

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria celebrada el 10 de septiembre de 2020, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación la orientación acomodaticia de la política monetaria. La información disponible sugiere un repunte intenso —aunque incompleto— de la actividad, acorde, en líneas generales, con las expectativas anteriores, aunque continúa muy por debajo de los niveles registrados antes de la pandemia de coronavirus (Covid-19). Si bien la actividad en el sector manufacturero ha seguido mejorando, el ritmo de crecimiento de los servicios ha descendido en cierta medida recientemente. La fortaleza de la recuperación continúa estando sujeta a una incertidumbre considerable, dado que sigue dependiendo, en gran parte, de la evolución futura de la pandemia y del éxito de las medidas de contención. La demanda interna de la zona del euro ha mostrado una recuperación notable desde niveles reducidos, aunque la elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas sigue lastrando el gasto en consumo y la inversión empresarial. Los bajos precios de la energía y la debilidad de las presiones sobre los precios están frenando la inflación general, en un contexto de debilidad de la demanda y de elevada holgura del mercado de trabajo. Con este trasfondo, continúa siendo necesario un amplio estímulo monetario para apoyar la recuperación económica y proteger la estabilidad de precios a medio plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió reconfirmar su orientación acomodaticia de la política monetaria en su reunión del 10 de septiembre de 2020.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 10 de septiembre de 2020

La pandemia de coronavirus sigue siendo la principal fuente de incertidumbre para la economía global. Después de estabilizarse de forma transitoria en torno a mediados de mayo —lo que condujo a una retirada gradual de las medidas de contención—, el número de nuevos casos diarios comenzó a repuntar de nuevo más recientemente, lo que ha alimentado los temores de un fuerte rebrote de las infecciones por coronavirus. Estos temores han afectado a la confianza de los consumidores. Los últimos datos confirman que la actividad económica global tocó fondo en el segundo trimestre y comenzó a recuperarse en línea con el levantamiento progresivo de las medidas de contención a partir de mediados de mayo. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) experimentará una contracción del 3,7 % este año y crecerá un 6,2 % y un 3,8 % en 2021 y 2022, respectivamente. La desaceleración del comercio mundial se intensificará, debido tanto a su acusada prociclicidad, en especial durante las fases de desaceleración económica, como a la naturaleza peculiar de la crisis del coronavirus, que ha provocado interrupciones en las cadenas de producción globales

y ha incrementado los costes comerciales por las medidas de contención. Los riesgos para las perspectivas globales siguen sesgados a la baja como consecuencia de la persistente incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, lo que puede dejar secuelas duraderas en la economía mundial. Otros riesgos a la baja están relacionados con el resultado de las negociaciones del Brexit, el riesgo de aumento del proteccionismo comercial y los efectos negativos a largo plazo sobre las cadenas globales de suministro.

Aunque las condiciones financieras han vuelto a relajarse ligeramente en la zona del euro desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio de 2020, no han recuperado aún los niveles observados antes de la pandemia de coronavirus. Durante el período de referencia (del 4 de junio al 9 de septiembre de 2020), la curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonía) registró un leve desplazamiento a la baja y, aunque está ligeramente invertida en los plazos cortos, no señala expectativas claras de un recorte inminente de los tipos de interés. Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro disminuyeron durante el período considerado, en el que se combinaron medidas de apoyo monetario y fiscal. Los precios de los activos de riesgo se incrementaron en cierto modo, lo que fue atribuible, sobre todo, al contexto de perspectivas de beneficios a corto plazo, en general, más positivas. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció con relativa fuerza, también frente al dólar estadounidense.

El PIB real de la zona del euro se contrajo, en tasa intertrimestral, un 11,8 % en el segundo trimestre de 2020. Los últimos datos y los resultados de las encuestas más recientes indican que ha continuado la recuperación de la economía de la zona del euro y apuntan a un rebote del PIB en el tercer trimestre, aunque se mantiene por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Además del considerable repunte de la producción industrial y de servicios, se observan señales de una recuperación clara del consumo. Recientemente se ha observado una ralentización del dinamismo de los servicios con respecto a las manufacturas, lo que también se refleja en los resultados de las encuestas de agosto. Los aumentos de las tasas de contagio por coronavirus en los meses de verano constituyen un factor adverso para las perspectivas a corto plazo. A más largo plazo, la continuación de una recuperación sostenida sigue dependiendo, en gran parte, de la evolución de la pandemia y del éxito de las medidas de contención. Aunque es probable que la incertidumbre relacionada con la evolución de la pandemia frene el avance de la recuperación de los mercados de trabajo, del consumo y de la inversión, la economía de la zona del euro debería verse respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por el tono expansivo de las políticas fiscales y por un fortalecimiento de la actividad y de la demanda mundiales.

Esta valoración se refleja, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2020. Estas proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB real del -8 % en 2020, el 5 % en 2021 y el 3,2 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza para 2020 y se

mantienen prácticamente sin cambios para 2021 y 2022. Dada la incertidumbre excepcional que rodea a las perspectivas actualmente, las proyecciones incluyen dos escenarios, uno moderado y otro severo, que corresponden a distintos supuestos sobre la evolución de la pandemia¹. En general, el balance de riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro seguirá inclinado a la baja. Esta valoración refleja en gran medida la incertidumbre que sigue existiendo en relación con las implicaciones económicas y financieras de la pandemia.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro descendió hasta el -0,2 % en agosto, desde el 0,4 % de julio.

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, es probable que la inflación general siga siendo negativa en los próximos meses, antes de volver a situarse en valores positivos a principios de 2021. Asimismo, a corto plazo, las presiones sobre los precios seguirán siendo contenidas debido a la debilidad de la demanda, a la disminución de las presiones salariales y a la apreciación del tipo de cambio del euro, pese a ciertas presiones al alza derivadas de las restricciones de oferta. A medio plazo, una recuperación de la demanda, respaldada por la orientación acomodaticia de las políticas monetaria y fiscal, ejercerá presión alcista sobre la inflación. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han retornado a sus niveles anteriores a la pandemia, aunque continúan siendo muy reducidos, y los indicadores de opinión se mantienen en niveles bajos.

Esta valoración se refleja, en líneas generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2020, que sitúan la inflación anual en el 0,3 % en 2020, el 1 % en 2021 y el 1,3 % en 2022.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, las perspectivas de inflación se mantienen inalteradas para 2020, se han revisado al alza para 2021 y no varían para 2022. El mantenimiento de la proyección de inflación para 2022 oculta una revisión al alza de la inflación —excluidos la energía y los alimentos— (debida, hasta cierto punto, a los efectos positivos de las medidas de política monetaria y fiscal), que se vio compensada en gran parte por la revisión de la senda de los precios de la energía. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 0,8 % en 2020, el 0,9 % en 2021 y el 1,1 % en 2022.

La pandemia de coronavirus ha seguido influyendo de forma significativa en la dinámica monetaria de la zona del euro.

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) continuó aumentando y se situó en el 10,2 % en julio de 2020, frente al 9,2 % registrado en junio. El fuerte crecimiento del dinero se debe a la creación de crédito interno, a las actuales compras de activos del Eurosistema y a consideraciones de carácter precautorio que favorecen una mayor preferencia por la liquidez en el sector tenedor de dinero. El agregado monetario estrecho (M1), que incluye las formas más líquidas de dinero, sigue siendo el que más contribuye al

¹ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2020», publicadas en el sitio web del BCE el 10 de septiembre de 2020.

avance del agregado monetario amplio. La evolución de los préstamos concedidos al sector privado continuó viéndose afectada por el impacto del coronavirus sobre la actividad económica. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo en general estable en el 7 % en julio, frente al 7,1 % registrado en junio. Estas tasas elevadas reflejan las considerables necesidades de liquidez de las empresas para financiar gastos corrientes y capital circulante, y para seguir aumentando sus colchones de liquidez, si bien el repunte de la actividad económica ha permitido cierta recuperación de sus ingresos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se mantuvo también estable, en el 3 %, en julio. Junto con las medidas adoptadas por los Gobiernos nacionales y las instituciones europeas, las medidas del Consejo de Gobierno seguirán respaldando el acceso a la financiación, también para los más afectados por las ramificaciones de la pandemia.

La pandemia de coronavirus continúa teniendo un impacto extraordinariamente elevado sobre las finanzas públicas de la zona del euro.

El coste fiscal de las medidas de contención ha sido muy alto para todos los países de la zona del euro, aunque la carga soportada y la capacidad de respuesta varían de un país a otro. Como resultado de la contracción económica y del sustancial respaldo fiscal, se prevé un aumento significativo del déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro en 2020, hasta el 8,8 % del PIB, frente al 0,6 % registrado en 2019. Las proyecciones apuntan a que la ratio de déficit descenderá hasta el 4,9% y el 3,6% del PIB en 2021 y 2022, respectivamente. El amplio conjunto de medidas fiscales implementadas en 2020 se ha plasmado en el consiguiente deterioro del saldo primario ajustado de ciclo, así como en una contribución negativa del componente cíclico, reflejo del empeoramiento de la situación macroeconómica. Se espera que la mejora posterior esté impulsada por la retirada progresiva de las medidas de emergencia y por la mejora de la situación cíclica. En vista de la pronunciada contracción de la economía de la zona del euro, sigue siendo fundamental una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales, aunque las medidas deberían tener objetivos específicos y ser temporales. En este sentido, tanto el paquete por importe de 540 mm de euros de las tres redes de seguridad refrendadas por el Consejo Europeo como el «Next Generation EU» de la Comisión Europea de 750 mm de euros, que puede apoyar significativamente a las regiones y los sectores más perjudicados por la pandemia, han sido acogidos de muy buen grado.

El paquete de medidas de política monetaria

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirmó que es necesario un elevado grado de acomodación monetaria para la convergencia sólida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. En este contexto, el 10 de septiembre de 2020, el Consejo de Gobierno reconfirmó el conjunto de medidas de política monetaria acomodaticia vigentes.

1. El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Se espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hacia un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.
2. El Consejo de Gobierno decidió continuar 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 impacto a la baja de la pandemia sobre la senda de inflación proyectada. Las compras continuarán realizándose con flexibilidad a lo largo del tiempo, entre distintas clases de activos y entre jurisdicciones. Ello permite al Consejo de Gobierno contener de manera efectiva los riesgos para la transmisión fluida de la política monetaria. Se efectuarán compras netas de activos en el marco del PEPP al menos hasta el final de junio de 2021 y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado. Además, se 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.
3. 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 del BCE, y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE. Asimismo, el Consejo de Gobierno tiene 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.
4. Por último, 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. Concretamente, 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. Al mismo tiempo, en el actual entorno económico de elevada incertidumbre, el Consejo de Gobierno seguirá analizando detenidamente la información disponible, incluida la evolución del tipo de cambio, en relación con sus posibles implicaciones para las perspectivas de inflación a medio plazo. El Consejo de Gobierno sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

1 Entorno exterior

La pandemia de coronavirus (Covid-19) sigue siendo la principal fuente de incertidumbre para la economía global. En torno a mediados de mayo, el número de nuevos casos se estabilizó de forma transitoria, lo que condujo a una retirada gradual de las medidas de contención. Sin embargo, desde entonces esta cifra comenzó a repuntar de nuevo —sobre todo en Estados Unidos, así como en Brasil y en otras economías emergentes—, hasta que las nuevas infecciones a escala mundial empezaron a estabilizarse a principios de agosto. Con todo, la tasa de contagio sigue siendo alta y los nuevos casos aumentan en Europa y en otras regiones, alimentando los temores de un fuerte rebrote de los casos de coronavirus. Estos temores han afectado negativamente a la confianza de los consumidores. Los últimos datos confirman que la actividad económica global tocó fondo en el segundo trimestre y que comenzó a recuperarse, en línea con el levantamiento progresivo de las medidas de contención, a partir de mediados de mayo. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) experimentará una contracción del 3,7 % este año y crecerá un 6,2 % y un 3,8 % en 2021 y 2022, respectivamente. El retroceso del comercio mundial será más intenso que la caída del PIB real, debido tanto a su prociclicidad más acusada, en especial durante las fases de desaceleración económica, como también a la naturaleza peculiar de la crisis del Covid-19, que ha provocado interrupciones en las cadenas de producción globales y ha incrementado los costes comerciales por las medidas de contención. Los riesgos para las perspectivas globales siguen sesgados a la baja como consecuencia de la persistente incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, lo que puede dejar secuelas duraderas en la economía mundial. Otros riesgos a la baja están relacionados con el resultado de las negociaciones del Brexit, el riesgo de aumento del proteccionismo comercial y, por consiguiente, los efectos negativos a largo plazo sobre las cadenas globales de suministro.

Actividad económica y comercio mundiales

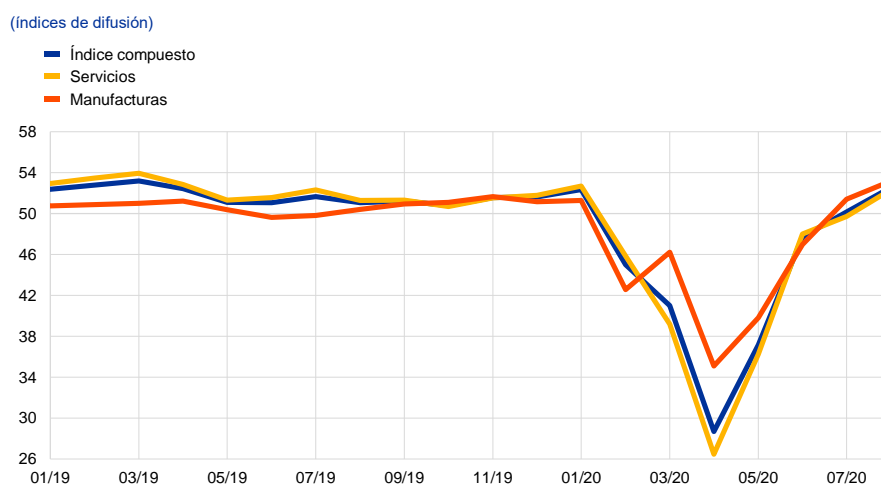
La pandemia de Covid-19 hizo que la economía global entrara en una recesión profunda y sincronizada en la primera mitad de 2020. El brote y las medidas de contención adoptadas para limitar la propagación del virus lastraron la actividad económica y causaron una caída sincronizada y sin precedentes del producto mundial, que se situó en un mínimo en abril de 2020. La incertidumbre aumentó en todo el mundo hasta niveles no observados desde la crisis financiera global. Los últimos datos de las cuentas nacionales para el segundo trimestre confirman que la actividad económica experimentó una fuerte contracción. El retroceso del comercio internacional fue aún más acusado, aunque menos que lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020. Esto sugiere que la elasticidad del comercio global es menor de lo que se suponía anteriormente. Al mismo tiempo, China pudo empezar a retirar las medidas de

contención en torno a finales de marzo, y su economía volvió a registrar tasas de crecimiento positivas ya en el segundo trimestre.

Cuando la propagación del Covid-19 empezó a remitir y comenzaron a levantarse las medidas de contención, la economía mundial inició su recuperación, como confirman los indicadores de opinión. Dado que las restricciones se han flexibilizado y la producción ha comenzado a normalizarse, se espera que la actividad económica y el comercio mundiales se recuperen de los bajos niveles del segundo trimestre. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, ha mejorado continuamente desde el mínimo registrado en abril (véase gráfico 1). En agosto, este índice (excluida la zona del euro) aumentó por cuarto mes consecutivo y se situó en 52,6, desde un nivel de 50 en julio y un valor mínimo de 28,6 en abril. El repunte es generalizado en los sectores de manufacturas y de servicios. No obstante, la recuperación parece ser desigual en los distintos países. Entre las economías avanzadas, el PMI compuesto de producción siguió creciendo en Estados Unidos y en el Reino Unido, mientras que en Japón permaneció en terreno contractivo. En las economías emergentes, este índice continuó incrementándose en China, Rusia y Brasil, pero todavía muestra una desaceleración en India.

Gráfico 1

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



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2020.

Las condiciones financieras globales han mejorado de forma significativa en los últimos meses. Durante el verano continuó la recuperación de los mercados financieros iniciada a finales de marzo, con un dinamismo aparentemente inalterado en las principales economías avanzadas y en algunas emergentes. Los mercados de renta variable repuntaron hasta alcanzar nuevos niveles récord en Estados Unidos y máximos de varios años en China, y siguieron recuperando con rapidez el grueso de sus pérdidas en otros países. Otros segmentos de riesgo del mercado, entre ellos el de valores de renta fija privada, también se beneficiaron del clima alcista de los mercados. Como los tipos de interés libres de riesgo de la deuda soberana prácticamente no se modificaron o se mantuvieron próximos a mínimos

históricos, los índices de condiciones financieras registraron máximos en las economías avanzadas, y se situaron próximos a niveles récord en las emergentes. El repunte continuado de los activos de riesgo estuvo impulsado por la publicación de datos macroeconómicos sorprendentemente positivos y por el nuevo aumento del apetito de riesgo, reflejo, en cierta medida, del creciente optimismo sobre el hallazgo de una vacuna en un plazo breve. Sin embargo, los mercados financieros permanecen en alerta, ya que las perspectivas dependen de la incierta evolución de la pandemia. La volatilidad sigue en cotas muy superiores a sus medias históricas y la percepción de riesgo de los mercados continúa sesgada a la baja.

El PIB real global (excluida la zona del euro) experimentará un retroceso del 3,7 % este año. En las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020 se asume que el crecimiento del PIB real global (excluida la zona del euro) se situará en terreno positivo en la segunda mitad de 2020 conforme las medidas de contención sigan retirándose gradualmente. No obstante, el repunte será limitado, ya que se supone que la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia lastrará la confianza de las empresas y de los consumidores, que se mantendrán algunas medidas de distanciamiento social y que no se dispondrá de una solución médica eficaz hasta mediados de 2021. Por lo tanto, esta proyección de referencia es compatible con la continuación de las infecciones en determinados países, mientras que se parte del supuesto de que los nuevos brotes se abordarán con medidas de contención específicas, que se consideran menos perjudiciales para la actividad económica que los confinamientos anteriores.

La prolongada incertidumbre sobre la evolución de la pandemia se plasma en una recuperación económica incompleta al final del horizonte de proyección. La crisis del Covid-19 ha sido un *shock* triple para la economía mundial². A diferencia de crisis anteriores, la pandemia afectó de manera especialmente intensa al consumo privado en la primera mitad de 2020. De cara al futuro, aunque es probable que los efectos negativos de las medidas de contención desaparezcan y que la producción global se recupere de forma gradual, la persistencia de la incertidumbre sobre las perspectivas sanitarias y económicas seguirá lastrando el consumo, lo que frenará una recuperación más vigorosa de la actividad económica. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, la trayectoria prevista para el nivel de actividad económica básicamente no ha cambiado, y se mantiene por debajo de la contemplada en la proyección de referencia anterior a la irrupción del Covid-19 durante todo el horizonte de proyección. En consecuencia, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) crecería un 6,2 % en 2021 y un 3,8 % en 2022.

En Estados Unidos, la actividad económica se está recuperando en el tercer trimestre gracias a las medidas de apoyo a las rentas. El PIB real retrocedió un 31,7 %, en tasa anualizada (-9,1 % en términos intertrimestrales) en el segundo trimestre, según la segunda estimación. Esta contracción fue ligeramente inferior a

² La perturbación de oferta inicial, provocada por la introducción de medidas de confinamiento en la mayor parte del mundo, se vio exacerbada de forma simultánea por una perturbación de demanda, derivada principalmente del aumento del paro. Posteriormente se produjo una perturbación de incertidumbre como consecuencia de la repentina e inaudita paralización de la economía mundial, cuyas repercusiones siguen siendo desconocidas en gran medida.

la de la estimación de avance (-9,5 %, en tasa intertrimestral), y refleja revisiones al alza de la inversión privada en existencias y del gasto en consumo personal. Los datos publicados recientemente sobre este país han sido, en general, positivos. Después de incrementarse de forma acusada en mayo y junio, las ventas minoristas de bienes y los servicios de restauración solo registraron un avance moderado en julio (1,2 %), pero todavía fueron superiores a los niveles anteriores a la pandemia. Sin embargo, el gasto total en consumo personal se mantiene muy por debajo del observado antes de la pandemia, debido a la reducción del gasto en otros servicios. El gasto de los hogares se había visto respaldado por el aumento de las prestaciones por desempleo y por el apoyo directo extraordinario a las rentas. La mayor parte de estos pagos dejaron de efectuarse en agosto, lo que provocó una disminución considerable de la renta que podría debilitar más el consumo. Cuando las medidas de confinamiento se relajaron en torno a mayo, los empleados comenzaron a regresar a sus trabajos, con lo que se revirtieron más de la mitad de los despidos temporales comunicados en abril. Con todo, el ritmo de creación de empleo se ralentizó en julio con respecto a mayo y junio, y la tasa de paro continúa en niveles históricamente elevados. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) aumentó hasta situarse en el 1 % en julio, desde el 0,6 % de junio. La inflación subyacente creció con fuerza, hasta el 1,6 % en julio, frente al 1,2 % de junio, impulsada por la subida de los precios de la vivienda y de los servicios médicos. Varios indicadores de las expectativas de inflación han repuntado recientemente y han vuelto a aproximarse a sus medias de largo plazo. No obstante, las perspectivas de inflación siguen siendo muy moderadas, ya que la economía continúa operando por debajo de su potencial.

En China, la economía se está recuperando con fuerza, pero las ventas del comercio minorista siguen siendo reducidas. El PIB de este país experimentó un avance intertrimestral del 11,5 % en el segundo trimestre y volvió a situarse por encima de la tasa registrada al final de 2019. La inversión, junto con la demanda exterior neta, fue el principal motor del crecimiento, mientras que el consumo continuó representando un lastre para el crecimiento. Los últimos datos sugieren que la mayor parte de la economía china ha repuntado hasta alcanzar niveles anteriores a la crisis del Covid-19, si bien persiste la debilidad de las ventas minoristas. Aunque la producción industrial se ha recuperado con vigor (a una tasa interanual del +4,9 % en julio), las ventas al por menor siguen disminuyendo (-2,6 %, en términos interanuales, en julio), posiblemente debido a las moderadas expectativas de empleo de los hogares. La política fiscal continúa respaldando la actividad económica, ya que la ampliación del seguro de desempleo, el aumento de las inversiones y las medidas de desgravación fiscal tienen por objeto estabilizar el empleo y el crecimiento económico. La política monetaria también está prestando apoyo, pero habida cuenta de la recuperación de la economía, las autoridades son conscientes de que un crecimiento adicional del crédito podría plantear riesgos para la estabilidad financiera.

En Japón, la actividad económica se está recuperando en el tercer trimestre, pero el consumo privado sigue siendo reducido. El PIB real retrocedió un 7,9 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, de acuerdo con la segunda estimación, y se ha revisado ligeramente a la baja con respecto a la primera

estimación (-7,8 %, en términos intertrimestrales). El estado de alarma vigente en todo el país en abril y mayo moderó la actividad, provocando contracciones de dos dígitos del consumo privado de servicios y de las exportaciones que fueron la causa de la mayor parte de la caída de la actividad. La disminución del consumo privado de servicios refleja el impacto del confinamiento del país, mientras que la de las exportaciones se debe al desplome de la demanda externa. La recuperación de la demanda externa ha contribuido a un repunte significativo de la producción industrial en julio, pero el ritmo de recuperación económica sigue falto de dinamismo, como indica el PMI compuesto de producción, que, si bien en agosto aumentó por cuarto mes consecutivo y se situó en 45,2, permanece en terreno contractivo (es decir, por debajo del umbral de 50). El consumo privado de servicios continúa siendo reducido. El índice de consumo que publica el Banco de Japón señala que el consumo de bienes duraderos y no duraderos se incrementó en junio, lo que apunta a que la demanda embalsada desempeñó un papel destacado en el primer mes completo después del confinamiento, pero volvió a debilitarse en julio. En junio, los servicios, que representan el 51 % del consumo de los hogares, se mantuvieron casi un 20 % por debajo del nivel del primer trimestre. Aunque la mejora de las tendencias de movilidad para ir a restaurantes, centros comerciales y parques temáticos puede sugerir que se está recuperando, en julio, el consumo de servicios apenas varió con respecto a junio. Esto, junto con las señales de que el avance de la confianza de los consumidores se estancó en agosto, apunta a una recuperación muy gradual del consumo, relacionada, en parte, con el repunte de nuevas infecciones por Covid-19 durante los meses de julio y agosto.

En el Reino Unido, después de que la actividad económica experimentara un retroceso sin precedentes en el segundo trimestre, la recuperación parece titubeante e incompleta. En el segundo trimestre, el PIB real se redujo un 20,4 % en tasa intertrimestral, reflejo de una contracción generalizada de todos los componentes del gasto, y en especial de la demanda interna. El descenso a tasas de dos dígitos del consumo privado se ha plasmado en un aumento acusado de la tasa de ahorro. La inversión empresarial cayó casi un tercio en el segundo trimestre, en un entorno de extrema incertidumbre. Aunque el PMI compuesto de producción señala un repunte de la actividad en el tercer trimestre, las perspectivas son bastante inciertas, ya que indicadores de opinión más amplios sugieren que persistió la debilidad de la confianza de las empresas, así como los crecientes temores de desempleo y la preocupación acerca de las perspectivas económicas futuras. El apoyo público al programa de regulación temporal del empleo —ampliamente utilizado— se prorrogó desde el 1 de agosto hasta octubre, pero su importe es menor, y está previsto que finalice posteriormente. El índice de precios de consumo (IPC) y la inflación subyacente se incrementaron 0,4 puntos porcentuales en julio, hasta el 1 % y el 1,4 %, respectivamente. La subida de precios fue generalizada en todos los componentes y estuvo relacionada, en parte, con los costes adicionales de los preparativos para ofrecer entornos seguros frente al Covid (*COVID-proofing*) según señaló la Oficina Nacional de Estadística (es decir, incrementos generalizados de los costes de las empresas del sector privado asociados al distanciamiento social).

En los países de Europa Central y Oriental se espera una recuperación progresiva de la actividad económica, reflejo de la retirada de las medidas de contención. El PIB real de estos países experimentó una contracción sustancial en la primera mitad de 2020, debido a las medidas adoptadas para limitar la propagación del Covid-19. Como consecuencia de la relajación gradual de estas medidas y de la normalización de la producción, se prevé un repunte y una recuperación paulatina de la actividad a partir del tercer trimestre, respaldada por enérgicas medidas fiscales y monetarias. De cara al futuro, se proyecta que la actividad se mantenga por debajo de los niveles anteriores a 2019 hasta el final de 2021.

En los grandes países exportadores de materias primas las perspectivas para la actividad económica siguen siendo inciertas dado el número todavía elevado de contagios. En Rusia, el PIB real del segundo trimestre se vio afectado por el efecto combinado de la pandemia de Covid-19, de las restricciones impuestas para controlar las infecciones en el país —que frenaron el consumo privado y la inversión— y de las fluctuaciones registradas en los mercados internacionales de petróleo que debilitaron el sector energético. En este contexto, el apoyo de las políticas fiscal y monetaria se ha ampliado gradualmente. Se prevé que la actividad económica comience a recuperarse en el tercer trimestre, pero las perspectivas siguen sujetas a una incertidumbre considerable. Además del número todavía elevado de nuevos casos de Covid-19, las perspectivas de inversión también son moderadas, debido a los recortes de la producción de crudo que mantienen los países que integran la OPEP+ y a la caída de los precios de las materias primas. En Brasil, todos los componentes del PIB real registraron una contracción generalizada en el segundo trimestre (-9,7 %, en tasa intertrimestral), con la excepción de las exportaciones de bienes y servicios, cuya tasa de crecimiento intertrimestral avanzó en torno a un 1,8 %. La crisis del Covid-19 golpeó al país justo cuando el clima económico había empezado a mejorar tras un período de crecimiento reducido. Dado que, actualmente, Brasil es uno de los países más afectados por la pandemia, es probable que la recuperación sea moderada en el segundo semestre del año. Como el margen de maniobra fiscal es limitado, el respaldo fiscal ha sido modesto y está previsto que deje de prestarse en octubre. La política monetaria también está siendo un apoyo y los tipos de interés se han situado en el mínimo histórico del 2 %.

En Turquía, la actividad económica se vio afectada de manera relativamente limitada por la pandemia en el primer trimestre de 2020, aunque se desaceleró en el segundo trimestre. La actividad se mantuvo vigorosa hasta finales de marzo, cuando el brote de Covid-19 llegó al país. En el segundo trimestre, el crecimiento del PIB real experimentó una contracción del 11 %, en términos intertrimestrales, sobre todo como consecuencia de la evolución de los servicios y, en menor grado, de la actividad industrial. Tras la relajación gradual de las medidas de contención a partir de mediados de mayo, la economía empezó a recuperarse parcialmente, impulsada por las manufacturas. Con todo, como la actividad de los servicios sigue siendo moderada, en especial por la evolución desfavorable del sector turístico, continuará representando un lastre para el crecimiento en el tercer trimestre. Para responder a la crisis, las autoridades han redoblado los estímulos fiscales y monetarios para estabilizar la economía, pero la debilidad de la demanda externa sigue afectando a las perspectivas a corto plazo. Las presiones sobre la lira turca se

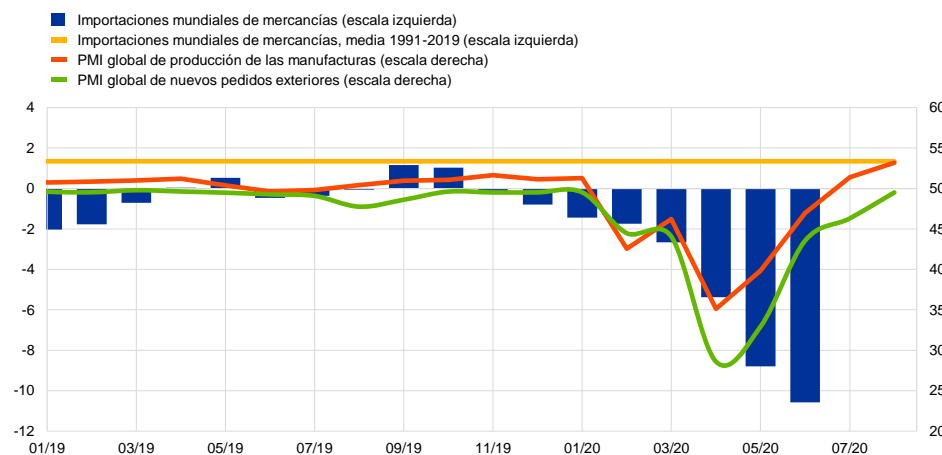
han intensificado recientemente, debido a la preocupación sobre la disminución de las reservas de divisas y sobre la capacidad de las autoridades para continuar defendiendo la moneda.

El comercio mundial registraría una contracción de dos dígitos en 2020. El acusado retroceso de las importaciones globales (excluida la zona del euro) en 2020 refleja la intensa prociclicidad del comercio, en especial durante las fases de desaceleración económica, y también la naturaleza peculiar de la crisis del Covid-19. La caída de la demanda mundial, unida a las disrupciones en las cadenas de producción globales y al aumento de los costes comerciales derivados de las medidas de contención adoptadas en relación con el Covid-19, ha afectado al comercio internacional. En el segundo trimestre, las importaciones mundiales de mercancías (excluida la zona del euro) descendieron un 10,5 %, en tasa intertrimestral, aunque el impulso a la baja se redujo ligeramente en mayo, y en junio se observó un repunte más pronunciado (+6,3 %, en tasa intermensual). Los indicadores de opinión también apuntan a una recuperación de los intercambios comerciales, ya que el PMI de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas se incrementó por cuarto mes consecutivo en agosto, mes en que se situó en 49,5, desde el valor de 46,1 de junio y el mínimo de 27 de abril (véase gráfico 2). De cara al futuro, aunque se espera que el comercio mundial remonte junto con la retirada gradual de las medidas de contención, es posible que se produzcan algunas secuelas duraderas. A corto plazo, las decisiones de los Gobiernos de mantener en vigor algunas restricciones a los desplazamientos, al menos hasta que se encuentre una solución médica, podrían seguir lastrando el comercio a través de costes comerciales más elevados. Por último, la dependencia de algunos países de proveedores externos que la pandemia de Covid-19 ha puesto de manifiesto podría dar lugar a nuevas políticas dirigidas a diversificar los proveedores mundiales a fin de evitar la dependencia de un solo proveedor o de relocalizar la producción, lo que afectaría negativamente a las complejas cadenas globales de valor. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, el comercio mundial disminuirá un 11,2 % en 2020 y crecerá un 6,8 % y un 4 % en 2021 y 2022, respectivamente. A tenor de las proyecciones, la demanda externa de la zona del euro se reducirá un 12,5 % en 2020 y aumentará un 6,9 % en 2021 y un 3,7 % en 2022.

Gráfico 2

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

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



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

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

La incertidumbre sobre la evolución futura de la pandemia seguirá determinando las perspectivas económicas mundiales.

Los temores en torno a la posibilidad de una reintensificación de la pandemia y de introducción de medidas de contención más estrictas están afectando a las decisiones de inversión y de contratación de las empresas. Ello, a su vez, está incidiendo en la confianza de los consumidores y se plasma en un repunte muy tímido del consumo. Cuanto más se prolongue esta situación, más profundas serán las secuelas a largo plazo que probablemente deje en la economía. Para ilustrar los distintos impactos potenciales de la pandemia de Covid-19 en la economía mundial, el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020 se complementa con dos escenarios alternativos³, uno moderado y otro severo. Estos escenarios ilustrarían la variedad de los efectos en torno a la proyección de referencia. Los riesgos relacionados con la pandemia —además de otros riesgos a la baja asociados a las negociaciones del Brexit y al posible aumento del proteccionismo comercial— siguen siendo relevantes. Con todo, es probable que estos otros riesgos también estén condicionados, hasta cierto punto, por la evolución futura de la pandemia de Covid-19 y por las medidas adoptadas por las autoridades.

Evolución mundial de los precios

Los precios del petróleo se han recuperado, debido al repunte de la actividad económica y a la disminución de la oferta de crudo resultante de los recortes de producción acordados a principios de mayo. Después de desplomarse por debajo de los 20 dólares estadounidenses por barril en abril, los precios del Brent aumentaron hasta situarse en unos 45 dólares por barril en la fecha límite de

³ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Escenarios alternativos de las perspectivas económicas de la zona del euro» en las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro elaboradas por los expertos del BCE, septiembre de 2020.

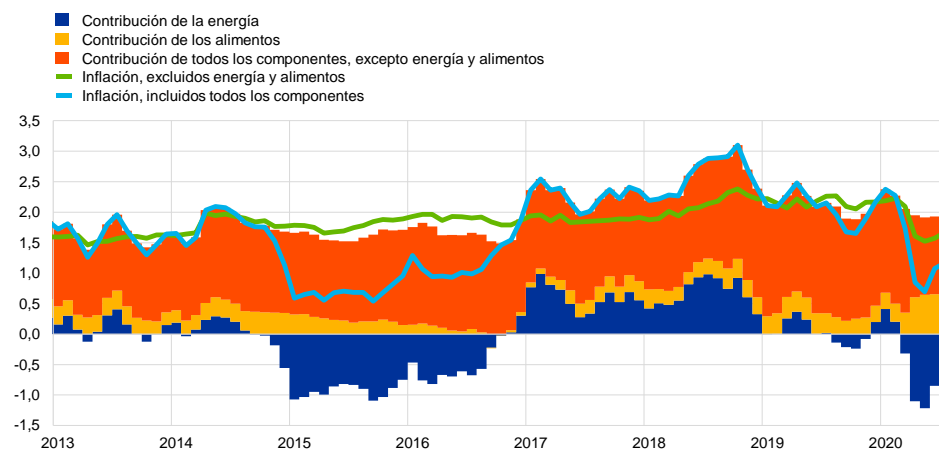
recepción de los datos para las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre. Sin embargo, el descenso simultáneo del tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense implica que, en muchas economías, la subida de los precios del petróleo fue menos pronunciada en términos de moneda nacional. La recuperación parcial de estos precios parece estar impulsada por una demanda de petróleo mayor que la esperada como consecuencia de la relajación de las medidas de confinamiento, aunque, en general, se sigue esperando que, en 2020 y 2021, la demanda de crudo se mantenga moderada y por debajo de los niveles de 2019. Por lo que respecta a la oferta, a principios de mayo, la OPEP+ acordó recortar la producción en casi diez mil barriles al día, lo que, unido a importantes cierres de pozos de petróleo en Estados Unidos y Canadá, sostuvo los precios del crudo. El repunte de los precios de esta materia prima se frenó en agosto, después de que los recortes voluntarios de la producción de Arabia Saudí finalizaran y de que la demanda mundial de crudo se estancara. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, los supuestos relativos a los precios del crudo de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020 se han revisado al alza en un 18,8 %, un 27,8 % y un 20,8 % en 2020, 2021 y 2022, respectivamente. Desde la fecha límite de recepción de los datos para las proyecciones de septiembre, el precio del crudo ha bajado, y el 9 de septiembre el Brent se situaba en torno a 40 dólares por barril. De cara al futuro, aunque la curva de futuros sobre los precios del crudo tenga solo una pendiente ligeramente positiva, es probable que estos precios sigan siendo volátiles, reflejo de que las perspectivas económicas continúan sujetas a un grado muy elevado de incertidumbre y de que la utilización de la capacidad de almacenamiento es excepcionalmente alta.

La inflación mundial sigue siendo moderada aunque recientemente ha disminuido la presión a la baja derivada de los precios de la energía. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo aumentó gradualmente, desde el 0,7 % registrado en mayo hasta el 1,2 % de julio (véase gráfico 3). La presión a la baja procedente de la tasa de variación interanual de los precios de la energía ha disminuido en los últimos meses. Estos precios descendieron un 8,4 %, menos que en junio (-9,5 %). Al mismo tiempo, la inflación de los precios de los alimentos se redujo hasta el 3,8 % en julio, en comparación con el 4,6 % de junio. En los países de la OCDE, la inflación interanual subyacente medida por el IPC (excluidos la energía y los alimentos) repuntó ligeramente, hasta situarse en el 1,7 % en julio. En las economías avanzadas, la inflación interanual medida por los precios de consumo se incrementó en Estados Unidos, Reino Unido y Japón, mientras que en Canadá retrocedió hasta el 0,1 % en julio (frente al 0,7 % de junio). La inflación general interanual avanzó con moderación en todas las principales economías emergentes no pertenecientes a la OCDE en julio.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2020.

La inflación mundial se mantendría en niveles relativamente reducidos en un entorno de precios del petróleo bajos y de debilidad de la demanda. Es probable que la atonía de la demanda, el fuerte deterioro de los mercados de trabajo y la mayor holgura de la capacidad productiva reduzcan las presiones inflacionistas subyacentes a escala global. La bajada de los precios del crudo explica gran parte de la revisión a la baja de los precios de exportación (en moneda nacional) de los competidores de la zona del euro en 2020. Dado que se espera un incremento gradual de los precios del petróleo durante el horizonte de proyección, este impacto se disipará, y se prevé que los precios de exportación de los competidores de la zona retornen paulatinamente a su media de largo plazo hacia finales de 2021.

2 Evolución financiera

Durante el período de referencia (del 4 de junio de 2020 al 9 de septiembre de 2020), la curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un desplazamiento a la baja. Aunque está ligeramente invertida en los plazos cortos, la curva no señala expectativas claras de un recorte de los tipos de interés a muy corto plazo. Como continuación de la evolución observada durante el verano, los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro disminuyeron durante el período considerado, en el que se combinaron medidas de apoyo monetario y fiscal. Los precios de los activos de riesgo registraron un leve incremento, principalmente en un contexto de perspectivas de beneficios a corto plazo, en general, más positivas. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció con fuerza.

El 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, respectivamente, durante el período considerado⁴. El exceso de liquidez aumentó en 807 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 2.982 mm de euros. Este cambio refleja, sobre todo, la adjudicación de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), así como el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), y el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés)⁵.

La curva de tipos forward del eonia se desplazó a la baja durante el período analizado, especialmente en los horizontes de medio y largo plazo, y se ha invertido ligeramente (véase gráfico 4). Pese a la inversión, la curva no sugiere expectativas claras de los mercados de un recorte inminente de los tipos de interés. En conjunto, los tipos forward del eonia siguen siendo inferiores a cero para horizontes hasta 2028, lo que indica que los mercados continúan esperando un período prolongado de tipos de interés negativos.

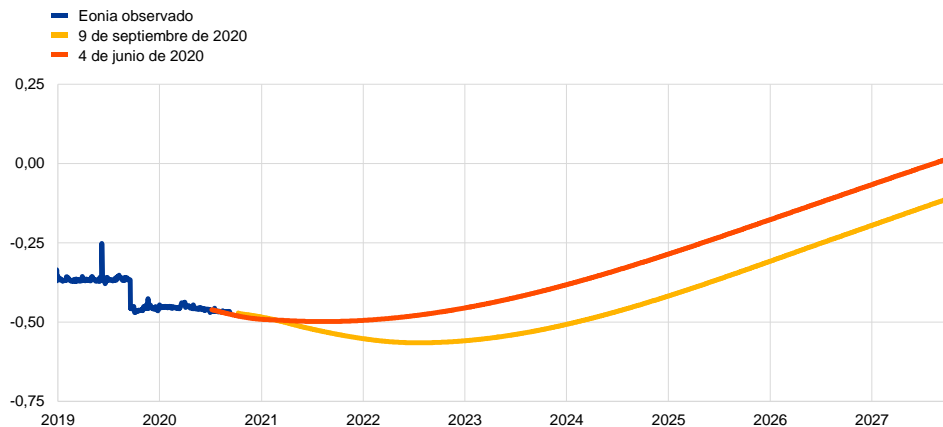
⁴ La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019, y ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

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

Gráfico 4

Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



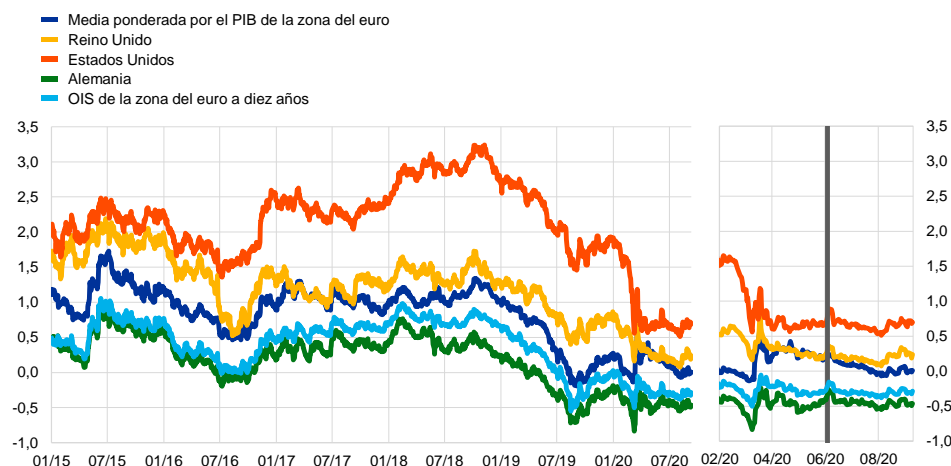
Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo disminuyeron en las principales jurisdicciones en el período considerado (véase gráfico 5). El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo en 23 puntos básicos, hasta situarse en el 0,01 %, debido al efecto combinado de unos tipos de interés libres de riesgo ligeramente más bajos y al estrechamiento de los diferenciales soberanos (véase gráfico 6). Los rendimientos de los bonos soberanos a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido descendieron 5 y 4 puntos básicos, respectivamente, por lo que en ambos casos se aproximaron a los mínimos históricos.

Gráfico 5

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (4 de junio de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de septiembre de 2020.

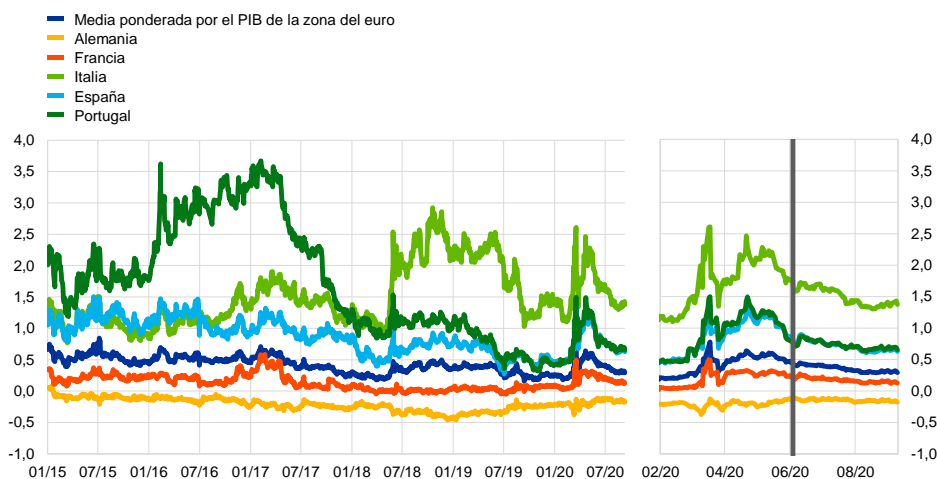
Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto a los tipos *swap* del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) volvieron a reducirse, en

un contexto de medidas de apoyo monetario y fiscal (véase gráfico 6). La combinación de medidas de política monetaria y fiscal adoptadas para dar apoyo a la economía (incluido el instrumento denominado «Next Generation EU») contribuyó a que los diferenciales soberanos siguieran disminuyendo durante el período analizado. Los diferenciales de la deuda soberana alemana, francesa, italiana, española y portuguesa a diez años se redujeron 6, 12, 41, 22 y 17 puntos básicos, hasta situarse en -0,18, 0,12, 1,37, 0,63 y 0,65 puntos porcentuales, respectivamente. En consecuencia, el rendimiento de los bonos soberanos a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB registró un descenso de 17 puntos básicos y se situó en 0,29 puntos porcentuales, solo ligeramente por encima del nivel observado al comienzo del año.

Gráfico 6

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (4 de junio de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de septiembre de 2020.

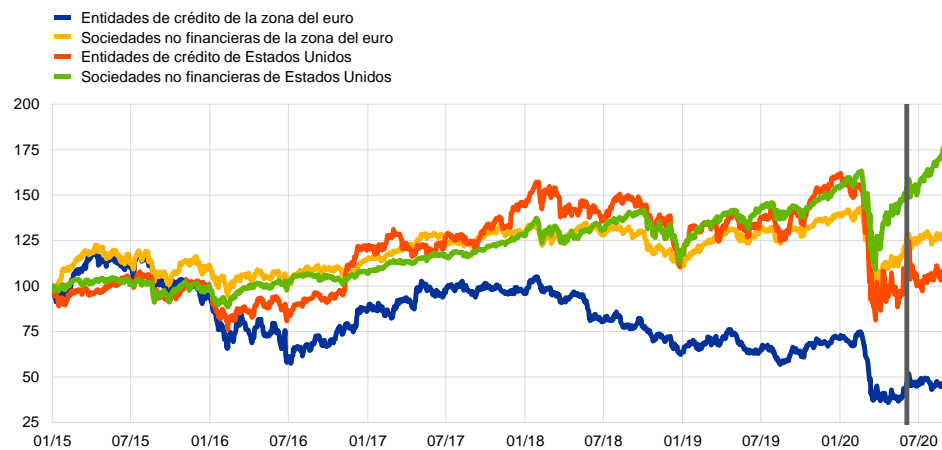
Los índices bursátiles del sector no financiero de la zona del euro y de Estados Unidos registraron subidas, dado que las perspectivas de beneficios a corto plazo mejoraron significativamente (véase gráfico 7).

Gracias al mayor optimismo con respecto a las perspectivas económicas, las expectativas de beneficios de las empresas de la zona del euro han mejorado de forma notable con respecto a niveles extremadamente bajos, y, por tanto, se espera que los beneficios aumenten durante el resto del año. Esta evolución ha influido positivamente en los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro en el período considerado, que se incrementaron en torno a un 2 %. En Estados Unidos, se observó un aumento incluso mayor (alrededor del 10 %) y las cotizaciones de las sociedades no financieras se sitúan próximas a máximos históricos. En cambio, las cotizaciones bancarias de la zona del euro y de Estados Unidos se redujeron en un 2 % y un 5 %, respectivamente, ya que la todavía persistente incertidumbre acerca de las perspectivas y la posibilidad de que se incrementen los impagos de las empresas siguieron lastrando las expectativas de beneficios del sector.

Gráfico 7

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

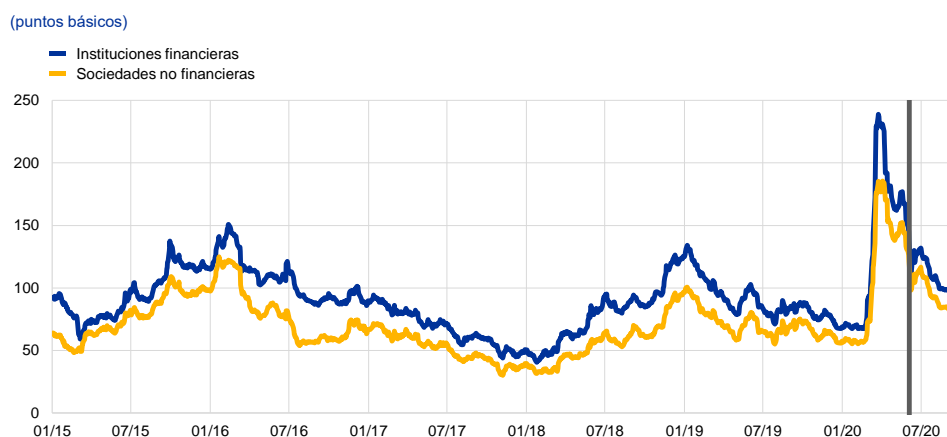
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (4 de junio de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de septiembre de 2020.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro siguieron estrechándose (véase gráfico 8).

Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y del sector financiero (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) se redujeron 38 y 37 puntos básicos, respectivamente. En conjunto, el descenso refleja, en gran medida, la disminución de la prima en exceso de los bonos, es decir, el componente de los diferenciales de los valores de renta fija privada que no queda explicado por los determinantes fundamentales del riesgo de crédito (medidos por las calificaciones crediticias y las frecuencias de impago esperadas), que se han mantenido mayormente estables. Pese a la reducción significativa observada desde marzo, los diferenciales de los valores de renta fija privada permanecen ligeramente por encima de los niveles anteriores a la pandemia de coronavirus (Covid-19), lo que puede reflejar que los mercados esperan un incremento de los impagos de las empresas en los próximos trimestres.

Gráfico 8

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



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

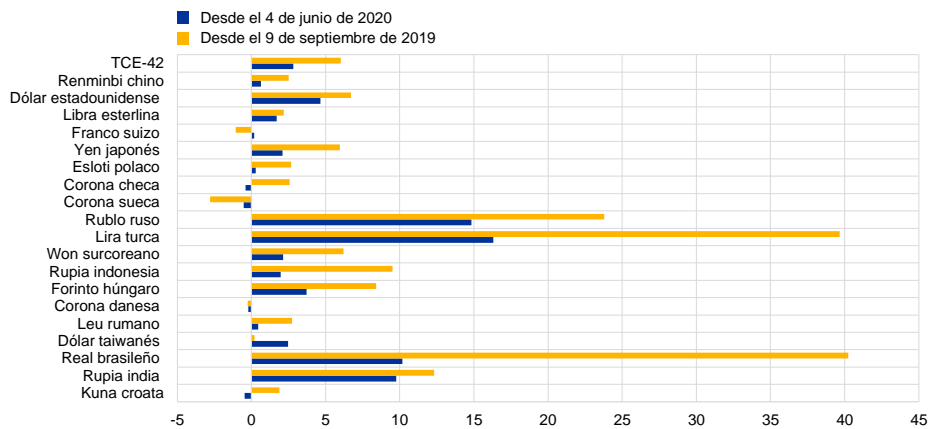
Notas: Los diferenciales se calculan como los diferenciales de los *asset swaps* con respecto al tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (pero con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (4 de junio de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de septiembre de 2020.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció con fuerza (véase gráfico 9). 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 fortaleció un 2,8 % durante el período analizado. Con respecto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, la apreciación efectiva del euro fue muy generalizada frente a las monedas de prácticamente todos los socios comerciales más importantes de la zona del euro. En particular, el euro se apreció considerablemente frente al dólar estadounidense (4,6 %) como consecuencia del mayor debilitamiento del dólar en un entorno de mejora de la percepción de riesgo en el contexto de la actual recuperación mundial. La moneda única también se fortaleció frente al yen japonés (2,1 %), la libra esterlina (1,7 %) y el renminbi chino (0,6 %) y se apreció notablemente frente a las monedas de la mayoría de las principales economías emergentes, en especial el rublo ruso, la lira turca y el real brasileño. En cuanto a las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la moneda única se apreció frente al forinto húngaro, pero se debilitó frente a la mayoría de las demás, dado que recuperaron algunas de las pérdidas registradas durante la intensificación de la pandemia de coronavirus en marzo y en abril de este año.

Gráfico 9

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 9 de septiembre de 2020.

3 Actividad económica

El PIB real de la zona del euro descendió un 11,8 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2020, debido al impacto de la pandemia de coronavirus (Covid-19) sobre la economía mundial. Aunque esta intensa contracción fue consecuencia, fundamentalmente, del desplome de la actividad observado en marzo y en abril, los datos disponibles desde mayo apuntan a que la economía se está recuperando. Tanto la información cuantitativa como los resultados de las encuestas están en consonancia con un rebote significativo del crecimiento del PIB en el tercer trimestre. Además del repunte de la producción industrial y de servicios, se atisban señales de una recuperación del consumo en consonancia con las expectativas. Recientemente, el dinamismo de los servicios se ha ralentizado con respecto al de las manufacturas, lo que también se refleja en los resultados de las encuestas de agosto. Los incrementos de las tasas de contagio por coronavirus en los meses de verano constituyen un factor adverso para las perspectivas a corto plazo. A más largo plazo, la continuación de una recuperación sostenida sigue dependiendo, en gran parte, de la evolución de la pandemia y del éxito de las medidas de contención. Aunque es probable que la incertidumbre relacionada con la evolución de la pandemia frene el avance de la recuperación de los mercados de trabajo, del consumo y de la inversión, la economía de la zona del euro debería verse respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por el tono expansivo de las políticas fiscales y por el fortalecimiento de la actividad y de la demanda mundiales. Esta valoración se refleja, en general, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2020, que prevén que el PIB real anual disminuya un 8 % en 2020 y que aumente un 5 % en 2021 y un 3,2 % en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado al alza en 0,7 puntos porcentuales para 2020 y a la baja en 0,2 puntos porcentuales y en 0,1 puntos porcentuales para 2021 y para 2022, respectivamente.

La actividad económica de la zona del euro registró una caída sin precedentes en el segundo trimestre de 2020, como consecuencia de la pandemia de Covid-19 y de las medidas de contención asociadas. En ese trimestre, el PIB real descendió un 11,8 %, en tasa intertrimestral, con el trasfondo de la aplicación de las medidas de confinamiento más estrictas en abril, antes de su relajación gradual en los meses siguientes. Así, en comparación con el cuarto trimestre de 2019, el PIB real se redujo un 15,1 % en total en la primera mitad de 2020, con lo que retrocedió hasta niveles no observados desde el primer trimestre de 2005.

La contracción causada por la pandemia de Covid-19 fue generalizada en los distintos países y sectores. El PIB disminuyó en todos los países de la zona del euro en el segundo trimestre de 2020, y la magnitud de la caída reflejó el impacto de la pandemia y el momento en el que se aplicaron las medidas de confinamiento, así como su grado de severidad, en cada país. Entre las economías de mayor tamaño de la zona, el PIB se redujo un 18,5 % en España, un 13,8 % en Francia, un 12,4 %

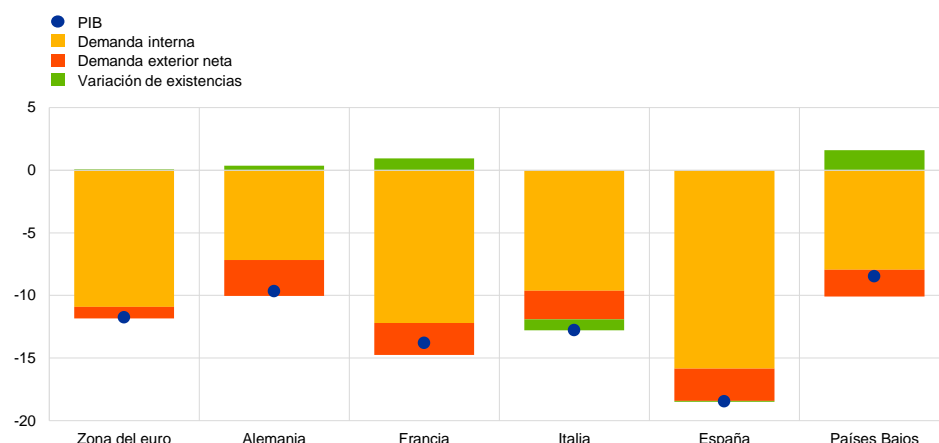
en Italia, un 9,7 % en Alemania y un 8,5 % en los Países Bajos, en términos intertrimestrales.

La pandemia de Covid-19 ha provocado un desplome sin precedentes de la demanda interna y de la actividad de los servicios. Como sugiere la desagregación del PIB por el lado del gasto (véase gráfico 10), la caída de la actividad en el segundo trimestre de 2020 obedeció a una intensa contracción de la demanda interna (-10,9 %). A diferencia de recesiones anteriores (como la crisis financiera global de 2007-2008), la actividad más perjudicada ha sido la del sector servicios, debido al carácter de las medidas de distanciamiento social. La demanda exterior neta también contribuyó negativamente al crecimiento, aunque en mucho menor grado (-0,9 %). Por último, la contribución de la variación de existencias fue ligeramente positiva (+0,1 %).

Gráfico 10

Variación del PIB real y contribución de los componentes del gasto en el segundo trimestre de 2020

(tasas de variación intertrimestral)



Fuente: Eurostat.

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

El empleo se redujo un 2,9 % en el segundo trimestre de 2020, tras registrar un descenso del 0,3 % en el primero. Esto supone que, en el segundo trimestre del año, había 5,1 millones de personas ocupadas menos que en el último trimestre de 2019. Las medidas de apoyo adoptadas, como los programas de mantenimiento del empleo y otros mecanismos similares diseñados para evitar despidos y respaldar a los trabajadores autónomos, explican en buena medida que el empleo retrocediera menos que la actividad económica. Estos programas preservan las relaciones laborales y limitan los despidos, al tiempo que ayudan a las empresas a reducir sus costes salariales durante las fases de desaceleración cíclica, de forma que los trabajadores estén disponibles y las empresas estén preparadas para reanudar la actividad cuando se

levanten las medidas de confinamiento⁶. Por tanto, los programas de regulación temporal de empleo limitan el aumento del desempleo, permitiendo al mismo tiempo que el mercado de trabajo afronte las fluctuaciones cíclicas con flexibilidad, por ejemplo, a través de una reducción sustancial de las horas trabajadas por persona ocupada durante un período de tiempo predeterminado. Las horas medias trabajadas disminuyeron un 10,2 % en el segundo trimestre de 2020, tras registrar un descenso intertrimestral del 3,8 % en el primer trimestre. Esta evolución implica que la reducción de las horas medias trabajadas representa más del 75 % del ajuste del total de las horas trabajadas. El porcentaje restante es atribuible al empleo. Así pues, el empleo retrocedió menos que el PIB en el segundo trimestre de 2020, lo que implica una caída acusada —del 12,1 %— de la productividad del trabajo por persona ocupada en ese período. En cambio, el total de horas trabajadas se redujo más que el PIB, y la productividad por hora trabajada aumentó un 1,2 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2020.

Los indicadores del mercado de trabajo apuntan a pérdidas de empleo continuadas en el tercer trimestre.

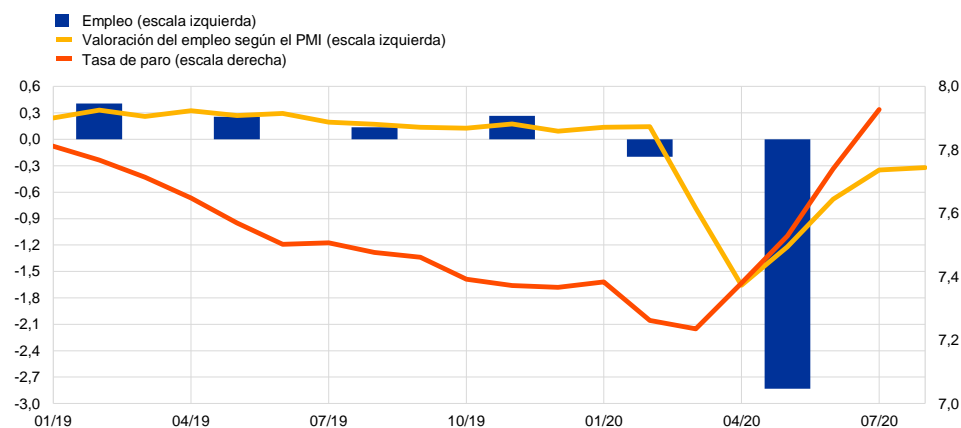
La tasa de paro de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 7,9 % en julio de 2020, desde el 7,7 % de junio. Entre febrero y julio de 2020, esta tasa registró un incremento de 0,7 puntos porcentuales, inferior al aumento de 1,3 puntos porcentuales observado entre septiembre de 2008 y febrero de 2009 tras la quiebra de Lehman Brothers. Este incremento no refleja plenamente el impacto de la pandemia, ya que se ve mitigado por las políticas adoptadas para impulsar el empleo y evitar despidos permanentes. También está relacionado con las transiciones desde el empleo y el desempleo a la inactividad por los efectos económicos de los confinamientos y las dificultades persistentes a las que se enfrentaron los trabajadores en búsqueda de empleo conforme se fueron retirando gradualmente las medidas de contención. Los indicadores de opinión recientes siguen apuntando a pérdidas de empleo en el tercer trimestre, pese al efecto de las políticas de empleo vigentes en la actualidad (gráfico 11).

⁶ Véanse también el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», *Boletín Económico*, BCE, número 4/2020, y el recuadro «Valoración preliminar del impacto de la pandemia de Covid-19 sobre el mercado de trabajo de la zona del euro», *Boletín Económico*, BCE, número 5/2020.

Gráfico 11

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

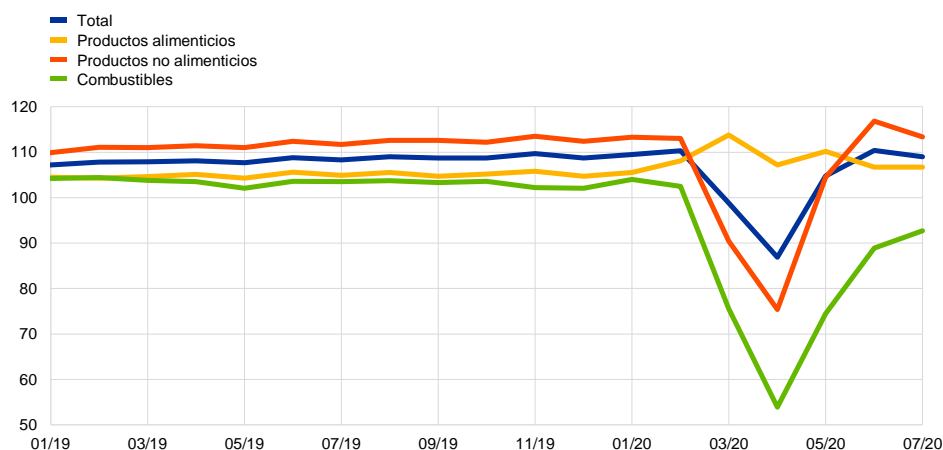
El gasto en consumo registró un incremento significativo en junio y julio, pero su recuperación está lejos de completarse.

La confianza de los consumidores aumentó en agosto (hasta situarse en $-14,7$), pero se mantuvo muy por debajo del nivel previo a la pandemia ($-8,8$ en el primer trimestre de 2020). El volumen de ventas minoristas se redujo un $1,3$ %, en tasa intermensual, en julio (véase gráfico 12). Sin embargo, como en mayo y en junio las ventas registraron un crecimiento intermensual excepcionalmente elevado —del $20,6$ % y del $5,3$ %, respectivamente—, en julio se situaron un $8,2$ % por encima de la media del segundo trimestre y en niveles próximos a los observados antes de la pandemia. Las ventas de productos alimenticios crecieron al principio del brote (debido a su carácter de bienes esenciales, a la sustitución del gasto en restauración y al acopio de alimentos), mientras que las de combustibles de automoción se desplomaron antes de recuperarse. Al mismo tiempo, las ventas de productos no alimenticios disminuyeron de manera acusada en un primer momento, pero en julio volvieron a situarse en los niveles previos a la pandemia. Pese al fuerte repunte del comercio minorista, la debilidad subsistente del gasto en consumo se refleja, mayormente, en los servicios de consumo, sobre todo en los de alojamiento, entretenimiento y transporte.

Gráfico 12

Comercio minorista de la zona del euro

(Índice: 2005 = 100)



Fuente: Eurostat.

De cara al futuro, apenas se aprecian indicios de dinamismo en la demanda de bienes de consumo.

Esto puede constatar en la valoración de la cartera de pedidos de los productores de bienes de consumo, en las expectativas de negocio de las empresas minoristas y en las intenciones de los consumidores de realizar grandes compras. Aunque la caída de las rentas de los hogares ha sido limitada, se espera que la tasa de ahorro aumentara de forma acusada en el segundo trimestre antes de descender posteriormente. Esta evolución refleja el ahorro forzoso o involuntario debido a las restricciones impuestas por las medidas de confinamiento, aunque también hay evidencia de que los canales habituales, como el ahorro por motivo precaución (anticíclico), están desempeñando un papel significativo⁷.

La inversión empresarial repuntó en cierta medida con la reapertura de la economía, pero la escasa demanda y los riesgos financieros siguen lastrando las perspectivas de los próximos trimestres.

Las graves disrupciones de oferta relacionadas con el brote de Covid-19 provocaron que la producción de bienes de equipo en la zona del euro se redujera un 21,3 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2020. Asimismo, la inversión, excluida la construcción, registró una caída intertrimestral del 20,9 %. Sin embargo, estas contracciones intertrimestrales ocultan una recuperación parcial de la inversión empresarial a partir de mayo. A lo largo de mayo y de junio, la producción de bienes de equipo aumentó un 29,9 %, aunque se situó en un nivel que sigue siendo muy inferior al observado en febrero de este año. Los indicadores de opinión confirman la valoración de un repunte parcial, como pone de manifiesto la mejora reciente de las expectativas de producción de los fabricantes de bienes de equipo para los próximos meses, así como la valoración de su cartera de pedidos. Además, la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro⁸ muestra que se espera que, en el tercer trimestre, disminuya la intensa demanda de préstamos y líneas de crédito por parte

⁷ Véase también el recuadro titulado «El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?», en este Boletín Económico.

⁸ Véase también «The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020», BCE, julio de 2020.

de las empresas de la zona observada en el segundo trimestre, lo que indica una mejora de las expectativas empresariales. Con todo, la demanda todavía débil y la posibilidad de que las entidades de crédito endurezcan los criterios de aprobación de los préstamos a empresas en un contexto de mayor riesgo de crédito limitarían el repunte de la demanda de inversión en los próximos trimestres.

La inversión residencial se desplomó casi un 14 % en la primera mitad del año, pero es probable que haya iniciado una recuperación gradual y parcial en los últimos meses del segundo trimestre, y que haya continuado desde entonces.

En el tercer trimestre, los indicadores coyunturales son acordes con un repunte intenso —aunque incompleto— de la actividad de la construcción. Pese a que el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) de producción de la construcción y el indicador de confianza de las empresas constructoras de la Comisión Europea registraron una notable mejora en julio y en agosto, respectivamente, ambos índices se situaban todavía en niveles históricamente reducidos. Esta debilidad puede estar relacionada con las restricciones a la producción de la construcción resultantes del menor número de visados de obra nueva emitidos y con la mayor severidad de las medidas de contención impuestas tras la reaparición de casos de Covid-19 en los meses de verano. Al mismo tiempo, se apreciaron algunos signos más claros de recuperación en el PMI de expectativas de la construcción y en la valoración de la cartera de pedidos de las empresas. Estas dinámicas estuvieron asociadas a una demanda de vivienda relativamente poco afectada, como señalan los indicadores de la Comisión Europea sobre intención de gasto en construcción o en reforma de viviendas de los hogares y la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE, que muestra la capacidad de resistencia de la demanda de préstamos para vivienda en varios países, gracias, en parte, a las medidas de alivio de la deuda aplicadas a los créditos concedidos a los hogares.

Tras registrar un mínimo en abril, el comercio de la zona del euro repuntó al final del segundo trimestre de 2020, aunque se situó en un nivel

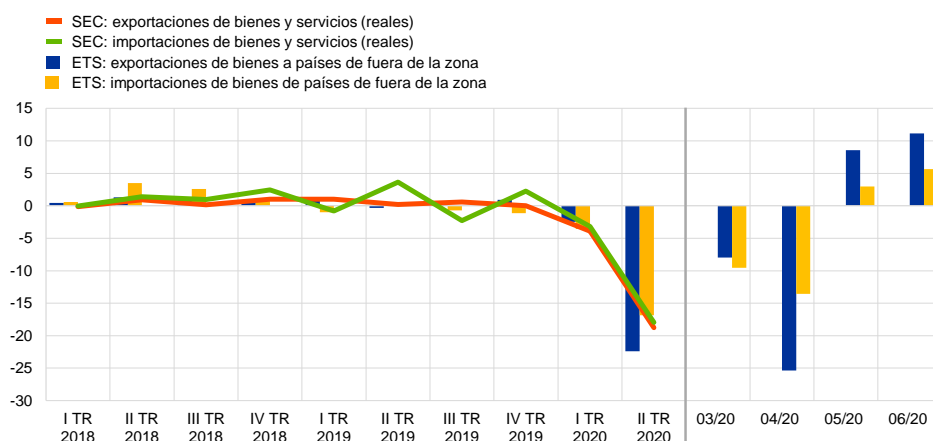
sustancialmente más bajo que antes. Después de experimentar una fuerte contracción en el primer trimestre, las exportaciones e importaciones totales de la zona del euro descendieron un 18,8 % y un 18 %, respectivamente, en el segundo trimestre (véase gráfico 13). Los datos mensuales del comercio de bienes en términos nominales correspondientes a mayo y a junio muestran que las exportaciones y las importaciones de la zona recuperaron alrededor de la mitad de las pérdidas sufridas desde el inicio de la pandemia, en un contexto de flexibilización de algunas medidas de contención. Los intercambios comerciales entre países de la zona del euro, que se habían reducido más que el comercio exterior en meses anteriores, repuntaron en mayor grado, dado que la relajación de las restricciones relacionadas con la pandemia fue relativamente más pronunciada en Europa. En el comercio de servicios, el desplome fue incluso mayor —21,1 % en las exportaciones y 25,4 % en las importaciones—. El turismo, en particular, se ha visto muy afectado por las prohibiciones de viajar y por otras medidas de confinamiento, como pone de manifiesto la fuerte disminución de la capacidad de las compañías aéreas. De cara al futuro, se espera que las perspectivas de las exportaciones de la zona del euro mejoren en cierta medida. El PMI de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas

de la zona del euro confirma una expansión en agosto (52). La valoración de los niveles de las carteras de pedidos exteriores de la Comisión Europea y los indicadores de nuevos pedidos industriales del BCE han mejorado durante dos meses consecutivos. En cuanto a los indicadores de transporte de mercancías, los relativos al comercio marítimo señalan una recuperación gradual, mientras que los correspondientes al transporte aéreo se mantienen muy por debajo de los niveles del año pasado. En conjunto, los datos apuntan a que se produciría un repunte en los próximos meses que, sin embargo, no sería completo. En cuanto a los servicios, el PMI de nuevos pedidos exteriores de los servicios de la zona del euro sigue indicando una contracción y los índices de capacidad de las compañías aéreas señalan una recuperación parcial de los servicios de turismo y viajes en el tercer trimestre de 2020, especialmente en los dirigidos a destinos turísticos.

Gráfico 13

Comercio de la zona del euro según los datos de las cuentas nacionales (SEC) y las estadísticas de comercio exterior (ETS)

(tasas de variación intertrimestral, tasas de variación intermensual para marzo, abril, mayo y junio de 2020)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos de las cuentas nacionales (Sistema Europeo de Cuentas o SEC) y de las estadísticas de comercio exterior (ETS, por sus siglas en inglés) desestacionalizados y ajustados por días laborables. Las diferencias en el ajuste estacional y otras diferencias metodológicas pueden dar lugar a discrepancias entre la información correspondiente al SEC y la correspondiente a las ETS.

A corto plazo se prevé un fuerte repunte del crecimiento de la zona del euro en el tercer trimestre de 2020.

La acusada contracción registrada en el segundo trimestre refleja las caídas pronunciadas de la actividad observadas en marzo y abril. Sin embargo, los últimos datos disponibles señalan que la economía ha seguido una senda de recuperación a partir de mayo. La mejora de los resultados de las encuestas desde ese mes coincide con la relajación de las medidas de confinamiento. Los valores de julio y agosto del PMI compuesto de producción y del indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea son muy superiores a los niveles medios del segundo trimestre. El PMI se situó, en promedio, en 53,4 en julio y agosto —frente al 31,3 del segundo trimestre—, mientras que el ESI alcanzó unos valores medios de 85 y de 69,4, respectivamente, en esos mismos períodos. Si bien la actividad en el sector manufacturero ha seguido mejorando, recientemente el ritmo de crecimiento de los servicios ha descendido en cierta medida.

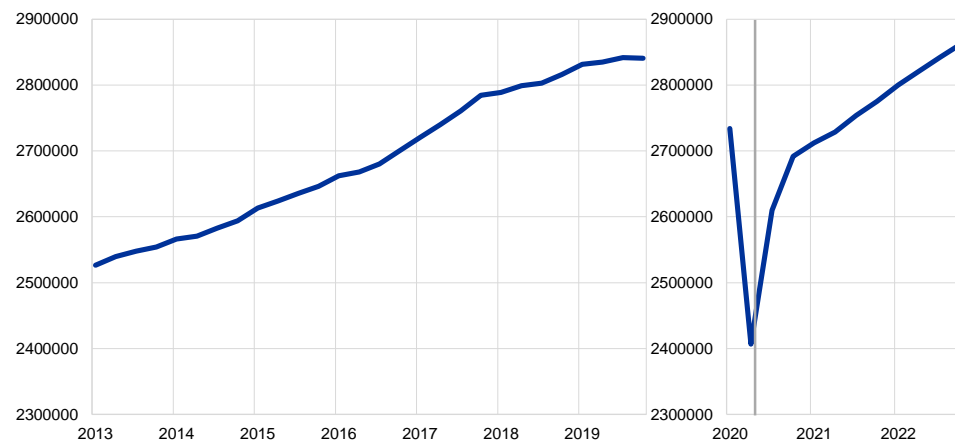
De cara al futuro se prevé que el repunte de la actividad económica de la zona del euro continúe durante el resto de 2020, siempre que no se produzca ningún rebrote importante de la pandemia.

Según las proyecciones, la actividad económica de la zona del euro registraría un repunte del 8,4 % en el tercer trimestre. Posteriormente, la proyección de referencia se basa en el supuesto principal de un éxito parcial en la contención del virus y de cierta reactivación de los contagios durante los próximos trimestres, que requerirá el mantenimiento de las medidas de contención —aunque en menor grado que en la primera ola— hasta que se disponga de una solución médica a mediados de 2021. Se espera que estas medidas, junto con una incertidumbre elevada y el empeoramiento de las condiciones del mercado de trabajo, sigan lastrando la oferta y la demanda. No obstante, el considerable apoyo de las políticas monetaria, fiscal y de empleo, que se han reforzado desde las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, debería mantener las rentas y limitar las secuelas económicas que podrían producirse tras la resolución de la crisis sanitaria. También se asume que esas políticas lograrán impedir fuertes efectos de amplificación a través de los canales financieros. De acuerdo con estos supuestos, se prevé una caída del PIB real de la zona del euro del 8 % en 2020 y un repunte del 5 % en 2021 y del 3,2 % en 2022. Al final del horizonte de proyección, el PIB real se situaría un 3,5 % por debajo del nivel previsto en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019, las últimas previas a la pandemia. El nivel del PIB registrado en el cuarto trimestre de 2019 se alcanzaría en la segunda mitad de 2022 (véase gráfico 14). Con el trasfondo de la incertidumbre sobre la trayectoria de la pandemia, se han elaborado dos escenarios alternativos. En el escenario moderado, la perturbación generada por la pandemia sería transitoria y la rápida aplicación de una solución médica permitiría relajar adicionalmente las medidas de contención. En este escenario, el PIB real registraría un descenso del 7,2 % este año, seguido de un fuerte repunte en 2021. Al final del horizonte considerado, el PIB real se situaría ligeramente por encima del nivel previsto en las citadas proyecciones de diciembre de 2019. En cambio, el fuerte rebrote de la pandemia contemplado en el escenario severo implica volver a aplicar medidas de contención estrictas, con pérdidas sustanciales y permanentes de actividad. En este escenario, el PIB real retrocedería un 10 % en 2020, y al final del horizonte de proyección se situaría un 9 % por debajo del nivel previsto en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2019.

Gráfico 14

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

(volúmenes encadenados; millones de euros)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre 2020», publicado en el sitio web del BCE el 10 de septiembre de 2020.

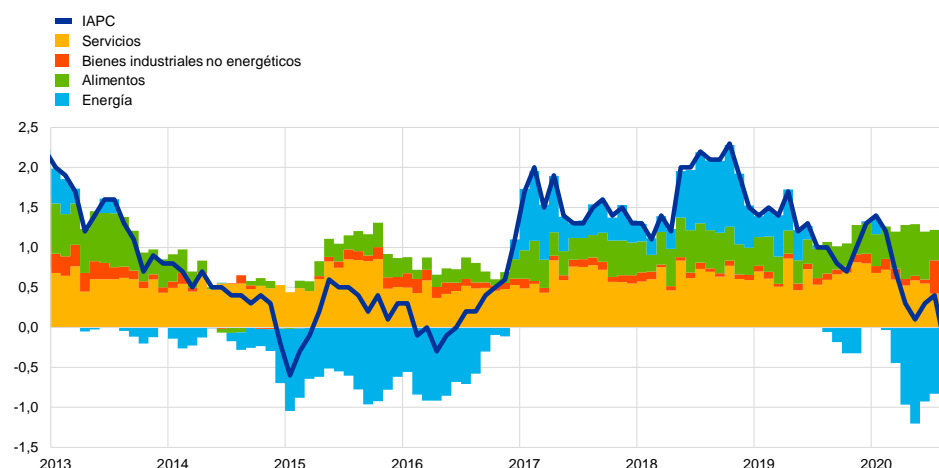
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro descendió hasta el $-0,2\%$ en agosto, desde el $0,4\%$ registrado en julio. Sobre la base de los precios actuales del petróleo y los precios de los futuros sobre esa materia prima y teniendo en cuenta la rebaja temporal del tipo del IVA en Alemania, es probable que la inflación general siga siendo negativa en los próximos meses, antes de volver a situarse en valores positivos a principios de 2021. Asimismo, a corto plazo, las presiones sobre los precios seguirán contenidas debido a la debilidad de la demanda, a la disminución de las presiones salariales y a la apreciación del tipo de cambio del euro, pese a ciertas presiones al alza derivadas de las restricciones de oferta. A medio plazo, la recuperación de la demanda, respaldada por la orientación acomodaticia de las políticas monetaria y fiscal, ejercerá presión alcista sobre la inflación. En general, esta valoración se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2020, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el $0,3\%$ en 2020, el 1% en 2021 y el $1,3\%$ en 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, las perspectivas de inflación se mantienen inalteradas para 2020, se han revisado al alza para 2021 y no varían para 2022. El mantenimiento de la proyección de inflación para 2022 oculta una revisión al alza de la inflación, excluidos la energía y los alimentos, debida, hasta cierto punto, a los efectos positivos de las medidas de política monetaria y fiscal, que se vio compensada, en gran parte, por la revisión de la senda de los precios de la energía. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el $0,8\%$ en 2020, el $0,9\%$ en 2021 y el $1,1\%$ en 2022.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC registró valores negativos en agosto. El descenso —del $0,4\%$ de julio al $-0,2\%$ de agosto— reflejó una caída de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), y una disminución de la tasa de variación de los precios de los alimentos, que fueron parcialmente compensadas por una inflación de la energía menos negativa (véase gráfico 15). La tasa de variación de los precios de la energía siguió creciendo, aunque, en términos interanuales, sigue siendo claramente negativa y refleja la fuerte bajada de los precios del petróleo tras el comienzo de la pandemia de coronavirus (Covid-19). También señala cierta normalización el hecho de que la inflación de los alimentos retornase a los niveles anteriores a la pandemia en julio y en agosto: disminuyó en los dos meses consecutivos, hasta situarse primero en el 2% y después en el $1,7\%$. Según Eurostat, las dificultades experimentadas en la recopilación de precios del IAPC debido a la pandemia de Covid-19 han continuado reduciéndose, y el porcentaje de imputaciones vuelve a ser ahora prácticamente normal.

Gráfico 15

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

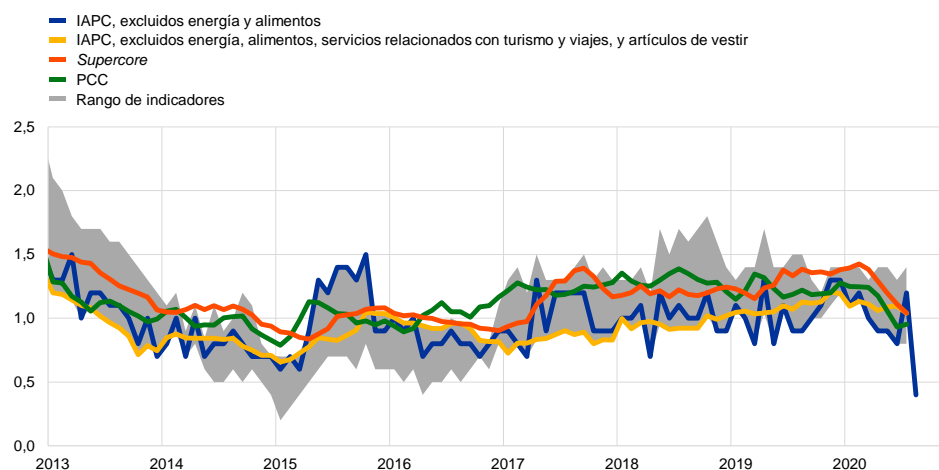
Pese al fuerte descenso observado recientemente en la inflación medida por el IAPCX, en general, los indicadores de la inflación subyacente apuntan a un debilitamiento moderado desde la irrupción de la pandemia. La inflación medida por el IAPCX se redujo hasta situarse en el 0,4 % en agosto, desde el 1,2 % de julio, debido a las caídas de las tasas de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. Las acusadas fluctuaciones de la inflación medida por el IAPCX durante julio y agosto se atribuyen, principalmente, a factores transitorios. La tasa de variación de los bienes industriales no energéticos fue del -0,1 % en agosto, frente al 1,6 % de julio y al 0,2 % de los meses anteriores. La volatilidad reciente de esta tasa refleja, en gran medida, el impacto del aplazamiento de las rebajas de los artículos de vestir y del calzado en algunos países de la zona del euro, lo que ejerció fuertes presiones al alza en julio, que se relajaron en agosto. Los últimos movimientos de la inflación medida por el IAPCX también reflejan la rebaja temporal del tipo del IVA en Alemania desde julio de 2020. Otros indicadores de la inflación subyacente han mostrado un debilitamiento más moderado (los datos disponibles abarcan, principalmente, hasta julio; véase gráfico 16). La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación), excluida la energía, y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»)⁹ registraron un leve retroceso.

⁹ Para más información sobre estos indicadores de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «Measures of underlying inflation for the euro area», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

Gráfico 16

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2020 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación de avance), y a julio 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 han intensificado con moderación.

La tasa de variación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores, que es un indicador de las presiones inflacionistas en las fases posteriores de la cadena de producción, repuntó en julio hasta situarse en el 0,7 % (un incremento de 0,1 puntos porcentuales), ligeramente por encima de su media de largo plazo (0,6 %). Sin embargo, la tasa interanual correspondiente a los precios de importación disminuyó levemente y fue del -0,7 % en julio, 0,2 puntos porcentuales menos que el nivel alcanzado en junio, lo que puede reflejar, en parte, ciertas presiones a la baja derivadas de la reciente apreciación del tipo de cambio efectivo del euro. En fases anteriores de la cadena de precios internos, la tasa de variación de los precios de los bienes intermedios registró un ligero incremento, pese al fortalecimiento de la moneda única. La inflación de los precios de producción de estos bienes aumentó y se situó en el -2 % en julio, frente al -2,5 % de junio, mientras que la tasa de variación de los precios de importación se mantuvo prácticamente sin cambios en el -2,7 %.

El ritmo de avance de la remuneración por asalariado siguió mostrando un descenso acusado en el segundo trimestre de 2020, debido, en gran medida, a la reducción de las horas trabajadas.

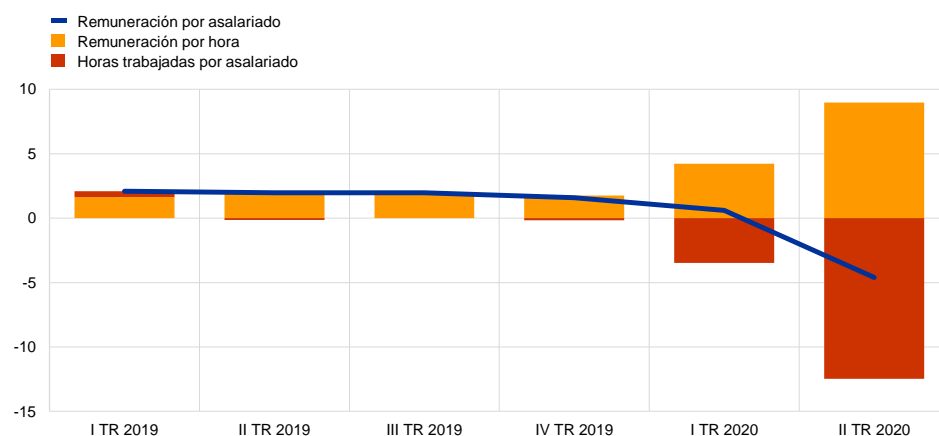
La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado cayó hasta situarse en el -4,6 % en el segundo trimestre, frente al 0,6 % del primer trimestre (véase gráfico 17). El descenso fue generalizado en los distintos sectores (excepto agricultura y pesca) y países. La persistente desaceleración observada en la remuneración por asalariado de la zona del euro obedece, fundamentalmente, a la reducción significativa de las horas trabajadas por asalariado tras la irrupción de la pandemia de Covid-19 y a las

medidas de confinamiento y contención asociadas. La tasa de avance interanual de la remuneración por hora aumentó y se situó en el 9 % en el segundo trimestre, frente al 4,2 % del 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 1,7 % en el segundo trimestre del año, y la evolución más reciente de la remuneración por asalariado implica un fuerte impacto a la baja en la deriva salarial. Sin embargo, la desaceleración de la remuneración por asalariado ha sobredimensionado la pérdida de rentas del trabajo, ya que varios países registran las ayudas públicas como «transferencias» y no como «remuneración» con fines estadísticos.

Gráfico 17

Descomposición de la remuneración por asalariado en remuneración por hora y horas trabajadas

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2020.

Después de retroceder y situarse en mínimos históricos alrededor de mediados de marzo, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo han seguido recuperándose y han retornado a los niveles previos a la pandemia, aunque permanecen en niveles todavía reducidos (véase gráfico 18). Esta evolución refleja las mejoras de las

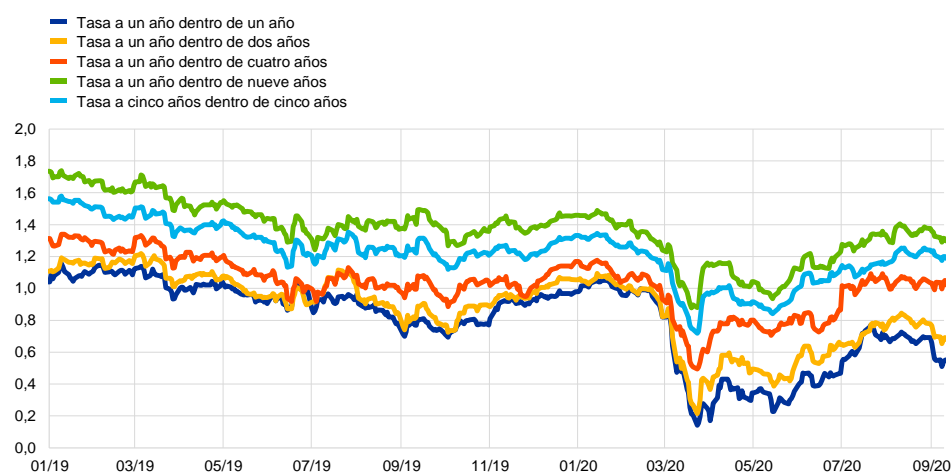
perspectivas macroeconómicas y de la percepción de riesgo a escala global, así como las importantes medidas de apoyo adoptadas en el ámbito monetario y fiscal. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años continuó esta tendencia y siguió aumentando, en unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 1,20 % el 4 de septiembre de 2020, es decir, casi 50 puntos básicos por encima de su mínimo histórico (0,72 %) registrado a mediados de marzo. Al mismo tiempo, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación. Los mercados de opciones de inflación también continúan indicando riesgos considerables a la baja a corto plazo, puesto que las probabilidades de deflación subyacentes se mantienen en torno a niveles históricamente elevados. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2020, que se llevó a cabo

en la primera semana de julio de 2020, así como las últimas encuestas publicadas de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de opinión se mantuvieron en julio en mínimos históricos o en niveles próximos a ellos, como consecuencia de la pandemia de Covid-19, de las medidas para paliar sus efectos y de la incertidumbre persistente.

Gráfico 18

Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 9 de septiembre de 2020.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2020, la inflación general aumentará durante el horizonte de proyección. Las proyecciones de referencia sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 0,3 % en 2020, el 1 % en 2021 y el 1,3 % en 2022 (véase gráfico 19). En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, las previsiones de inflación medida por el IAPC se mantienen inalteradas para 2020, se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2021 y no varían para 2022. A corto plazo, el desplome anterior de los precios del petróleo, la apreciación del euro y la rebaja temporal del tipo del IVA en Alemania implican que es probable que la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro siga siendo negativa en los próximos meses. En 2021, los efectos de comparación en el componente energético y, en menor medida, la reversión esperada del recorte del tipo del IVA en Alemania provocarían un repunte automático posteriormente¹⁰. A tenor de las proyecciones, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se reducirá hasta el final de 2020. Se espera que los efectos desinflacionistas sean generalizados en los sectores de bienes y servicios, ya que la demanda continúa siendo débil. Con todo, la persistencia de presiones al alza de costes relacionadas con las limitaciones de oferta compensaría, en parte, estos efectos. A medio plazo, se prevé un incremento de la inflación: se parte del supuesto de que los precios del petróleo repuntarán y de

¹⁰ Para más información, véase el recuadro titulado «El papel de los impuestos indirectos en la inflación de la zona del euro y sus perspectivas», en este Boletín Económico.

que la demanda debería recuperarse, a pesar de la disminución de las presiones al alza derivadas de los efectos de oferta adversos vinculados a la pandemia y pese a la apreciación del euro. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 0,8 % en 2020 y el 0,9 % en 2021, y que aumente hasta el 1,1 % en 2022.

Gráfico 19

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre 2020», publicado en el sitio web del BCE el 10 de septiembre de 2020.

Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de la proyección. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2020 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2022 (proyecciones). La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro, de septiembre de 2020, fue el 27 de agosto de 2020.

5 Dinero y crédito

La pandemia de coronavirus (Covid-19) ha seguido ejerciendo una influencia significativa en la dinámica monetaria de la zona del euro. El crédito interno continuó siendo la principal fuente de creación de dinero, impulsado por los préstamos a sociedades no financieras y por las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema. Las oportunas e importantes medidas adoptadas por autoridades monetarias, fiscales y supervisoras respaldaron la concesión de crédito bancario en condiciones favorables a la economía de la zona del euro. Ello también impulsó la financiación externa total de las empresas de la zona del euro en el segundo trimestre de 2020, ya que la emisión de valores representativos de deuda y el crédito bancario a empresas aumentaron sustancialmente. El coste total de la financiación de la deuda de las empresas también ha seguido siendo favorable, dado que el coste de los valores de renta fija ha continuado moderándose y los tipos de interés de los préstamos bancarios se han mantenido próximos a sus mínimos históricos.

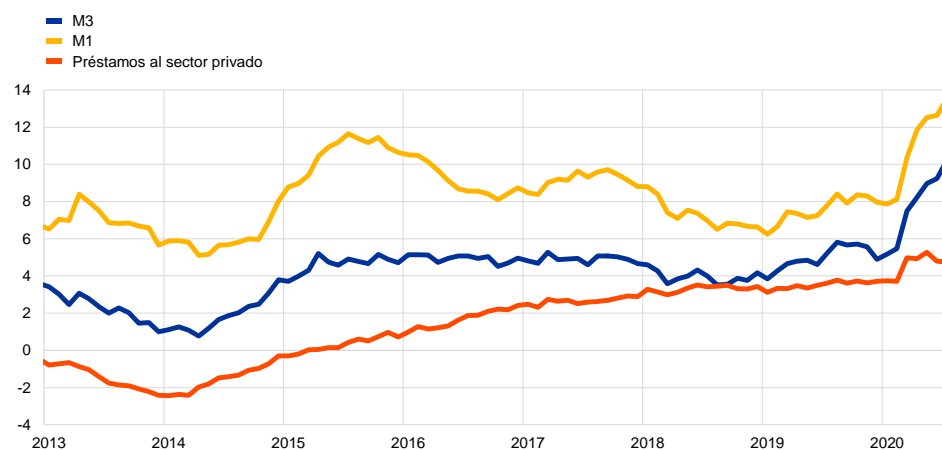
El crecimiento del agregado monetario amplio se aceleró de nuevo en julio.

Como consecuencia del muy abundante flujo mensual, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) volvió a subir en julio, situándose en el 10,2 %, frente al 9,2 % de junio. La perturbación causada por la pandemia ejerció una notable influencia en la dinámica monetaria, como ilustra un crecimiento de M3 alrededor de 5 puntos porcentuales superior al registrado antes del brote de Covid-19 (véase gráfico 20). En un entorno de elevada incertidumbre, la demanda de liquidez de los agentes económicos se vio impulsada por las considerables necesidades de liquidez de las empresas y por los motivos de precaución de todos los agentes económicos. Los modelos de demanda de dinero identifican factores especiales relacionados con las necesidades de liquidez de las empresas y los hogares durante la pandemia que contribuyeron de forma significativa al crecimiento del agregado monetario amplio. La aceleración del crecimiento monetario también fue resultado de las importantes medidas de apoyo adoptadas por los responsables de las políticas monetaria y fiscal, así como de la actuación de las autoridades regulatorias y supervisoras, con el fin de garantizar que la economía disponga de liquidez suficiente para afrontar las consecuencias económicas de la pandemia. Además, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario más líquido (M1), que comprende los depósitos a la vista y el efectivo en circulación, alcanzó el 13,5 % en julio, tras el 12,6 % observado en junio, contribuyendo así de forma notable al crecimiento de M3.

Gráfico 20

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

Los depósitos a la vista han vuelto a repuntar como consecuencia de la elevada incertidumbre.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista, que fue el componente que más contribuyó al crecimiento monetario, aumentó hasta el 14,1 % en julio, desde el 13,1 % de junio. El avance de los depósitos estuvo impulsado, sobre todo, por los depósitos de las empresas. La preferencia de los tenedores del dinero por los depósitos a la vista continuó reflejando motivos de precaución y el nivel muy bajo de los tipos de interés, que reduce el coste de oportunidad de mantener estos instrumentos, sobre todo si se comparan con otros depósitos menos líquidos. Por otra parte, los depósitos de las empresas presentaron diferencias entre jurisdicciones. Esto se debió, en parte, a la propagación dispar y retardada de la pandemia en los distintos países, que se tradujo en diferencias en el grado de materialización de las necesidades de liquidez de las empresas. La disparidad en la magnitud de las medidas de apoyo entre países también contribuyó al ritmo desigual. El efectivo en circulación creció a una tasa interanual elevada, aunque en general estable, del 9,8 % en julio, lo que refleja una tendencia a la acumulación de efectivo ante la sustancial incertidumbre. Otros depósitos a corto plazo e instrumentos negociables realizaron una contribución reducida, pero cada vez mayor, al crecimiento interanual de M3 en julio, a pesar de los bajos tipos de interés.

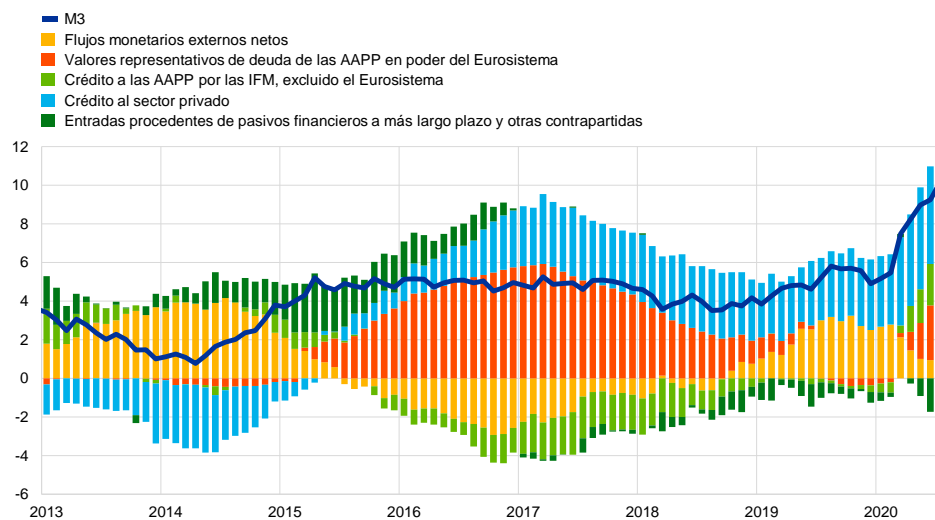
El crédito interno ha continuado siendo la principal fuente de creación de dinero.

En el contexto de la pandemia de Covid-19, el crecimiento del crédito al sector privado se ha mantenido en un nivel elevado (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 21). A partir de 2018, este componente ha sido el principal factor determinante del crecimiento de M3 desde la perspectiva de las contrapartidas, que más recientemente ha estado impulsado sobre todo por los préstamos a 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 incrementaron su considerable contribución al crecimiento de M3 en julio (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 21). Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE están proporcionando un respaldo monetario reforzado para estabilizar los mercados financieros y mitigar los riesgos para la transmisión de la política monetaria y para las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro durante la pandemia. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por el sector bancario (excluido el Eurosistema) al sector público siguió siendo elevada en julio (véase la parte de color verde claro de las barras del gráfico 21). Las entidades de crédito de la zona del euro (excluido el Eurosistema) adquirieron grandes cantidades de deuda pública, fundamentalmente emitida en la zona del euro. Esto obedeció, en parte, al considerable incremento de las emisiones netas de deuda pública para hacer frente a la pandemia, que continuó pese al anuncio de medidas adicionales a escala de la UE (como el paquete «Next Generation EU»). Tras los datos positivos de mayo y junio, las salidas monetarias de la zona del euro fueron moderadas en julio y reflejaron las ventas (netas) de bonos soberanos de la zona del euro por parte de no residentes (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 21). Además, los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas tuvieron una incidencia ligeramente negativa sobre el crecimiento monetario (véase la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 21).

Gráfico 21 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2020.

El crecimiento de los préstamos al sector privado se ha mantenido prácticamente estable.

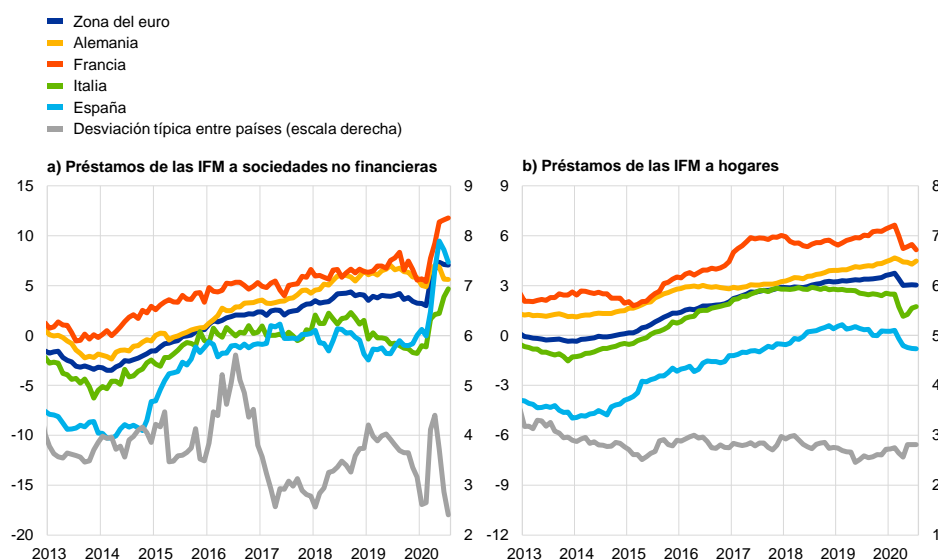
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado se situó en el 4,7 % en julio, frente al 4,8 % de junio, 1 punto porcentual por encima de la tasa registrada antes del brote de la pandemia (véase gráfico 20). El avance del crédito ha seguido

estando impulsado fundamentalmente por los préstamos a las empresas, que crecieron a una tasa interanual del 7 % en julio, frente al 7,1 % de junio y el 7,3 % de mayo, mientras que el incremento de los préstamos a los hogares se mantuvo estable en el 3 % (véase gráfico 22). El recurso de las empresas a los préstamos a medio y a largo plazo ha continuado aumentando, en detrimento de los préstamos a corto plazo. La evolución divergente de los préstamos a empresas y los préstamos a hogares se constató en los resultados de la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) de julio de 2020 relativos a la oferta y la demanda de crédito. El crecimiento del crédito bancario a empresas ha seguido estando determinado por las necesidades de financiación de las operaciones de las sociedades, en un entorno de menores flujos de efectivo, y también ha reflejado las importantes medidas adoptadas por los Gobiernos de la mayoría de los países de la zona del euro —como los avales para préstamos— con el fin de respaldar la liquidez y la solvencia de las empresas en los próximos meses. Asimismo, 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), han animado a los bancos a conceder préstamos a todas las entidades del sector privado. Por otra parte, se ha observado una considerable variación en la tasa de crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares en los distintos países de la zona del euro, aunque los países de mayor tamaño han seguido un patrón bastante similar.

Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2020.

Los costes de financiación de la deuda de las entidades de crédito se han estabilizado en niveles bajos, favorecidos por las medidas de política monetaria del BCE. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro, que había aumentado tras el brote de

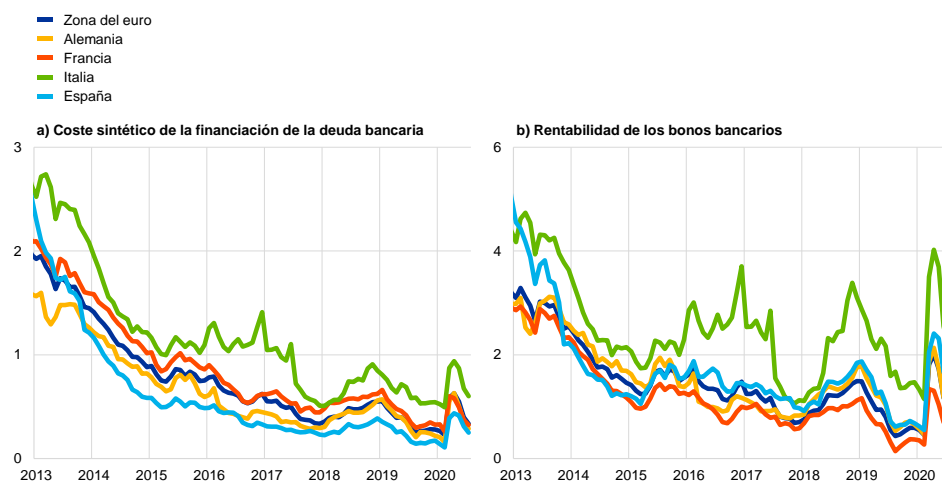
Covid-19, se redujo ligeramente en el segundo trimestre de 2020, aunque permanece por encima de los niveles anteriores a la irrupción de la pandemia (véase gráfico 23). Esto se debió fundamentalmente a una caída de los rendimientos de los bonos resultante de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE. Las condiciones de financiación de las entidades de crédito se están beneficiando de la provisión de liquidez en condiciones muy favorables a través de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), así como de los efectos positivos del APP y del PEPP del BCE sobre los rendimientos de la deuda. Se reduce así el riesgo de una amplificación negativa de los efectos entre el sector real y el sector financiero de la economía durante la pandemia. Dada su estrecha vinculación con las condiciones de financiación soberana, la rentabilidad de la deuda bancaria *senior* no garantizada también se ha visto favorecida por la caída de los rendimientos de los bonos. Las condiciones en el mercado de bonos bancarios garantizados cuentan con el respaldo del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados del BCE (CBPP3, por sus siglas en inglés). Además, los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro, que representan el grueso de su financiación, permanecieron en mínimos históricos en julio de 2020, contribuyendo así a las favorables condiciones de financiación de la deuda de los bancos. Desde el comienzo de la crisis del Covid-19, cada vez son más las entidades de crédito de la zona del euro que aplican tipos de interés negativos a los depósitos de sociedades no financieras. Al mismo tiempo, los tipos de interés de gran parte de la financiación mediante depósitos de los bancos, en particular los depósitos minoristas, continúan teniendo un límite inferior en cero, y los márgenes de intermediación de las entidades de crédito siguen siendo reducidos. Aunque los bancos han reforzado notablemente su capacidad de resistencia desde la crisis financiera global, la pandemia de coronavirus está afectando a su posición de capital por la reducción de las valoraciones de los activos y la necesidad de dotar mayores provisiones por insolvencias¹¹. Si bien las favorables condiciones de financiación benefician a las entidades de crédito, el temor a que la pandemia tenga un efecto negativo sobre las posiciones de capital de los bancos continúa pesando sobre sus costes de financiación de mercado. De cara al futuro, es probable que, cuando finalicen los programas de apoyo público, las condiciones del crédito bancario se endurezcan.

¹¹ Véase [Financial Stability Review](#), BCE, mayo de 2020.

Gráfico 23

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

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



Fuentes: BCE, Markit iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2020.

Los muy favorables tipos de interés del crédito bancario continúan

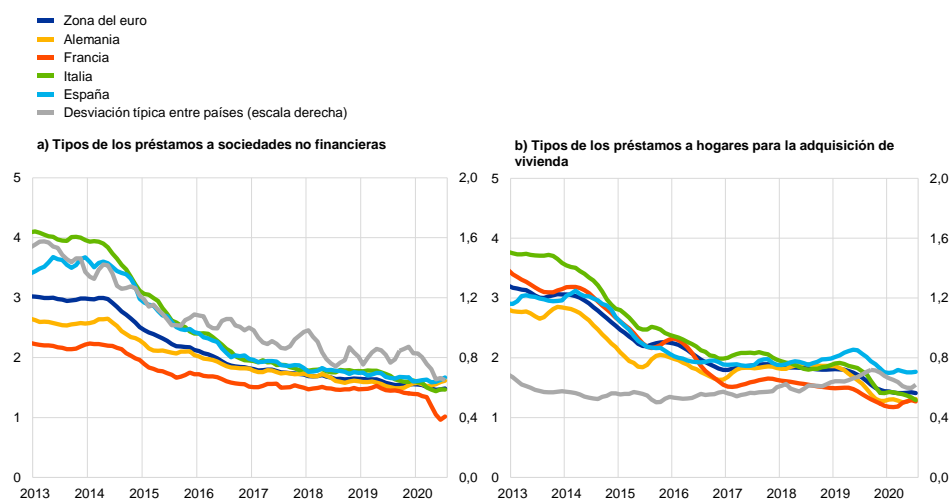
respaldando el crecimiento económico.

Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las empresas y a los hogares para adquisición de vivienda se han mantenido cerca de sus mínimos históricos, y se situaron en el 1,51 % y el 1,40 %, respectivamente, en julio (véase gráfico 24). Esta evolución es generalizada en los países de la zona del euro y refleja la transmisión retardada de los movimientos de los tipos de mercado a los tipos del crédito bancario. Al mismo tiempo, estos tipos también han seguido presionados al alza por los graves efectos económicos de la pandemia sobre los ingresos de las empresas, por las perspectivas de empleo de los hogares y por la solvencia global de los prestatarios. Después de una caída previa, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros aumentó ligeramente en junio y julio en todos los grandes países de la zona del euro, pero se mantuvo por debajo de los niveles observados en marzo. Las presiones alcistas se han contenido gracias a la eficacia de las medidas tomadas por el BCE, los supervisores bancarios y los Gobiernos para respaldar la oferta de crédito.

Gráfico 24

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

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

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

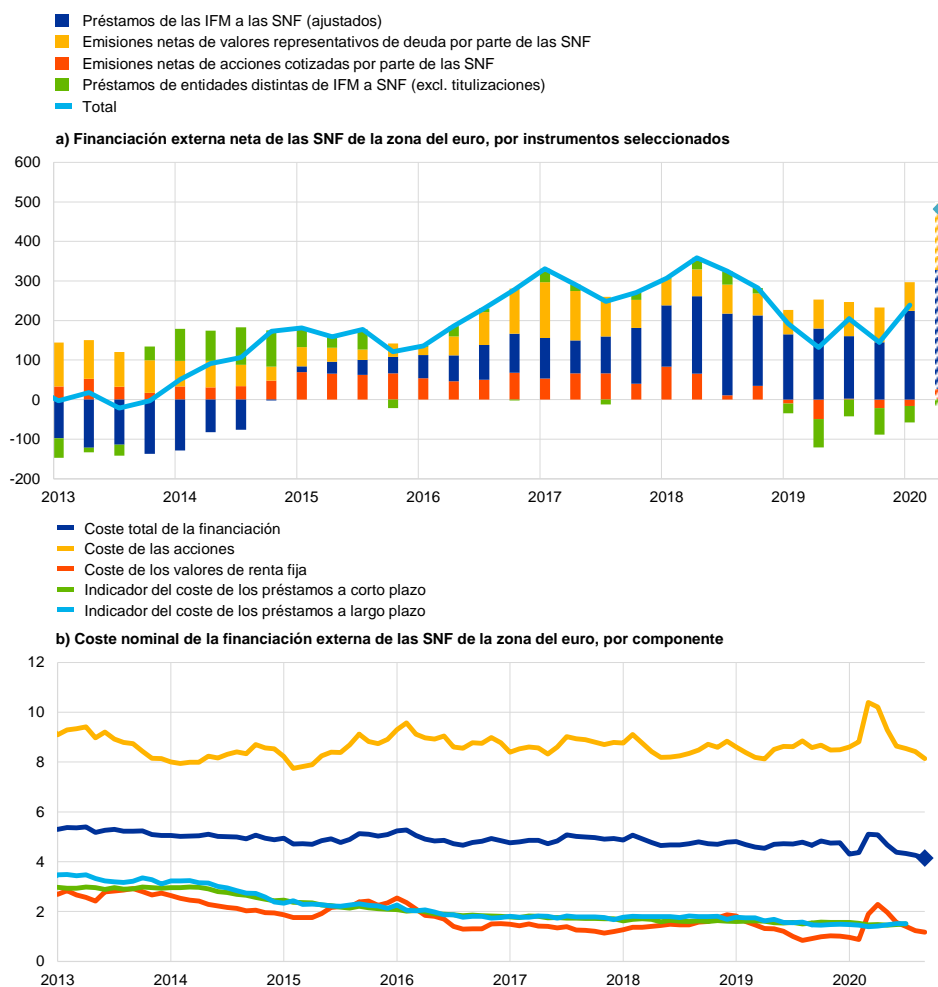
Se estima que el flujo interanual total de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó considerablemente en el segundo trimestre de 2020, favorecido por la reducción del coste de la financiación de dichas sociedades (véase el panel b del gráfico 25). Este aumento refleja la continua reducción de los flujos de efectivo de explotación de las empresas y sus elevadas necesidades de financiación como consecuencia de la perturbación generada por la pandemia. Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las empresas fueron elevadas en el segundo trimestre y se vieron favorecidas por el estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada propiciado por la ampliación de los programas APP y PEPP del BCE, que incluyen compras netas de bonos corporativos. El sustancial recurso al crédito en el segundo trimestre reflejó el agravamiento de la contracción económica y las acusadas caídas que continuaron produciéndose en las ventas y los flujos de efectivo de las empresas en la primera parte del trimestre. La demanda de crédito bancario también contó con el respaldo de los favorables tipos de interés de estos préstamos (véase el panel b del gráfico 25). Las emisiones netas de acciones cotizadas permanecieron en niveles reducidos en el segundo trimestre de 2020, ya que el número de nuevas operaciones se redujo de forma acusada como consecuencia del deterioro de las perspectivas de beneficios y pese al pronunciado descenso del coste de las acciones derivado de unas primas de riesgo más bajas. Asimismo, los volúmenes de préstamos del sector financiero no bancario (entidades distintas de IFM) volvieron a reducirse en el segundo trimestre. En conjunto, los flujos totales de financiación externa fueron más elevados en el segundo trimestre de 2020 que durante la crisis financiera y la de la deuda soberana, respaldados por unas condiciones de financiación favorables. El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que

incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, se situó en el 4,4 % a finales de junio. Este nivel es aproximadamente 70 puntos básicos más bajo que el máximo de marzo de 2020 y solo 7 puntos básicos más alto que el nivel de enero de 2020, cuando la serie marcó su mínimo histórico. Se estima que, entre finales de junio y el final del período de referencia (9 de septiembre de 2020), el coste total de la financiación volvió a disminuir unos 24 puntos básicos, hasta el 4,1 %, lo que constituiría un nuevo mínimo histórico. Esta evolución es coherente con las condiciones más favorables del crédito bancario y del mercado de renta fija, reforzadas por las oportunas e importantes medidas adoptadas por las autoridades monetarias, supervisoras y fiscales, que han ayudado a reducir la incertidumbre y la volatilidad de los mercados financieros.

Gráfico 25

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

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



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

Notas: Panel a: La financiación externa neta es la suma de los préstamos de las IFM, las emisiones netas de valores representativos de deuda, las emisiones netas de acciones cotizadas y los préstamos de entidades distintas de IFM. Los préstamos de IFM están ajustados de titulaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Los préstamos de entidades distintas de IFM incluyen los préstamos otorgados por otras instituciones financieras y empresas de seguros y fondos de pensiones, netos de titulaciones. La barra rayada y el rombo de color azul claro representan la previsión actual para el segundo trimestre de 2020. Panel b: El coste total de la financiación de las SNF se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. El rombo de color azul oscuro indica el coste total de financiación previsto actualmente para septiembre de 2020, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de julio de 2020. Las últimas observaciones del panel a corresponden al primer trimestre de 2020 para los datos de las cuentas de la zona del euro; las estimaciones para el segundo trimestre de 2020 están basadas en datos de partidas del balance (BSI) del BCE y de valores (SEC), y en Dealogic. Las últimas observaciones del panel b corresponden al 9 de septiembre de 2020 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 4 de septiembre de 2020 para el coste de las acciones (datos semanales) y a julio de 2020 para el coste del crédito (datos mensuales).

El endeudamiento bruto de las sociedades no financieras de la zona del euro ha aumentado considerablemente y casi alcanzó el máximo registrado en

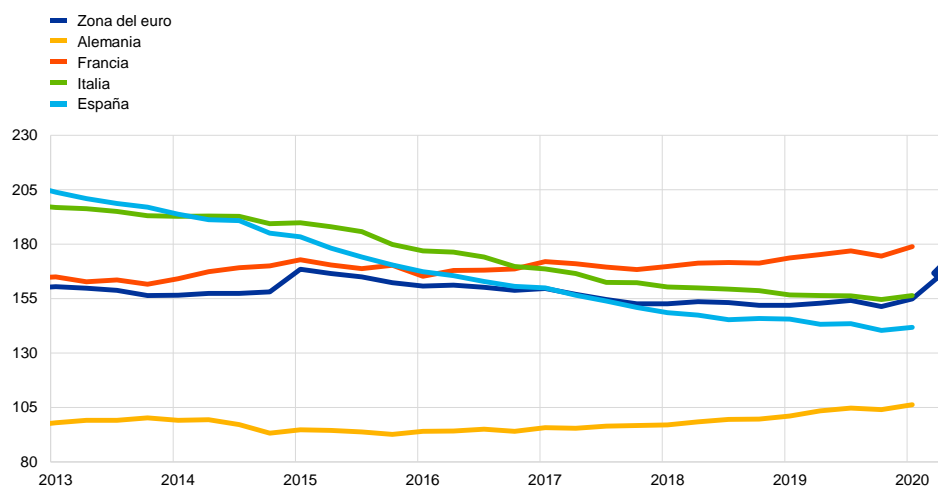
2015. La ratio de deuda bruta, en términos del valor añadido de las empresas, aumentó 12 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2020, con lo que el incremento acumulado desde el final de 2019 alcanza los 15 puntos porcentuales (véase gráfico 26). El aumento generalizado de la deuda bruta de las sociedades no financieras obedece al mayor recurso a la financiación mediante deuda, así como al acusado descenso del valor añadido bruto. Las empresas han colocado en

depósitos una parte sustancial de los fondos obtenidos a través de nuevos préstamos bancarios y de la emisión de valores representativos de deuda para prefinanciar necesidades de capital circulante y las inversiones necesarias, así como para prepararse para afrontar posibles problemas de liquidez en los próximos meses. Como consecuencia, la ratio de deuda neta y el apalancamiento a su valor contable han crecido mucho menos que la deuda bruta. De ahí que la vulnerabilidad financiera del sector solo haya aumentado de forma moderada pese al pronunciado incremento del endeudamiento de las empresas. Esta conjunción de factores favorables depende de la continuidad del apoyo de las políticas, en primer lugar, mediante una política monetaria acomodaticia que mantenga bajo control el coste del servicio de la mayor carga de la deuda y, en segundo lugar, mediante una amplia intervención de la política fiscal, que incluya avales estatales y moratorias para proteger la capacidad de préstamo de las entidades de crédito y compensar así la merma de los flujos de efectivo de las empresas. En conjunto, la evolución descrita apunta a que existe el riesgo de que las sociedades no financieras se sientan menos inclinadas a invertir en su negocio durante la recuperación en curso, sobre todo si las medidas de apoyo se acaban de forma repentina.

Gráfico 26

Deuda bruta de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(porcentajes del valor añadido bruto de las sociedades no financieras)



Fuentes: BCE, Eurostat y estimaciones del BCE.

Notas: La deuda se define como la suma de los préstamos totales concedidos a sociedades no financieras, netos de préstamos intrasectoriales, valores representativos de deuda emitidos y pasivos de pensiones. El rombo de color azul representa la previsión actual para el segundo trimestre de 2020.

6 Evolución de las finanzas públicas

La pandemia de coronavirus (Covid-19) sigue teniendo un impacto extraordinariamente pronunciado en las finanzas públicas de la zona del euro. En las primeras fases de la crisis, gran parte de este impacto estuvo relacionado con las medidas adoptadas para aliviar la carga de las empresas, los trabajadores y los hogares, y para preservar la capacidad productiva de la economía. La respuesta de política económica ha cambiado gradualmente hacia medidas dirigidas a reactivar la economía con celeridad y prepararla para el futuro después la pandemia. El coste fiscal de estas medidas ha sido muy elevado para todos los países de la zona del euro, aunque la carga soportada y la capacidad de respuesta varían de un país a otro. Por lo tanto, la reacción de Europa, consistente en una actuación fiscal coordinada y, más recientemente, el fondo «Next Generation EU» (NGEU), que complementa las medidas fiscales nacionales, se ha acogido de muy buen grado. Es importante que la decisión del Consejo Europeo se plasme en acciones concretas, y que las medidas fiscales que se apliquen para afrontar la situación de emergencia causada por la pandemia tengan, en lo posible, objetivos específicos y sean de naturaleza temporal. Como resultado de la contracción económica y del sustancial respaldo fiscal, se prevé un aumento significativo del déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro, hasta el 8,8 % del PIB en 2020, frente al 0,6 % de 2019. Las proyecciones apuntan a un descenso de la ratio de déficit, hasta el 4,9 % y el 3,6 % del PIB en 2021 y 2022, respectivamente. El amplio conjunto de medidas fiscales implementadas en 2020 se ha traducido en el deterioro consiguiente del saldo primario ajustado de ciclo, así como en una contribución negativa del componente cíclico, reflejo del empeoramiento de la situación macroeconómica. Se espera que la mejora posterior esté impulsada por la retirada progresiva de las medidas de emergencia y por la mejora de la situación cíclica. La incertidumbre sobre los desembolsos del fondo NGEU y la introducción de medidas adicionales contra la crisis en algunos países plantean riesgos a la baja para las perspectivas de las finanzas públicas. Los países de la zona del euro también han proporcionado apoyo mediante la concesión de avales públicos para préstamos por un importe equivalente a casi el 20 % del PIB para reducir los riesgos existentes en el sector empresarial. Estos avales son un pasivo contingente considerable que tendrá un impacto adverso sobre los déficits si se ejecutan. Como consecuencia de las medidas fiscales aplicadas y del deterioro de la situación económica, se prevé que la ratio agregada de deuda de la zona del euro se incremente de forma acusada en 2020 y que se mantenga en un nivel elevado durante el horizonte de proyección.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá de forma sustancial en 2020 y se recuperará ligeramente en 2021 y 2022¹². Sobre la base de estas proyecciones, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentaría desde el

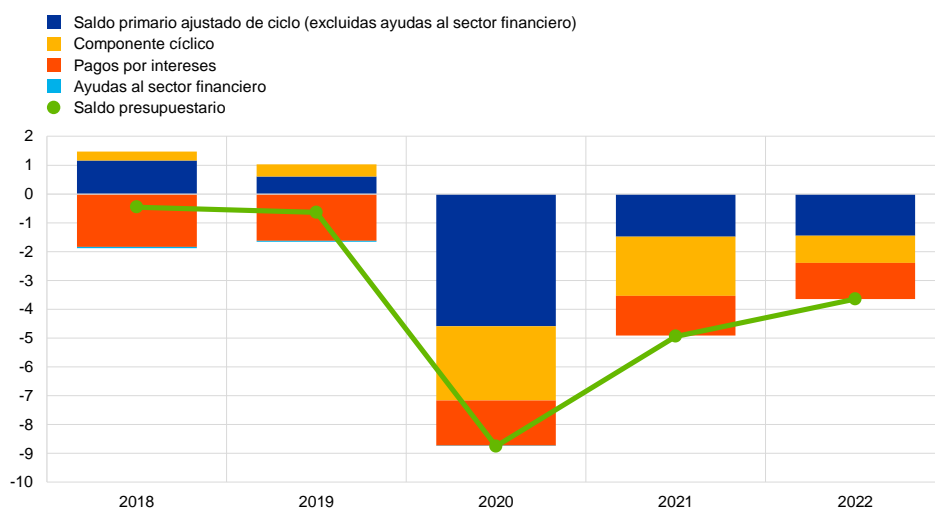
¹² Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2020», publicadas en el sitio web del BCE el 10 de septiembre de 2020.

0,6 % del PIB en 2019 hasta el 8,8 % del PIB en 2020, y después descendería hasta situarse en el 4,9 % en 2021 y en el 3,6 % en 2022 (véase gráfico 27). La reducción del saldo presupuestario en 2020 sería atribuible, en buena medida, al deterioro del saldo primario ajustado de ciclo resultante de las medidas de apoyo económico por un importe equivalente a alrededor del 4,5 % del PIB, del que la mayor parte sería gasto adicional, en concreto en forma de transferencias y subsidios a empresas y hogares, como los programas de regulación temporal de empleo. Este descenso también obedecería a un considerable efecto adverso del componente cíclico, dado que la economía de la zona del euro se encuentra sumida ahora en una recesión profunda¹³. La mejora posterior estaría impulsada por una recuperación del saldo primario ajustado de ciclo, ya que en la actualidad se espera que la mayor parte de las medidas de apoyo se retiren paulatinamente desde finales de este año y en 2021. La contribución del ciclo económico mejoraría de forma más gradual, y seguiría siendo negativa durante el horizonte de proyección.

Gráfico 27

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2020.

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

Además de prestar apoyo fiscal a sus economías, los países de la zona del euro han proporcionado un respaldo sustancial con la concesión de avales públicos para préstamos, con el fin de reforzar la liquidez de las empresas. En total, estos avales ascienden a alrededor del 20 % del PIB para la zona del euro en su conjunto, pero su importe varía sustancialmente de unos países a otros. Los avales para préstamos constituyen pasivos contingentes para los Gobiernos y, por tanto, el importe por el que se ejecuten supondrá un incremento del gasto público.

En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, las perspectivas fiscales actualizadas son algo más negativas para 2020 y 2021, pero ligeramente más positivas para 2022. El saldo

¹³ Cabe señalar que el nivel de incertidumbre en torno a la descomposición en ciclo y tendencia es inusualmente elevado en la coyuntura actual.

presupuestario de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado a la baja en 0,2 y 0,1 puntos porcentuales para 2020 y 2021, respectivamente, y al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2022. El aumento del déficit fiscal en 2020 y 2021 obedece, principalmente, a la relajación del saldo ajustado de ciclo cuando los países introdujeron medidas de apoyo adicionales o prolongaron la vigencia de las medidas existentes. Esta relajación fiscal se ve compensada en parte por un componente cíclico menos adverso y por la previsión de unos pagos por intereses algo menores. La leve mejora de las perspectivas para 2022 responde a la combinación de unos pagos por intereses más bajos y un componente cíclico más favorable, que compensan con creces la relajación del saldo primario ajustado de ciclo.

Se considera que la orientación general de la política fiscal será muy acomodaticia en 2020, pero contractiva en 2021, dado que se prevé que la mayor parte de las medidas de apoyo se retiren progresivamente¹⁴. Según las estimaciones, la orientación de la política fiscal fue ligeramente expansiva en 2019, pero se espera que sea muy acomodaticia (5,4 % del PIB) en 2020. En cambio, sería contractiva (3,1 % del PIB) en 2021, ya que actualmente se prevé que la mayoría de las medidas de apoyo adoptadas durante la pandemia se retiren de forma gradual ese año. Pese a ello, el saldo presupuestario total continuará siendo considerablemente negativo, dado que los instrumentos fiscales seguirán apoyando la recuperación económica, en buena parte a través de los estabilizadores automáticos¹⁵. A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal será neutral en 2022.

Se prevé que la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se incremente de forma acusada y se sitúe en el 100,7 % del PIB en 2020, y que después descienda muy gradualmente. Este aumento de 16,6 puntos porcentuales con respecto a 2019 refleja, en gran parte, unos déficits primarios elevados, un diferencial tipo de interés-crecimiento muy negativo y un ajuste sustancial entre déficit y deuda, debido a las medidas relacionadas con la pandemia. En 2021 y 2022, la reducción de los déficits primarios, que, no obstante, seguirán siendo significativos, se verá compensada con creces por la contribución favorable de los mayores diferenciales tipo de interés-crecimiento —ya que, a tenor de las proyecciones, la actividad económica se recuperará— y por un ajuste negativo entre déficit y deuda en 2022 (véase gráfico 28). Por consiguiente, la ratio de deuda se situaría en el 98,9 % del PIB a finales de 2022, lo que supone una revisión a la baja de 1,1 puntos porcentuales respecto a las proyecciones de junio de 2020, principalmente como resultado de un diferencial tipo de interés-crecimiento más favorable durante el horizonte de proyección.

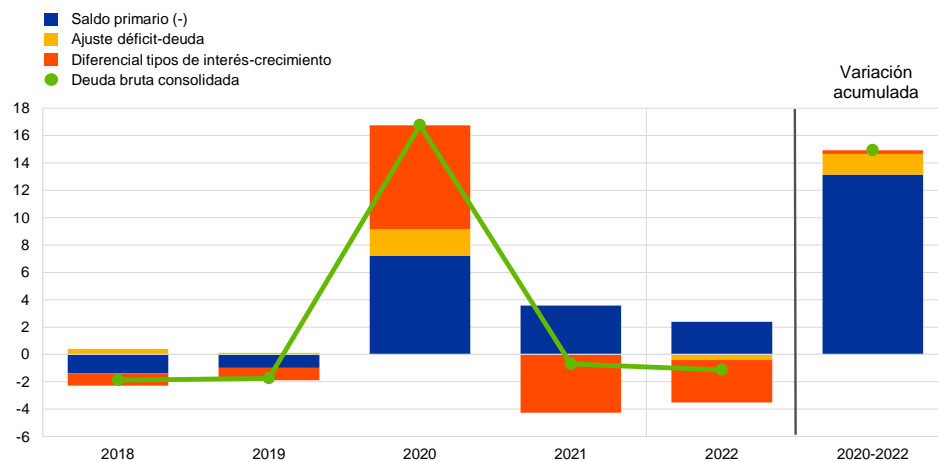
¹⁴ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. En el artículo titulado «[The euro area fiscal stance](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

¹⁵ Para más detalles, véase el artículo titulado «Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis» en este *Boletín Económico*.

Gráfico 28

Factores determinantes de la variación de la deuda pública

(puntos porcentuales del PIB)



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

En vista de la enorme carga, aunque desigual, derivada de la pandemia de coronavirus, sigue siendo fundamental una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales. Por tanto, es muy positivo que el Consejo Europeo haya llegado a un acuerdo sobre el fondo NGEU, que establece, por primera vez, un presupuesto europeo temporal para complementar la actuación de los estabilizadores fiscales en el ámbito nacional. Este fondo puede constituir un apoyo significativo para las regiones y los sectores más afectados por la pandemia, reforzar el mercado único y forjar una recuperación sostenible y próspera. Es importante que la decisión del Consejo Europeo se plasme ahora en actuaciones prácticas, y que las medidas fiscales que se adopten en respuesta a la situación de emergencia causada por la pandemia tengan, en lo posible, objetivos específicos y sean de naturaleza temporal.