En el caso de los primeros, los ajustes introducidos en las operaciones TLTRO III en abril de 2020 incluyeron un tipo de interés notablemente más favorable para dichas operaciones durante el período comprendido entre junio de 2020 y junio de 2021. Esta medida se sumó a la decisión tomada en marzo de

2020 de incrementar el importe máximo de financiación que las entidades de contrapartida pueden obtener en las TLTRO III²⁸. En consecuencia, las entidades de crédito que participaron en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2020 señalaron que, en términos netos, las TLTRO III están teniendo un efecto de relajación de las condiciones ofrecidas a los prestatarios, así como un impacto neto positivo en sus volúmenes de crédito concedido, especialmente en los volúmenes previstos para los seis meses siguientes. Los cambios en las condiciones de las TLTRO III fueron seguidos de una fuerte expansión de la financiación de las entidades de crédito obtenida del banco central. En la TLTRO III de junio de 2020, los bancos solicitaron fondos por un total de 1.308 mm de euros, el mayor importe adjudicado hasta la fecha en una sola operación de financiación. En cuanto a los programas sin objetivo específico, en marzo de 2020, el BCE anunció operaciones de financiación a plazo más largo adicionales (OFPML adicionales), con el fin de proporcionar un apoyo de liquidez inmediato al sistema financiero de la zona del euro, y, en abril de 2020 una serie de operaciones de financiación a plazo más largo sin objetivo específico de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés). Las operaciones PELTRO actúan como mecanismo de respaldo garantizando liquidez suficiente y unas condiciones adecuadas en los mercados monetarios en respuesta a la crisis²⁹.

Una vez alcanzados los objetivos de estabilizar los mercados y de mantener la provisión de crédito a la economía real, y después de tener más claras las ramificaciones de la crisis de la pandemia para las perspectivas macroeconómicas de referencia, el ajuste del PEPP de junio de 2020 logró reforzar la orientación acomodaticia general de la política monetaria. En consonancia con el doble objetivo del PEPP de revitalizar las etapas iniciales de la transmisión de la política monetaria y de relajar la orientación general de esta, y en respuesta a la revisión a la baja de la inflación durante el horizonte de proyección debido a la pandemia, la recalibración del PEPP de junio de 2020 ha reforzado en mayor medida la orientación general de la política monetaria para adaptarla a las perspectivas de inflación a medio plazo. Mediante sus compras de activos, el BCE absorbe el riesgo de duración que asumen los inversores y, de esta forma, potencia los efectos de su política de tipos de interés negativos y de sus indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales (*forward guidance*), ejerciendo

²⁸ En concreto, el tipo de interés de las TLTRO III durante el período comprendido entre junio de 2020 y junio de 2021 es 50 puntos básicos más bajo que el tipo de interés medio aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema durante ese mismo período. Para las entidades de contrapartida para las que la variación neta de sus préstamos computables alcance el umbral de concesión de préstamos, el tipo de interés durante el período comprendido entre junio de 2020 y junio de 2021 puede llegar a ser 50 puntos básicos inferior al tipo de interés medio aplicable a la facilidad de depósito durante ese mismo período. El importe máximo de financiación es el 50 % de sus préstamos computables.

²⁹ Las PELTRO son siete operaciones de financiación que comenzaron el 20 de mayo de 2020 y tienen plazos de vencimiento escalonados entre julio y septiembre de 2021. Estas operaciones se llevan a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, a un tipo de interés 25 puntos básicos inferior al tipo medio aplicable a las operaciones principales de financiación durante el período de vigencia de cada PELTRO.

presión a la baja sobre los tramos a medio y largo plazo de la curva de rendimientos³⁰.

Se estima que las decisiones sobre el PEPP adoptadas en marzo y junio de 2020, sumadas a la ampliación del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) acordada en marzo de 2020, han reducido en casi 45 puntos básicos el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB³¹. Sin embargo, es probable que estas estimaciones sean conservadoras, ya que se basan en estimaciones de la elasticidad de los rendimientos soberanos a las compras en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés). La evidencia obtenida de estudios de eventos, que examinan la reacción de los mercados financieros a los anuncios relativos al PEPP, sugiere que la elasticidad de los rendimientos a las compras del PEPP es mayor que la observada en relación con el PSPP, lo que apunta a una posible infravaloración del efecto en los rendimientos. La mayor elasticidad podría obedecer a la flexibilidad inherente al diseño del PEPP, que lo convierte en una herramienta eficaz en un entorno de tensiones en los mercados, ya que puede asignar de forma temporal compras a los segmentos del mercado en los que esas adquisiciones son más necesarias³². Por lo tanto, sin el PEPP, los rendimientos soberanos podrían haber ascendido a niveles aún más elevados.

Impacto macroeconómico

Las medidas de política del BCE han contrarrestado el endurecimiento de las condiciones financieras que la economía de la zona del euro tuvo que afrontar como consecuencia de la crisis del Covid-19 y, por tanto, han resultado esenciales para prestar apoyo a la economía real y, en última instancia, a la estabilidad de precios. Este apoyo se produce en dos dimensiones generales: i) el reforzamiento de las perspectivas de crecimiento e inflación a medio plazo, y ii) la supresión de riesgos de cola en torno al escenario de referencia.

³⁰ Para un análisis más exhaustivo del riesgo de duración, véase P. R., Lane «[The yield curve and monetary policy](#)», intervención en la conferencia pública para el Centro de Finanzas y el Departamento de Economía de la University College London, 25 de noviembre de 2019.

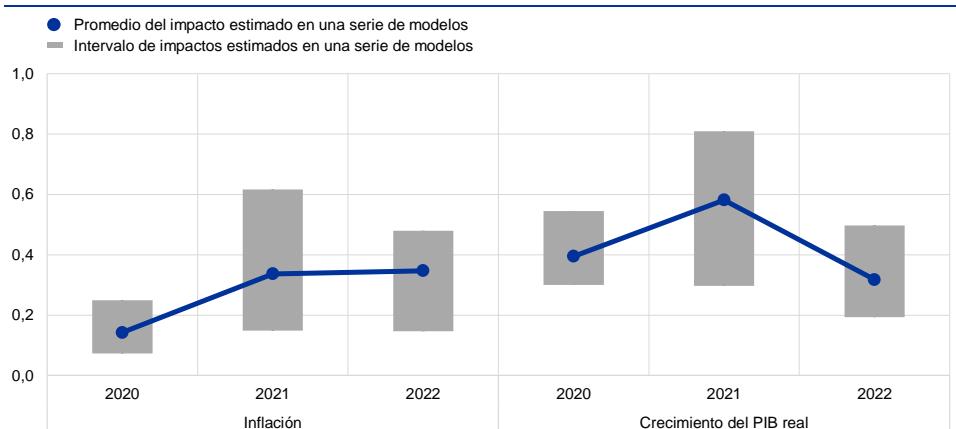
³¹ Esta estimación tiene en cuenta la dotación total de 750 mm de euros del PEPP anunciada en marzo, la ampliación de la dotación en 600 mm de euros anunciada en junio y las adquisiciones temporales por valor de 120 mm de euros adicionales en el marco del APP hasta el final de 2020 anunciadas en marzo.

³² El hecho de que las compras de activos tengan una incidencia mayor en episodios de tensiones en los mercados es compatible con el planteamiento teórico propuesto por D. Vayanos y J. Vila, «A preferred-habitat model of the term structure of interest rates», *NBER Working Paper*, n.º 15487, 2009. Al mismo tiempo, un aumento de las tensiones en los mercados puede causar segmentación del mercado y dificultar los reajustes de las carteras, como se ha observado en el caso del primer programa de compra de activos a gran escala (LSAP1) en Estados Unidos (véanse: A. Krishnamurthy y A. Vissing-Jorgensen, «The Effects of Quantitative Easing on Long-term Interest Rates», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2011, pp. 215-265; A. Krishnamurthy y A. Vissing-Jorgensen, «The Ins and Outs of LSAPs», *mimeo*, Banco de la Reserva Federal de Kansas City, 2013, y S. D'Amico y T. B. King, «Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases: Evidence on the Importance of Local Supply», *Journal of Financial Economics*, vol. 108, n.º 2, 2013, pp. 425-448). En C. Altavilla, G. Carboni y R. Motto, «[Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area](#)», *ECB Working Paper*, n.º 1864, 2015, los autores analizan el APP del BCE, que se puso en marcha durante un período de escasas tensiones en los mercados, y constatan que los canales de oferta local tienen un papel más limitado que los canales de duración y de riesgo de crédito.

En lo que respecta al reforzamiento de las perspectivas de crecimiento e inflación a medio plazo, los expertos del BCE estiman que, conjuntamente, el PEPP, la ampliación del APP y los recientes ajustes de las TLTRO III sumarán en torno a 1,3 puntos porcentuales acumulados al crecimiento del PIB real de la zona del euro durante el horizonte de proyección y aportarán cerca de 0,8 puntos porcentuales acumulados a la tasa de inflación interanual en ese mismo horizonte (véase gráfico B). Al mismo tiempo, pese a que la transmisión de la política monetaria suele producirse con un retardo, no debe subestimarse el impacto positivo sobre la confianza de los consumidores y las empresas resultante de una actuación rápida y contundente durante una crisis, que puede acelerar y facilitar la transmisión de la política monetaria al crecimiento y la inflación.

Gráfico B

Impacto estimado de las decisiones adoptadas por el BCE desde marzo de 2020 (PEPP, ampliación del APP y ajustes de las TLTRO) sobre la tendencia central de la inflación y la actividad económica



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El impacto estimado en una serie de modelos se refiere al promedio de una serie de modelos utilizados por el Eurosistema para simulaciones de política, un modelo BVAR (véase M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint-Guilhem y J. Yiangou, «A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20», Working Paper Series, n.º 2346, BCE, Frankfurt am Main, diciembre de 2019), el modelo NAWM-II y el modelo ECB-BASE.

Estas estimaciones no recogen completamente los beneficios de evitar espirales adversas entre la economía real y los mercados financieros que pueden generarse en una crisis económica como la causada por el Covid-19, en la que la principal contribución de la política monetaria es eliminar los riesgos de cola en torno a las perspectivas macroeconómicas de referencia.

La evidencia econométrica sugiere la existencia de no linealidades importantes en la reacción macroeconómica a perturbaciones que afectan a las condiciones financieras. Dicho de otro modo, el impacto de una determinada variación de las condiciones financieras depende de la situación de la economía. Esto significa que, en condiciones de fuertes tensiones en los mercados financieros, la presencia de fricciones financieras y de restricciones de balance implica graves no linealidades que pueden hacer que un endurecimiento de las condiciones financieras tenga efectos contractivos mucho más acusados. Habida cuenta de la gravedad de la perturbación asociada a la crisis del Covid-19, cabría esperar que un endurecimiento de las condiciones financieras en el entorno actual tuviera un impacto varias veces mayor que el reflejado por las elasticidades medias utilizadas

en el gráfico B para cuantificar el impacto de la política. Por lo tanto, las medidas de política monetaria destinadas a contrarrestar ese deterioro de las condiciones financieras realizarían una aportación mayor a la estabilidad de precios que la que reflejan las elasticidades estándar derivadas de las condiciones más normales en las que se basa la cuantificación antes citada.

En conjunto, las medidas del BCE han constituido una respuesta eficaz y eficiente a la crisis del Covid-19 y, dadas las condiciones actuales, son proporcionadas y contribuyen al cumplimiento del mandato de estabilidad de precios del BCE. La eficacia de la actuación del BCE queda claramente patente en la mejora de las condiciones de financiación para el conjunto de la economía, y el despliegue de una combinación de compras de activos y de operaciones TLTRO refleja el hecho de que son herramientas eficientes en las circunstancias actuales. Además, son medidas proporcionales a los graves riesgos para el mandato del BCE, ya que se espera que el impacto neto de la crisis del Covid-19 en las perspectivas de inflación a medio plazo sea considerablemente desinflacionista. Aunque el BCE realiza un seguimiento constante de los efectos secundarios de sus políticas, los argumentos a favor de la orientación acomodaticia de la política monetaria a través del PEPP han sido contundentes, puesto que, sin esas medidas, el objetivo de estabilidad de precios del BCE habría estado expuesto a riesgos a la baja adicionales.

4

Mercados de renta variable en la zona del euro y cambio en las expectativas de recuperación económica

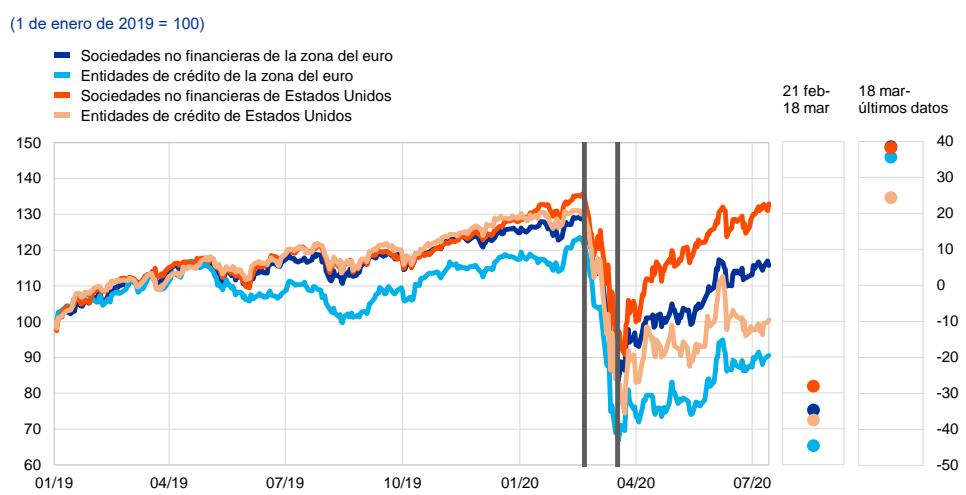
Miguel Ampudia, Daniel Kapp, Kristian Kristiansen y Cornelius Nicolay

Evolución reciente de los precios de las acciones y expectativas de crecimiento de los beneficios

Debido a las consecuencias económicas esperadas de la propagación del coronavirus (Covid-19) por todo el mundo y a la considerable incertidumbre asociada, los precios de las acciones de la zona del euro cayeron más de un 30 % entre febrero y mediados de marzo de 2020 (véase gráfico A). Al mismo tiempo, las condiciones de liquidez empeoraron significativamente, como refleja la acusada ampliación de los diferenciales entre los precios de compra y de venta (*bid-ask spreads*) —una dinámica que no se limitó a los mercados de renta variable—.

Gráfico A

Precios de las acciones de la zona del euro y de Estados Unidos



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: El índice de la zona del euro es el Dow Jones Euro Stoxx amplio, y el de Estados Unidos, el S&P 500. Las líneas verticales marcan (de izquierda a derecha) el viernes anterior al inicio de las turbulencias en los mercados financieros relacionadas con el coronavirus (21 de febrero de 2020) y el anuncio del PEPP (18 de marzo de 2020). La última observación corresponde al 14 de julio de 2020.

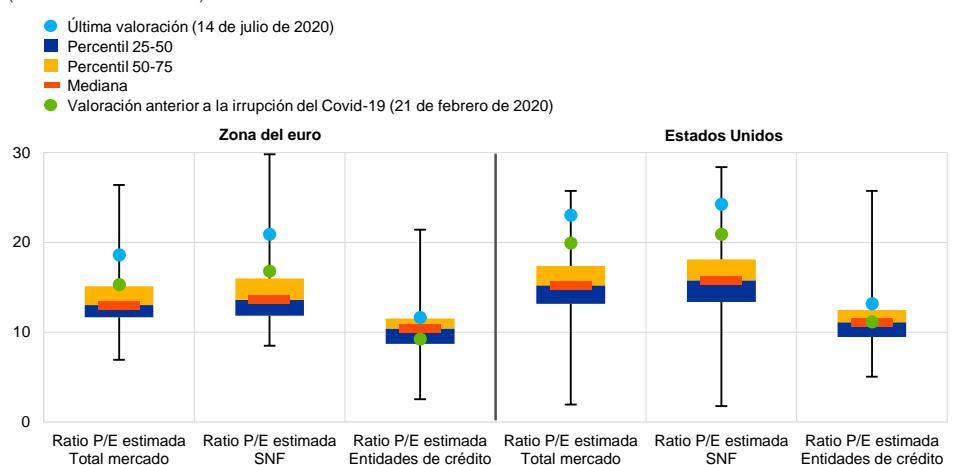
Con el anuncio del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), los precios de las acciones de la zona del euro comenzaron a recuperarse (véase gráfico A) y el funcionamiento de los mercados ha pasado a niveles más cercanos a los normales, con una disminución acusada de los *bid-ask spreads*. Las cotizaciones, especialmente las de las sociedades no financieras (SNF) de Estados Unidos, también mejoraron considerablemente, impulsadas por las medidas adoptadas por los bancos centrales y los Gobiernos en muchos países. La recuperación de los precios de las acciones parece incluso más vigorosa si se analiza atendiendo a la distribución histórica de

indicadores de valoración estimados o prospectivos (véase gráfico B). Debido a los ajustes en las expectativas de beneficios a corto plazo y a la casi normalización de las primas de riesgo de las acciones, las ratios precio/beneficio (ratios P/E, por sus siglas en inglés) estimadas de las sociedades no financieras se sitúan actualmente por encima de los niveles anteriores a la irrupción del Covid-19. Aunque este es también el caso de las entidades de crédito de la zona del euro, sus valoraciones se mantienen más contenidas. Sin embargo, a la luz de los rápidos ajustes recientes de las expectativas de beneficios, el valor informativo de los indicadores precio/beneficio debería tomarse con cautela.

Gráfico B

Indicadores de valoración de las acciones según criterios contables

(distribuciones desde 1987)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La ratio P/E estimada para la zona del euro se ha registrado mensualmente desde 1987. La última observación corresponde al 14 de julio de 2020.

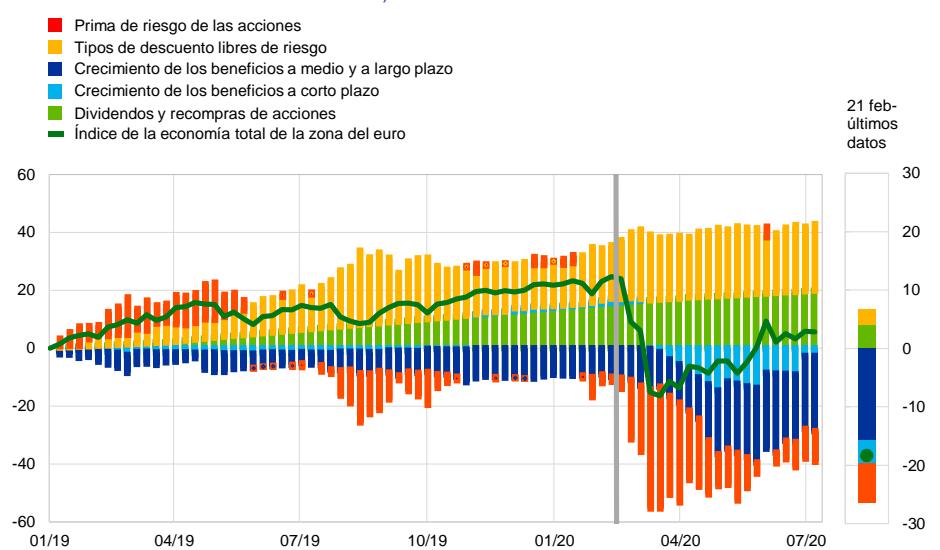
La razón principal del repunte de las cotizaciones es la recuperación de la percepción de riesgo, que, atendiendo a una descomposición mediante un modelo de descuento de dividendos, parece que ha compensado con creces los descensos de las expectativas de beneficios (véase gráfico C). Entre principios de febrero y mediados de marzo de 2020, la prima de riesgo de las acciones (ERP, por sus siglas en inglés) de la zona del euro aumentó desde el 8 % hasta el 12 %, y posteriormente se redujo hasta situarse por debajo del 9 % tras el anuncio del PEPP. Aunque existe cierta incertidumbre en torno a la estimación de la ERP, aplicando un modelo de descuento de dividendos, las fluctuaciones de la ERP explican la mayor parte del retroceso inicial de las cotizaciones y de la recuperación posterior. Al mismo tiempo, las expectativas de beneficios de los analistas se han ajustado a la baja. A raíz de las medidas de confinamiento implantadas en los países de la zona del euro, las expectativas de crecimiento de los beneficios a corto plazo se tornaron negativas por primera vez desde 2009, pero parece que han tocado fondo recientemente, dado que se espera un afianzamiento gradual de la recuperación económica. En cambio, hasta mediados de abril de 2020 las expectativas de beneficios a largo plazo de los analistas mostraron una capacidad de resistencia sorprendente, en línea con las perspectivas de una recuperación

vigorosa y rápida de los beneficios (véase gráfico D). Más recientemente se han revisado a la baja en más de 3 puntos porcentuales y se han situado por debajo del 8 % anual. Pese a esta caída, las expectativas de beneficios a largo plazo permanecen más altas que en el punto bajo de la crisis financiera global.

Gráfico C

Descomposición de las cotizaciones de la zona del euro mediante un modelo de descuento de dividendos y expectativas de crecimiento de los beneficios del Euro Stoxx

(escala izquierda: porcentajes, variación acumulada recalcada en base cero en enero de 2019; escala derecha: porcentajes, variación acumulada desde el 21 de febrero de 2020)



Fuentes: Refinitiv, IBES, Consensus Economics y cálculos del BCE.

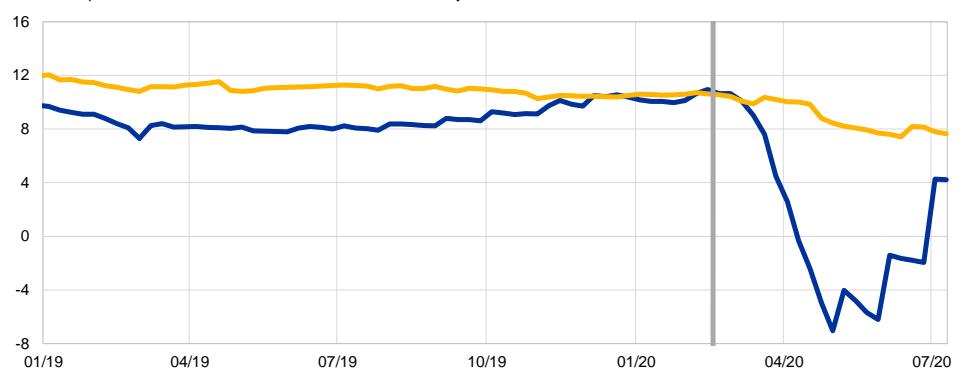
Notas: La descomposición se basa en un modelo de descuento de dividendos. El modelo incluye recompras de acciones, descuenta los flujos de efectivo futuros con tipos de interés de plazos adecuados e incluye cinco horizontes de expectativas de crecimiento de dividendos. Para más información, véase el artículo titulado «*Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area*», Boletín Económico, número 4, BCE, 2018. La línea vertical marca el viernes anterior al inicio de las turbulencias en los mercados financieros relacionadas con el coronavirus (21 de febrero de 2020). La última observación corresponde al 10 de julio de 2020.

Gráfico D

Expectativas de crecimiento de beneficios del Euro Stoxx

(porcentajes)

— Expectativas de crecimiento de los beneficios a 12 meses
— Expectativas de crecimiento de los beneficios a entre 3 y 5 años



Fuentes: Refinitiv, IBES y cálculos del BCE.

Notas: El crecimiento total de los beneficios esperado por el mercado es a horizontes de doce meses y de tres a cinco años. La línea vertical marca el viernes anterior al inicio de las turbulencias en los mercados financieros relacionadas con el coronavirus (21 de febrero de 2020). La última observación corresponde al 10 de julio de 2020.

Precios de las acciones y revisiones de las perspectivas de crecimiento a corto y a largo plazo

Ante el gradual ajuste a la baja de las perspectivas de beneficios a largo plazo, la recuperación de las perspectivas a corto plazo ha sido un contrapeso importante. Los precios de las acciones reflejan el valor descontado de todas las corrientes futuras de dividendos, donde el peso de los dividendos a corto plazo depende del factor de descuento del inversor (incluida la ERP exigida). Por tanto, la resistencia (inicial) de las perspectivas de beneficios a largo plazo (a más de un año) y la reciente recuperación de las perspectivas de beneficios a corto plazo (es decir, en el próximo año) podrían explicar parte de la relativa solidez de las cotizaciones y de su reciente recuperación. Los resultados de un análisis de regresión en el que se utilizan series de previsiones pasadas de Consensus Economics para evaluar el impacto de revisiones anteriores de las expectativas de crecimiento del PIB sobre los precios de las acciones a diferentes horizontes señalan que los inversores suelen atribuir el mismo peso a las previsiones a corto plazo que a las expectativas a largo plazo a la hora de evaluar las implicaciones de la evolución macroeconómica para los mercados. En conjunto, se mantiene el riesgo de significativos retrocesos adicionales de los precios de las acciones, especialmente si las expectativas de crecimiento del PIB a largo plazo se corrigen de nuevo a la baja o si las recientes revisiones al alza de las perspectivas a corto plazo vuelven a ajustarse a la baja (por ejemplo, como consecuencia de una posible segunda ola de coronavirus y de las consiguientes medidas de respuesta).

Señales sobre la forma de la recuperación obtenidas de las previsiones de beneficio por acción, los dividendos y las opciones

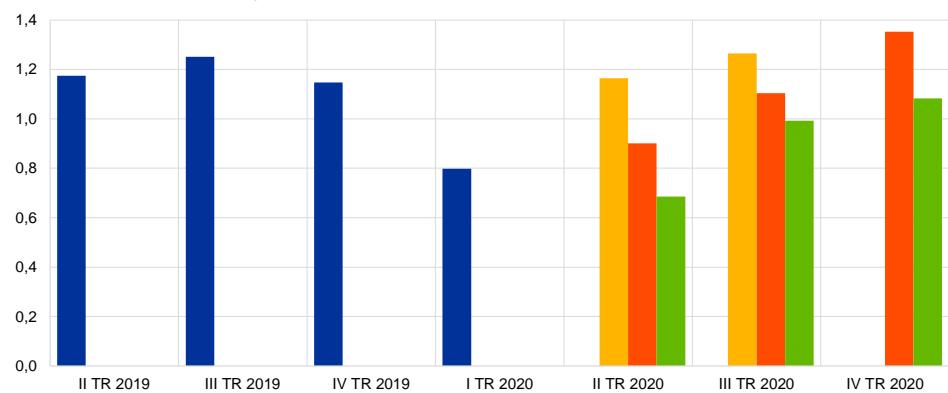
Al igual que las expectativas de crecimiento de los beneficios a largo plazo de los analistas, las previsiones de beneficio por acción también continúan revisándose a la baja a largo plazo (véase gráfico E). A mediados de marzo de 2020, el patrón de las previsiones de beneficios trimestrales según las encuestas seguía señalando, en gran medida, una recuperación en forma de V, pese a los escasos beneficios del primer trimestre de 2020. Los analistas previeron una rápida recuperación a partir del segundo trimestre, dado que se esperaba que las economías fueran saliendo gradualmente del confinamiento. Desde entonces, pese al anuncio del PEPP, el nivel general de las expectativas de beneficios a medio plazo ha continuado revisándose a la baja, aun cuando las cotizaciones de la zona del euro se recuperaron en el mismo período.

Gráfico E

Previsiones de beneficio por acción (EPS) del Euro Stoxx

(euros por acción)

- EPS efectivo
- Previsión de EPS a 12 de marzo de 2020
- Previsión de EPS a 28 de abril de 2020
- Previsión de EPS a 14 de julio de 2020



Fuentes: Refinitiv, IBES y cálculos del BCE.

Notas: Agregado ponderado por capitalización bursátil del EPS y de las previsiones de EPS de las empresas (datos semanales). El 12 de marzo de 2020 es la fecha de la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2020. La última observación corresponde al 14 de julio de 2020.

La valoración de las perspectivas futuras parece ser incluso menos optimista si se analiza atendiendo a los precios de los futuros, en vez de a las encuestas (véase el panel a del gráfico F). La estructura temporal de los derechos a futuros pagos de dividendos, conocidos como *dividend strips*, muestra que los mercados esperan que los dividendos se sitúen a corto plazo muy por debajo de los niveles anteriores a la irrupción del Covid-19. Aunque los precios de los futuros sobre dividendos a más de dos años se sitúan algo por encima del nivel registrado antes del anuncio del PEPP, continúan siendo considerablemente inferiores a los precios observados antes de la propagación del Covid-19 por todo el mundo.

Gráfico F

Dividend strips del Euro Stoxx 50 y estructura temporal de la prima de riesgo de las acciones de la zona del euro calculados a partir de los precios de las opciones

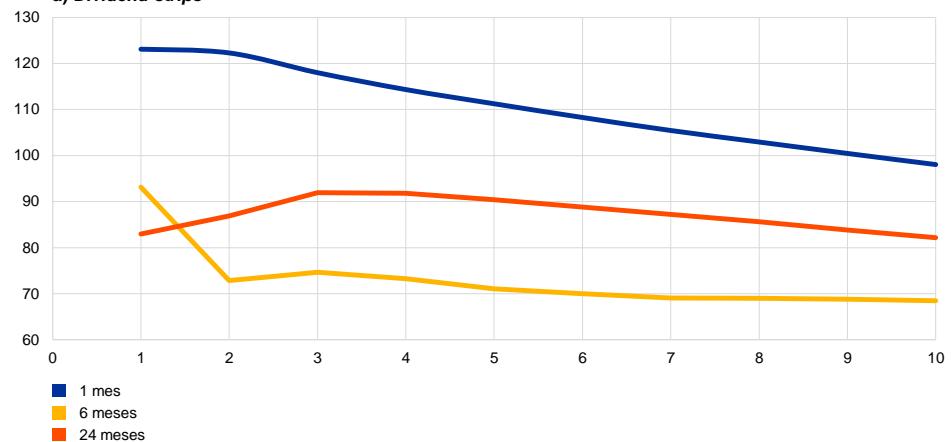
(panel a: euros; panel b: porcentaje)

■ Turbulencias en los mercados antes del coronavirus (21 de febrero de 2020)

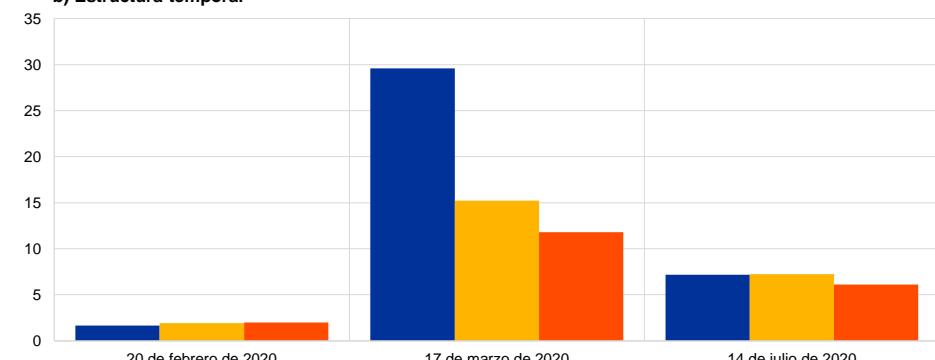
■ Antes del anuncio del PEPP (17 de marzo de 2020)

■ Últimos datos (14 de julio de 2020)

a) Dividend strips



b) Estructura temporal



Fuentes: Refinitiv, IBES y cálculos del BCE.

Notas: El panel b muestra la estructura temporal de la ERP estimada según I. Martin, «What is the Expected Return on the Market?», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 132, n.º 1, 2017, pp. 367-433. La última observación corresponde al 14 de julio de 2020.

Asimismo, se sigue considerando que es probable que las correcciones de precios a corto plazo se materialicen, como indica la estructura temporal de la prima de riesgo de las acciones (véase el panel b del gráfico F). La estimación de la ERP a partir de los precios de las opciones a entre 1 y 24 meses muestra que es probable que la estructura temporal de la ERP tenga una pendiente positiva en épocas normales —como fue el caso (marginalmente) en febrero de 2020, por ejemplo— y una pendiente negativa en épocas de tensiones financieras, debido al riesgo de grandes pérdidas potenciales en el futuro cercano. En línea con esta conjetura, e inmediatamente antes del anuncio del PEPP, la ERP a un mes repuntó a alrededor del 30 %. Pese a haberse reducido significativamente desde entonces, la ERP sigue situada muy por encima de los niveles observados en febrero a todos los plazos y la pendiente de la estructura temporal continúa estando invertida.

Otros indicadores de la incertidumbre basados en las opciones también permanecen en niveles elevados, y el riesgo de cola izquierda continúa siendo muy alto (véase gráfico G). La distribución neutral al riesgo de los rendimientos esperados por los inversores puede extraerse de los precios de las opciones³³. Dado que los contratos de opciones con diferentes plazos se negocian en cualquier momento del tiempo, es posible obtener una estructura temporal de la distribución neutral al riesgo de los rendimientos esperados por los inversores. Entre febrero y finales de marzo de 2020, el riesgo de cola izquierda («riesgo malo») disminuyó sustancialmente en relación con el riesgo de cola derecha («riesgo bueno»), según se deduce del descenso del coeficiente de asimetría de la función de densidad neutral al riesgo del Euro Stoxx 50 calculado a partir de los precios de las opciones (véase el panel izquierdo del gráfico G)³⁴. Ya a principios de febrero, antes de la irrupción de la pandemia de Covid-19 en Europa, los mercados de opciones señalaban un desequilibrio considerable del riesgo de cola izquierda a entre dos y tres meses, y una reducción posterior. Tras la corrección de los mercados de renta variable, los riesgos implícitos de cola izquierda y de cola derecha pasaron a estar más equilibrados para los meses siguientes. Ello fue consecuencia de que los inversores comenzaron a atribuir más peso a la posibilidad de una recuperación adicional de los precios (es decir, un aumento de la probabilidad de riesgo bueno frente a riesgo malo), y estuvo en consonancia con un retroceso de la ERP desde que se alcanzó el punto álgido de la pandemia. Sin embargo, debido al reciente flujo de noticias económicas negativas y a los temores a una nueva ola del virus, la distribución neutral al riesgo permaneció altamente sesgada a la izquierda en comparación con episodios históricos (véase el panel derecho del gráfico G). Además, la incertidumbre que señala la varianza de las distribuciones continúa siendo elevada.

³³ Es importante tener en cuenta que los indicadores neutrales al riesgo incorporan las actitudes de los inversores frente al riesgo. Los cambios en la distribución neutral al riesgo puede ser el resultado de variaciones en la cantidad esperada de riesgo o de cambios en la aversión al riesgo de los inversores (precio del riesgo). Para más información, véase el recuadro titulado «[Coronavirus \(Covid-19\): el miedo de los mercados implícito en los precios de las opciones](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

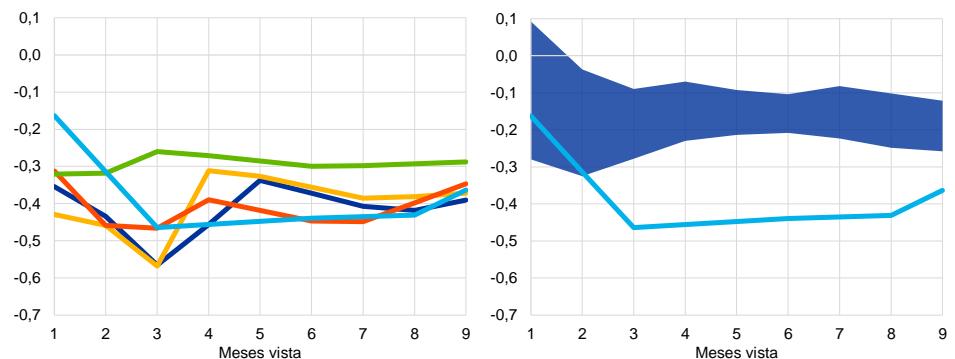
³⁴ El coeficiente de asimetría de Pearson de la densidad neutral al riesgo del Euro Stoxx 50 obtenida a partir de los precios de las opciones compara la magnitud del riesgo de cola izquierda («riesgo malo») con la del riesgo de cola derecha («riesgo bueno»). Este índice se sitúa por debajo de cero si los riesgos de cola izquierda son superiores a los de cola derecha.

Gráfico G

Coeficiente de asimetría de Pearson de la función de densidad neutral al riesgo del Euro Stoxx 50

(coeficiente)

■ 7 de febrero de 2020 ■ 23 de marzo de 2020 ■ Octubre de 2008-enero de 2009
■ 21 de febrero de 2020 ■ 9 de julio de 2020 ■ 9 de julio de 2020
■ 6 de marzo de 2020



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Las fechas del panel izquierdo se han elegido para ofrecer una visión general del período de la pandemia. La zona sombreada en azul del panel derecho señala el rango del coeficiente de asimetría de Pearson en el período comprendido entre octubre de 2008 y enero de 2009. La última observación corresponde al 9 de julio de 2020.

5

Valoración preliminar del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro

Vasco Botelho, Agostino Consolo y António Dias da Silva

En este recuadro se analiza la evolución del mercado de trabajo de la zona del euro desde la irrupción de la pandemia de coronavirus (Covid-19). Las medidas de contención aplicadas desde mediados de marzo provocaron una fuerte contracción del PIB real de la zona del euro en el primer trimestre de 2020³⁵. La información procedente de encuestas de opinión a consumidores y empresas indica que la caída se acentuó en abril y mayo. Sin embargo, no parece que su incidencia en el empleo y el desempleo haya sido significativa. A este respecto, la reacción del mercado de trabajo de la zona del euro a la pandemia de Covid-19 parece contrastar de forma acusada con la observada en Estados Unidos, donde el paro aumentó con rapidez. En este recuadro se examina la discrepancia existente entre los indicadores basados en encuestas de opinión y los principales indicadores del mercado de trabajo para la zona del euro. También se consideran los posibles efectos de las medidas de confinamiento en las estadísticas de paro según la definición de desempleo acordada internacionalmente, y se profundiza en el ajuste de las horas trabajadas y en el uso generalizado de programas de regulación temporal de empleo, que son las principales medidas que han proporcionado apoyo al mercado laboral de la zona del euro desde el inicio de la pandemia de Covid-19.

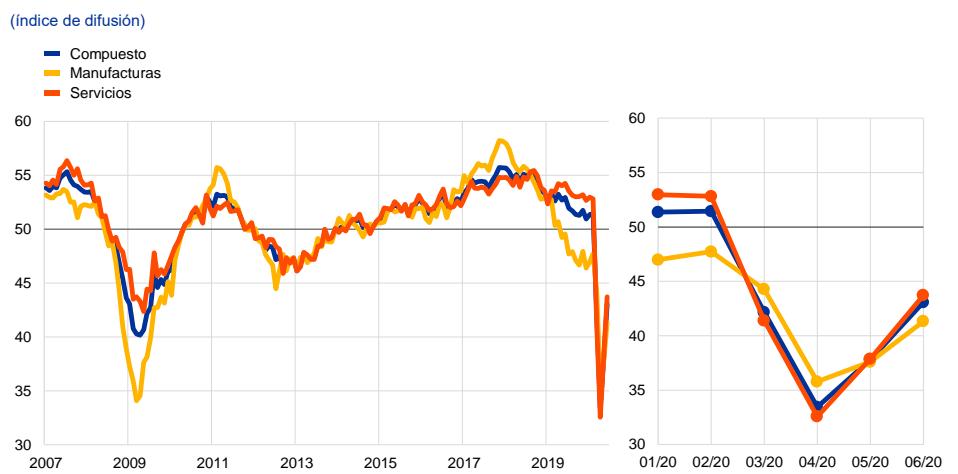
Las encuestas mensuales de opinión y de expectativas sobre el empleo apuntan a un deterioro acusado del mercado de trabajo de la zona del euro. El indicador PMI relativo a las percepciones sobre el empleo descendió desde un nivel de 51,4 en febrero de 2020 hasta un mínimo histórico de 33,4 en abril, y repuntó hasta alcanzar un valor de 43,1 en junio, como consecuencia de la relajación de las medidas de contención durante ese período (véase gráfico A). El descenso fue especialmente pronunciado en los servicios, en los que los sectores más afectados fueron los servicios de alojamiento y de restauración, así como el almacenamiento y el transporte. En cuanto a las manufacturas, la caída también fue generalizada en los distintos sectores e incidió con mayor intensidad en los de vehículos de motor, productos metálicos elaborados, y maquinaria y equipo. En general, los importantes retrocesos que reflejan estas encuestas sugieren una fuerte contracción del empleo en el segundo trimestre de 2020³⁶.

³⁵ Véase el recuadro titulado «[Escenarios alternativos relativos al impacto de la pandemia de Covid-19 en la actividad económica de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, Frankfurt am Main, 2020.

³⁶ Los indicadores de alta frecuencia de la evolución del mercado de trabajo de la zona del euro, como el indicador de ofertas de empleo de Indeed y el indicador de la tasa de contratación de LinkedIn, transmiten un mensaje similar. Estos indicadores ponen de manifiesto una disminución sustancial de la demanda de empleo y del número de contrataciones en la zona del euro desde el comienzo de las medidas de contención y de los confinamientos. Para más detalles, 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. Aparte de estos indicadores de alta frecuencia, el indicador del trabajo como factor limitador de la producción basado en las encuestas de opinión de la Comisión Europea muestra una fuerte contracción de la demanda de trabajo en todos los sectores principales, y los servicios registran la caída más pronunciada.

Gráfico A

PMI relativo al empleo



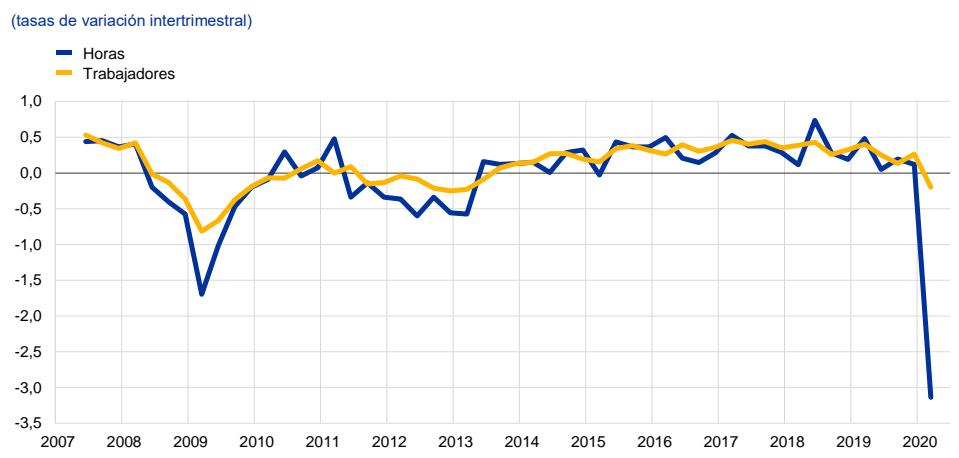
Fuente: Markit.

Notas: Un nivel por debajo de 50 indica una contracción del empleo. La última observación corresponde a junio de 2020.

El número de horas trabajadas registró una caída histórica en el primer trimestre de 2020, lo que ayudó a poner en contexto la tímida reacción del empleo. Aunque la mayoría de los países de la zona del euro no empezaron a aplicar medidas de contención hasta mediados de marzo, el total de horas trabajadas —según figuran en las cuentas nacionales— descendió un 3,1 %, en tasa intertrimestral, en el citado trimestre, en consonancia con el retroceso del 3,6 % del PIB real observado en ese mismo período. La disminución de las horas trabajadas casi duplicó la registrada en el primer trimestre de 2009. La reducción del primer trimestre de 2020 obedeció principalmente a un ajuste en el uso intensivo del factor trabajo, es decir, el promedio de horas trabajadas por persona ocupada. En ese trimestre, las horas medias trabajadas se redujeron un 2,9 %, en tasa intertrimestral, mientras que la contracción del empleo se mantuvo relativamente contenida —en el -0,2 %—, en un entorno económico cambiante (véase gráfico B). Las contribuciones relativas de las horas medias trabajadas (en torno al 90 %) y del empleo (en torno al 10 %) al descenso del total de horas trabajadas contrastan con las correspondientes al primer trimestre de 2009, en el que las dos variables contribuyeron aproximadamente por igual a la caída del total de horas trabajadas.

Gráfico B

Crecimiento del empleo



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al primer trimestre de 2020.

El moderado aumento de la tasa de paro hasta finales de mayo contrasta de forma acusada con los indicadores de actividad económica. El incremento de la tasa de paro hasta finales de mayo fue menor de lo que cabría esperar, en virtud de su relación histórica con el PIB (véase gráfico C). En Estados Unidos, entre enero y mayo de 2020, el número de trabajadores del sector no agrícola se redujo en 19,5 millones y la tasa de desempleo se incrementó en 9,8 puntos porcentuales³⁷. En cambio, un aspecto reseñable del mercado de trabajo de la zona del euro han sido las tímidas reacciones del empleo y el desempleo durante la crisis del Covid-19 si se comparan con la evolución del mercado laboral estadounidense³⁸. La catalogación de algunos trabajadores parados como inactivos podría estar afectando a las estadísticas de paro. Según la definición de desempleo de la Organización Internacional del Trabajo, los trabajadores que pierden su empleo o que previamente estaban desempleados no deben considerarse población activa si no buscan empleo de forma activa o no están disponibles para trabajar de inmediato. Esta característica se plasmaría en una reacción tímida en términos de aumento del desempleo como consecuencia de las medidas de contención del Covid-19³⁹. Otra diferencia fundamental es que, en Estados Unidos, los trabajadores sujetos a una suspensión temporal de empleo se consideran desempleados, mientras que, en la zona del euro, las personas acogidas a programas de regulación

³⁷ En Estados Unidos, el número de empleados del sector no agrícola ascendía a 152,4 millones de trabajadores en febrero de 2020 y a 132,9 millones en mayo de 2020. Entre abril y mayo se produjo un ligero repunte del empleo, y el número de trabajadores de este sector aumentó 2,5 millones, desde 130,4 millones en abril de 2020. La tasa de paro de ese país siguió una trayectoria similar a la del empleo: se situó en niveles del 3,5 % en febrero de 2020; aumentó hasta alcanzar el 14,7 % en abril de 2020, y registró una leve mejoría, hasta el 13,3 %, en mayo de 2020.

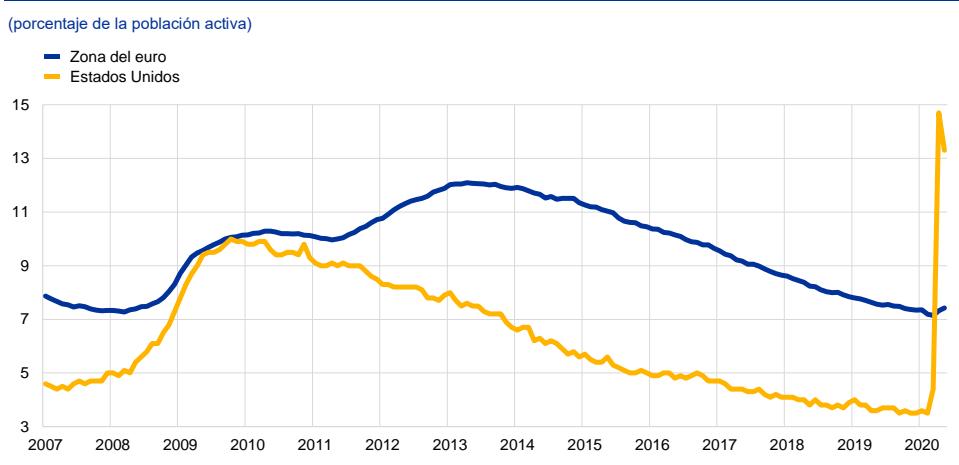
³⁸ Para una análisis del mercado de trabajo de Estados Unidos, véase, por ejemplo, N. Petrosky-Nadeau y R. G. Valletta, «Unemployment Paths in a Pandemic Economy», IZA DP, n.º 13294, 2020.

³⁹ La reclasificación de algunos trabajadores parados como inactivos podría presionar a la baja la tasa de paro. A este respecto, el análisis de los datos mensuales sobre el número de personas inactivas podría ayudar a valorar el efecto de la transición a la actividad sobre la tasa de paro observada. Además, es posible que los problemas de medición de Estados Unidos también estén influyendo, como señala el U.S. Bureau of Labor Statistics; véase «[Frequently asked questions: The impact of the coronavirus \(COVID-19\) pandemic on The Employment Situation for May 2020](#)», U.S. Bureau of Labor Statistics, 5 de junio de 2020.

temporal de empleo permanecen, en su mayoría, en la plantilla de las empresas y, por tanto, no se consideran parados.

Gráfico C

Tasa de paro en la zona del euro y en Estados Unidos



Fuentes: Eurostat y U.S. Bureau of Labor Statistics.

Nota: La última observación corresponde a mayo de 2020.

El uso generalizado de programas de regulación temporal de empleo en la zona del euro es uno de los principales factores que explican la tímida respuesta inmediata a la crisis del Covid-19 observada, en general, en el mercado de trabajo. Los Gobiernos nacionales de los países de la zona del euro han aplicado un amplio conjunto de medidas de empleo para apoyar las rentas de los trabajadores y preservar el empleo durante la pandemia de Covid-19. En concreto, todos los países de la zona han introducido programas de regulación temporal de empleo que han logrado limitar los despidos, sostener las rentas y facilitar la reducción efectiva de los costes salariales de las empresas⁴⁰. Habida cuenta de la repentina disminución de las ventas de las empresas durante la crisis del Covid-19, estos programas han desempeñado un papel importante para ayudar a las empresas a reducir sus necesidades de liquidez, al tiempo que les ha permitido reanudar la actividad con mayor rapidez tras el período de confinamiento manteniendo intacta la relación laboral durante ese período. El número de trabajadores sujetos a programas de regulación temporal de empleo en los países de la zona del euro carece de precedentes⁴¹. Estimaciones preliminares del número total de trabajadores afectados basadas en las solicitudes de las empresas para acogerse a estos programas muestran una incidencia en una proporción sustancial de los trabajadores, que podría cifrarse en un máximo de 10,6 millones de empleados en Alemania (el 26 % del total de trabajadores del país), 12 millones en Francia (el 47 %), 8,1 millones en Italia (el 42 %), 3,9 millones en España (el 23 %) y

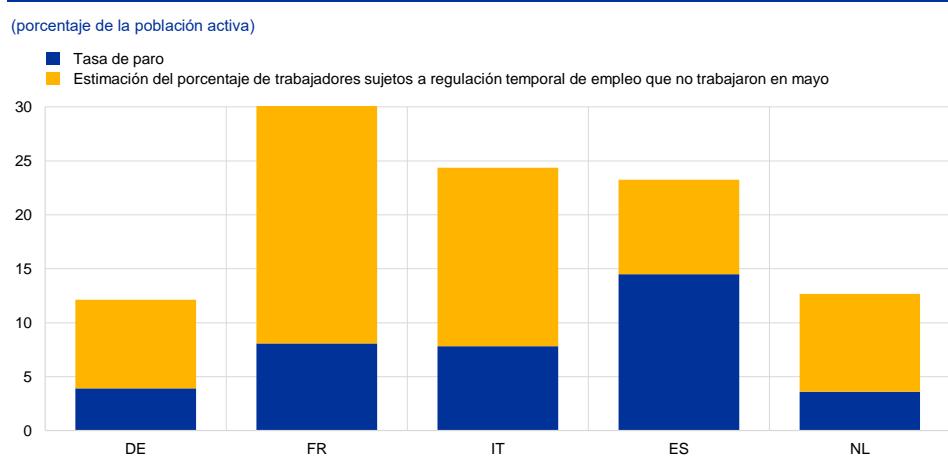
⁴⁰ Para más detalles sobre cómo están afectando los programas de regulación temporal de empleo a la renta de los hogares, véase «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», Boletín Económico, número 4, BCE, Frankfurt am Main, 2020.

⁴¹ En mayo de 2020, el Consejo de la Unión Europea adoptó el Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE, por sus siglas en inglés).

1,7 millones en los Países Bajos (el 21 %)⁴². De hecho, si se tiene en cuenta el número de trabajadores acogidos a programas de regulación temporal de empleo, la tasa de paro en la zona del euro se habría situado en niveles mucho más elevados que los observados actualmente. El gráfico D ofrece un ejemplo ilustrativo, al incluir en la tasa de paro a la mitad de los trabajadores sujetos a regulaciones temporales de empleo, suponiendo que no trabajaron nada en mayo.

Gráfico D

Tasa de paro y trabajadores sujetos a regulación temporal de empleo en mayo de 2020 en los cinco países principales de la zona del euro



Fuentes: Estimaciones del BCE basadas en información proporcionada por el IAB (Alemania), DARES (Francia), el INPS (Italia), Dow Jones Factiva (España) y el UWV (Países Bajos).

Notas: El gráfico recoge información hasta el 8 de julio de 2020. A efectos ilustrativos, la tasa de paro engloba además el número de trabajadores afectados por programas de regulación temporal de empleo y que no han trabajado, que se supone que son la mitad de los empleados sujetos a estos programas (según el número de solicitudes presentadas por las empresas). Para un análisis similar, 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, Frankfurt am Main, 2020.

El éxito del uso generalizado de programas de regulación temporal de empleo para apoyar el mercado de trabajo de la zona del euro dependerá fundamentalmente de la evolución y de la duración de la crisis. Las políticas dirigidas al mercado laboral, en particular los programas de regulación temporal de empleo, están sosteniendo el empleo y limitando el incremento de la tasa de paro en la zona del euro. Estas medidas pueden contribuir a que el mercado de trabajo se recupere con más rapidez, ya que permiten que las empresas y los trabajadores reanuden su actividad sin el largo y costoso proceso de búsqueda y de emparejamiento que tendría que llevarse a cabo si la relación laboral hubiese cesado. Esto es aún más importante porque es más probable que la crisis afecte a los trabajadores poco cualificados, que suelen presentar tasas de paro más elevadas. No obstante, es previsible que no todos los trabajadores acogidos a estos

⁴² Estas cifras representan el límite superior del número de trabajadores realmente afectados por programas de regulación temporal de empleo, ya que se basan en el número inicial de solicitudes de las empresas. A continuación, a las solicitudes iniciales de incorporación a estos programas se les aplica unas tasas de cobertura efectivas durante el período de vigencia de las medidas de confinamiento que, en último término, dependen de las necesidades reales de las empresas y de la aceptación de las solicitudes por parte de las autoridades pertinentes. Además, el elevado número de solicitudes presentado se refiere al período en el que los confinamientos todavía seguían vigentes, y cabe esperar que se reduzca sustancialmente con el tiempo, según se relajen las medidas de contención.

programas puedan volver a sus empleos anteriores⁴³. En consecuencia, se espera un nuevo aumento del desempleo en la zona del euro en el corto plazo.

⁴³ La pandemia de Covid-19 es una perturbación puramente exógena y podría hacer que las necesidades de reasignación sean menores que en una crisis económica como la gran crisis financiera. Para conocer opiniones diferentes sobre las necesidades de reasignación de recursos de la economía tras la pandemia de Covid-19 en Estados Unidos, véanse J. M. Barrero, N. Bloom y J. Steven, «[COVID-19 Is Also a Reallocation Shock](#)», *NBER Working Paper*, n.º 27137, 2020, y M. Kudlyak y E. Wolcott, «[Pandemic Layoffs](#)», mayo de 2020.

Evolución de los datos de alta frecuencia en el mercado de trabajo de la zona del euro

Nicola Benatti, Vasco Botelho, Agostino Consolo, António Dias da Silva y Małgorzata Osiewicz⁴⁴

En este recuadro se describe el impacto de la pandemia de coronavirus (Covid-19) sobre los mercados de trabajo de la zona del euro a través de un análisis de indicadores de alta frecuencia. En la primera parte del recuadro se examina la información obtenida de las ofertas de empleo publicadas diariamente en Indeed y de las tasas de contratación diaria de LinkedIn correspondientes a los cinco países más importantes de la zona del euro. El número de ofertas de empleo de Indeed puede utilizarse como aproximación de los cambios en la demanda de trabajo. La tasa de contratación de LinkedIn proporciona información a escala agregada y sectorial sobre el número de contrataciones en la zona del euro. En la segunda parte del recuadro se explica la manera en que la tasa de contratación de LinkedIn puede emplearse para efectuar una predicción de muy corto plazo (*nowcasting*) de la tasa de entrada al empleo y para analizar la tasa de paro, ofreciendo así información más actualizada sobre la evolución del mercado laboral que la procedente de fuentes estadísticas más tradicionales. Con todo, el contenido informativo de estos indicadores de alta frecuencia debe considerarse con cautela y emplearse para complementar las estadísticas oficiales, ya que las muestras disponibles se concentran, sobre todo, en trabajos cualificados y en determinados sectores.

La tasa de contratación ha descendido sustancialmente desde la irrupción de la crisis del Covid-19 y alcanzó un mínimo en mayo de 2020 (véase gráfico A). Al inicio de los confinamientos, el crecimiento interanual de esta tasa era del 8,9 % en Alemania (22 de marzo), el 13,4 % en Francia (17 de marzo), el 13,4 % en Italia (21 de febrero), el 5,4 % en España (14 de marzo) y el 4 % en los Países Bajos (15 de marzo). Es posible que el punto de inflexión observado en mayo de 2020 refleje el hecho de que algunas de estas contrataciones se llevaron a cabo para cubrir vacantes anteriores o por recomendación, lo que puede ayudar a reducir la incertidumbre de las empresas durante el proceso de contratación. El retroceso de ambos indicadores de alta frecuencia pone de manifiesto la gravedad del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro, en un contexto de aplicación de programas de regulación temporal de empleo⁴⁵.

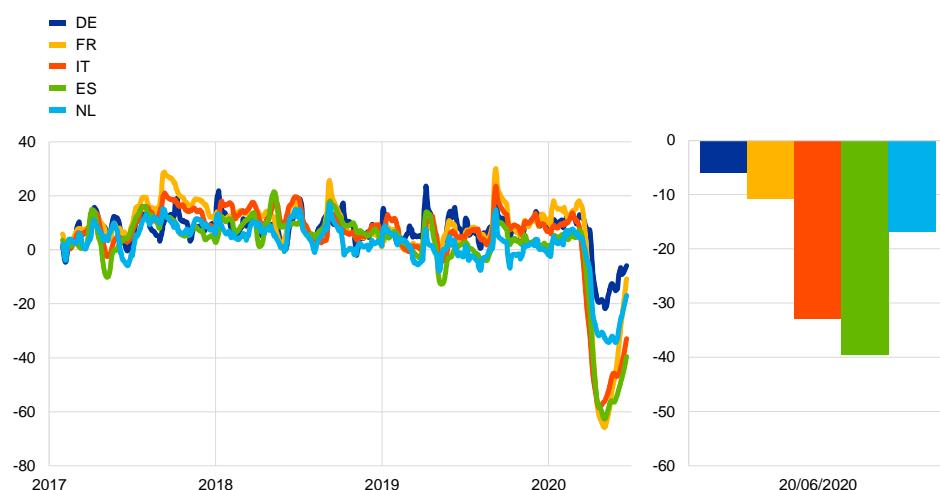
⁴⁴ Los autores desean dar las gracias a Mariano Mamertino, Séin Ó Muineachán y Mirek Pospisil por haber proporcionado los datos de alta frecuencia agregados y sectoriales de LinkedIn utilizados en la elaboración de este recuadro, que se basan en un proyecto conjunto de investigación, y a Colm Bates (Banco Central Europeo), Tara Sinclair y Adhi Rajaprabhakaran (Indeed) por haber facilitado los datos sobre ofertas de empleo.

⁴⁵ 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.

Gráfico A

Indicador de alta frecuencia de las tasas de contratación en el mercado de trabajo de la zona del euro

(tasa de contratación de LinkedIn; tasas de crecimiento interanual, porcentajes)



Fuentes: LinkedIn y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al 20 de junio de 2020. Las tasas de contratación diaria se calculan como el porcentaje de miembros de LinkedIn que empezaron un trabajo un día determinado del mes y añadieron un nuevo empleador a su perfil ese mes, dividido por el número total de miembros de LinkedIn en ese país. Para desestacionalizar y ajustar por efectos de calendario, el indicador de la tasa de contratación de LinkedIn se transforma utilizando una media móvil de 30 días y se presenta en términos de tasa de crecimiento interanual.

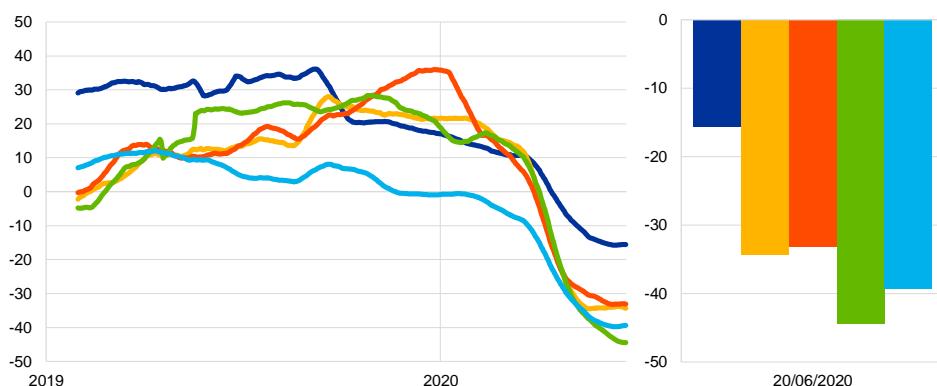
Los datos sobre ofertas de empleo han disminuido sustancialmente desde la crisis del Covid-19 (véase gráfico B) y siguen señalando que las condiciones de demanda de trabajo son frágiles. Al inicio de los confinamientos, el incremento interanual del indicador de puestos de trabajo ofertados era del 9,8 % en Alemania (22 de marzo), el 11,9 % en Francia (17 de marzo), el 14,2 % en Italia (21 de febrero), el 11 % en España (14 de marzo) y el -8,2 % en los Países Bajos (15 de marzo). Sin embargo, el 20 de junio la tasa de crecimiento interanual de este indicador se encontraba en terreno muy negativo y se situaba en el -15,6 % en Alemania, el -34,3 % en Francia, el -33,1 % en Italia, el -44,4 % en España y el -39,3 % en los Países Bajos. Aunque las contrataciones han registrado ahora un punto de inflexión, las ofertas de empleo siguen siendo escasas, ya que esta relación no es totalmente directa, porque, en algunos casos, el emparejamiento entre vacantes y trabajadores se produce a través de recomendaciones, sin que se publiquen las vacantes, o porque puede transcurrir un tiempo entre la búsqueda de empleo y el emparejamiento. El indicador de puestos de trabajo ofertados de Indeed refleja la evolución de la demanda de trabajo y puede considerarse un indicador de las vacantes, mientras que el relativo a la tasa de contratación de LinkedIn guarda una relación más estrecha con la transición entre empleos y la tasa de entrada al empleo.

Gráfico B

Indicador de alta frecuencia de ofertas de empleo en el mercado de trabajo de la zona del euro

(ofertas de empleo de Indeed; tasas de crecimiento interanual, porcentajes)

- DE
- FR
- IT
- ES
- NL



Fuentes: Indeed y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al 20 de junio de 2020. Para desestacionalizar y ajustar por efectos de calendario, el indicador de ofertas de empleo de Indeed se transforma utilizando una media móvil de 30 días y se presenta en tasa de crecimiento interanual.

Los datos sectoriales sobre las tasas de contratación muestran un descenso generalizado en todos los sectores en los cinco países más importantes de la zona del euro (véase gráfico C). Se utiliza información sectorial de frecuencia mensual para descomponer la disminución de la tasa de contratación de LinkedIn e identificar los sectores que pueden haber resultado más afectados durante la crisis del Covid-19⁴⁶. En concreto, se analizan doce sectores: bienes de consumo; servicios a empresas; educación; actividades de entretenimiento; servicios financieros; atención sanitaria; manufacturas; comunicación y medios de comunicación; actividades recreativas; turismo y viajes; comercio minorista, y *software* y servicios de tecnologías de la información (TI); y los sectores económicos restantes se agrupan en un sector residual. Los sectores mencionados concentran más del 70 % del número total de cambios de empleo registrados en LinkedIn en los cinco países más importantes de la zona del euro. En junio de 2020, las tasas de contratación se habían reducido, en términos interanuales, en la mayoría de los sectores de estos países, y la mayor contribución a este retroceso se observó en la tasa de contratación agregada de las manufacturas, servicios a empresas, *software* y servicios de TI, y actividades recreativas, y turismo y viajes⁴⁷.

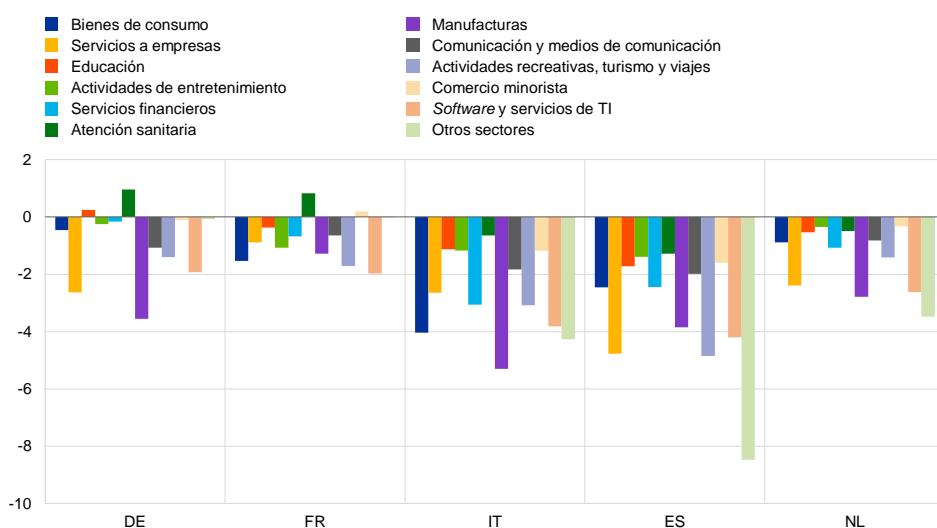
⁴⁶ Este recuadro se basa en la correspondencia sectorial que también utiliza el Banco Mundial. En este [enlace](#) se puede consultar la correspondencia entre los sectores de LinkedIn y la Clasificación Internacional Industrial Uniforme (CIIU) de todas las actividades económicas, y el informe de población activa (*Workforce Report*) de Estados Unidos está disponible en este [enlace](#).

⁴⁷ Las excepciones a la caída sectorial generalizada de las tasas de contratación registrada en junio de 2020 fueron el sector sanitario en Alemania y en Francia, educación en Alemania y comercio minorista en Francia.

Gráfico C

Descomposición sectorial del descenso interanual de la tasa de contratación en junio de 2020

(contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de la tasa de contratación; porcentajes)



Fuentes: LinkedIn y cálculos del BCE.

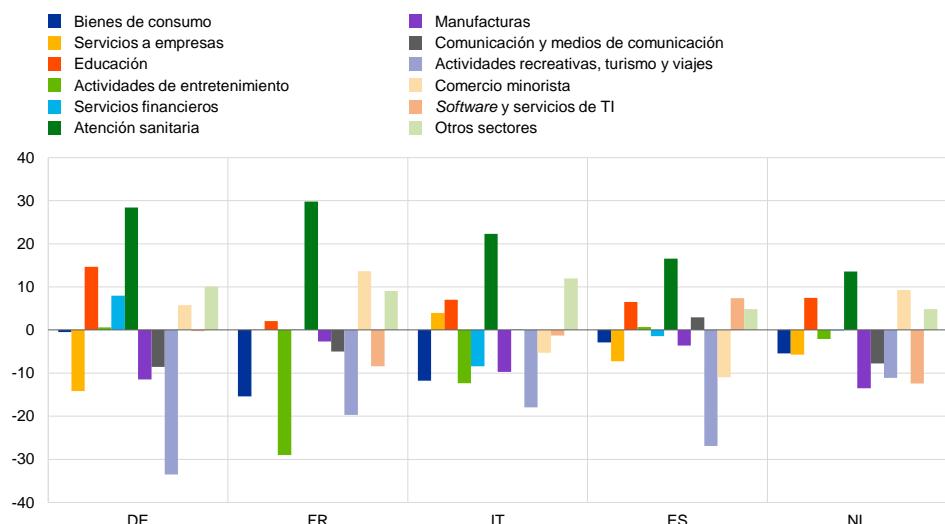
Notas: La última observación corresponde a junio de 2020. La tasa de contratación a escala sectorial se publica mensualmente. Las tasas de contratación mensual de cada sector se calculan como el porcentaje de miembros de LinkedIn que empezaron un trabajo en un sector concreto un mes determinado y añadieron un nuevo empleador a su perfil ese mes, dividido por el número total de miembros de LinkedIn en ese país. Para desestacionalizar y ajustar por efectos de calendario, el indicador de la tasa de contratación del sector se presenta en tasa de crecimiento interanual.

La intensidad de la perturbación generada por el Covid-19 es asimétrica entre los distintos sectores (véase gráfico D). Mientras que el descenso de la tasa de contratación fue generalizado en todos los sectores, algunos se han visto más afectados que otros por la perturbación causada por el Covid-19. Dos ejemplos opuestos de la asimetría de la perturbación entre sectores son las actividades recreativas, turismo y viajes, y la atención sanitaria. Por un lado, el primer sector ha resultado particularmente perjudicado por la crisis y los confinamientos, y, en junio de 2020, la tasa de contratación registró una caída interanual del 44 % en Alemania, el 28,8 % en Francia, el 77,9 % en Italia, el 50,1 % en España y el 28,3 % en los Países Bajos. Por otro, parece que el sector sanitario ha quedado relativamente al margen de la perturbación provocada por el Covid-19 en términos de aumento interanual del número relativo de cambios de empleo, en parte como consecuencia de la creciente demanda de servicios sanitarios para contener la pandemia. En junio de 2020, la tasa de contratación de este sector experimentó un incremento interanual del 18 % en Alemania y el 20,7 % en Francia, y un descenso interanual del 9,9 % en Italia, el 22,5 % en España y el 3,6 % en los Países Bajos. En general, los sectores de bienes de consumo, manufacturas, y actividades recreativas, turismo y viajes se ven más afectados por la crisis del Covid-19 que el resto de la economía, mientras que otros, como atención sanitaria, servicios financieros, y software y servicios de TI, se mantienen más aislados de esta perturbación.

Gráfico D

Asimetría sectorial del descenso interanual de la tasa de contratación en junio de 2020

(diferencia entre la tasa de crecimiento interanual de la tasa de contratación de cada sector y la de la tasa de contratación del total de la economía en junio de 2020; puntos porcentuales)



Fuentes: LinkedIn y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde a junio de 2020. La tasa de contratación a escala sectorial se publica mensualmente. Las tasas de contratación mensual de cada sector se calculan como el porcentaje de miembros de LinkedIn que empezaron un trabajo en un sector concreto un mes determinado y añadieron un nuevo empleador a su perfil ese mes, dividido por el número total de miembros de LinkedIn en ese país. Para desestacionalizar y ajustar por efectos de calendario, el indicador de la tasa de contratación del sector se presenta en tasa de crecimiento interanual. Los sectores con valores negativos registran descensos más acusados en las tasas de contratación que los demás sectores, mientras que los sectores con valores positivos registran caídas más leves que el resto.

La tasa de contratación puede ser una aproximación bastante buena de la tasa agregada de entrada al empleo de la muestra y utilizarse para realizar una predicción de muy corto plazo de esta última durante la crisis. La tasa de contratación de LinkedIn incluye la transición tanto entre empleos como del desempleo al empleo, y puede considerarse una aproximación de la tasa agregada de entrada al empleo⁴⁸. Para medir la elasticidad empírica entre la tasa de contratación y la tasa de entrada al empleo, se ha estimado un modelo de cointegración con datos de panel para los cinco países más importantes de la zona del euro entre 2016 y 2019, basado en [Stock y Watson \(1993\)](#) y en [Pesaran y Smith \(1995\)](#). En función de los supuestos que subyacen a la estimación, la elasticidad de largo plazo se situaría entre 0,39 y 0,63, y siempre es estadísticamente significativa⁴⁹. Por lo tanto, como la tasa de contratación de LinkedIn está disponible hasta junio de 2020, estas elasticidades pueden emplearse para estimar la

⁴⁸ En el resto del análisis se utiliza la tasa de contratación en lugar de las ofertas de empleo, ya que la primera se aproxima más al concepto de la tasa de entrada al empleo. Para más detalles sobre la tasa de entrada al empleo y sobre su relación histórica con conceptos del mercado de trabajo como la curva de Beveridge y el tensionamiento de este mercado, veáse el artículo titulado «[The euro area labour market through the lens of the Beveridge curve](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, Frankfurt am Main, 2019. La tasa de entrada al empleo se ha estimado siguiendo la metodología de [Shimer \(2007\)](#) y [Elsby et al. \(2013\)](#), y empleando datos de la encuesta de población activa de la UE (LFS, por sus siglas en inglés) hasta diciembre de 2019.

⁴⁹ Como ejercicio de robustez, también se estima la elasticidad entre la tasa de contratación y la tasa de entrada al empleo de cada país. Estas elasticidades específicas son algo más heterogéneas entre países, y se sitúan, aproximadamente, entre 0,12 y 0,17 en Alemania, entre 0,37 y 0,51 en Francia, entre 0,26 y 0,52 en Italia, entre 0,73 y 0,85 en España, y entre 0,71 y 0,80 en los Países Bajos.

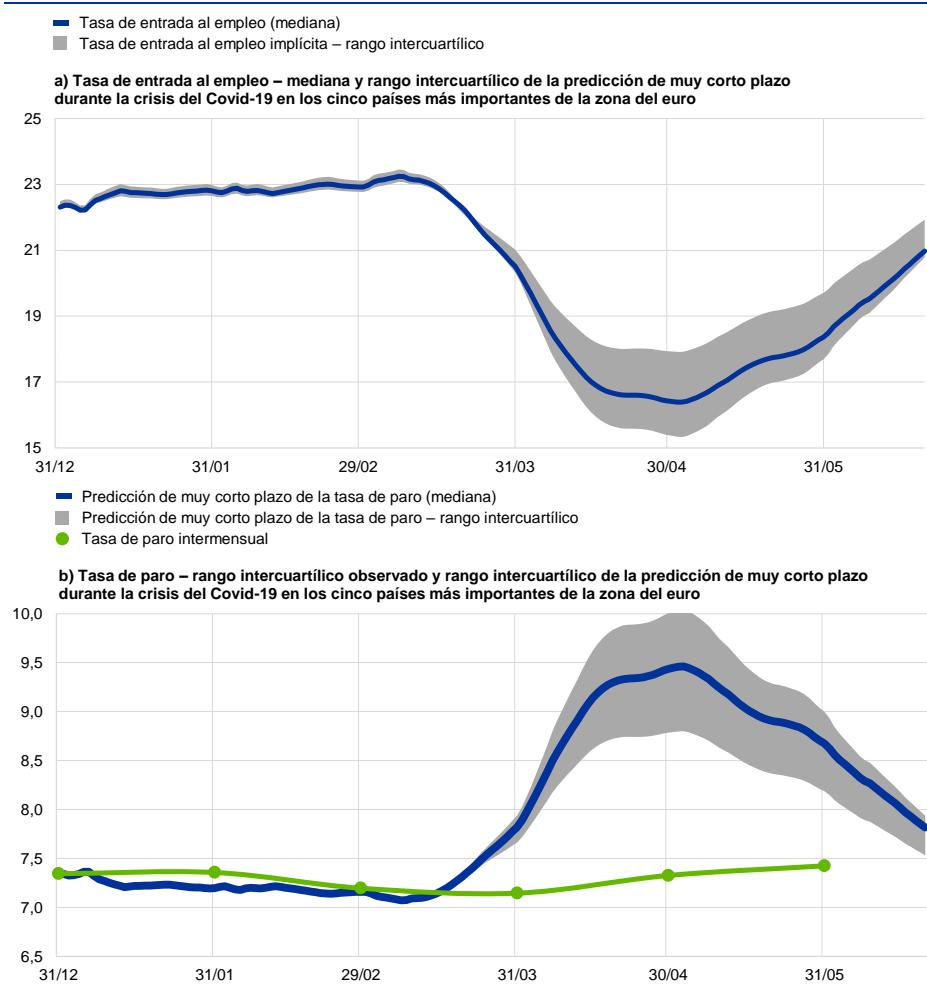
trayectoria implícita de la tasa agregada de entrada al empleo en 2020 durante la crisis del Covid-19 (véase el panel a del gráfico E).

Se puede efectuar una predicción de muy corto plazo de la tasa de paro durante la crisis del Covid-19 a partir de la trayectoria implícita de la tasa agregada de entrada al empleo. Utilizando las estimaciones de las tasas de entrada, s_t , y de salida, f_t , del desempleo, se puede realizar una aproximación de la tasa de paro de estado estacionario en un momento determinado, $u_t^*(f_{t_t}, s_t)$ ⁵⁰. La predicción de muy corto plazo de la tasa de paro se puede calcular en dos pasos. Primero, la predicción de muy corto plazo de la tasa de entrada al empleo, \hat{f}_t , se basa en la relación estimada con la tasa de contratación de LinkedIn. El segundo paso permite efectuar una predicción de muy corto plazo de las variaciones de la tasa de paro a partir de los cambios en $u_t^*(\hat{f}_t, s_t)$. Para reforzar la robustez del ejercicio, se obtienen varios perfiles de $u_t^*(f, s)$ en función de los coeficientes de largo plazo estimados para \hat{f} y de los supuestos relativos a las tasas de salida del empleo.

⁵⁰ De forma similar al enfoque seguido en [Shimer \(2005\)](#), este enfoque simplificado de flujos de empleo no tiene en cuenta de forma explícita los flujos de entrada y de salida de la población activa. Para una descripción completa de este modelo del mercado de trabajo, véase [Pissarides \(2000\)](#) o el recuadro 3 del artículo titulado «[The euro area labour market through the lens of the Beveridge curve](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, Frankfurt am Main, 2019.

Gráfico E

Zona del euro-5: tasa de entrada al empleo implícita y tasa de paro



Fuentes: Eurostat, LinkedIn y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al 20 de junio de 2020. Las tasas de contratación diaria se calculan como el porcentaje de miembros de LinkedIn que empezaron un trabajo en un día determinado del mes y añadieron un nuevo empleador a su perfil ese mes, dividido por el número total de miembros de LinkedIn en ese país. La tasa de paro intermensual es acorde con la definición de la OIT. La predicción de muy corto plazo de la tasa de paro se obtiene utilizando una regla de actualización recursiva sobre varios perfiles posibles de la tasa de paro natural, en función de los coeficientes de largo plazo estimados, de la relación entre la tasa de entrada al empleo y la tasa de contratación, y del conjunto de supuestos empleados para las tasas de salida del empleo.

Se espera que la tasa de paro haya registrado un máximo durante el segundo trimestre de 2020 y se haya situado alrededor de 2,3 puntos porcentuales por encima del nivel observado en febrero (véase el panel b del gráfico E). La predicción de muy corto plazo indica que la tasa de paro basada en la trayectoria implícita de la tasa de entrada al empleo en los cinco países más importantes de la zona del euro habría alcanzado un máximo del 9,5 % en torno a principios de mayo de 2020, impulsada por la intensa caída de las contrataciones durante la crisis del Covid-19. La normalización gradual de la tasa de contratación sugiere un aumento de los flujos de salida del desempleo en mayo y junio de 2020, aunque la tasa de paro todavía se mantendría en niveles superiores a los de antes de la pandemia. La evolución de la predicción de muy corto plazo de la tasa de paro también se basa en el supuesto de que la tasa de salida del empleo avanzó solo de forma moderada

durante esta crisis⁵¹. Los Gobiernos de la zona del euro han aplicado políticas de empleo que están frenando el número de despidos permanentes tras la perturbación generada por el Covid-19. Puede que los programas de regulación temporal de empleo logren minimizar las posibles ineficiencias derivadas de una perturbación adversa, repentina y temporal limitando los efectos de reasignación del empleo en la economía⁵². Sin embargo, si no vuelven a su empleo previo todos los trabajadores en situación de desempleo temporal, el aumento de la tasa de salida del empleo puede deteriorar más las condiciones del mercado de trabajo y dar lugar a una tasa de paro más elevada que la de la predicción de muy corto plazo del gráfico E. Por último, si la predicción de muy corto plazo de la tasa de paro se compara con la tasa de paro observada, también se debe destacar que las actuales cifras relativamente bajas de desempleo obedecen, en parte, al hecho de que la pandemia de Covid-19 y las medidas de confinamiento asociadas hicieron que las personas no buscaran empleo activamente (debido, por ejemplo, a las limitadas oportunidades de trabajo o que no estuvieran disponibles para trabajar de inmediato (por ejemplo, por obligaciones de cuidado de hijos o de personas mayores). Por ello, se considera que estas personas no forman parte de la población activa y que no se clasifican como desempleados según la definición de desempleo de la OIT⁵³.

En general, la metodología y los datos de alta frecuencia utilizados en este recuadro permiten analizar la evolución reciente del mercado de trabajo de la zona del euro. El uso de flujos de entrada y de salida del desempleo puede ayudar a comprender mejor el proceso de ajuste del mercado laboral durante la actual crisis del Covid-19. Análisis anteriores basados en flujos de empleo se vieron limitados por la falta de disponibilidad de datos actualizados. En este recuadro se presenta un análisis inicial y preliminar sobre la forma de combinar fuentes de datos experimentales y oportunas con las estadísticas oficiales. Además, estos datos ofrecen señales inmediatas sobre las condiciones actuales del mercado de trabajo: las tasas de contratación de LinkedIn muestran un repunte de las contrataciones por parte de las empresas, y las ofertas de trabajo de Indeed siguen apuntando a que la demanda de empleo es reducida. En las actuales circunstancias sin precedentes, estos datos de alta frecuencia proporcionan información valiosa sobre la senda hacia la recuperación económica y arrojan luz sobre el comportamiento asimétrico entre los sectores de la economía, permitiendo conocer mejor los comovimientos de los patrones de contratación entre los principales sectores de la actividad económica.

⁵¹ Este recuadro se centra principalmente en la creación de empleo, mientras que se supone que las tasas de salida del empleo siguen una trayectoria similar a la registrada en la crisis financiera global. Se utilizan tres escenarios para estimar la tasa de salida del empleo: i) sin variación con respecto al cuarto trimestre de 2019; ii) un aumento de la tasa comparable al observado en el trimestre medio durante la crisis financiera global, y iii) la mitad del aumento de la tasa observado en el trimestre medio durante la crisis financiera global.

⁵² En general, las políticas dirigidas al mercado de trabajo también tienen como finalidad frenar los despidos y apoyar el empleo por cuenta propia. Por lo que se refiere a los efectos de los programas de regulación temporal de empleo sobre las rentas del trabajo y la renta disponible, 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, Frankfurt am Main, 2020.

⁵³ Para más detalles, véase la nota metodológica de Eurostat sobre recopilación de datos para la encuesta de población activa de la UE en el contexto de la crisis del Covid-19 ([«Data collection for the EU-Labour Force Survey in the context of the COVID-19 crisis»](#)).

Evolución reciente de los precios de los alimentos en la zona del euro

Ieva Rubene

Los precios de los alimentos pueden ser un importante factor determinante de la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro, ya que este componente representa casi el 20 % de la cesta de consumo del IAPC y la tasa de variación de sus precios es altamente volátil. En el segundo trimestre de 2020, la contribución de los alimentos al IAPC fue de alrededor de dos tercios de un punto porcentual, es decir, mayor que la aportación de los servicios o de los bienes industriales no energéticos. Dado que los alimentos también son un ejemplo destacado de bienes de adquisición frecuente e inmediata, en términos generales se considera que los movimientos de sus precios influyen de forma importante en la percepción de la inflación de los consumidores. Con este trasfondo, en este recuadro se analiza la evolución reciente de los precios de los alimentos en la zona del euro, en un entorno que se ha visto afectado por la pandemia de coronavirus (Covid-19).

El repunte que experimentaron los precios de los alimentos en la zona del euro en abril de 2020 fue intenso aun cuando estos precios habían tenido un comportamiento volátil en el pasado. El avance intermensual de los precios del total de alimentos alcanzó el 1,1 % en abril, una tasa que no se había observado prácticamente nunca desde 1999 (salvo por las escasas y considerables alzas de carácter transitorio debidas a cambios en los impuestos indirectos)⁵⁴. El único incremento de magnitud similar se registró en enero de 2002, cuando se introdujo el efectivo en euros. Dado que los precios de los alimentos son muy estacionales, especialmente los de los alimentos no elaborados, las variaciones en un mes determinado deberían compararse con el mismo mes de años anteriores. La comparación de la variación intermensual de abril de 2020 con la de los tres años anteriores revela que la de este año fue excepcional, particularmente en el caso de los alimentos no elaborados (véase gráfico A)⁵⁵. El desglose más detallado por productos muestra que, dentro de este último componente, el aumento extraordinario se observó fundamentalmente en los precios de las hortalizas y, en menor medida, también en los precios de las frutas frescas y el pescado. Aunque el

⁵⁴ En algunos países, el IAPC de los alimentos de abril se elaboró también con menor fiabilidad de lo habitual, ya que una gran parte de los precios no disponibles tuvieron que inferirse. Por ejemplo, en el IAPC francés de alimentos de abril, las variaciones de precios se imputaron (es decir, se sustituyeron) —mediante el uso, entre otros, de datos de escáner— para los pequeños establecimientos, los mercados al aire libre y las tiendas que no tenían sus precios disponibles *online*. En términos más generales, para imputar los precios que no se podían recopilar, se utilizaron los precios *online*, en caso de estar disponibles, y la sustitución de los productos fue más frecuente de lo normal.

⁵⁵ La adopción de una clasificación del IAPC más granular (ECOICOP-5) en enero de 2019 afectó a la división entre alimentos elaborados y no elaborados a partir de enero de 2017. En consecuencia, el peso relativo de los alimentos elaborados sobre el total de alimentos pasó de alrededor del 60 % al 75 % y, por tanto, las variaciones mensuales dejaron de ser comparables con los años anteriores a 2017. Para más información, véase el recuadro titulado «[Nuevas características del Índice Armonizado de Precios de Consumo: grupos de análisis, datos de escáner y web-scraping](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019.

ascenso fue menos pronunciado para el conjunto de los precios de los alimentos elaborados, también fue claramente mayor para determinados artículos, como el pan, las pastas alimenticias y otros productos a base de harina, así como la carne⁵⁶. Las variaciones de precios intermensuales registradas en mayo, y posiblemente también en junio, señalan una cierta corrección de los repuntes de los precios de los alimentos observados en abril para las hortalizas, los pescados frescos, y el pan, las pastas alimenticias y otros productos a base de harina. Las alzas de los precios de la carne procesada se suavizaron, mientras que los precios de las frutas frescas continuaron avanzando a un ritmo bastante rápido. Los datos preliminares de junio señalan una nueva relajación de las presiones de los precios de los alimentos, aunque no se dispone todavía de un desglose detallado. En consecuencia, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó hasta el 5,9 % en junio, desde el máximo del 7,6 % registrado en abril. La tasa de inflación de los alimentos elaborados, excluido el tabaco, se situó en el 1,8 % en mayo (inalterada desde abril), mientras que los datos preliminares del total de alimentos elaborados correspondientes a junio muestran un ligero descenso, hasta el 2,3 %, desde el 2,4 % observado en mayo (aún no se dispone de un desglose más detallado).

⁵⁶ Los precios de los productos cárnicos (tanto procesados como no procesados) han aumentado algo más desde mediados de 2019 que en los años anteriores, debido, en parte, a la fuerte demanda procedente de China, cuya propia oferta de carne de porcino ha disminuido debido a la peste porcina africana. En consecuencia, estas exportaciones se incrementaron en la UE, que es el mayor exportador de productos porcinos del mundo.

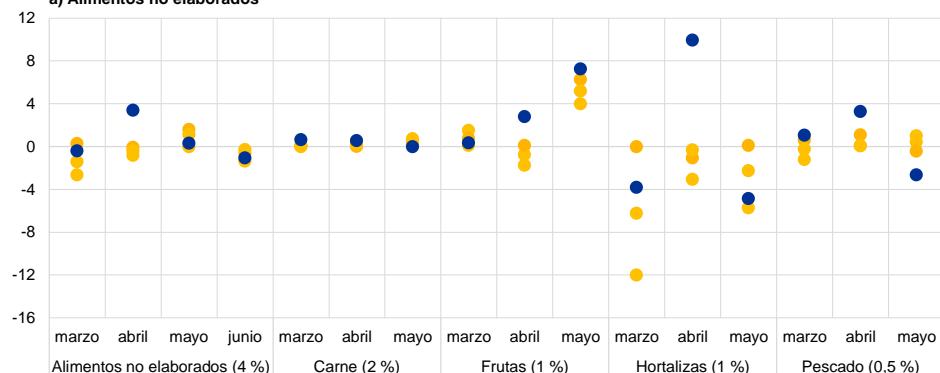
Gráfico A

Evolución mensual de los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro durante el confinamiento por el Covid-19

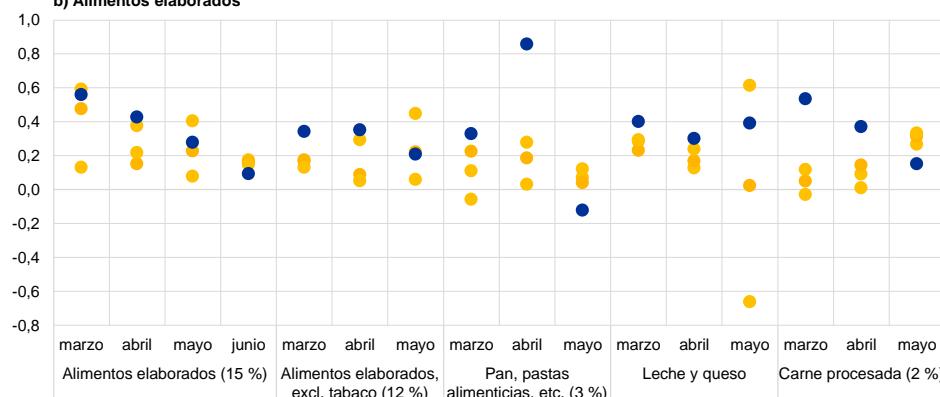
(tasas de variación intermensual; datos sin desestacionalizar)

- 2020
- 2017, 2018 y 2019

a) Alimentos no elaborados



b) Alimentos elaborados



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los incrementos intermensuales históricos se muestran solo a partir de 2017 debido a la ruptura en las series como consecuencia de la adopción de la ECOICOP-5. Las ponderaciones de las partidas del IAPC general se muestran entre paréntesis. En la fecha de finalización de este recuadro no se disponía de un desglose detallado de las variaciones de precios de los alimentos elaborados y no elaborados para el mes de junio.

Las fuertes variaciones intermensuales de los precios de los alimentos pueden tener muchas causas distintas. Generalmente, estas variaciones se deben al carácter estacional de la oferta (en particular, de alimentos no elaborados) y a la sensibilidad de los precios de los alimentos (tanto elaborados como no elaborados) a perturbaciones locales o globales relacionadas con la higiene (enfermedades animales) o con las condiciones meteorológicas. En ocasiones, los cambios en los impuestos indirectos también pueden tener efectos apreciables. Sin embargo, el repunte de abril de 2020 fue extraordinario y es probable que reflejara presiones al alza relacionadas con las circunstancias específicas de la pandemia de Covid-19. Entre estas circunstancias se incluye el hecho de que, durante el período de confinamiento, las familias prepararon más comidas en sus hogares y, por tanto, desviaron parte de la demanda de restauración y servicios de *catering* en favor del consumo en los domicilios. Los acopios en previsión de las restricciones a la movilidad pueden haber sido otra razón por la que la demanda de alimentos de los hogares fue más intensa de lo habitual, aunque este argumento solo es aplicable a

los alimentos elaborados que son susceptibles de almacenamiento. La demanda más fuerte de lo habitual y el impacto de los acopios son evidentes en el incremento de los volúmenes de ventas minoristas de alimentos en marzo, cuando la tasa de variación interanual de la zona del euro se disparó a un máximo histórico del 9,1 %, que precedió al avance de precios en abril. En abril, la tasa de crecimiento interanual de los volúmenes de ventas minoristas se redujo al 2 % y después aumentó de nuevo, hasta situarse en el 4,9 % en mayo.

La evolución de abril de 2020 fue reflejo, muy probablemente, de los fuertes aumentos de la demanda combinados con la presencia de factores de oferta relacionados con las medidas de confinamiento y de contención. Por ejemplo, es probable que el repunte de los precios, especialmente de las hortalizas, fuera consecuencia de dificultades de oferta debidas a los retrasos en la cosecha y en el transporte. Estos retrasos podrían haber acrecentado la oferta relativa de productos locales (a menudo más caros). En términos más generales, los productores y los comercios minoristas se enfrentaron a incrementos de costes como consecuencia de las medidas de higiene obligatorias y del reenvasado de volúmenes al por mayor, habitualmente vendidos a empresas, para adaptarlo a volúmenes más reducidos destinados a los hogares. El reenvasado lleva tiempo y, por tanto, también puede haber agudizado la escasez de oferta temporal. Asimismo, es posible que los consumidores expresaran una preferencia mayor por los alimentos frescos envasados (probablemente más caros que los productos sin envasar) ante el temor a contraer el virus mediante el contacto directo con un producto⁵⁷. Además, en algunos casos —especialmente, el de los alimentos elaborados— las alzas de precios registradas en el IAPC pueden haber reflejado también la cancelación de las promociones, más que subidas de precios propiamente dichas.

Los posibles efectos de oferta pueden evaluarse examinando las estructuras de costes y de insumos de la producción de alimentos. La producción de alimentos de la zona del euro se caracteriza por fuertes vínculos de oferta dentro del sector. Según la tabla *input-output* de la zona del euro, el principal insumo para elaborar productos manufacturados en el sector alimentario son los alimentos elaborados y no elaborados domésticos (aproximadamente el 40 % de todos los insumos). Por ejemplo, se necesitan alimentos para dar de comer a los animales y se requiere harina para hacer pan. Los productos alimenticios importados de fuera de la zona del euro solo representan una pequeña parte de los costes de producción totales del sector alimentario (en torno al 5 %)⁵⁸. Al mismo tiempo, alrededor del 10 % de los alimentos elaborados, bebidas y productos del tabaco consumidos por los hogares se importan directamente de países de fuera de la zona del euro, y la proporción correspondiente a los alimentos frescos (incluidos

⁵⁷ Aunque la norma general al elaborar el IAPC es mantener tipos fijos de establecimientos y de productos, las dificultades en la recopilación de precios debidas a los confinamientos por el Covid-19 supusieron una estructura de establecimientos y de productos menos estable, como consecuencia de las imputaciones que fueron necesarias cuando no fue posible recopilar algunos precios.

⁵⁸ Estas estimaciones se basan en la tabla *input-output* de la zona del euro para 2018 proporcionada por Eurostat.

productos de pescado) es más elevada —en torno al 20 %—⁵⁹. En conjunto, esto sugiere que la disrupción de las cadenas de producción (incluidas las redes de distribución) observada en la zona del euro durante la pandemia de Covid-19 puede haber incidido de forma importante en la oferta de alimentos y, por tanto, en los precios.

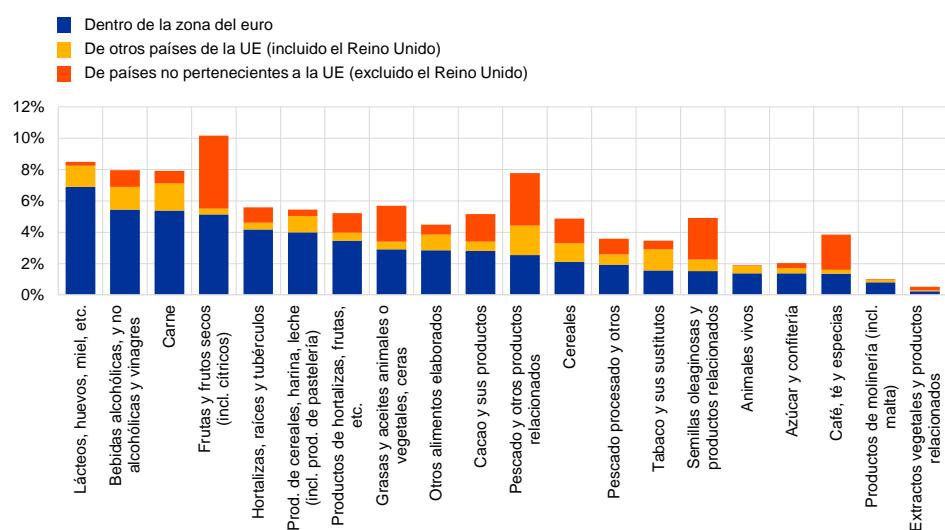
Las cadenas de producción dentro de la zona del euro son muy relevantes. Aquellas en las que participan los demás países de la UE y países de fuera de la UE, si bien suelen tener menos relevancia, pueden ser importantes para determinados productos. Los datos detallados por sectores de las importaciones de la zona del euro no ofrecen el desglose de las importaciones de alimentos utilizadas para la producción interna ni de las importaciones de alimentos entregadas directamente a las tiendas para el consumo de los hogares. Sin embargo, los datos sobre las importaciones totales de alimentos pueden proporcionar cierta información sobre los productos alimenticios que podrían ser más sensibles a disrupciones en las cadenas de producción. Los datos sobre el comercio correspondientes a 2019 de Eurostat muestran que alrededor del 40 % de las importaciones de alimentos de fuera de la zona del euro procedieron de los demás países de la UE (incluido el Reino Unido). Sin embargo, también hay un comercio sustancial de productos alimenticios dentro de la zona del euro. Para muchos grupos de productos, como los lácteos, las bebidas, la carne y las hortalizas, las importaciones procedentes de países de la zona del euro fueron significativamente superiores a las importaciones procedentes del resto de la UE y de países no pertenecientes a la UE (véase gráfico B). Los incrementos especialmente acusados de los precios de las hortalizas en abril podrían reflejar, por tanto, los cuellos de botella en la producción y el transporte de mercancías del sur al norte de Europa. Las subidas de los precios de estos productos se normalizaron en cierta medida en mayo, lo que sugiere que los cuellos de botella en el sur de Europa pueden haberse aliviado. Este alivio debería haber suavizado también las presiones en los precios de las frutas frescas, que, no obstante, continuaron aumentando a un ritmo algo más alto en mayo de 2020 que en el mismo mes de años anteriores. Dadas las cuantiosas importaciones de frutas frescas no solo de la zona del euro, sino también de países de fuera de la UE, los mayores repuntes de los precios de mayo podrían obedecer, en parte, a la disrupción de las cadenas de producción globales en países no pertenecientes a la UE como consecuencia de la pandemia de Covid-19.

⁵⁹ De acuerdo con las tablas *input-output*, «importaciones de alimentos y pescados frescos» incluye productos de la agricultura y de la caza y servicios relacionados, así como pescados, otros productos de la pesca, productos de la acuicultura y servicios de apoyo a la pesca. Esta clasificación no es totalmente acorde con el componente de alimentos no elaborados del IAPC.

Gráfico B

Composición y dirección de las importaciones de alimentos de la zona del euro en 2019

(porcentajes de las importaciones totales de productos alimenticios de la zona del euro)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En conjunto, en abril los incrementos de los precios de los alimentos fueron inusualmente fuertes y reflejaron una combinación de efectos de oferta y de demanda sin precedentes. Sin embargo, el IAPC de los alimentos de mayo y junio mostró signos de normalización en las variaciones de precios, al relajarse las restricciones a la movilidad y reanudarse la actividad. Todavía puede haber algunas presiones al alza sobre los precios a corto plazo debido a la posible escasez de temporeros o a los mayores costes de las medidas de higiene para las empresas. No obstante, si el aumento del desempleo es de carácter duradero, podría haber presiones a la baja a medio plazo, especialmente sobre los precios de los alimentos elaborados, como consecuencia de las limitaciones de las rentas de los hogares.

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

Matteo Falagiarda, Petra Köhler-Ulbrich y Eduardo Maqui

La pandemia de coronavirus (Covid-19) está teniendo diversos efectos sobre los planes de negocio y las necesidades de financiación de las empresas. En vista de la importancia de la financiación bancaria para las empresas de la zona del euro⁶⁰, la encuesta sobre préstamos bancarios (EPB) en la zona del euro constituye una fuente única y valiosa de información cualitativa no solo sobre las condiciones aplicadas al crédito bancario, sino también sobre las necesidades de financiación de las empresas⁶¹. Si se combina con datos económicos y financieros cuantitativos, la información obtenida de la EPB ayuda a explicar la evolución de los planes de negocio y de las necesidades de financiación de las empresas, así como sus factores determinantes⁶². Este recuadro comienza con un análisis de la relación de largo plazo entre los indicadores de la EPB y la evolución observada de la inversión empresarial. A continuación se examina el aumento reciente de la demanda de préstamos por parte de las empresas, los factores impulsores y su vínculo con el destino de la financiación, en particular la inversión en capital fijo, en el contexto de la pandemia de Covid-19. Por último, se proporcionan más detalles sobre esta cuestión desde una perspectiva sectorial.

Los datos de la EPB sobre la demanda de préstamos a largo plazo y las necesidades de financiación para inversiones en capital fijo de las empresas ofrecen información valiosa y oportuna acerca de la evolución observada de este tipo de inversión, dada la estrecha correlación entre estas variables. La evidencia empírica muestra que los indicadores cualitativos de las entidades de crédito sobre la demanda de préstamos de las empresas presentan, en general, una correlación elevada con la evolución observada de otras variables económicas (véase gráfico A). En particular, existe una relación estrecha entre el plazo de vencimiento del préstamo⁶³, los determinantes de la demanda de crédito y la finalidad del préstamo. Por ejemplo, según la EPB, la demanda de préstamos a corto plazo y las necesidades de financiación de capital circulante asociadas

⁶⁰ Para más detalles, véase el artículo titulado «*Assessing bank lending to corporates in the euro area since 2014*», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2020.

⁶¹ Véanse los informes relativos a la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro en el sitio web del BCE. Para más información sobre la EPB, veáse P. Köhler-Ulbrich, H. S. Hempell y S. Scopel, «*The euro area bank lending survey*», *Occasional Paper Series*, n.º 179, BCE, septiembre de 2016, y el artículo titulado «*What does the bank lending survey tell us about credit conditions for euro area firms?*», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

⁶² Indicadores de opinión alternativos directamente relacionados con las necesidades de inversión de las empresas proporcionaron información complementaria detallada, pero no suelen estar disponibles con la misma periodicidad. Véase el recuadro titulado «*Las encuestas sobre perspectivas empresariales como indicadores de la inversión real de las empresas de la zona del euro*», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2020.

⁶³ En la EPB solo se utilizan dos plazos de vencimiento, «a corto plazo» y «a largo plazo». Los préstamos a corto plazo tienen un plazo de vencimiento inicial de hasta un año, mientras que el plazo de vencimiento inicial de los préstamos a largo plazo es superior a un año.

muestran una buena correlación con la evolución observada de las existencias. Del mismo modo, la demanda de préstamos a largo plazo y las necesidades de financiación asociadas a inversiones en capital fijo muestran una correlación elevada con la evolución observada de la formación bruta de capital fijo⁶⁴. Más concretamente, un aumento de 1 punto porcentual neto de las necesidades de financiación de las empresas para inversiones en capital fijo suele vincularse a un incremento de unos 0,3 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento interanual de dicha inversión. Una valoración más formal pone de manifiesto el valor informativo del indicador basado en la EPB para realizar una predicción a muy corto plazo (*nowcasting*) de la inversión en capital fijo. En particular, un modelo que también tiene en cuenta el indicador de demanda de préstamos de la EPB para predecir la dinámica de la inversión en capital fijo mejora de forma significativa su precisión frente a un modelo básico (*naïve*) que solo incluye valores pasados sobre esta variable⁶⁵.

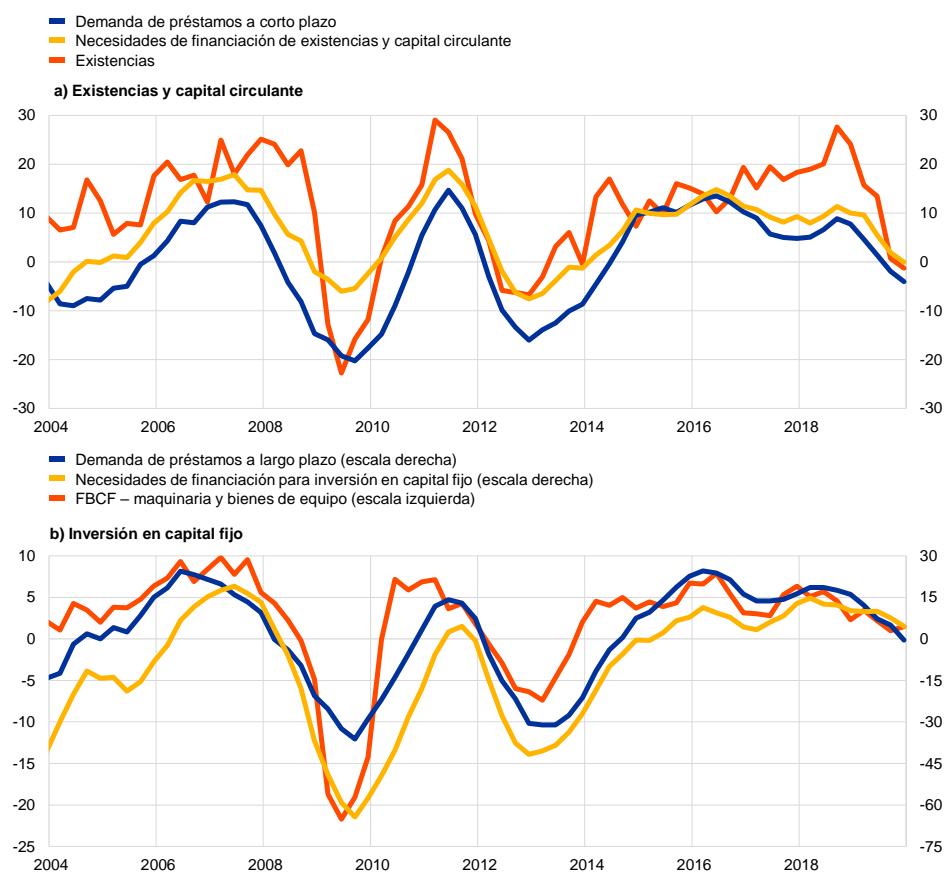
⁶⁴ Dada la estrecha relación contemporánea entre la inversión en capital fijo y las indicaciones de las entidades de crédito sobre la demanda de préstamos de las empresas, ambos son buenos indicadores adelantados (en torno a tres trimestres) del crecimiento de los préstamos. Para más detalles sobre las características cíclicas de los préstamos bancarios, véase M. Darracq Pariès, A. C. Drahovsky, M. Falagiarda y A. Musso, «Macroeconomic analysis of bank lending for monetary policy purposes», *Occasional Paper Series*, de próxima publicación, BCE.

⁶⁵ La mejora en la precisión de las predicciones a muy corto plazo de la inversión en capital fijo se ve confirmada por un aumento del 19,85 % de la raíz del error cuadrático medio. Los ejercicios de análisis convencional de la varianza (ANOVA, por sus siglas en inglés) indican que la capacidad predictiva superior dentro de la muestra del modelo aumentada con el indicador basado en la EPB es estadísticamente muy significativa.

Gráfico A

Relación de largo plazo entre las necesidades de financiación y la demanda de préstamos de las empresas

(panel a: media móvil de cuatro trimestres del porcentaje neto de entidades que señalan un aumento, mm de euros; panel b: media móvil de cuatro trimestres del porcentaje neto de entidades que señalan un aumento, tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE (EPB) y Eurostat.

Notas: «Existencias» se refiere a variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos (Eurostat), y «FBCF», a formación bruta de capital fijo (Eurostat). La demanda de préstamos a corto plazo y de préstamos a largo plazo, las necesidades de financiación de existencias y capital circulante, y las necesidades de financiación de inversión en capital fijo se expresan en términos de porcentajes netos de las entidades de crédito que indican un aumento o un impacto positivo en la demanda de préstamos de las empresas, basados en la EPB. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2019, es decir, antes del inicio de la pandemia de Covid-19.

Durante la pandemia de Covid-19, este vínculo estrecho entre el plazo de vencimiento y la finalidad de los préstamos se ha mantenido en el caso de los préstamos a corto plazo. La naturaleza sin precedentes de la pandemia provocó un aumento acusado del crecimiento de los préstamos a empresas entre marzo y mayo de 2020 (véase el gráfico 12 de este Boletín Económico). La demanda de préstamos de las empresas estuvo impulsada por la reducción de su capacidad para financiar costes con flujos de caja, debido a la fuerte caída de los ingresos durante la pandemia. Esta situación generó acuciantes necesidades de liquidez para financiar el capital circulante (véase el panel a del gráfico B)⁶⁶. Por otra parte, en un entorno de incertidumbre elevada, las empresas solicitaron préstamos para acumular colchones de liquidez por motivo de precaución. Estas necesidades de

⁶⁶ Véase «The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020».

liquidez apremiantes estuvieron asociadas principalmente a la demanda de préstamos a corto plazo.

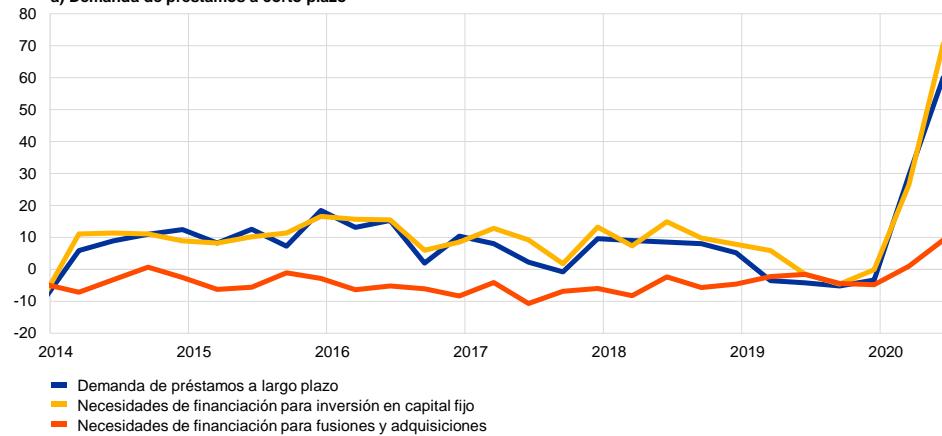
Gráfico B

Evolución reciente de las necesidades de financiación y la demanda de préstamos de las empresas

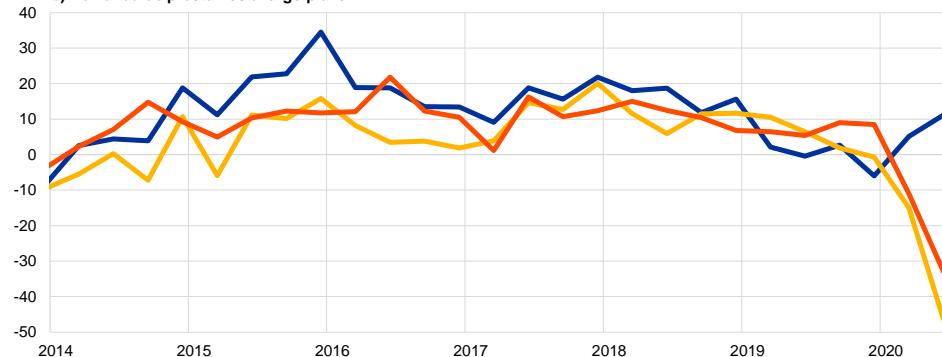
(porcentaje neto de entidades que señalan un aumento de la demanda de préstamos, y factores determinantes)

- Demanda de préstamos a corto plazo
- Necesidades de financiación de existencias y capital circulante
- Contribución de la financiación interna

a) Demanda de préstamos a corto plazo



b) Demanda de préstamos a largo plazo



Fuente: BCE (EPB).

Nota: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2020.

En cambio, la demanda de préstamos a largo plazo de las empresas se ha desvinculado de la evolución de la inversión en capital fijo, reflejo de las importantes medidas de apoyo aplicadas en el ámbito monetario y fiscal en respuesta a la crisis del Covid-19. Durante la pandemia, la estrecha relación existente entre el plazo de vencimiento y la finalidad de los préstamos se ha visto interrumpida respecto de los plazos de vencimiento más largos. Aunque la demanda de préstamos a largo plazo aumentó en la primera mitad del año, las necesidades de financiación asociadas a inversiones en capital fijo de las empresas se redujeron notablemente (véase el panel b del gráfico B). Esta sustancial disminución fue acompañada de una fuerte caída de la inversión empresarial en el primer trimestre

de 2020, y se espera que se haya intensificado en el segundo trimestre del año⁶⁷. Ello se debe a la reducción o al aplazamiento de gastos de capital por parte de las empresas, consecuencia de la necesidad de compensar las pérdidas de ingresos en un contexto de incertidumbre elevada. Al mismo tiempo, el incremento de la demanda de préstamos a largo plazo de las empresas se ha visto impulsada por la persistencia de unos criterios favorables de concesión de crédito⁶⁸ y por unos tipos de interés históricamente bajos de los préstamos bancarios (véase también el gráfico 13 de este Boletín Económico), reflejo de las importantes medidas de apoyo aplicadas en el área monetaria y fiscal, en particular los avales públicos para préstamos bancarios, que suelen garantizar préstamos a largo plazo. La percepción de mayor duración de la pandemia y la considerable incertidumbre consiguiente también han contribuido al incremento de la demanda de financiación a largo plazo por parte de las empresas.

Una comparación por tamaños de empresa muestra que el cambio en los factores determinantes de la demanda de préstamos fue más acusado para las pequeñas y medianas empresas (pymes), que se han beneficiado considerablemente de las medidas de apoyo al crédito bancario durante la pandemia. En el segundo trimestre de 2020, la demanda de préstamos de las pymes aumentó más que la de las grandes empresas, reflejo de su mayor dependencia de las entidades de crédito para obtener financiación y cubrir necesidades urgentes de liquidez (véase el panel a del gráfico C). Al mismo tiempo, las entidades han respondido a esta intensa demanda con préstamos a tipos de interés muy bajos. En concreto, a escala de la zona del euro, la diferencia entre los tipos de interés aplicados a los préstamos por un importe inferior a 250.000 euros (una aproximación de los préstamos a pymes) y los de los préstamos por un importe superior a un millón de euros se ha estrechado en los últimos meses (véase el panel b del gráfico C), lo que sugiere que las pymes se han beneficiado notablemente de las recientes medidas de política monetaria adoptadas para apoyar a las entidades de crédito, como las operaciones TLTRO III⁶⁹, así como de los avales públicos para préstamos, que suelen destinarse a este grupo específico de empresas.

⁶⁷ Por consiguiente, los indicadores cualitativos de las entidades de crédito sobre las necesidades de financiación asociadas a inversiones en capital fijo de las empresas siguen siendo de utilidad para realizar una predicción a muy corto plazo de la evolución de la inversión fija.

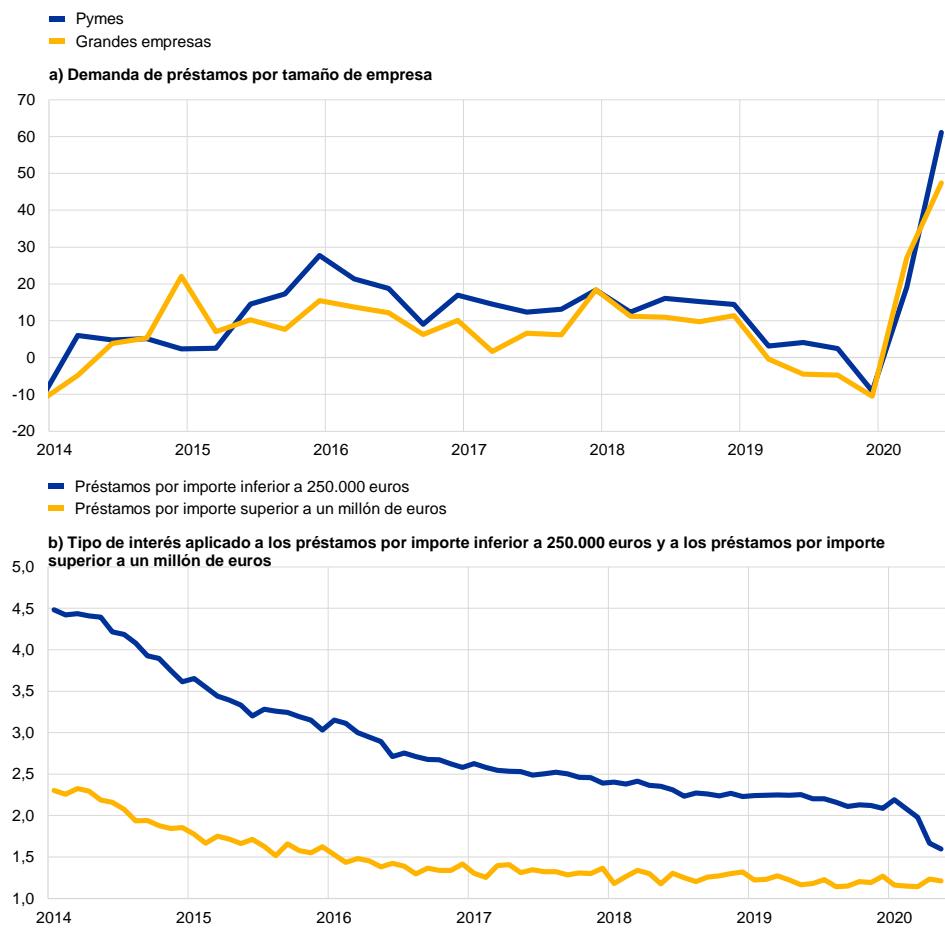
⁶⁸ Véase «[The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020](#)».

⁶⁹ Para un análisis más detallado de la eficacia 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.

Gráfico C

Evolución reciente de la demanda de préstamos y tipos de interés aplicados a los préstamos, por tamaño

(panel a: porcentaje neto de entidades que señalan un aumento de la demanda de préstamos; panel b: porcentajes)



Fuentes: BCE (EPB) y BCE (estadísticas de los tipos de interés aplicados por las instituciones financieras monetarias [IFM]).
Notas: En el panel a), que se basa en la EPB, la última observación corresponde al segundo trimestre de 2020. En el panel b), la última observación corresponde a mayo de 2020.

La comparación de las necesidades de financiación de los distintos sectores muestra que la demanda de préstamos bancarios por parte de los más afectados por la crisis se incrementó de forma considerable, mientras que su valor añadido se redujo. La pérdida de valor añadido derivada de la pandemia de Covid-19 en el primer trimestre de 2020 fue más acusada en el comercio, el transporte y los servicios de alojamiento y restauración que en las manufacturas, la construcción y otros sectores (véase el panel a) del gráfico D). En el segundo trimestre, los estrictos confinamientos, la falta de demanda, las interrupciones en las cadenas de suministro y la elevada incertidumbre también habrían reducido sustancialmente la producción de amplios segmentos de las manufacturas, como se reflejó en el significativo retroceso de la confianza de este sector (véase el panel b)

del gráfico D)⁷⁰. Además, otros indicadores, como la utilización de la capacidad productiva y la producción del sector de bienes de equipo, apuntan a una caída pronunciada de la inversión de la zona del euro en el segundo trimestre de 2020⁷¹. Habida cuenta de la importancia de la industria manufacturera en la inversión empresarial total, es probable que la disminución del valor añadido bruto observada en este sector haya desempeñado un papel destacado en la reducción de la inversión de las empresas durante la pandemia. La evolución de la actividad de los distintos sectores es básicamente acorde con la evidencia más reciente obtenida de la EPB, que indica que, en la primera mitad del año, la demanda de préstamos se incrementó de forma notable en las manufacturas⁷², los servicios (excluidos los servicios financieros y las actividades inmobiliarias) y el comercio mayorista y minorista (véase el panel c del gráfico D). Estos datos apuntan a necesidades de liquidez acuciantes en estos sectores. En cambio, la demanda de préstamos aumentó menos en la construcción, y más concretamente en el sector inmobiliario, que, hasta ahora, se ha visto menos afectado por la crisis. Esto puede atribuirse a una intensidad de uso del factor trabajo y a unos costes fijos más reducidos en este sector, lo que se tradujo en menores necesidades de liquidez durante el período de confinamiento.

⁷⁰ Para más información sobre las pérdidas sectoriales esperadas, véase el recuadro titulado «[Escenarios alternativos relativos al impacto de la pandemia de Covid-19 en la actividad económica de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2020.

⁷¹ Véase «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro](#)», junio de 2020.

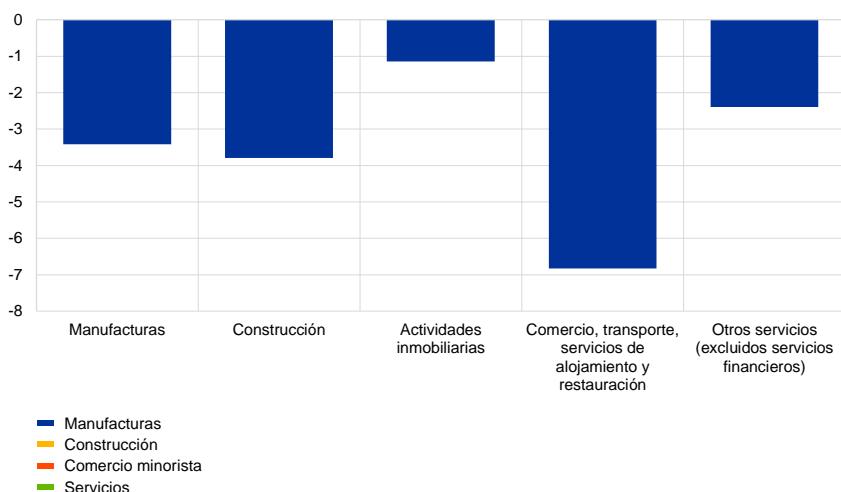
⁷² En el caso de las manufacturas, la demanda de préstamos también estuvo impulsada por las necesidades de inversión derivadas de la regulación en el sector del automóvil.

Gráfico D

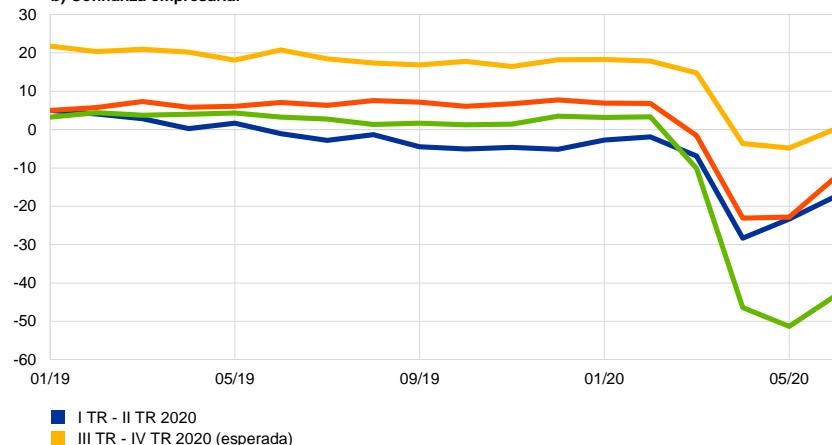
Valor añadido bruto, confianza empresarial y demanda de préstamos en distintos sectores

(panel a: variaciones interanuales en el primer trimestre de 2020 con respecto al cuarto trimestre de 2019; panel b: saldos netos, desviación de la media de largo plazo; panel c): porcentaje neto de entidades que señalan un aumento de la demanda de préstamos)

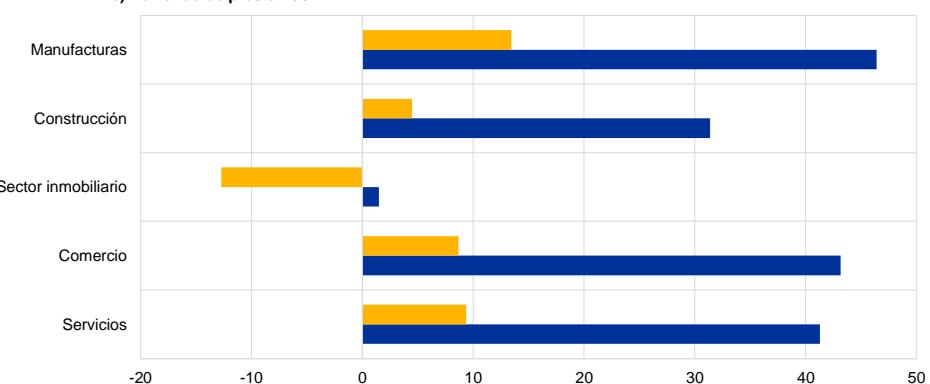
a) Valor añadido bruto



b) Confianza empresarial



c) Demanda de préstamos – EPB



Fuentes: BCE (EPB), Eurostat y Comisión Europea.

Notas: En el panel b, «media de largo plazo» se refiere al período a partir de 1999. El panel c muestra el porcentaje neto de entidades que señalan un aumento de la demanda de préstamos en la encuesta sobre préstamos bancarios (EPB) en la zona del euro de julio de 2020. «Construcción» se refiere a la construcción, excluidas la promoción y la construcción inmobiliaria; «sector inmobiliario», a la promoción y construcción inmobiliaria; y a las actividades inmobiliarias; «comercio» al comercio, mayorista y minorista, y «servicios», a los servicios, excluidos los servicios financieros y las actividades inmobiliarias.

Dados los sustanciales riesgos que están afectando a la financiación bancaria de las empresas, es esencial mantener las medidas de apoyo monetario y fiscal para asegurar una recuperación rápida y duradera de la inversión empresarial y de la actividad económica. Mediante su contribución a preservar unas condiciones de crédito bancario favorables, las importantes medidas de apoyo adoptadas en el ámbito monetario y fiscal han servido hasta ahora de respaldo frente al riesgo de que se produzca una espiral adversa entre los sectores real y financiero. De hecho, los datos más recientes de encuestas correspondientes a junio señalan una mejora de las expectativas de producción y de la confianza de las empresas desde el mínimo registrado en el sector manufacturero en abril, lo que apunta a la posibilidad de que la actividad inversora se recupere en cierta medida en la segunda mitad de 2020. Con todo, las expectativas de finalización de los programas de avales públicos para préstamos a empresas en algunos países de la zona del euro en los próximos meses pueden suscitar nuevas dudas sobre la solvencia de los prestatarios. En este contexto, el mantenimiento de un entorno propicio en el ámbito de las políticas en el futuro próximo será esencial para preservar las favorables condiciones de financiación y facilitar el flujo de crédito a las empresas. Con ello mejoraría también la confianza que necesitan las empresas para acometer proyectos de inversión a largo plazo, de los que depende que la recuperación de la actividad económica sea sostenida.

Artículos

1 El consumo de bienes duraderos en la zona del euro

André Casalis y Georgi Krustev

Introducción

Las tendencias de compra de bienes de consumo duradero de los hogares tienen repercusiones importantes para el ciclo económico, lo que justifica la necesidad de examinarlas con detenimiento desde la perspectiva de la política monetaria. En primer lugar, dada su notable prociclicidad, los bienes duraderos pueden contribuir a realizar un seguimiento —y posiblemente una anticipación— de la fase del ciclo económico en la que se encuentra la zona del euro, complementando así la señal procedente de otros componentes procíclicos de la demanda, como la inversión⁷³. Segundo, el gasto en este tipo de bienes puede ayudar a comprender mejor la heterogeneidad entre países en términos de hábitos de consumo y de ahorro, así como sus factores determinantes. Tercero, como las adquisiciones de bienes de consumo duradero pueden financiarse mediante crédito, su comportamiento proporciona información relevante sobre las condiciones de financiación de la economía.

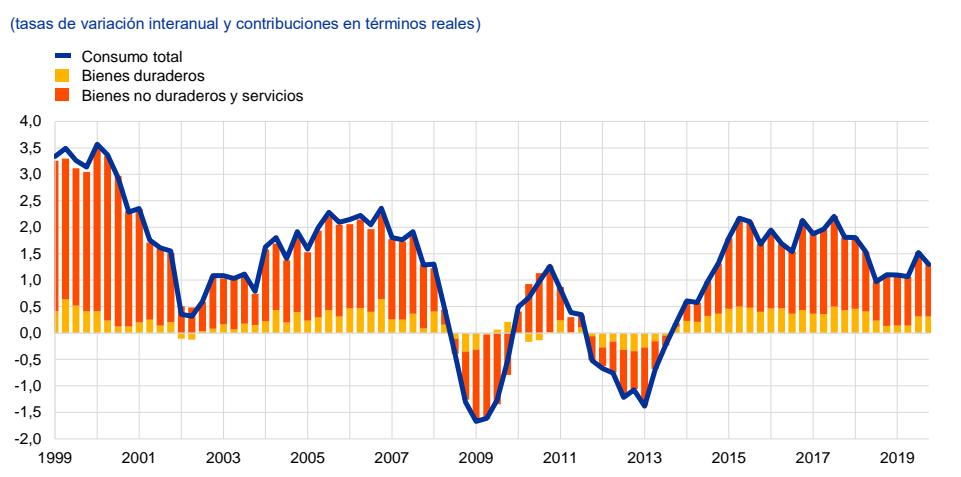
El gasto en bienes duraderos es un componente clave de la dinámica del consumo, aunque solo representa una pequeña proporción del gasto agregado de los hogares. En los dos años precedentes a la pandemia de coronavirus (Covid-19) que ha afectado a la economía europea y mundial, el crecimiento interanual del consumo en la zona del euro se moderó con respecto a las sólidas tasas de expansión de 2015-2017, debido, en parte, a la caída del gasto en bienes duraderos (véase gráfico 1). En concreto, casi una tercera parte de la pérdida de dinamismo del consumo observada en 2018-2019 reflejó la desaceleración del gasto en estos bienes, que, pese a suponer menos del 10 % de consumo total, habían proporcionado un importante soporte al crecimiento en las fases iniciales de la última expansión⁷⁴.

⁷³ En general, se considera que el consumo de bienes duraderos, junto con la inversión residencial, tiene buenas propiedades de indicador adelantado de los ciclos económicos. Véase A. Mian y A. Sufi, «Household Leverage and the Recession of 2007-09», *IMF Economic Review*, vol. 58, n.º 1, 2010, pp. 74-117.

⁷⁴ El crecimiento medio interanual del consumo en la zona del euro se desaceleró desde el 1,9 % en 2015-2017 hasta el 1,3 % en 2018-2019. La reducción de la contribución del gasto en bienes duraderos al avance total del consumo fue de 0,2 puntos porcentuales entre los dos períodos, o aproximadamente una tercera parte de su desaceleración.

Gráfico 1

Evolución del consumo privado en la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los bienes no duraderos y los servicios incluyen los bienes semiduraderos. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2019.

Los bienes duraderos tienen características específicas que los diferencian de otros componentes del gasto en consumo. Primero, los bienes de consumo duradero proporcionan utilidad durante un período de tiempo prolongado y, como el capital, están sujetos a depreciación. Esto permite que los consumidores aplacen su compra en períodos de dificultades económicas, mientras que siguen beneficiándose del flujo de servicios del *stock* acumulado de este tipo de bienes, y, cuando la economía se ha recuperado, ajusten dicha compra para que este *stock* converja al nivel deseado⁷⁵. Segundo, con frecuencia las compras de bienes de consumo duradero pueden financiarse mediante crédito y, en ocasiones, estos bienes se admiten como garantía, por lo que es posible que su vínculo con las condiciones de concesión del crédito y los tipos de interés de los préstamos sea mayor que el de los bienes no duraderos⁷⁶. Por último, los cambios en el *stock* de bienes duraderos pueden estar sujetos a costes de ajuste, lo que podría dar lugar a períodos prolongados de atonía del gasto en esta clase de bienes, ya que la presencia de estos costes determina la aparición de «zonas de inacción» en las que el consumidor considera que la mejor opción es no ajustar las pequeñas diferencias existentes entre el *stock* real de bienes duraderos y el deseado⁷⁷. En el recuadro 1 se proporcionan más detalles sobre aspectos estadísticos de los datos sobre consumo de bienes duraderos en la zona del euro.

⁷⁵ Parte del ajuste es necesario, debido a la depreciación.

⁷⁶ En estudios en los que se utilizan datos de Estados Unidos se llega a la conclusión de que la reacción del gasto en bienes duraderos a perturbaciones monetarias es más intensa que la de los bienes no duraderos, aunque siempre sea del mismo signo; este fenómeno suele denominarse «comovimiento». Véanse, por ejemplo, T. Monacelli, «New Keynesian models, durable goods, and collateral constraints», *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n.º 2, 2009, pp. 242-254, y A. Cantelmo y G. Melina, «Monetary policy and the relative price of durable goods», *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 86, Issue C, 2018, pp. 1-48.

⁷⁷ Véase R. J. Caballero, «Durable Goods: An Explanation for Their Slow Adjustment», *Journal of Political Economy*, vol. 101, n.º 2, 1993, pp. 351-384.

Conclusiones

En este artículo se ha analizado, a partir de las tendencias de más largo plazo, el papel del gasto en bienes duraderos como determinante de la variabilidad cíclica del consumo en la zona del euro. Sobre la base de resultados empíricos, la desaceleración del consumo registrada en 2018-2019 se interpretaría como un proceso de normalización, tras la desaparición de algunos factores favorables, pero transitorios que contribuyeron al intenso dinamismo que este presentó en los primeros años de la última etapa expansiva.

De cara al futuro, y dado que la propagación del coronavirus ha provocado una recesión profunda, es muy probable que el gasto en bienes duraderos experimente una fuerte contracción en 2020, como consecuencia del cierre de muchos establecimientos comerciales durante el confinamiento y del aplazamiento de las compras de importe elevado. En el entorno actual, de notable incertidumbre, la experiencia pasada pone de relieve las ventajas de la disponibilidad de datos sobre el gasto en bienes duraderos para los análisis económicos e invita a los responsables de la política económica a realizar un estrecho seguimiento del comportamiento del gasto en estos bienes, ya que pueden ayudar a vigilar la salud de la economía y a dar pistas sobre el camino hacia la recuperación. Si, como se espera, la crisis provocada por la pandemia resulta ser temporal y los efectos de amplificación financiera logran contenerse, el aplazamiento de las compras de bienes duraderos a corto plazo puede dar lugar a una demanda embalsada que se absorbería posteriormente, cuando las condiciones económicas se normalicen. En un escenario menos favorable, el repunte del consumo de bienes duraderos podría ser más moderado en caso de que los hogares ajusten a la baja su stock deseado de este tipo de bienes en vista de las expectativas de menores rentas en el largo plazo.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

Determinantes del aumento de la tasa de actividad: el papel de las reformas de los sistemas de pensiones

Katalin Bodnár y Carolin Nerlich

Introducción

La evolución de la oferta de trabajo es un determinante fundamental del producto potencial y, por tanto, también tiene relevancia para la política monetaria. La evolución de la oferta de trabajo en la zona del euro está muy influida por el envejecimiento de la población, entre otros aspectos⁷⁸. En este contexto, es fundamental entender bien de qué manera los cambios demográficos en las distintas cohortes de población en edad de trabajar, unidos a factores estructurales, como los cambios en las políticas, afectarán al mercado laboral. De cara al futuro, este conocimiento será importante a la hora de analizar las perspectivas de crecimiento potencial, aunque recientemente la incertidumbre ha aumentado de forma considerable, debido a la pandemia de coronavirus (Covid-19).

Con el envejecimiento de la generación del *baby boom*, el peso de la cohorte de población en edad de trabajar de edades más avanzadas —entre 55 y 74 años— ha aumentado gradualmente. Esto sugeriría un descenso de la tasa de actividad total, dado que habitualmente la tasa de actividad de este colectivo de trabajadores ha sido bastante inferior a la de otras cohortes de población en edad de trabajar⁷⁹. Sin embargo, este no ha sido el patrón que se ha observado en las dos últimas décadas, sino que la oferta de trabajo ha aumentado en la mayoría de los países de la zona del euro desde principios de la década de 2000, debido, sobre todo, a la evolución de la tasa de actividad. Además, el incremento más acusado de esta tasa se dio entre los trabajadores de edades más avanzadas, tras un retroceso continuo registrado desde finales del siglo pasado⁸⁰.

Esta evolución plantea el interrogante sobre cuáles han sido los factores determinantes de este aumento de la tasa de actividad de los trabajadores de más edad. La decisión sobre cuándo abandonar el mercado laboral y jubilarse es una elección individual compleja. Entre los factores que influyen en ella están la situación del mercado laboral correspondiente, la estructura del sistema nacional de seguridad social, la salud y las preferencias personales de cada persona. También es probable que la situación patrimonial neta de los trabajadores de más edad y, en este contexto, el papel creciente de los fondos de pensiones privados afecten, al menos de forma indirecta, a sus decisiones de jubilación, en buena medida porque

⁷⁸ Para más detalles, véanse el artículo titulado «*The economic impact of population ageing and pension reforms*», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2018, y el artículo titulado «*Labour supply and employment growth*», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2018.

⁷⁹ En 2019, la tasa de actividad del grupo de edades comprendidas entre 15 y 54 años se situó en torno al 76 %, en comparación con el 40 %, aproximadamente, para el grupo de entre 55 y 74 años.

⁸⁰ Véase el recuadro titulado «*Evolución reciente de la oferta de trabajo en la zona del euro*», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2017.

una mayor riqueza neta podría ayudar a compensar, en parte, la posible disminución de los derechos por pensiones públicas. Muchos de estos factores han mejorado con el tiempo. De hecho, la mejora de las condiciones sanitarias, el aumento de la esperanza de vida, los mayores niveles educativos —principalmente, de las mujeres— y el incremento de la riqueza neta reflejan tendencias de largo plazo que ya habían empezado a observarse mucho antes del inicio del siglo XXI. Aunque es probable que esos factores hayan contribuido al aumento de la actividad, no explican del todo, por sí mismos, el repunte particularmente acusado de la tasa de actividad de los trabajadores de más edad registrado desde el año 2000. En realidad, este repunte puede haberse sustentado en cambios más recientes en las políticas, como las reformas de los sistemas públicos de pensiones, que incentivaron a los trabajadores de más edad a permanecer durante más tiempo en el mercado laboral retrasando su jubilación. Con este trasfondo, este artículo se centrará principalmente en el papel de dichas reformas.

La mayoría de los países de la zona del euro han acometido sustanciales reformas de los sistemas de pensiones en las dos últimas décadas, con el fin de reducir los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. Las reformas de las pensiones son esenciales, habida cuenta de los retos que plantea el envejecimiento de la población para la sostenibilidad de los sistemas públicos de pensiones, que en la zona del euro son fundamentalmente sistemas de reparto. Asimismo, los pagos por pensiones han de garantizar unas prestaciones socialmente adecuadas. El objetivo principal de las reformas aplicadas era reducir la generosidad de los sistemas de pensiones y limitar los criterios para acceder a ellos, particularmente a la jubilación anticipada. Cabe esperar que estas medidas induzcan a los trabajadores de más edad a permanecer en el mercado laboral durante un período de tiempo mayor. En algunos casos, estas reformas se complementaron con reformas del mercado de trabajo orientadas a los trabajadores de edades más avanzadas, consistentes, por ejemplo, en incentivos a la búsqueda de empleo o en medidas de apoyo para la retención de estos trabajadores.

No obstante, si la perturbación generada por el Covid-19 se prolonga, podría poner en duda la continuidad del aumento de la tasa de actividad de los trabajadores de más edad. Las experiencias adquiridas en perturbaciones anteriores sugieren que los trabajadores de edades más avanzadas —sobre todo, aquellos con niveles de estudios más bajos— pueden estar especialmente expuestos ante perturbaciones macroeconómicas negativas prolongadas⁸¹. Cuando la demanda de trabajo se reduce sustancialmente y se despiden a trabajadores, estos pueden caer en el desánimo a la hora de buscar empleo y abandonar el mercado laboral. Para la población de más edad, puede que esta retirada sea irreversible una vez que la situación económica vuelva a mejorar, por lo que su tasa de actividad podría verse afectada de forma permanente. En la actual perturbación macroeconómica derivada del Covid-19, es posible que ciertos factores amplifiquen este impacto. En primer lugar, la perturbación sanitaria directa relacionada con el aumento de las tasas de letalidad con la edad podría hacer que los trabajadores de edades más avanzadas sean más reacios a prolongar su vida laboral. En segundo

⁸¹ Véase «All in it together? The experience of different labour market groups following the crisis», en *OECD Employment Outlook*, *OECD Publishing*, 2013, pp. 19-63.

lugar, los sectores en los que estos trabajadores podrían tener vidas laborales más largas, como los servicios, están muy expuestos a la perturbación. Sin embargo, los programas de regulación temporal de empleo implementados en los distintos países de la zona del euro están ayudando a preservar las relaciones laborales y, por tanto, es probable que mitiguen los posibles efectos de desánimo posteriores⁸². Además, la crisis actual puede tener un impacto negativo sobre la renta disponible y, a través de los fondos de pensiones y de otras inversiones particulares, sobre la riqueza neta del trabajador. Esto puede animar a los trabajadores de más edad a prolongar su vida laboral, lo que contrarrestaría en parte los efectos negativos mencionados anteriormente.

Es posible que la perturbación actual no se asemeje a la crisis financiera. De hecho, después de 2008, y a diferencia de perturbaciones anteriores, la tasa de actividad de los trabajadores de edades más avanzadas mantuvo su incremento tendencial⁸³, mientras que actualmente la situación del mercado laboral de este colectivo, su disposición a trabajar y, en consecuencia, su tasa de actividad podrían estar más comprometidas. Ello puede deberse a las particularidades de la perturbación sanitaria, a las distintas evoluciones sectoriales y a la diferente disposición de los Gobiernos a acometer reformas adicionales de las pensiones. Como los trabajadores de más edad han sido los que más han contribuido recientemente al incremento de las tasas de actividad, el impacto de la perturbación macroeconómica sobre su situación laboral podría afectar de manera sustancial a la tasa de actividad total.

El artículo se organiza como sigue. En la sección 2 se ofrece una perspectiva general de la evolución de la tasa de actividad en los distintos países de la zona del euro durante las dos últimas décadas. En la sección 3 se examinan los indicadores relativos a la edad efectiva de jubilación de los trabajadores de edades más avanzadas en la zona del euro. En la sección 4 se analizan diversos factores que podrían determinar la tasa de actividad de este colectivo desde un punto de vista conceptual, como las reformas de los sistemas de pensiones. El recuadro 1 complementa este análisis examinando el papel de las reformas del mercado laboral para los trabajadores de más edad, mientras que en el recuadro 2 se estudia la composición de la riqueza neta de estas cohortes. En la sección 5 se describen las reformas de las pensiones adoptadas e implementadas por los países de la zona del euro desde principios de la década de 2000 y se analiza su posible impacto sobre la tasa de actividad de los trabajadores de más edad. Por último, la sección 6 concluye con las posibles perspectivas acerca de la evolución de la tasa de actividad en los países de la zona del euro y un análisis de su posible impacto sobre la oferta de trabajo y el crecimiento potencial en el futuro, también a la luz de la perturbación del Covid-19.

⁸² 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.

⁸³ Véase «[Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 159, BCE, 2015.

Conclusiones

En este artículo se argumenta que el significativo aumento de la tasa de actividad de los trabajadores de más edad en las dos últimas décadas se ha visto influido por diversos factores. Este incremento ha sido particularmente pronunciado en el caso de las mujeres, si bien partían de un nivel inferior al de los hombres. La tasa de actividad de los trabajadores de edades más avanzadas puede estar determinada por diversos factores. La decisión relativa al momento de la jubilación es una elección compleja en la que influyen muchos aspectos, como la situación del mercado laboral, la estructura de los sistemas de seguridad social, la salud del trabajador, su riqueza neta y la evolución esperada, y sus preferencias personales. Aunque muchos de estos factores han cambiado considerablemente con el tiempo, la mayoría son tendencias de largo plazo, como la mejora de las condiciones sanitarias, el aumento de la esperanza de vida y los mayores niveles educativos, y, en consecuencia, no permiten explicar el acusado incremento observado en la tasa de actividad desde el año 2000. A su vez, las reformas de los sistemas de pensiones parecen haber desempeñado un papel decisivo en el repunte de dicha tasa. Estas reformas comprenden, entre otras medidas, la ampliación de la edad legal de jubilación, esquemas de jubilación más flexibles para compatibilizar el trabajo y el cobro de la pensión, incentivos financieros para prolongar la vida laboral más allá de la edad legal de jubilación, modalidades de jubilación (anticipada) menos generosas y criterios más rigurosos para acceder a la jubilación temprana, como, por ejemplo, el requisito de un mayor número de años de cotización.

De cara al futuro, diversos factores contribuirán a la evolución de la tasa de actividad de los trabajadores de más edad en los próximos años, aunque su impacto global es incierto. En primer lugar, las últimas proyecciones de población sugieren que el peso relativo de las cohortes de trabajadores de edades más avanzadas se reducirá ligeramente, cuando se jubile la generación del *baby boom*. *Caeteris paribus*, este hecho impulsaría al alza la tasa de actividad total. Además, para seguir conteniendo los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas asociados al envejecimiento de la población, los Gobiernos tendrían que acometer reformas adicionales de los sistemas de pensiones, lo que podría tener un impacto positivo sobre la tasa de actividad de los trabajadores de más edad. No obstante, si la reciente tendencia de reversión de estas reformas persiste, podría producirse un efecto adverso sobre la participación laboral de este colectivo. Por último, es probable que, a corto plazo, todos estos efectos estén dominados por el impacto de la pandemia de Covid-19 y sus graves implicaciones macroeconómicas, incluso en el mercado laboral. La experiencia adquirida en anteriores perturbaciones macroeconómicas severas sugiere que, probablemente, la tasa de actividad de los trabajadores de edades más avanzadas se verá afectada de forma negativa, salvo que se adopten medidas para mitigar su impacto.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

3

Distribución de liquidez y liquidación en TARGET2

Ioana Duca-Radu y Livia Polo Friz⁸⁴

Introducción

TARGET2, el sistema de pagos que gestiona y es propiedad del Eurosistema, desempeña un papel fundamental en la zona del euro por su contribución a la ejecución de la política monetaria, así como al funcionamiento de los mercados financieros y a la actividad económica. Los bancos centrales y los bancos comerciales utilizan TARGET2 para las operaciones de política monetaria, en los pagos interbancarios y en los pagos de clientes⁸⁵. El sistema procesa pagos denominados en euros en dinero de banco central, con liquidación bruta en tiempo real y con firmeza inmediata. Garantiza el libre flujo de dinero de banco central en toda la zona del euro, contribuyendo a la actividad económica y a la estabilidad financiera, y promoviendo la integración financiera de la UE⁸⁶. Además, TARGET2 tiene un alcance global a través de los acuerdos de corresponsalía⁸⁷, lo que facilita en mayor medida las operaciones de las entidades de crédito y de las empresas de la UE. La liquidez en el banco central —los fondos que las entidades de crédito mantienen en el banco central, incluidas las reservas mínimas exigidas— está depositada en cuentas de TARGET2 y puede utilizarse para realizar pagos durante el día.

La liquidez desempeña un papel fundamental en los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR), ya que sin liquidez no se puede procesar ningún pago⁸⁸. Estos sistemas necesitan una liquidez considerable, ya que los pagos se liquidan individualmente. Por lo tanto, suelen tener funcionalidades que permiten el ahorro de liquidez a los participantes. TARGET2 ofrece algunas de estas

⁸⁴ Los autores de este artículo son miembros o miembros suplentes de uno de los grupos de usuarios con acceso a datos de TARGET2, de conformidad con el artículo 1, apartado 2, de la Decisión BCE/2010/9, de 29 de julio de 2010, sobre el acceso a ciertos datos de TARGET2 y su utilización. El BCE, el Consejo de Infraestructuras de Mercado y el Comité de Infraestructuras de Mercado y Pagos han verificado que el artículo se ajusta a las normas para garantizar la confidencialidad de los datos de operaciones impuestas por el Comité de Infraestructura de Mercado y Pagos, con arreglo al artículo 1, apartado 4, de la decisión del BCE mencionada anteriormente. Las opiniones expresadas en este artículo son exclusivamente de los autores y no representan necesariamente las del Eurosistema. Los autores agradecen a Carlos Luis Navarro Ramírez su ayuda en la investigación.

⁸⁵ Por ejemplo, si una compañía aérea de los Países Bajos compra un avión a una empresa de Francia, el pago puede efectuarse mediante transferencia en TARGET2 a través de sus bancos. Otros sistemas de pago y liquidación de valores, como EURO1, un sistema paneuropeo de grandes pagos, y STEP2, un sistema paneuropeo de pagos minoristas, también liquidan las posiciones netas en TARGET2 de los participantes.

⁸⁶ En 2019, TARGET2 procesó pagos por un importe medio diario de 1,7 billones de euros, lo que corresponde a 344.120 operaciones (véase *TARGET Annual Report 2019*, BCE, Frankfurt am Main, mayo de 2020).

⁸⁷ Un banco corresponsal es una entidad de crédito que presta servicios por cuenta de otra entidad.

⁸⁸ Cuando se envía un pago al sistema, la liquidación del pago es inmediata si el participante tiene suficiente liquidez en su cuenta. En cuanto el importe se adeuda en la cuenta del ordenante, el pago pasa a ser irrevocable. Si los fondos disponibles en la cuenta del ordenante no son suficientes para procesar el pago, este pasa a una cola de espera.

funcionalidades con el fin de prestar apoyo a los participantes en su gestión de la liquidez intradía⁸⁹. Además, los participantes pueden utilizar la línea de crédito intradía (ICL, por sus siglas en inglés) que ofrece el Eurosistema cuando la liquidez disponible en sus cuentas no es suficiente para liquidar pagos⁹⁰. También pueden gestionar activamente sus flujos de pagos —por ejemplo, sincronizando los pagos efectuados y los recibidos—, lo que redundaría en un uso más eficiente de la liquidez disponible en el sistema. Durante los períodos en los que, en general, los niveles de liquidez son más elevados, los participantes en TARGET2 tienen que hacer menos esfuerzos para gestionar su liquidez intradía, y los mecanismos de ahorro de liquidez se utilizan menos⁹¹.

La disponibilidad de liquidez y la forma en que se distribuye influyen en el proceso de liquidación. Aunque TARGET2 opera como una plataforma técnica única, conecta sistemas con componentes jurídicamente distintos, cada uno de los cuales es gestionado por un banco central nacional. En este artículo se considera cómo se distribuye la liquidez entre los distintos componentes de TARGET2 y se intenta comprender lo que esto supone para la liquidación de pagos en cada jurisdicción. En concreto, se analiza cómo afecta la distribución de liquidez en los distintos países al uso del crédito intradía y a la hora en que se liquidan los pagos. Estos aspectos son importantes para el operador del sistema de pagos⁹²: un volumen elevado de crédito intradía incrementa la capacidad de pago⁹³ del participante respectivo, lo que contribuye a que la liquidación de pagos sea más fluida. No obstante, si un participante no puede reembolsar su crédito al final del día, este se transforma automáticamente en un crédito a un día al que se le aplica el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito del BCE. Cuanto antes se procesen los pagos, menor es el riesgo operacional⁹⁴. En caso de producirse una interrupción operativa durante el día, cuanto más pagos se hayan liquidado hasta ese momento, menor será la presión sobre el sistema cuando reanude la actividad de liquidación.

⁸⁹ Por ejemplo, los algoritmos compensatorios, que casan y compensan pagos cuando entran al sistema o mientras se mantienen en cola de espera.

⁹⁰ La línea de crédito intradía se ofrece, sin intereses, previa presentación de activos de garantía admitidos que los participantes entregan a sus bancos centrales nacionales. Al final del día, si el participante no puede cubrir su posición negativa, el crédito intradía se convierte en un crédito a un día al que se aplica el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito.

⁹¹ Por ejemplo, a mediados de 2014 TARGET2 procesaba una media diaria de pagos por un importe de 2 billones de euros, frente a un nivel de liquidez total de 200,7 mm de euros. A mediados de 2019 se liquidaban pagos por un importe aproximado de 1,8 billones de euros al día, si bien los niveles de liquidez se situaban en 1.790,5 mm de euros como consecuencia de las medidas de política monetaria adoptadas en el marco del programa de compra de activos, es decir, se liquidaban menos pagos con un nivel de liquidez mayor. La diferencia radica en el grado de eficiencia en el uso de la liquidez: a mediados de 2014, un indicador que mostraba la eficiencia en la liquidez utilizada en TARGET2 se situaba en 5, frente a 3,3 a mediados de 2019. La eficiencia en la liquidez utilizada se calcula como los pagos totales liquidados en relación con una estimación del nivel de liquidez utilizado, siguiendo el enfoque de E. Benos, R. Garratt y P. Zimmerman, «Bank behaviour and risks in CHAPS following the collapse of Lehman Brothers», *Working Paper Series*, n.º 451, Banco de Inglaterra, junio de 2012.

⁹² Los sistemas de pago pueden ser propiedad y estar gestionados por un banco central o por el sector privado. El Eurosistema, como propietario y operador de TARGET2, ofrece servicios de liquidación de operaciones en dinero de banco central permitiendo que las instituciones financieras realicen entre sí transferencias de fondos que mantienen en cuentas en su banco central. El rol de operador es la manera que tiene un banco central de asegurarse de que el sistema cumpla las normas de seguridad y eficiencia que haya establecido.

⁹³ La capacidad de pago de un participante en TARGET2 al comienzo del día hábil se define como la suma del saldo inicial en su cuenta y el importe establecido de la línea de crédito intradía.

⁹⁴ Véase, por ejemplo, J. McAndrews y A. Kroeger, «The Payment System Benefits of High Reserve Balances», *Staff Reports*, n.º 779, Federal Reserve Bank of New York, junio de 2016.

El resto de este artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se ofrece una visión general de la distribución de liquidez en TARGET2; en la sección 3 se describen las implicaciones de la distribución de liquidez para la liquidación de pagos en TARGET2, y en la sección 4 se presentan las conclusiones y se considera su relevancia.

Conclusiones

La liquidez es esencial en el proceso de liquidación. En este artículo se ha repasado cómo han cambiado aspectos importantes de la liquidación de pagos en distintos regímenes de liquidez. En línea con la evolución del exceso de liquidez, el volumen de liquidez en TARGET2 se multiplicó aproximadamente por ocho entre 2008 y 2019, como una consecuencia directa de las medidas de política monetaria adoptadas. Aunque los niveles de liquidez variaron durante ese período, los cambios más evidentes se produjeron en el contexto de los abundantes volúmenes resultantes del amplio programa de compra de activos puesto en marcha por el Eurosistema. En promedio, la hora de liquidación de pagos se adelantó de las 12:25 a las 11:46 horas (hora central europea), lo que ha contribuido a reducir el riesgo operacional. La capacidad de pago es ahora más equilibrada, y se distribuye casi a partes iguales entre la liquidez disponible en las cuentas de TARGET2 y el crédito intradía. La línea de crédito intradía se utiliza menos para liquidar pagos, y el número de participantes que la usan ha descendido. Un uso excesivo de esta línea puede llevar a la utilización de la facilidad marginal de crédito al final del día, lo que supone un coste para el participante. Aunque estos aspectos favorecen una liquidación fluida de los pagos, ello no quiere decir que sean esenciales. La evolución histórica muestra que TARGET2 ha sido capaz de liquidar pagos por importes aún más elevados que los que procesa en la actualidad con menos disponibilidad de liquidez en el sistema.

Estas observaciones, que son válidas para TARGET2 en su conjunto, también lo son para los componentes del sistema, pese a la heterogeneidad existente. El 66,4 % de la liquidez de TARGET2 está en manos de tres países: Alemania, Francia y Países Bajos, con volúmenes muy elevados de líneas de crédito intradía, que suponen una parte importante de su capacidad de pago, aunque su uso es limitado. El tamaño de la línea de crédito de estos países parece estar determinado en gran medida por la oferta. Las cifras correspondientes a otros países son menos concluyentes a este respecto. En una panorámica de diferentes períodos y países, la línea de crédito intradía ha representado entre el 0 % y el 95,2 % de la capacidad de pago; el uso de esta línea ha oscilado entre el 11,5 % y el 50 %, y el porcentaje de participantes que la ha utilizado se ha situado entre el 9,8 % y el 80,2 %. En promedio, la hora de liquidación de los pagos ha variado entre las 08:00 y las 13:17 horas (hora central europea), mientras que la concentración de liquidez también ha mostrado diferencias en los distintos países, y en promedio se ha situado entre 0,47 y 0,93. Con todo, la concentración de liquidez en TARGET2 es acorde, en líneas generales, con la concentración de reservas mínimas, lo que indica que en buena parte es una consecuencia de la composición del mercado.

Entre países, las mayores tenencias de liquidez se asocian a un menor uso de la línea de crédito intradía y a una hora de liquidación más temprana. Esta conclusión se obtiene del análisis de panel efectuado. Un aumento de 63 mm de euros en la liquidez —equivalente a una vez la desviación típica de las tenencias de liquidez entre países promediadas por el tiempo— corresponde a una reducción de 1,3 puntos porcentuales en el uso de la línea de crédito intradía y a una liquidación de pagos realizada, en promedio, cuatro minutos antes. Al mismo tiempo, una mejora de 66 minutos en la coordinación de los pagos —que representa una desviación típica de la medida de coordinación entre países y promediadas por el tiempo— se refleja en una disminución de 1,1 puntos porcentuales en la utilización de la línea de crédito intradía y una liquidación de pagos que, en promedio, se lleva a cabo once minutos antes. Estos cambios son comparables en cuanto a su magnitud, lo que sugiere que también pueden lograrse mejoras beneficiosas para el proceso de liquidación mediante un incremento de la liquidez o de los esfuerzos por sincronizar los pagos.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

© Banco Central Europeo, 2020

Apartado de correos 60640 Fráncfort del Meno, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 15 de julio de 2020.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-20-005-ES-N (edición electrónica)