

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

El resurgimiento de los contagios por coronavirus (Covid-19) vuelve a plantear retos para la salud pública y para las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y de la zona del euro. La información disponible más reciente señala que la recuperación económica de la zona del euro está perdiendo impulso con más rapidez de lo esperado, tras un repunte fuerte, aunque parcial y desigual, de la actividad económica en los meses de verano. El incremento de los casos de Covid-19 y la consiguiente intensificación de las medidas de contención están lastrando la actividad, lo que constituye un claro deterioro de las perspectivas a corto plazo.

Los datos disponibles sobre la economía mundial apuntan a una rápida recuperación de la actividad global en el tercer trimestre, pero también a una ralentización del impulso. Después de retroceder de forma acusada en la primera mitad de 2020, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) y los indicadores de alta frecuencia registraron un repunte notable durante el tercer trimestre, aunque en septiembre se estabilizaron. Además de las débiles perspectivas del mercado de trabajo, la incertidumbre está repercutiendo en el comportamiento de los consumidores. El comercio mundial también se recuperó con fuerza en el tercer trimestre, tras la pronunciada y profunda contracción del segundo trimestre. La inflación mundial se mantuvo en niveles reducidos.

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 se mantuvo ligeramente invertida durante el período analizado. Pese a esta inversión, la curva no sugiere expectativas claras de los mercados de un recorte inminente de los tipos de interés. Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo disminuyeron de forma continuada en todos los países de la zona del euro, debido a las expectativas de adopción de más medidas de apoyo en los ámbitos monetario y fiscal. Los índices bursátiles experimentaron un retroceso significativo, en un contexto de fluctuaciones considerables durante el período de referencia. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo, en general, estable.

Los datos más recientes apuntan a un intenso repunte del producto de la zona del euro en el tercer trimestre de 2020, después de experimentar una contracción acusada, del 11,8 % en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. Con todo, los aumentos actuales de las tasas de contagio por coronavirus son un factor adverso para las perspectivas a corto plazo y es muy probable que se plasmen en una moderación significativa del crecimiento del producto en el último trimestre del año, como ya han indicado las encuestas recientes. Al mismo tiempo, la recuperación sigue siendo desigual en los distintos sectores, ya que la rama de servicios ha sido

la más afectada por la pandemia, en parte como resultado de su sensibilidad a las medidas de distanciamiento social. A más largo plazo, el mantenimiento de la recuperación sigue estando condicionado, en gran parte, por la evolución de la pandemia y por el éxito de las medidas de contención. Aunque es probable que la incertidumbre relacionada con la evolución de la pandemia atenúe la fuerza de la recuperación del mercado de trabajo, del consumo y de la inversión, la economía de la zona del euro debería seguir viéndose respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por un tono expansivo de las políticas fiscales y por el fortalecimiento gradual de la actividad y de la demanda mundiales.

La inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC descendió hasta situarse en el $-0,3\%$ en septiembre, frente al $-0,2\%$ de agosto, reflejo de la evolución de los precios de la energía, de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. 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 hasta principios de 2021. Por otra parte, las presiones a corto plazo sobre los precios seguirán siendo moderadas, debido a la debilidad de la demanda, especialmente en los sectores de turismo y viajes, así como a la disminución de las presiones salariales y a la apreciación del tipo de cambio del euro. A medio plazo, la recuperación de la demanda, respaldada por la orientación acomodaticia de las políticas monetaria y fiscal, ejercerá presiones al alza sobre la inflación. Los indicadores de mercado y los de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen prácticamente sin variación, en niveles reducidos.

La pandemia de coronavirus ha seguido influyendo de forma significativa en la evolución monetaria y crediticia de la zona del euro. El crecimiento monetario aumentó de nuevo en septiembre de 2020, y el crédito interno, que continuó siendo la principal fuente de creación de dinero, se vio respaldado de manera creciente por las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema. Las oportunas e importantes medidas adoptadas por las autoridades monetarias, fiscales y supervisoras desde la irrupción de la pandemia han seguido apoyando la concesión de crédito bancario en condiciones favorables a la economía de la zona del euro. No obstante, como pone de manifiesto la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2020, las entidades de crédito endurecieron los criterios de concesión de préstamos a empresas y a hogares en el tercer trimestre de 2020, debido a percepciones de aumento de los riesgos.

Las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno desde principios de marzo están contribuyendo a preservar unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores y países de la zona del euro, lo que respalda de forma decisiva el sostenimiento de la actividad económica y el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo. Al mismo tiempo, en el actual entorno de riesgos claramente orientados a la baja, el Consejo de Gobierno evaluará atentamente la información disponible, incluidas la evolución de la pandemia, las perspectivas sobre el despliegue de vacunas y la evolución del tipo de cambio. La nueva ronda de proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre permitirá realizar una reevaluación detenida de las

perspectivas económicas y del balance de riesgos. Sobre la base de esta evaluación actualizada, el Consejo de Gobierno ajustará sus instrumentos, según proceda, para responder al curso de la situación y asegurar que las condiciones de financiación continúen siendo favorables, a fin de apoyar la recuperación económica y contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la senda de inflación proyectada. Ello promoverá la convergencia de la inflación hacia su objetivo de manera sostenida, en línea con su compromiso de simetría.

Mientras tanto, el Consejo de Gobierno decidió reconfirmar la orientación acomodaticia de su política monetaria.

El Consejo de Gobierno mantendrá sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, y se espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.

El Consejo de Gobierno continuará realizando compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) 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 en la senda de inflación proyectada. Las compras seguirán efectuándose con flexibilidad a lo largo del tiempo, entre distintas clases de activos y entre jurisdicciones. Ello permite al Consejo de Gobierno contener de manera efectiva los riesgos para la transmisión fluida de la política monetaria. El Consejo de Gobierno realizará compras netas de activos en el marco del PEPP al menos hasta el final de junio de 2021 y, en todo caso, hasta que considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado. Asimismo, reinvertirá el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2022. En todo caso, la futura extinción de la cartera PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

En el marco del programa de compra de activos (APP), las compras netas continuarán a un ritmo mensual de 20 mm de euros, junto con las compras con una dotación de 120 mm de euros adicionales que se realizarán con carácter temporal hasta final de año. El Consejo de Gobierno sigue esperando que las compras mensuales netas en el marco del APP prosigan durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos oficiales y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno tiene la intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que empiece a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

El Consejo de Gobierno también continuará proporcionando abundante liquidez a través de sus operaciones de financiación. En particular, la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III)

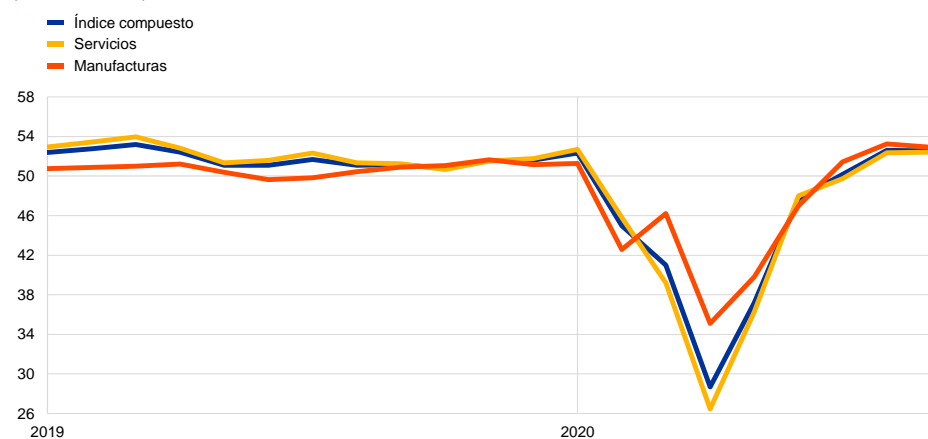
sigue siendo una atractiva fuente de financiación para las entidades de crédito que apoya el crédito bancario a las empresas y a los hogares.

Los datos más recientes apuntan a una rápida recuperación de la actividad global en el tercer trimestre, pero también a una ralentización del impulso posteriormente. Después de retroceder de forma acusada en la primera mitad de 2020, el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción (excluida la zona del euro) registró un repunte notable durante el tercer trimestre y se situó en 51,8, frente a un nivel de 37,9 en el trimestre precedente. Sin embargo, en septiembre no varió, ya que la mejora marginal observada en los servicios se vio contrarrestada por un ligero retroceso del PMI de producción de las manufacturas (véase gráfico 1). En general, en los servicios caracterizados por un grado elevado de proximidad física, como el turismo y las actividades recreativas, el transporte y los servicios de consumo, la actividad continuó siendo escasa en el tercer trimestre. Algunos indicadores de alta frecuencia no convencionales, como las tendencias de movilidad y la confianza de los consumidores, también señalan una moderación del dinamismo al final del tercer trimestre, en particular en las economías avanzadas. Esto podría ser una señal de que las empresas y los hogares siguen siendo prudentes en sus decisiones de gasto, debido a la preocupación sobre el resurgimiento de los contagios, a las obligaciones de mantener la distancia social y a los temores de que vuelvan a aplicarse medidas de contención en el contexto de la actual pandemia de coronavirus (Covid-19).

Gráfico 1

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

(índice de difusión)



Fuentes: Haver Analytics, Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2020.

Además de las débiles perspectivas del mercado de trabajo, la incertidumbre está repercutiendo en el comportamiento de los consumidores.

La recuperación del producto y, en menor medida, del empleo, sigue siendo incompleta, en particular en lo que respecta a las actividades más afectadas por la pandemia. En general, las ventas del comercio minorista han crecido de forma acusada —favorecidas por la demanda embalsada tras los confinamientos— gracias

a la renta disponible, que se ha visto respaldada por las medidas aplicadas por los Gobiernos. Con todo, debido en parte a motivos de precaución como consecuencia de la elevada incertidumbre económica, las tasas de ahorro también siguen siendo considerablemente más elevadas que antes de la pandemia. La confianza de los consumidores continúa en niveles muy reducidos a escala global y ha mejorado poco desde el mínimo de abril.

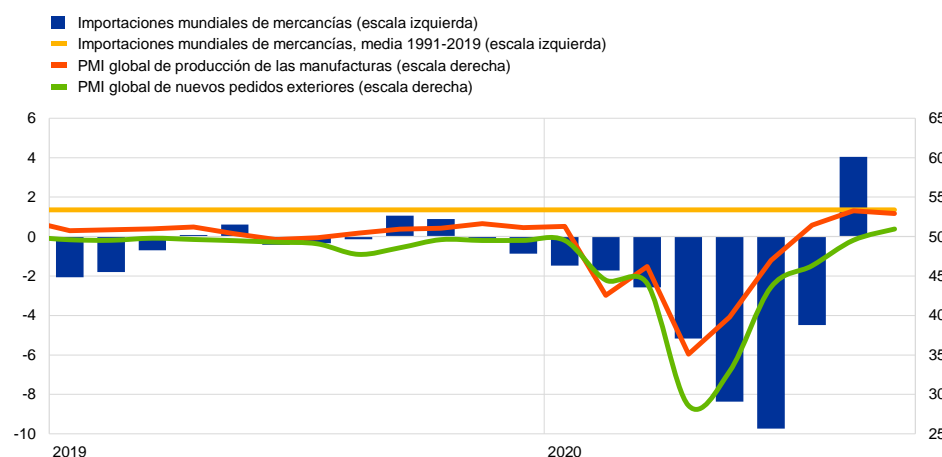
El comercio mundial también se recuperó con fuerza en el tercer trimestre.

Tras el retroceso de dos dígitos que registró el comercio internacional durante el segundo trimestre, los datos más recientes apuntan a una intensa recuperación en el tercero (véase gráfico 2). Las importaciones mundiales de mercancías (excluida la zona del euro) se incrementaron un 2,4 % en agosto, en tasa intermensual, según datos del CPB. Aunque este aumento fue menor que el observado en junio y julio, confirma que el comercio internacional repuntó de forma acusada en el tercer trimestre. Este repunte también ha sido corroborado por un indicador de seguimiento basado en indicadores semanales de comercio. En comparación con períodos recesivos anteriores, el comercio mundial ha mostrado una capacidad de resistencia relativa si se considera la pronunciada y profunda contracción económica que se produjo en el segundo trimestre. Esto refleja, en cierta medida, el hecho de que la rama de servicios, menos intensiva en comercio, ha sido la más perjudicada por el desplome de la actividad.

Gráfico 2

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

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



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

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

La inflación mundial se mantuvo estable en agosto. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo no experimentó variaciones y fue del 1,2 % en agosto. Las presiones a la baja procedentes de la tasa de variación interanual de los precios de la energía continuaron en agosto, aunque a un ritmo más lento, mientras que la inflación de los precios de los alimentos experimentó un aumento marginal. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el

IPC (excluidos la energía y los alimentos) descendió ligeramente y se situó en el 1,6 %. Las presiones inflacionistas permanecen contenidas en las principales economías avanzadas y emergentes, y se espera que sigan siendo moderadas a corto y a medio plazo, como consecuencia de la escasa demanda.

Los precios del petróleo se han incrementado levemente desde la última reunión del Consejo de Gobierno, pero se han mantenido dentro de un rango limitado, debido al efecto compensatorio de la dinámica de la demanda y la oferta. Desde junio, los precios del Brent han fluctuado entre 35 y 45 dólares estadounidenses por barril, y actualmente se sitúan alrededor de un 7 % por encima de los valores comunicados para la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre. Tras el aumento de la demanda mundial de petróleo que se produjo en julio, cuando se relajaron las restricciones asociadas al coronavirus (Covid-19), la Agencia Internacional de la Energía espera que la demanda de crudo experimente una desaceleración, debido al incremento de los casos de Covid-19 en todo el mundo. La menor oferta de petróleo sigue contrarrestando las presiones a la baja procedentes de la demanda y se redujo en septiembre, cuando los países que integran la OPEP+ mejoraron su tasa de cumplimiento del acuerdo de producción. Esto se suma a los sustanciales recortes de la oferta de crudo tras el acuerdo alcanzado por la OPEP+ en respuesta a la pandemia y los cierres de pozos de petróleo en Estados Unidos, que afectaron significativamente a la producción. Los precios del crudo siguen siendo alrededor de un tercio más bajos que los registrados antes de la irrupción del coronavirus. Al mismo tiempo, los precios de los metales han permanecido estables, en general, desde la última reunión del Consejo de Gobierno, mientras que los de los alimentos han subido ligeramente.

En Estados Unidos, la recuperación experimentará una ligera pérdida de impulso tras el intenso crecimiento del tercer trimestre. De acuerdo con la primera estimación, el PIB real de este país creció un 33,1 % en tasa intertrimestral anualizada, favorecido por el acusado repunte de la demanda interna, pero la recuperación está perdiendo dinamismo. En septiembre, la producción industrial disminuyó, después de registrar una desaceleración notable en agosto, mientras que las ventas del comercio minorista repuntaron levemente (en términos reales), tras arrojar unos resultados débiles en dos ocasiones en meses anteriores. Esta evolución fue acorde con la de la renta individual, que se recuperó un poco en septiembre, mientras que la tasa de ahorro de los hogares se mantuvo en niveles históricamente elevados. Con todo, las perspectivas de gasto son débiles si no se adoptan más medidas de apoyo. Al mismo tiempo, la recuperación del mercado de trabajo estadounidense se está ralentizando. El descenso marginal del desempleo observado en septiembre, hasta el 7,9 %, se debió principalmente a la disminución de la tasa de actividad, mientras que el número de ofertas de empleo sigue siendo reducido.

Japón está registrando una recuperación económica gradual, ya que parece que el rebrote de los contagios por Covid-19 observado durante el verano se ha contenido. La actividad económica tocó fondo y comenzó a reanudarse paulatinamente desde que terminó el confinamiento parcial en mayo. La producción industrial y las exportaciones reales de bienes han mostrado una tendencia al alza

desde entonces, mientras que, en agosto, las importaciones disminuyeron por cuarto mes consecutivo. Aunque el resurgimiento de casos de Covid-19 en el país y las condiciones meteorológicas adversas moderaron temporalmente el ritmo de recuperación a comienzos del verano, desde finales de julio la contención de la pandemia ha ido asociada a una mejora de la confianza de los consumidores que ha contribuido a la recuperación.

En el Reino Unido, el repunte de la actividad mostró señales de desaceleración a finales del tercer trimestre. El PIB real de este país retrocedió alrededor de un 22 % en la primera mitad de 2020 en comparación con el nivel observado al final de 2019. Los datos mensuales relativos al PIB disponibles hasta agosto pusieron de manifiesto que la actividad económica ha seguido una senda constante de recuperación desde el mínimo registrado en abril, pese a los indicios recientes de pérdida de impulso. Los índices PMI también sugieren una pérdida de dinamismo desde agosto, incluso antes de la reintroducción de medidas de contención adicionales, que se han ido endureciendo considerablemente desde la segunda quincena de septiembre. Además del repunte de la tasa de contagio por Covid-19 y de las hospitalizaciones, el fuerte aumento del desempleo y la mayor incertidumbre relacionada con el resultado de las negociaciones en curso sobre el Brexit están lastrando la recuperación.

En China, el crecimiento que experimentó el PIB real en el tercer trimestre confirmó la continuación y la generalización de la recuperación. Aunque el avance del PIB fue ligeramente inferior al recogido en las previsiones de Consensus Forecasts, la economía del país siguió recuperándose de forma ininterrumpida durante el tercer trimestre (4,9 % en tasa interanual). La recuperación también se ha ido generalizando. La formación de capital y la demanda exterior neta continuaron favoreciendo el crecimiento, mientras que la contribución del consumo final fue positiva por primera vez este año. Además, los datos de septiembre señalan la aceleración del impulso hacia el final del trimestre. La producción industrial se incrementó un 6,9 %, y las ventas del comercio minorista, un 3,3 %, en términos interanuales, lo que fue una sorpresa positiva en ambos casos. En conjunto, los datos recientes apuntan a la normalización continuada de la actividad y la expansión hacia los sectores más afectados por la pandemia de Covid-19. No obstante, las perspectivas siguen siendo heterogéneas, debido a un entorno mundial desfavorable afectado por el resurgimiento global de la pandemia y por la posibilidad de que se produzca una segunda ola de contagios en China continental, aunque, hasta ahora, las autoridades han logrado reducir al mínimo este riesgo.

2 Evolución financiera

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en –46 y –55 puntos básicos¹, respectivamente, durante el período considerado (del 10 de septiembre al 28 de octubre de 2020). En ese mismo período, el exceso de liquidez aumentó en unos 225 mm de euros y se situó en torno a los 3.205 mm de euros, reflejo, principalmente, de los fondos obtenidos en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), así como de las compras de activos realizadas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés).

La curva de tipos *forward* del eonia registró un leve desplazamiento a la baja durante el período analizado y se mantuvo ligeramente invertida. Pese a esta inversión, la curva no sugiere expectativas claras de los mercados de un recorte inminente de los tipos de interés². 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.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo descendieron en las principales jurisdicciones durante el período considerado. El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo en 20 puntos básicos, hasta el –0,19 % (véase gráfico 3), debido al efecto combinado de unos tipos de interés libres de riesgo ligeramente más bajos y a un estrechamiento más pronunciado de los diferenciales soberanos. En el Reino Unido, los rendimientos de los bonos soberanos a diez años también disminuyeron (3 puntos básicos), mientras que en Estados Unidos aumentaron en 8 puntos básicos.

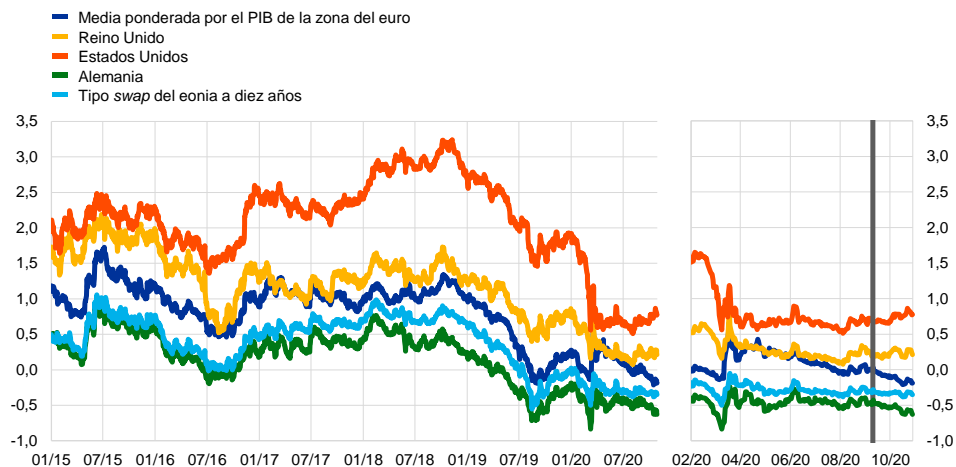
¹ La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019; ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «[Adiós eonia, hola €STR](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

² Esta valoración refleja la información procedente de los resultados de las últimas encuestas y estimaciones empíricas de expectativas «genuinas» relativas a los tipos de interés, es decir, tipos *forward* netos de primas por plazo.

Gráfico 3

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de septiembre de 2020). La ventana ampliada muestra la evolución de los rendimientos soberanos desde el 1 de febrero de 2020. Las últimas observaciones corresponden al 28 de octubre de 2020.

Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto a los tipos de interés libres de riesgo han seguido reduciéndose en las distintas jurisdicciones, debido a las expectativas de adopción de más medidas de apoyo en los ámbitos monetario y fiscal. Por el momento, el

resurgimiento del coronavirus (Covid-19) y la reintroducción de medidas locales de confinamiento en toda Europa solo han tenido un impacto limitado en los mercados de deuda soberana. Los diferenciales de la deuda soberana a diez años (con respecto al tipo de interés libre de riesgo correspondiente) se mantienen actualmente en niveles próximos a los observados antes de la pandemia en todos los países de la zona del euro. La reducción de los diferenciales fue más acusada en los países más seriamente afectados por la pandemia durante la primavera de 2020 y en los que se habían registrado mayores incrementos de dichos diferenciales. Los diferenciales de la deuda soberana alemana, francesa, italiana, española y portuguesa a diez años se redujeron 10, 9, 25, 9 y 14 puntos básicos, hasta situarse en -0,28, 0,03, 1,12, 0,53 y 0,52 puntos porcentuales, respectivamente. En consecuencia, el diferencial de rendimiento de los bonos soberanos a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB descendió 11 puntos básicos y se situó en 0,18 puntos porcentuales, debido a las expectativas de más medidas de apoyo en los ámbitos monetario y fiscal.

Los índices bursátiles experimentaron un retroceso significativo, tras registrar fluctuaciones considerables durante el período de referencia. Hacia finales de

septiembre, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro cayeron un 3,1 %. Después de recuperarse totalmente, volvieron a descender, y en la actualidad se sitúan un 6 % por debajo de los niveles observados al principio del período analizado. La caída de las cotizaciones bancarias de la zona del euro fue más pronunciada, del 15,8 %, durante el período considerado. Una dinámica similar se observó en Estados Unidos, donde las cotizaciones de las

sociedades no financieras y de las entidades de crédito se sitúan un 0,5 % y un 4,2 %, respectivamente, por debajo de los niveles registrados al principio del período de referencia. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro se vieron favorecidos por una mejora de las expectativas de beneficios a corto plazo con respecto a los muy bajos niveles observados anteriormente en el año, mientras que la prima de riesgo de las acciones aumentó. Las ventas masivas más recientes se han producido en el contexto de la reintroducción de medidas de contención en algunos países europeos para limitar la propagación del Covid-19. Es probable que el descenso de las cotizaciones del sector bancario de la zona del euro esté relacionado con la percepción de un aumento del riesgo de balance derivado de los nuevos confinamientos.

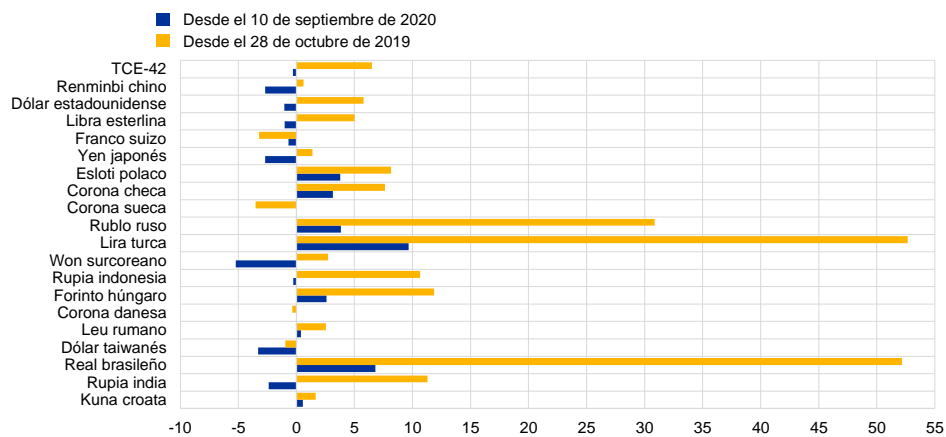
Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro registraron un leve descenso durante el período analizado. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y de la deuda del sector financiero con respecto al tipo de interés libre de riesgo retrocedieron ligeramente durante el período de referencia, hasta situarse en 93 y 76 puntos básicos, respectivamente, el 28 de octubre. En general, esta ligera caída refleja una disminución de la prima en exceso de los bonos. Los determinantes fundamentales del riesgo de crédito (medidos por las calificaciones crediticias y las frecuencias de impago esperadas) se mantuvieron mayormente estables.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo, en general, estable (véase gráfico 4) y algunos tipos de cambio bilaterales se movieron en direcciones opuestas, reflejo de las diferentes perspectivas de recuperación de la crisis del Covid-19. Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 0,3 %. En cuanto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el euro se depreció frente al renminbi chino (2,7 %) y a las monedas de otras importantes economías emergentes de Asia, debido al intenso repunte de la actividad y del clima económico en los centros (*hubs*) manufactureros asiáticos. La moneda única también perdió valor frente al yen japonés (2,7 %), el dólar estadounidense (1 %) y la libra esterlina (1 %). En cambio, el euro se apreció frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, sobre todo frente al esloti polaco (3,8 %) y a la corona checa (3,1 %). También siguió fortaleciéndose frente a la lira turca, el real brasileño y el rublo ruso.

Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

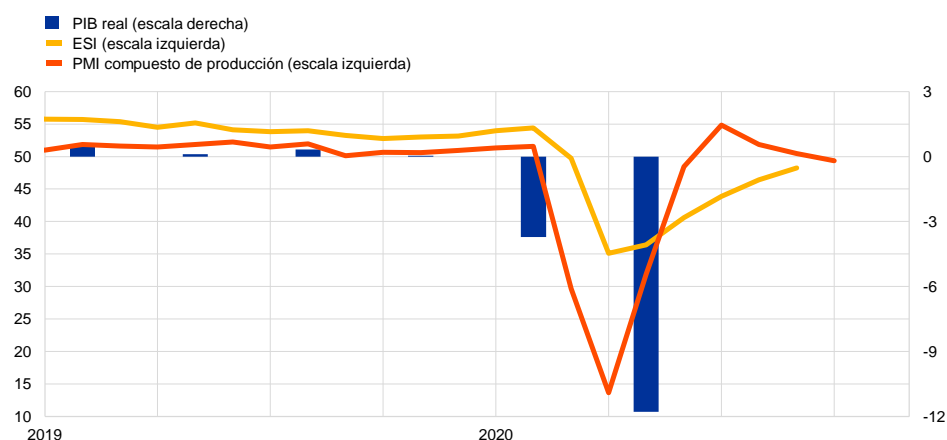
Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 28 de octubre de 2020.

3 Actividad económica

Después de la caída sin precedentes del producto de la zona del euro en el segundo trimestre de 2020, el crecimiento económico se habría recuperado en el tercer trimestre, antes de volver a disminuir en el cuarto. La actividad económica total se contrajo un 11,8 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre de 2020 —tras un descenso del 3,7 % en el primero—, por lo que la disminución acumulada en la primera mitad del año fue del 15,1 % (véase gráfico 5). El desglose del segundo trimestre muestra que el retroceso del PIB fue generalizado, con caídas de la demanda interna (que contribuyó con -10,9 puntos porcentuales al crecimiento) y de la demanda exterior neta (-0,8 puntos porcentuales), así como la variación de existencias (-0,1 puntos porcentuales). Los indicadores económicos señalan que la contracción de la actividad económica como consecuencia de la pandemia de coronavirus (Covid-19) registró un mínimo en abril de 2020. La información cuantitativa, los resultados de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia apuntan a un fuerte repunte del producto en el tercer trimestre, mientras que se espera que el crecimiento descienda nuevamente en el último trimestre del año. Al mismo tiempo, se espera que la recuperación de la zona del euro sea desigual en los distintos sectores, dado que los servicios son el sector que está siendo más perjudicado por la pandemia, en parte como resultado de su sensibilidad a las medidas de distanciamiento social. Lo mismo es aplicable a los distintos países, ya que la recuperación dependerá de las tasas de contagio y de los esfuerzos para contener la pandemia. La pandemia de Covid-19 y las medidas de contención asociadas han afectado, y seguirán afectando, al producto potencial, lo que se analiza con más detalle en el artículo titulado «[The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#)», en este Boletín Económico.

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

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



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

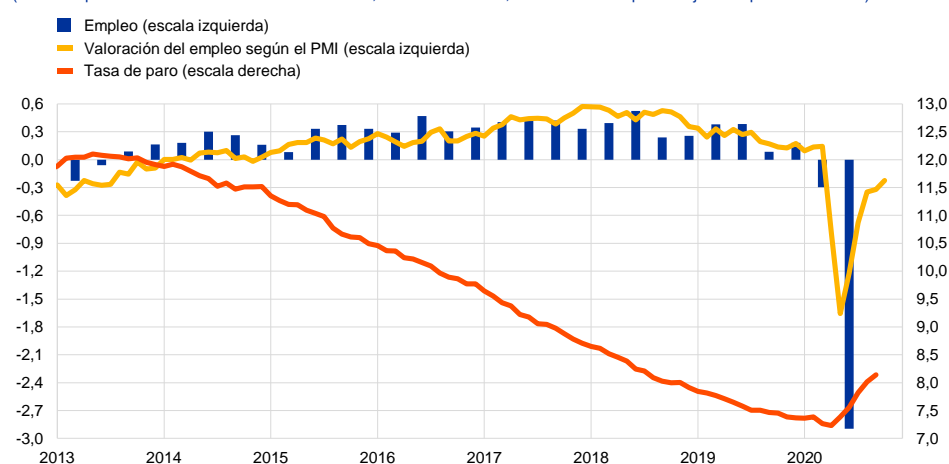
Notas: El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI). Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2020 para el PIB real, a septiembre de 2020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

La pandemia de Covid-19 provocó la contracción más fuerte de la que se tiene constancia en el empleo y en el total de horas trabajadas en la primera mitad de 2020, mientras que el impacto sobre la tasa de paro fue más limitado como consecuencia de los programas de apoyo al empleo. En comparación con el retroceso del PIB real registrado durante la primera mitad de 2020, el aumento de la tasa de paro oficial fue relativamente limitado, ya que se situó en el 8,1 % en agosto, desde el mínimo histórico del 7,2 % de marzo de 2020, pero todavía lejos del máximo del 12,7 % alcanzado en febrero de 2013. Las medidas de apoyo al empleo, como los programas de regulación temporal de empleo, así como la disminución de la tasa de actividad, ayudan a explicar el impacto limitado sobre la tasa de paro. Estas medidas también contuvieron la caída del empleo, que en el segundo trimestre de 2020 se redujo un 2,9 % con respecto al primero (véase gráfico 6). El descenso de las horas totales trabajadas fue considerablemente mayor, del 13,4 % en el segundo trimestre, lo que se tradujo en una disminución del 10,8 % en las horas medias trabajadas por persona ocupada. Todavía no se dispone de información sobre el empleo y las horas trabajadas para el tercer trimestre de 2020.

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo se han recuperado parcialmente, pero continúan señalando una evolución contractiva. El índice de directores de compras (PMI) relativo al empleo aumentó hasta situarse en 48,1 en octubre —de acuerdo con su estimación *flash*—, desde un valor de 47,7 en septiembre y de 46,8 en agosto, tras registrar un repunte más acusado, de 3,3 puntos, en julio (véase gráfico 6). Sin embargo, el nivel actual del PMI continúa sugiriendo una contracción del empleo y podría interpretarse como una indicación temprana de unas débiles perspectivas de empleo en los próximos meses.

Gráfico 6
Empleo, valoración del empleo según el PMI y tasa de paro en la zona del euro

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

El repunte del gasto en consumo se estancó durante el verano. El volumen de ventas del comercio minorista aumentó un 4,4 % en agosto con respecto a julio. Con

todo, este incremento parece haber estado motivado, en gran medida, por el aplazamiento del período de rebajas de julio a agosto en algunos países. Si se consideran conjuntamente los datos de julio y agosto, las ventas minoristas superaron en un 0,4 % a las de junio. Las matriculaciones de automóviles en la zona del euro han retornado al nivel observado antes del Covid-19, y en septiembre se situaron solo un 1 % por debajo del registrado hace un año. La confianza de los consumidores disminuyó en octubre, después de aumentar durante dos meses consecutivos. Cada vez hay más hogares que indican que su situación financiera está empeorando. Como resultado, sus intenciones de realizar grandes compras se mantienen en las cotas más bajas observadas desde la crisis de deuda soberana.

La recuperación de la demanda de bienes sigue siendo desigual. El total de ventas del comercio minorista se ha recuperado completamente del colapso que se produjo a raíz de la irrupción de la pandemia en Europa, pero oculta una recuperación muy heterogénea en las distintas subcategorías. Las ventas al por menor de combustible para la automoción permanecieron por debajo del nivel registrado antes del Covid-19 en julio y en agosto, ya que se sigue viajando menos. De igual modo, los hogares están comprando menos artículos de vestir y calzado, debido a las medidas de distanciamiento social. En cambio, se compran más equipos de audio y vídeo que antes de la pandemia. Como las tasas de contagio han empezado a aumentar de nuevo recientemente, se espera que el ahorro por motivo precaución siga siendo elevado. En consecuencia, la tasa de ahorro se habría reducido en el tercer trimestre, pero continuaría estando muy por encima de los niveles observados antes del Covid-19.

Después de la caída del 20,8 % registrada en el segundo trimestre, es probable que las tasas de crecimiento de la inversión empresarial de la zona del euro hayan repuntado en el tercer trimestre, pero el nivel de inversión se mantiene muy por debajo del observado antes del Covid-19. En julio y agosto, la producción industrial de bienes de equipo se situó, en promedio, alrededor de un 23 % por encima del nivel del segundo trimestre. Dada la relación estrecha que suele haber con la inversión en maquinaria y equipo, también se espera que, en el tercer trimestre, la inversión empresarial haya aumentado de forma acusada. Sin embargo, en los próximos trimestres, además de la incertidumbre asociada a la evolución de la pandemia, existe el riesgo de que el ritmo de recuperación de la inversión se ralentice notablemente. En primer lugar, los balances de las empresas se han deteriorado. En los períodos de crisis, muchas empresas con bajos ingresos y beneficios suelen aplazar o cancelar todos los gastos empresariales no esenciales, lo que incluye la inversión en capital. En segundo lugar, la utilización de su capacidad productiva repuntó en el tercer trimestre de 2020, hasta situarse en el 72 %, pero se mantiene un 11 % por debajo del nivel registrado en el período anterior a la irrupción del Covid-19. En tercer lugar, las carteras de pedidos de las empresas permanecen en niveles muy bajos.

Tras la contracción del 12,4 % del segundo trimestre, el fuerte repunte de la inversión residencial esperada para el tercer trimestre debería dar paso a un descenso del ritmo de recuperación. En la primera mitad de 2020, en la zona del euro la inversión en vivienda se redujo un 14,4 % con respecto al final de 2019,

aunque su evolución fue notablemente diferente en los países de mayor tamaño de la zona del euro —desde un incremento del 0,8 % en Alemania hasta una caída del 31,5 % en España—. De hecho, la irrupción de la pandemia de Covid-19 provocó una paralización generalizada de las obras de construcción y limitó la concesión de visados de obra. Sin embargo, esta evolución se vio parcialmente mitigada por la abultada cartera de proyectos de construcción pendientes (especialmente, en Alemania y Países Bajos) y estuvo acompañada de una disminución del volumen de operaciones sin efectos visibles sobre los precios de la vivienda hasta el segundo trimestre. Como varios países empezaron a relajar las medidas de contención entre mayo y septiembre, la actividad constructora se reanudó en el tercer trimestre, beneficiándose del descenso generalizado de los límites a la producción de las empresas, lo que señala una dinámica similar en la inversión residencial. Con todo, los PMI de producción de la construcción y las expectativas empresariales de la zona del euro se situaron por debajo del umbral de expansión en septiembre, lo que apunta a una moderación de la actividad a corto plazo. Esta moderación en el sector de la construcción puede estar también relacionada con el incremento reciente de las restricciones en los distintos países para contener un nuevo aumento de los contagios. Los riesgos a la baja adicionales para las perspectivas de inversión residencial a medio plazo pueden derivarse —por el lado de la oferta— del mayor riesgo en los balances de las empresas inmobiliarias y —por el lado de la demanda— de la persistente incertidumbre, que lleva a los hogares y a los inversores a aplazar operaciones.

Después de desplomarse en el segundo trimestre, el comercio de la zona del euro repuntó con fuerza en el tercer trimestre de 2020. Los datos sobre el comercio de bienes en términos nominales correspondientes a julio y a agosto muestran que continúa la recuperación que comenzó en mayo coincidiendo con la relajación de las restricciones relacionadas con el Covid-19. En agosto, las exportaciones e importaciones nominales de bienes de la zona del euro aumentaron, en términos intermensuales, un 4 % y un 2,7 %, respectivamente. No obstante, estas cifras siguen reflejando una desaceleración con respecto a julio. En agosto —el cuarto mes consecutivo de expansión—, los intercambios comerciales fuera de la zona del euro fueron un 11 % inferiores a los de febrero. Desde julio, las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro han crecido en todos los destinos, salvo en Asia. Las exportaciones reales de algunas categorías (concretamente, productos químicos y aceites de origen animal y vegetal), que habían aumentado con fuerza al inicio de la pandemia, en marzo y abril, disminuyeron entre mayo y julio. Al mismo tiempo, las exportaciones de automóviles y de combustible fueron las subcategorías de consumo que crecieron con más intensidad. Los datos de los dos primeros meses del tercer trimestre de 2020 señalan un notable repunte del comercio de manufacturas en términos intertrimestrales. Los indicadores adelantados apuntan a la continuación de esta mejora en los próximos meses. El PMI *flash* de nuevos pedidos exteriores de manufacturas de la zona del euro se incrementó y se situó en 56 en octubre, después de registrar un avance considerable en septiembre. Las valoraciones que efectúan las empresas de los niveles de sus carteras de pedidos exteriores, según las encuestas de la Comisión Europea, confirman la mejora de las condiciones para el comercio de manufacturas. Esta opinión también está respaldada por los

indicadores de transporte de mercancías. Sin embargo, las exportaciones de servicios de la zona del euro están experimentando una contracción que no se prevé que termine en los próximos meses. Tras la recuperación observada a raíz de la relajación de las restricciones a la movilidad, el PMI de nuevos pedidos exteriores de los servicios de la zona del euro empeoró en agosto, y en octubre seguía claramente en terreno contractivo (39,6).

Si bien los indicadores económicos, en particular los resultados de las encuestas, señalan con claridad un fuerte repunte del crecimiento en el tercer trimestre, recientemente han perdido cierto dinamismo, lo que apunta a una desaceleración significativa en el último trimestre del año. Tanto el indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea como el PMI compuesto de producción registraron un aumento entre el segundo y el tercer trimestre de 2020, en línea con el intenso repunte del crecimiento. Esta recuperación de la actividad económica también se ve confirmada por indicadores de alta frecuencia, como el consumo de electricidad. No obstante, el PMI se redujo en septiembre y en octubre (hasta situarse en 49,4, frente al máximo reciente de 54,9 alcanzado en julio), lo que indica una ralentización del crecimiento en el cuarto trimestre de este año. Es evidente que los servicios se han visto más perjudicados por la pandemia que la industria, lo que refleja, en gran medida, la mayor sensibilidad del sector servicios a las medidas de distanciamiento social y la caída relativamente más acusada que ha experimentado su crecimiento a raíz de la irrupción de la pandemia y de las medidas adoptadas para contenerla.

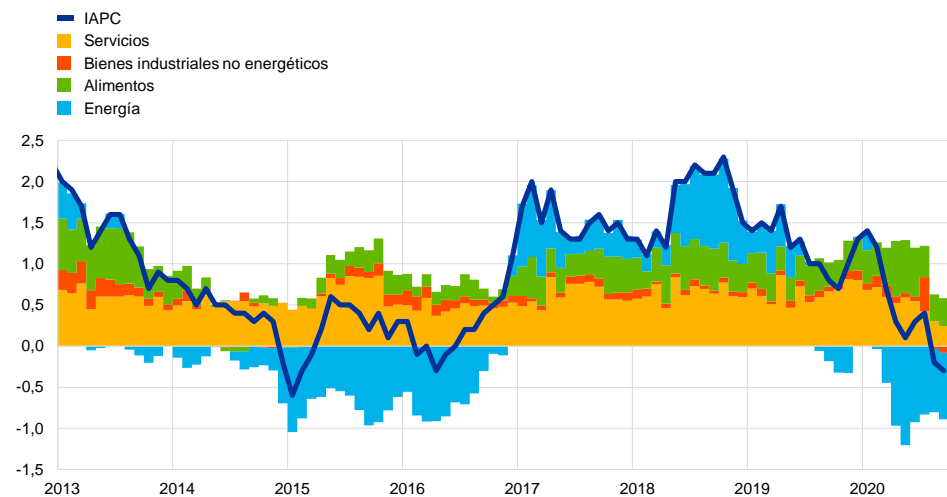
A más largo plazo, una recuperación sostenida sigue estando condicionada, en gran parte, por la evolución de la pandemia y por el éxito de las medidas de contención. Aunque es probable que la incertidumbre en torno al Covid-19 atenúe la fuerza de la recuperación de los mercados de trabajo, del consumo y de la inversión, la economía de la zona del euro debería seguir viéndose respaldada por unas condiciones de financiación favorables y por un tono expansivo de las políticas fiscales. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#), realizada a principios de octubre, muestran que las previsiones del sector privado relativas al crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2020 y a la baja para 2021 con respecto a la encuesta anterior, que se llevó a cabo a principios de julio.

La inflación general pasó a ser algo más negativa en septiembre de 2020. El descenso hasta el $-0,3\%$, desde el $-0,2\%$ de agosto, refleja la disminución de la tasa de variación de los precios de la energía, de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, mientras que la de los alimentos registró un incremento marginal (véase gráfico 7).

Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

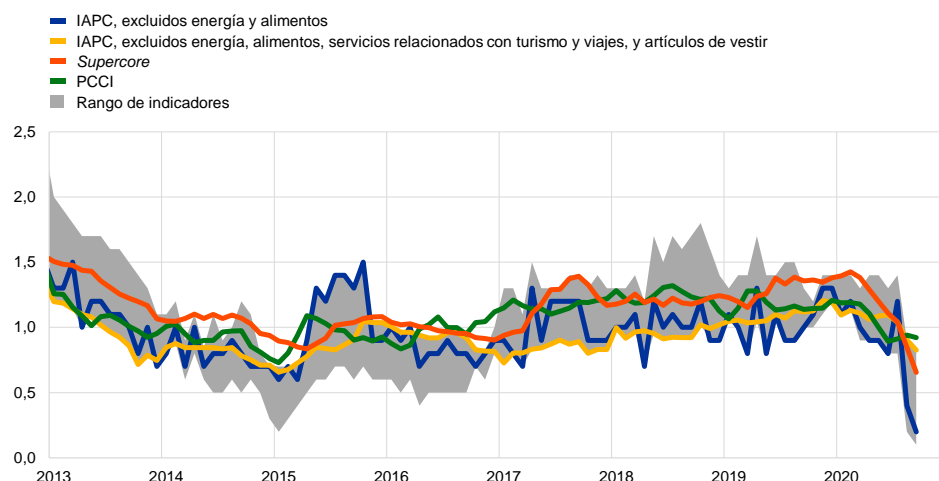
Notas: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2020. Las tasas de crecimiento correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro titulado «Un nuevo método para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su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

Los indicadores de la inflación subyacente retrocedieron. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se redujo desde el $0,4\%$ registrado en agosto hasta el $0,2\%$ en septiembre, un nuevo mínimo histórico. Este descenso refleja una disminución de la tasa de variación de los precios de los servicios, que pasó del $0,7\%$ en agosto al $0,5\%$ en septiembre, y la inflación moderada observada en los últimos meses en este sector es atribuible, principalmente, a la caída de los precios relacionados con el turismo y los viajes. También indica una reducción de la inflación de los bienes industriales no energéticos (del $-0,1\%$ en agosto al $-0,3\%$ en septiembre), y es probable que parte de esta debilidad se deba al hecho de que, en algunos países de la zona del euro, las rebajas de los artículos de vestir y el calzado se ampliaron a artículos distintos de los de la temporada de verano. Los bajos niveles recientes de la inflación medida por el IAPCX también reflejan la rebaja temporal del tipo del IVA en Alemania desde julio de 2020. Si los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir se excluyen del IAPCX, la tasa de inflación fue del $0,8\%$ en septiembre, frente al $0,9\%$ de agosto y el 1% de julio, lo que sugiere que la

debilidad de la inflación subyacente podría ser más generalizada, debido a la atonía de la demanda. Lo mismo señala el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que se elabora con componentes del IAPC sensibles al ciclo y que retrocedió desde el 0,8 % registrado en agosto hasta el 0,7 % en septiembre, lo que también supuso un mínimo histórico³.

Gráfico 8
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2020. 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. «PCCI» son las siglas en inglés del componente persistente y común de la inflación. 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 proporcionan señales dispares.

La tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio disminuyó hasta el -1,3 % en agosto, un descenso de 0,5 puntos porcentuales con respecto a julio. Es probable que este descenso refleje, al menos en parte, la apreciación del tipo de cambio del euro entre julio y agosto. La inflación de los precios de producción internos de estos bienes se redujo solo ligeramente, hasta situarse en el 0,6 % en agosto, frente al 0,7 % de julio, por lo que se mantuvo próxima a su media de largo plazo. En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios aumentó levemente —del -2 % en julio al -1,9 % en agosto—, mientras que la correspondiente a los precios de importación de esos bienes cayó hasta el -2,6 % en agosto, desde el -2,4 % de julio. La inflación de los precios industriales no energéticos a escala mundial⁴ se incrementó en julio y en agosto, aunque partía de niveles reducidos, y las tasas de variación interanual de

³ Para más información sobre este y otros 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.

⁴ El índice de precios industriales (IPRI) mundial, excluido el sector energético, es una estimación del BCE.

los precios de las materias primas no energéticas también han ido aumentando con fuerza, lo que no apunta a un nuevo debilitamiento de las presiones inflacionistas de origen externo y en las primeras fases de la cadena de producción. Con todo, la caída de los precios del petróleo y la mayor fortaleza del tipo de cambio efectivo nominal observadas en septiembre pueden implicar que la debilidad de los precios de los bienes intermedios producidos internamente y de los precios de importación ha continuado después de agosto.

Las presiones salariales están desdibujadas por el impacto de las medidas de los Gobiernos relacionadas con la remuneración.

El crecimiento de la remuneración por asalariado y la remuneración por hora trabajada fueron muy dispares en la primera mitad de 2020. La tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado se redujo hasta el -4,7 % en el segundo trimestre, frente al 0,6 % del primero y al 1,6 % del cuarto trimestre de 2019, mientras que la correspondiente a la remuneración por hora aumentó desde el 2 % en el cuarto trimestre de 2019 hasta el 4,6 % en el primer trimestre de 2020 y hasta el 9,4 % en el segundo. Esta evolución heterogénea refleja el impacto de los programas de regulación temporal de empleo, en los que los trabajadores mantuvieron su situación laboral, pero solo recibieron parte de su remuneración habitual, mientras que las horas reales trabajadas por persona ocupada se redujeron notablemente. Al mismo tiempo, la disminución de la remuneración por asalariado sobredimensiona la pérdida efectiva de rentas del trabajo, ya que varios países registran las ayudas públicas como «transferencias» y no como «remuneración» con fines estadísticos⁵. Los salarios negociados, que no se ven directamente afectados por la evolución de las horas trabajadas y por el registro de prestaciones asociadas a los programas de mantenimiento del empleo, crecieron un 1,7 % en el segundo trimestre de 2020, frente al 1,9 % del primer trimestre. Aunque esto solo implica un lento debilitamiento, los datos siguen incluyendo acuerdos salariales concluidos antes de la irrupción de la pandemia.

El aumento de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se interrumpió en los niveles anteriores a la pandemia en el período de referencia (del 10 de septiembre al 28 de octubre), mientras que los indicadores de opinión apenas variaron.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se situaron en mínimos históricos a mediados de marzo, pero después se incrementaron de forma ininterrumpida, reflejo de la mejora de las perspectivas macroeconómicas y de la percepción de riesgo a escala global, así como de las importantes medidas de apoyo adoptadas en los ámbitos monetario y fiscal. Sin embargo, en el período de referencia el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años no continuó aumentando y el 28 de octubre se situó en el 1,13 %. Este nivel sigue estando 41 puntos básicos por encima del mínimo histórico de mediados de marzo (0,72 %). 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. Asimismo, los mercados de opciones de inflación todavía indican riesgos considerables a la baja a corto plazo, puesto que las probabilidades subyacentes de deflación se mantienen en niveles históricamente

⁵ Para más información, véase el recuadro titulado «Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

elevados. La encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2020 puso de manifiesto que las expectativas de inflación medida por el IAPC a más corto plazo volvieron a disminuir ligeramente, mientras que las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen prácticamente sin variación (véase gráfico 9). Las previsiones medias de inflación anual medida por el IAPC se sitúan en el 0,3 % para 2020, el 0,9 % para 2021 y el 1,3 % para 2022, lo que representa una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales para 2020 y 2021, que parece reflejar el impacto de los datos más recientes. Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2025) se situaron, en promedio, en el 1,7 %, frente al 1,6 % de la encuesta anterior. La revisión al alza se debió a variaciones del segundo decimal y fue muy marginal.

Gráfico 9
Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro (septiembre de 2020) y Consensus Economics (15 de octubre de 2020).
Notas: La encuesta EPE correspondiente al cuarto trimestre de 2020 se realizó entre el 2 y el 9 de octubre de 2020. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 28 de octubre de 2020.

5 Dinero y crédito

El crecimiento del agregado monetario amplio volvió a aumentar en septiembre.

El agregado monetario amplio (M3) volvió a registrar entradas considerables, lo que señala una acumulación continuada de liquidez, debido a la incertidumbre relacionada con la crisis del coronavirus (Covid-19). La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 10,4 % en septiembre de 2020, desde el 9,5 % de agosto (véase gráfico 10). Aunque la contracción general de la actividad económica en 2020 frenó el avance interanual de M3, este recibió un apoyo sustancial de la extraordinaria demanda de liquidez de las empresas y los hogares en el contexto de la abundante liquidez proporcionada por el Eurosistema. La aceleración de M3 estuvo impulsada, principalmente, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó desde el 13,2 % observado en agosto hasta el 13,8 % en septiembre. Esta evolución fue atribuible, fundamentalmente, a un nuevo incremento de las tasas de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las empresas y de los hogares, para los que un importante factor determinante fue la marcada preferencia por la liquidez. En septiembre, la contribución de otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables al avance interanual de M3 fue reducida, pero positiva.

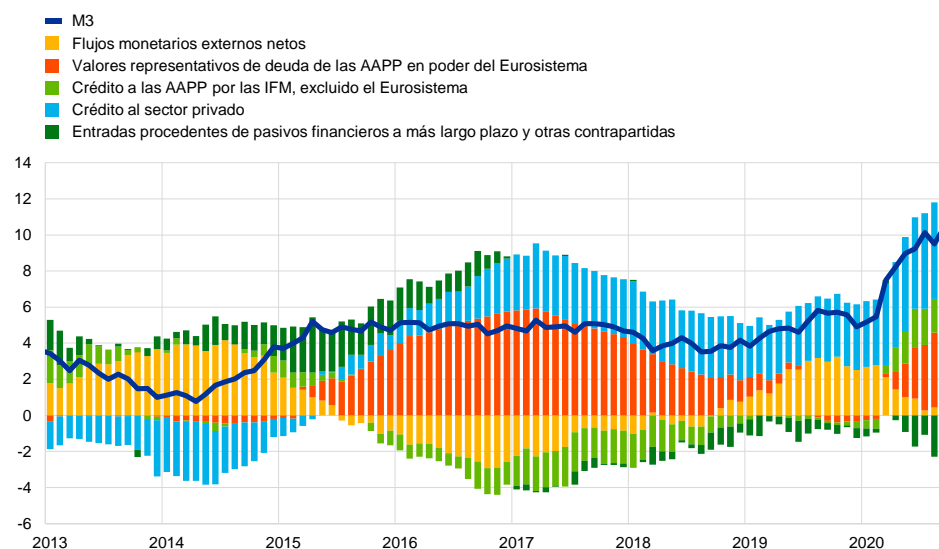
El crédito interno ha seguido siendo la principal fuente de creación de dinero.

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, las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema contribuyeron más al crecimiento de M3 en septiembre de 2020 que en meses anteriores (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 10). El crédito al sector privado, que se vio impulsado fundamentalmente por el aumento de los préstamos a las sociedades no financieras, perdió parte de su dinamismo, pero todavía se mantuvo en niveles elevados (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 10). El avance de M3 se vio respaldado adicionalmente por un ligero aumento de la contribución del crédito concedido por las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona del euro, excluido el Eurosistema, a las Administraciones Públicas (véase la parte de color verde claro de las barras del gráfico 10), pero los flujos respectivos han sido muy limitados en los últimos meses. Como en meses anteriores, la aportación de los flujos monetarios externos netos interanuales continuó siendo reducida en septiembre (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 10), mientras que los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas tuvieron un impacto moderador en la expansión del agregado monetario amplio.

Gráfico 10

M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

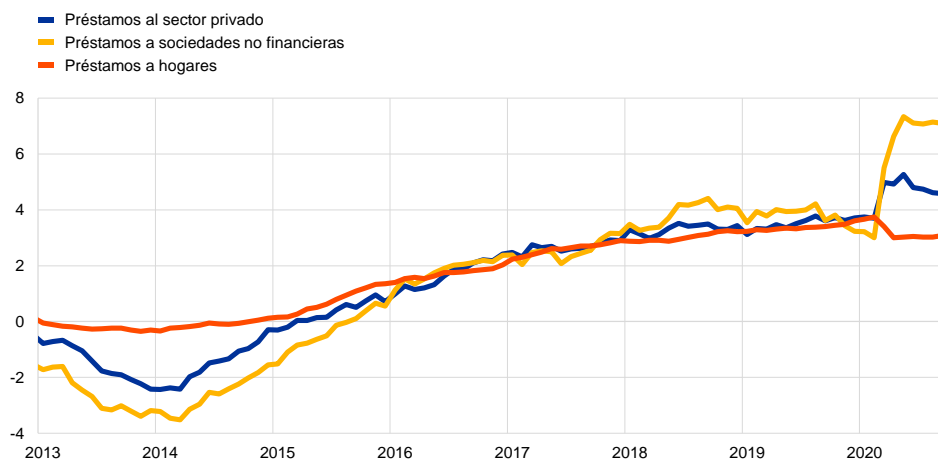
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado y las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores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

El crecimiento de los préstamos al sector privado se mantuvo en niveles elevados en septiembre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado permaneció inalterada, en el 4,6 %, en septiembre de 2020 (véase gráfico 11), al igual que la de los préstamos a las sociedades no financieras (7,1 %), aunque los flujos intermensuales de crédito a estas sociedades siguieron moderándose. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares apenas varió y fue del 3,1 % en septiembre, desde el 3 % de agosto. Las entidades participantes en la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) comunicaron un descenso moderado de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas en el tercer trimestre, debido a una disminución de las necesidades de liquidez de emergencia y a un debilitamiento de la inversión en capital fijo. Para el cuarto trimestre de 2020, las entidades encuestadas indicaron que esperaban un nuevo aumento de la demanda de préstamos a empresas y una disminución de la de préstamos a hogares, lo que puede señalar que las empresas vuelven a necesitar liquidez en el contexto de la intensificación de la pandemia de Covid-19. La evolución divergente de los préstamos a empresas y a hogares obedece a la naturaleza específica de la crisis del Covid-19, que ha provocado un desplome de los flujos de efectivo de las empresas y las ha obligado a incrementar de forma sustancial su dependencia de la financiación externa.

Gráfico 11

Préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2020 muestra un endurecimiento considerable de los criterios de concesión de los préstamos a empresas y hogares en el tercer trimestre de 2020, debido, principalmente, a la percepción de aumento de los riesgos. Aunque estos criterios se vieron respaldados por los avales públicos y por las medidas de política monetaria, las entidades continuaron indicando que la percepción de riesgos (relacionada con el deterioro de las perspectivas económicas generales y con la situación específica de las empresas) era el principal factor determinante de este endurecimiento. Para el cuarto trimestre de 2020, las entidades esperan un nuevo endurecimiento neto de los criterios de concesión de crédito a empresas. Los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito para consumo siguieron endureciéndose sustancialmente en el tercer trimestre de 2020, en un contexto de deterioro de las rentas y de las perspectivas de empleo. La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito para consumo aumentó en el tercer trimestre, tras registrar una disminución considerable en el trimestre anterior, y también se benefició de la remisión temporal de la pandemia y de la consiguiente relajación de las restricciones. Las entidades de crédito esperan un nuevo endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares y una caída de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda en el cuarto trimestre de 2020. Asimismo, las entidades indicaron que los programas de compras de activos del BCE (APP y PEPP) y la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) habían tenido un impacto positivo en su liquidez y en sus condiciones de financiación en los mercados. Además, señalaron que estas medidas, junto con el tipo de interés negativo de la facilidad de depósitos, propiciaron la suavización de las condiciones del crédito bancario e incidieron positivamente en los volúmenes de crédito concedido. Al mismo tiempo, las entidades participantes en la encuesta sugirieron que las compras de activos por parte del BCE y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósitos tuvieron un impacto negativo en sus ingresos netos por

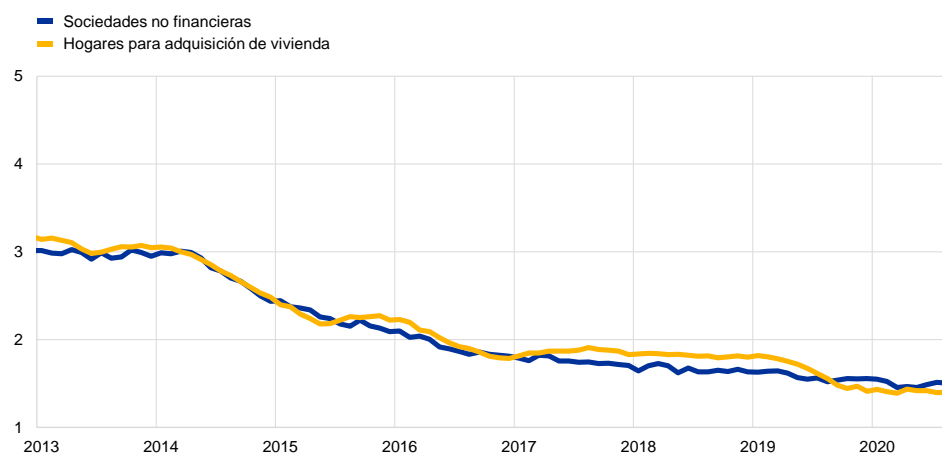
intereses, mientras que un elevado porcentaje de entidades indicaron que el sistema de dos tramos del BCE favoreció la rentabilidad bancaria.

Los favorables tipos de interés del crédito han continuado sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro. Los tipos de interés de los préstamos se han estabilizado en torno a sus mínimos históricos, básicamente en línea con la evolución de los tipos de interés de referencia del mercado. En agosto de 2020, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares permanecieron prácticamente sin variación, en el 1,51 % y el 1,40 %, respectivamente (véase gráfico 12). Este nivel favorable de los tipos continuó reflejando el impacto positivo de las condiciones de oferta de crédito derivadas de la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE y de las medidas de respuesta a la crisis adoptadas por las autoridades nacionales, entre ellas los programas de avales para préstamos. En conjunto, estas medidas siguen siendo fundamentales para frenar las presiones al alza sobre los tipos de interés del crédito bancario en un entorno económico complejo e incierto.

Gráfico 12

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

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