

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión de política monetaria celebrada el 10 de diciembre de 2020, el Consejo de Gobierno decidió recalibrar sus instrumentos de política monetaria. Aunque el repunte de la actividad económica en el tercer trimestre fue más fuerte de lo esperado y las perspectivas para la distribución de las vacunas son alentadoras, la pandemia de coronavirus (Covid-19) sigue suponiendo serios riesgos para la salud pública y para la economía de la zona del euro y de todo el mundo. El aumento de los casos de Covid-19 y las medidas de contención asociadas están restringiendo significativamente la actividad económica de la zona del euro, que se espera se haya contraído en el cuarto trimestre de 2020. Si bien la actividad en el sector manufacturero sigue manteniéndose bien, los servicios se están viendo gravemente afectados por el incremento de las tasas de contagio y por las nuevas restricciones a las interacciones sociales y a la movilidad. La inflación permanece en niveles muy bajos en el contexto de debilidad de la demanda y de una significativa holgura en los mercados de trabajo y de productos. En conjunto, los datos más recientes y las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020 sugieren un impacto de la pandemia en la economía más pronunciado a corto plazo y una debilidad de la inflación más prolongada de lo previsto anteriormente. En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió recalibrar sus instrumentos de política monetaria en su reunión del 10 de diciembre de 2020.

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

La economía mundial repuntó con fuerza en el tercer trimestre de 2020 y el crecimiento continuó a comienzos del cuarto trimestre, si bien algunos factores adversos ensombrecen las perspectivas económicas a corto plazo.

Aunque las noticias recientes sobre el desarrollo de vacunas eficaces contra el coronavirus han generado optimismo en los mercados financieros, las perspectivas económicas mundiales a corto plazo siguen ensombrecidas por la pandemia. El significativo aumento de los nuevos contagios por Covid-19, en particular en las economías avanzadas, ha dado lugar a la reintroducción de medidas de contención, aunque se considera que son menos disruptivas para la actividad económica que las aplicadas durante la primera ola de la pandemia. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) disminuirá un 3 % este año y crecerá un 5,8 % en 2021, un 3,9 % en 2022 y un 3,6 % en 2023. El comercio mundial (excluida la zona del euro) experimentó una contracción más acusada que el PIB real en 2020, pero se espera que el repunte en 2021 sea más intenso. Esta previsión refleja, principalmente, la mayor prociclicidad del comercio, en especial

durante las desaceleraciones económicas. Se espera que estos efectos adversos sean menos severos en el contexto del reciente repunte de los contagios. El balance de riesgos en torno a las perspectivas globales se considera menos negativo de lo esperado anteriormente, ya que las noticias acerca de la viabilidad de varias vacunas reducen la probabilidad de materialización del escenario severo.

En conjunto, las condiciones financieras en la zona del euro se han relajado algo más desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre de 2020, en un entorno de mejora de la percepción de riesgos debido a los anuncios positivos sobre las vacunas.

Durante el período de referencia (del 10 de septiembre al 9 de diciembre de 2020), la curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) fluctuó algo, pero, en el conjunto del período, apenas varió. Esta evolución refleja la preocupación por la propagación acelerada del Covid-19 en Europa, por un lado, y las noticias positivas sobre las vacunas, por otro. La curva continúa estando solo ligeramente invertida en los plazos cortos. Los rendimientos y los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo registraron una caída considerable en la zona del euro en este período, en un entorno de expectativas de mantenimiento de las medidas de apoyo monetario y fiscal, y de mejora global de la percepción de riesgos, como consecuencia, en particular, de las noticias sobre el éxito de los ensayos de las vacunas. Los precios de los activos de riesgo subieron en consecuencia. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció levemente.

Después de registrar una contracción acusada en el primer semestre de 2020, el PIB real de la zona del euro experimentó un fuerte repunte y aumentó un 12,5 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, si bien siguió estando bastante por debajo de los niveles anteriores a la pandemia.

Se espera que la segunda ola de la pandemia y la consiguiente intensificación de las medidas de contención aplicadas desde mediados de octubre se traduzcan en un nuevo descenso significativo de la actividad en el cuarto trimestre, aunque muy inferior al observado en el segundo trimestre de este año. La evolución de la economía continúa siendo desigual en los distintos sectores, y la actividad en los servicios se está viendo más afectada por las nuevas restricciones a las interacciones sociales y a la movilidad que en el sector industrial. Pese a que las medidas de política fiscal están respaldando a los hogares y a las empresas, los consumidores siguen siendo cautos en vista de la pandemia y de sus consecuencias para el empleo y las ganancias. Por otra parte, la mayor debilidad de los balances de las empresas y la incertidumbre sobre las perspectivas económicas se están dejando sentir en la inversión empresarial. De cara al futuro, los avances recientes en el desarrollo de las vacunas contra el Covid-19 permiten tener mayor confianza en el supuesto de una resolución gradual de la crisis sanitaria. Sin embargo, pasará tiempo hasta lograr la inmunidad colectiva, y no pueden descartarse nuevos repuntes de los contagios, que entrañarán retos para la salud pública y las perspectivas económicas. A medio plazo, la recuperación de la economía de la zona del euro debería verse respaldada por unas condiciones de financiación favorables, una orientación expansiva de las políticas fiscales y una recuperación de la demanda a medida que se levanten las medidas de contención y disminuya la incertidumbre.

Esta valoración se refleja, en términos generales, en el escenario central de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020. Estas proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB real del $-7,3\%$ en 2020, el $3,9\%$ en 2021, el $4,2\%$ en 2022 y el $2,1\%$ en 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2020, las perspectivas relativas a la actividad económica se han revisado a la baja a corto plazo, si bien se espera que se recuperen, en términos generales, hasta el nivel proyectado en el escenario central de septiembre a medio plazo. En conjunto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen apuntando a la baja, pero ahora son menos pronunciados. Aunque las noticias sobre la distribución de las vacunas son alentadoras, los riesgos a la baja continúan estando relacionados con los efectos de la pandemia sobre las condiciones económicas y financieras.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro se mantuvo sin variación en el $-0,3\%$ en noviembre. Sobre la base de la evolución de los precios del petróleo y teniendo en cuenta la bajada temporal del IVA en Alemania, es probable que la inflación general siga siendo negativa hasta principios de 2021. Posteriormente, se espera que aumente debido a la finalización de dicha bajada del IVA en Alemania y a efectos base alcistas en la tasa de variación de los precios de la energía. Al mismo tiempo, se espera que las presiones inflacionistas subyacentes continúen siendo moderadas como consecuencia de la debilidad de la demanda, especialmente en el turismo y los viajes, así como de las reducidas presiones salariales y del nivel históricamente elevado del tipo de cambio efectivo del euro. Una vez que el impacto de la pandemia desaparezca, la recuperación de la demanda, respaldada por la orientación acomodaticia de las políticas monetaria y fiscal, ejercerá presiones alcistas sobre la inflación a medio plazo. Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen en niveles bajos.

Esta valoración se refleja, en líneas generales, en el escenario central de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020, que sitúan la inflación anual en el $0,2\%$ en 2020, el 1% en 2021, el $1,1\%$ en 2022 y el $1,4\%$ en 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, las perspectivas de inflación se han revisado a la baja para 2020 y 2022. Se espera que la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el $0,7\%$ en 2020, el $0,8\%$ en 2021 y el 1% en 2022, y que aumente hasta el $1,2\%$ en 2023.

La pandemia de coronavirus ha seguido influyendo en la dinámica monetaria de la zona del euro. El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se mantuvo prácticamente sin variación, en el $10,5\%$, en octubre de 2020. La fuerte expansión del dinero ha estado respaldada por las compras de activos del Eurosistema, que se han convertido en la principal fuente de creación de dinero. En el contexto de persistencia de una mayor preferencia por la liquidez y de bajo coste de oportunidad de mantener sus formas más líquidas, el agregado monetario

estrecho M1 continúa siendo el componente que más contribuye al avance de M3. El crecimiento de los préstamos al sector privado se ha estabilizado, aunque sigue registrando tasas más elevadas que antes de la pandemia de Covid-19. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras cayó hasta el 6,8 % en octubre, desde el 7,1 % de septiembre. Esta desaceleración se produjo en el contexto de menores necesidades de liquidez de emergencia, escasa inversión y endurecimiento de las condiciones de los préstamos a empresas. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se situó en el 3,1 % en octubre, sin variación con respecto a septiembre. Las medidas del Consejo de Gobierno, junto con las adoptadas por los Gobiernos nacionales y las instituciones europeas, siguen siendo esenciales para apoyar las condiciones del crédito bancario y el acceso a la financiación, en especial para los más afectados por las ramificaciones de la pandemia.

El importante apoyo fiscal ha mitigado el significativo impacto adverso de la pandemia de coronavirus en la economía real. El coste fiscal de este apoyo ha sido muy alto para todos los países de la zona del euro, aunque con diferencias notables de un país a otro. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, como resultado de la desaceleración económica y del respaldo fiscal, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentará de forma sustancial, hasta el 8 % del PIB en 2020, frente al 0,6 % de 2019. Posteriormente, se proyecta un descenso de la ratio de déficit hasta el 6,1 % del PIB en 2021, el 3,9 % en 2022 y el 3 % en 2023. Se espera que esta mejora esté impulsada por la retirada gradual de las medidas de contención de emergencia, mientras que el componente cíclico solo mejorará de manera significativa a partir de 2022. En vista de la pronunciada contracción de la economía de la zona del euro, sigue siendo fundamental una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales, aunque las medidas fiscales deberían tener objetivos específicos y ser temporales. Al mismo tiempo, la debilidad de la demanda de las empresas y los hogares, y el aumento del riesgo de un retraso en la recuperación a la luz de los nuevos confinamientos ocasionados por la segunda ola de la pandemia, justifican un respaldo continuado de las políticas fiscales nacionales. El fondo «Next Generation EU» (NGEU), que complementa las medidas fiscales adoptadas a escala nacional, contribuirá a que la recuperación sea más rápida, fuerte y uniforme, y aumentará la capacidad de resistencia y el potencial de crecimiento de la economía de los Estados miembros de la UE, especialmente si los fondos se emplean para un gasto público productivo y se acompañan de políticas estructurales dirigidas a mejorar la productividad.

El paquete de medidas de política monetaria

En vista de las consecuencias económicas de la reactivación de la pandemia y de la consiguiente debilidad más prolongada de la inflación, el 10 de diciembre de 2020, el Consejo de Gobierno recalibró sus instrumentos de política monetaria a fin de mantener unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia, dando respaldo, en última instancia, a la actividad económica y a la

convergencia sólida de la inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

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 incrementar la dotación del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) en 500 mm de euros hasta un total de 1.850 mm de euros. También amplió el horizonte de las compras netas en el marco del PEPP al menos hasta el final de marzo de 2022. En todo caso, el Eurosistema efectuará compras netas hasta que el Consejo de Gobierno considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado. El Eurosistema efectuará compras en el marco del PEPP a fin de mantener unas condiciones de financiación favorables durante este período ampliado. Realizará las compras con flexibilidad de acuerdo con las condiciones de mercado y con vistas a evitar un endurecimiento de las condiciones de financiación que impida contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia en la senda de inflación proyectada. Por otra parte, la flexibilidad de las compras a lo largo del tiempo, entre distintas clases de activos y entre jurisdicciones, seguirá respaldando la transmisión fluida de la política monetaria. Si las condiciones de financiación favorables pueden mantenerse con unos flujos de compras de activos que no agoten la dotación del programa durante el horizonte de las compras netas del PEPP, no será necesario utilizarla íntegramente. Asimismo, esta dotación puede recalibrarse si es necesario para mantener unas condiciones de financiación favorables a fin de contribuir a contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la senda de la inflación. La ampliación de las compras en el marco del PEPP durante un horizonte temporal más largo refleja los efectos prolongados de la pandemia sobre la economía y la inflación, y permite una presencia continuada en el mercado y un respaldo más duradero del estímulo monetario del Consejo de Gobierno. El mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia contribuirá a reducir la incertidumbre y a fomentar la confianza, estimulando con ello el gasto en consumo y la inversión empresarial, y, en última instancia, respaldando la recuperación económica y ayudando a contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia en la senda de inflación proyectada. Por último, el Consejo de Gobierno decidió asimismo seguir reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2023. 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.
3. El Consejo de Gobierno decidió reajustar las condiciones de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III). En concreto, decidió ampliar en doce meses, hasta junio de 2022,

el período durante el que se aplicarán condiciones considerablemente más favorables. Asimismo, el Consejo de Gobierno efectuará tres operaciones adicionales entre junio y diciembre de 2021. Además, decidió aumentar el importe total que las entidades de contrapartida podrán obtener mediante operaciones TLTRO III, desde el 50 % hasta el 55 % de sus préstamos computables. A fin de ofrecer un incentivo a las entidades para mantener el nivel actual de crédito bancario, las condiciones de financiación reajustadas de las TLTRO III se aplicarán únicamente a las entidades que alcancen un nuevo objetivo de concesión de préstamos. La ampliación del período de aplicación de tipos de interés bajos en las TLTRO III como consecuencia de la pandemia, la ejecución de operaciones adicionales y el incremento del importe que se puede tomar en préstamo mantendrán unas condiciones de financiación muy favorables para las entidades, lo que contribuirá a asegurar que puedan seguir ofreciendo crédito en condiciones favorables y que tengan abundante liquidez para conceder préstamos a hogares y empresas.

4. El Consejo de Gobierno decidió ampliar hasta junio de 2022 la duración de las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de activos de garantía adoptadas el 7 y el 22 de abril de 2020. La ampliación de estas medidas seguirá asegurando que las entidades puedan seguir participando plenamente en las operaciones de liquidez del Eurosistema, especialmente en las TLTRO III recalibradas. El Consejo de Gobierno reevaluará las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de activos de garantía antes de junio de 2022, asegurando que la participación de las entidades de contrapartida del Eurosistema en las operaciones TLTRO III no se vea afectada negativamente.
5. El Consejo de Gobierno también decidió ofrecer otras cuatro operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO) en 2021, que seguirán proporcionando un apoyo de liquidez efectivo.
6. Las compras netas en el marco del programa de compras de activos (APP) continuarán a un ritmo mensual de 20 mm de euros. 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.
7. La facilidad *repo* del Eurosistema para bancos centrales (EUREP) y todas las líneas *swap* y *repo* de carácter temporal con bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro se ampliarán hasta marzo de 2022.

8. Por último, el Consejo de Gobierno ha decidido seguir ejecutando sus operaciones de financiación periódicas mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las condiciones vigentes mientras sea necesario.

Las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno contribuirán a mantener unas condiciones de financiación favorables durante la pandemia, lo que apoyará el flujo de crédito a todos los sectores de la economía, respaldará la actividad económica y salvaguardará la estabilidad de precios a medio plazo. Al mismo tiempo, la incertidumbre sigue siendo elevada, también en lo referido a la evolución de la pandemia y a las fechas de distribución de las vacunas. El Consejo de Gobierno también continuará haciendo un seguimiento de la evolución del tipo de cambio en relación con sus posibles efectos para las perspectivas de inflación a medio plazo. Por tanto, el Consejo de Gobierno sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos según proceda, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, en línea con su compromiso de simetría.

1 Entorno exterior

Aunque los avances recientes sobre el desarrollo de vacunas eficaces contra el coronavirus (Covid-19) han generado optimismo en los mercados financieros, las perspectivas económicas mundiales a corto plazo siguen ensombrecidas por la pandemia. El significativo aumento de los nuevos contagios por Covid-19, en particular en las economías avanzadas, ha dado lugar a la reintroducción de medidas de contención, aunque se considera que son menos disruptivas para la actividad económica que las aplicadas durante la primera ola de la pandemia. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) disminuirá un 3 % este año y crecerá un 5,8 % en 2021, un 3,9 % en 2022 y un 3,6 % en 2023. El comercio mundial (excluida la zona del euro) ha experimentado una contracción más acusada que el PIB real en 2020, pero también se espera que el repunte en 2021 sea más intenso. Esta previsión refleja, principalmente, la mayor prociclicidad del comercio, en especial durante las desaceleraciones económicas. Además, se prevé que las medidas de contención introducidas en respuesta al rebrote de los contagios sean menos disruptivas para el comercio que en la primera ola. El balance de riesgos en torno a las perspectivas globales se considera menos negativo, ya que las noticias acerca de la viabilidad de varias vacunas reducen la probabilidad de materialización del escenario severo contemplado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020. Como el resultado de las negociaciones sobre el Brexit seguía siendo incierto cuando se finalizaron las proyecciones, las proyecciones macroeconómicas se basan en el supuesto técnico de que, a partir del 1 de enero de 2021, las relaciones comerciales entre la Unión Europea (UE) y el Reino Unido se regirán por el principio de nación más favorecida de la Organización Mundial del Comercio. Otros riesgos están relacionados con la posibilidad de que, al tratar de reducir su dependencia de proveedores externos, los países empiecen a diversificar sus proveedores globales (lo que podría incrementar su capacidad de resistencia) o a relocalizar la producción (lo que afectaría negativamente a las complejas cadenas globales de valor).

Actividad económica y comercio mundiales

La economía mundial registró un fuerte repunte en el tercer trimestre de 2020, más acusado de lo previsto anteriormente. A medida que el número de contagios fue reduciéndose y se levantaron las medidas de contención, la economía mundial comenzó a repuntar con intensidad. La recuperación económica se vio respaldada fundamentalmente por el consumo privado, en especial en las economías avanzadas, que también se vio apuntalado por el generoso apoyo de las políticas desplegado en el peor momento de la crisis. En las economías emergentes, la contribución de la demanda exterior neta también fue positiva, gracias a la mejora de la demanda externa. En China, aunque la inversión privada siguió siendo el principal motor de la recuperación, el consumo privado contribuyó positivamente al crecimiento del PIB por primera vez este año. En general, el PIB real mundial

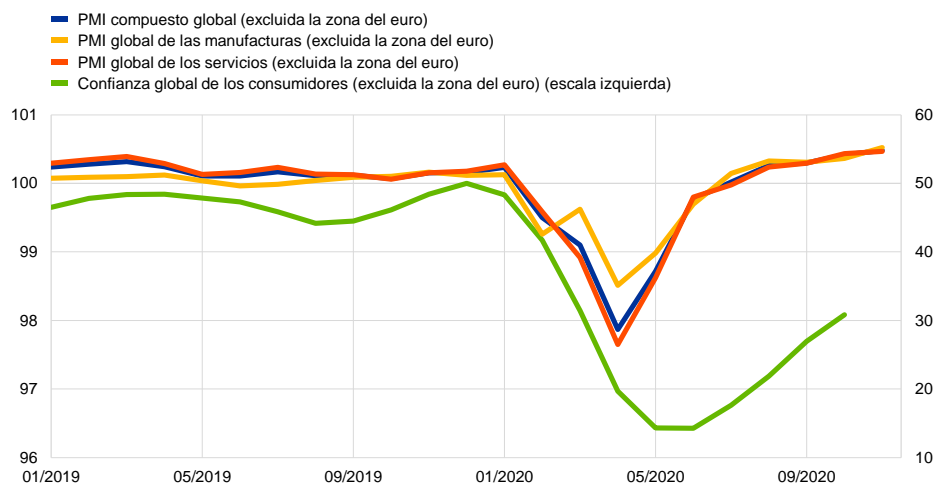
(excluida la zona del euro) creció a un ritmo más rápido de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020.

Los datos más recientes procedentes de encuestas apuntan a la continuación del crecimiento al principio del cuarto trimestre, aunque la confianza de los consumidores sigue siendo débil. En noviembre, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de actividad (excluida la zona del euro) aumentó de nuevo y se situó en 54,8 (desde un nivel de 54,1 en octubre), favorecido por la mejora observada tanto en los servicios como en las manufacturas, lo que sugiere una recuperación económica más amplia (véase gráfico 1). La evolución de este índice fue heterogénea en los distintos países, ya que el PMI compuesto de actividad siguió incrementándose en Estados Unidos, pero cayó a terreno contractivo en el Reino Unido, mientras que en Japón prácticamente no varió y permaneció en terreno contractivo. Entre las economías emergentes, el PMI compuesto volvió a subir en China, lo que indica un sólido crecimiento de la actividad, mientras que en India y Brasil descendió, aunque desde valores muy elevados, lo que señala que la actividad ha continuado creciendo. Al mismo tiempo, pese a que la confianza global de los consumidores se ha recuperado desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2020, se mantiene por debajo de los niveles anteriores a la crisis y ello sugiere una recuperación bastante moderada del consumo.

Gráfico 1

PMI compuesto global de actividad y confianza de los consumidores

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2020 (PMI) y a septiembre de 2020 (confianza de los consumidores).

Diversos factores adversos, en particular las nuevas medidas de contención aplicadas ante el aumento de los contagios por Covid-19, ensombrecen las perspectivas económicas a corto plazo. El repunte de los contagios por Covid-19 está lastrando la recuperación económica mundial. Las medidas de contención adoptadas por los distintos Gobiernos en respuesta al Covid-19 durante la segunda ola son heterogéneas entre países, aunque si se comparan con las aplicadas en la primavera, han tendido a ser más focalizadas y menos disruptivas para la actividad

económica. Con todo, se espera que el rebrote del virus afecte al comportamiento de los agentes, en particular en los sectores más intensivos en contacto. Además, la retirada del apoyo temporal proporcionado por los Gobiernos durante el año puede dar lugar a un «precipicio fiscal» en 2021, sobre todo en las economías avanzadas, salvo que sus planes presupuestarios para 2021 incluyan estímulos fiscales adicionales. Por último, se asume que la elevada incertidumbre sobre la naturaleza de las relaciones comerciales entre la UE y el Reino Unido —también en el ámbito de los servicios— con posterioridad al período de transición es un lastre para las perspectivas de crecimiento.

Las condiciones financieras globales han seguido mejorando en los últimos meses, en un contexto de cierta volatilidad. La recuperación de los activos de riesgo iniciada a finales de marzo se interrumpió temporalmente en septiembre, como consecuencia del aumento de los casos de Covid-19 a escala global, de la mayor incertidumbre relacionada con las elecciones presidenciales en Estados Unidos el 3 de noviembre, y del deterioro de las posibilidades de que se llegara a un acuerdo fiscal antes de las elecciones. Posteriormente, las noticias sobre la disponibilidad inminente de vacunas provocaron una subida de los precios de las acciones en todo el mundo, mientras que los diferenciales de los bonos corporativos y de la deuda soberana descendieron y los inversores perdieron algo de apetito por activos refugio como el oro y los activos denominados en dólares estadounidenses, lo que también dio lugar a una depreciación generalizada de esta moneda. El resultado de las elecciones en Estados Unidos también contribuyó a reducir la incertidumbre y a apuntalar el apetito por el riesgo de los inversores. Este optimismo se moderó cuando los casos de Covid-19 continuaron aumentando y se volvieron a imponer medidas de confinamiento. Actualmente, las condiciones financieras globales son muy favorables, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, aunque siguen estando muy condicionadas por el apoyo de las políticas monetarias y son sensibles al riesgo global.

Después de registrar una contracción del 3 % en 2020, se prevé que el PIB real mundial (excluida la zona del euro) se recupere en 2021 y se modere en 2022 y 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) para 2020 se ha revisado al alza (+0,7 puntos porcentuales), debido al repunte mayor de lo previsto observado en el tercer trimestre. Las proyecciones para 2021 se basan en el supuesto de relajación gradual de las medidas de contención a medida que se vaya disponiendo de soluciones médicas, como vacunas eficaces, y estas se distribuyan entre la población. No obstante, el ritmo de recuperación será diferente de unas regiones a otras, y las economías emergentes serán las que más contribuyan al repunte del crecimiento del PIB mundial durante el horizonte de proyección. Aproximadamente la mitad de la recuperación posterior a la pandemia corresponde a China, que logró contener la propagación del virus en una fase temprana, y proporcionó un estímulo significativo, de modo que, a mediados de 2020, el crecimiento ya había retornado a los niveles registrados antes de la pandemia. Se espera que China sea la única economía importante con un crecimiento positivo en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, el PIB real

mundial (excluida la zona del euro) aumentará a tasas del 5,8 % y el 3,9 % en 2021 y 2022, respectivamente (cifras revisadas en -0,4 puntos porcentuales y +0,1 puntos porcentuales, respectivamente). Dada la compleja naturaleza de la perturbación del Covid-19, sus efectos a largo plazo en la economía mundial siguen planteando interrogantes. En concreto, habida cuenta de que la pandemia incidió de manera más acusada en sectores intensivos en mano de obra, las secuelas a largo plazo podrían materializarse inicialmente a través de una menor oferta de trabajo, pero también del *stock* de capital, como fue el caso en crisis financieras pasadas (véase recuadro 1).

En Estados Unidos, el repunte de los contagios por Covid-19 y la progresiva desaparición del estímulo fiscal ensombrecen las perspectivas a corto plazo.

El PIB real aumentó un 33,1 % en tasa anualizada (7,4 % en términos intertrimestrales) en el tercer trimestre. Este aumento estuvo impulsado por la fuerte reactivación del consumo y de la inversión, lo que, a su vez, quedó reflejado en una intensa recuperación de las importaciones reales. Pese al repunte excepcionalmente pronunciado, el nivel de actividad en Estados Unidos continúa por debajo del registrado antes de la pandemia. Como las cifras de nuevos contagios por Covid-19 y de hospitalizaciones han superado los máximos anteriores, los estados federales han aplicado nuevas restricciones a la movilidad. La progresiva desaparición de los efectos del estímulo fiscal en la renta de los hogares, sin que se haya alcanzado un acuerdo sobre un nuevo paquete de estímulo, solo se vio compensada parcialmente por la reversión del ahorro acumulado en trimestres anteriores. En consecuencia, se espera que el consumo se ralentice este trimestre, como también sugieren los indicadores de alta frecuencia sobre el crédito y los datos sobre pagos con tarjeta de débito. Las condiciones del mercado de trabajo han mejorado, pero la recuperación sigue siendo incompleta. La tasa de paro ha descendido en un contexto de disminución de los despidos temporales, pero el número de nuevas ofertas de empleo sigue siendo bajo, lo que apunta a que las mejoras del empleo serán moderadas a corto plazo. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) cayó hasta situarse en el 1,2 % en octubre, desde el 1,4 % de septiembre, reflejo de la bajada de los precios de la energía, mientras que los precios de los alimentos no experimentaron variaciones. La inflación subyacente disminuyó marginalmente, hasta el 1,6 %, desde el 1,7 % de septiembre, ya que el nuevo aumento de los precios de algunos bienes que la componen, en particular automóviles y camiones de segunda mano, se vio contrarrestado con creces por la caída de la tasa de variación de los precios de servicios básicos, sobre todo servicios médicos.

En China, la recuperación económica ha sido rápida y se ha extendido al sector servicios. Tras el intenso repunte del segundo trimestre (+11,7 % en tasa intertrimestral), el PIB de este país continuó su expansión en el tercer trimestre, aunque a un ritmo más moderado (+2,7 % en tasa intertrimestral). La contribución del consumo final al crecimiento fue positiva, al tiempo que la inversión ha mostrado mayor capacidad de resistencia, también debido al apoyo del Gobierno al gasto en infraestructuras, que ha ayudado a impulsar la recuperación después de la contracción registrada inicialmente. Asimismo, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento fue positiva, reflejo, en parte, del papel desempeñado por China

en el suministro de productos médicos y tecnológicos por todo el mundo. Los datos mensuales apuntan al mantenimiento del vigoroso crecimiento en el cuarto trimestre. Los PMI de actividad de las manufacturas y los servicios señalan un nuevo avance en noviembre. La producción industrial se ha recuperado con fuerza y las ventas del comercio minorista siguieron incrementándose en octubre. La inflación general interanual descendió hasta situarse en el 0,5 % en octubre, desde el 1,7 % del mes precedente, como resultado, principalmente, de la bajada de los precios de los alimentos.

En Japón, tanto la demanda interna como la externa contribuyeron a la recuperación económica, pero el ritmo de expansión disminuirá en un entorno de aumento de los contagios por Covid-19. En el tercer trimestre, el PIB real creció un 5,3 % (en tasa intertrimestral). En concreto, la relajación de las medidas de contención aplicadas en el país, la enérgica respuesta de las autoridades y la recuperación de la demanda externa respaldaron el consumo privado y las exportaciones, mientras que la actividad inversora se mantuvo débil, en un contexto de incertidumbre todavía elevada. Se espera que la recuperación continúe, aunque a un ritmo moderado. Esto refleja, hasta cierto punto, la creciente preocupación asociada al reciente incremento de los contagios. El Banco de Japón anunció una facilidad de depósito especial para aumentar la capacidad de resistencia del sistema financiero regional, al tiempo que el Gobierno anunció hace poco un tercer presupuesto complementario para el ejercicio fiscal 2020, y ambos instrumentos deberían proporcionar cierto apoyo a la actividad en los próximos trimestres. La inflación general interanual medida por el IPC volvió a descender en octubre, hasta el -0,4 %, desde el 0 % de septiembre, aunque la mayor parte de este descenso obedeció a factores idiosincrásicos, como la desaparición progresiva del impacto de la subida del IVA introducida en octubre de 2019.

En el Reino Unido, la recuperación económica está perdiendo impulso, en un contexto de nuevas medidas de confinamiento. La economía repuntó en el tercer trimestre (+15,5 % en tasa intertrimestral), respaldada por el fuerte rebote del consumo, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa. Con todo, el crecimiento se revertirá. Datos recientes procedentes de encuestas sugieren una desaceleración significativa del ritmo de crecimiento desde agosto, incluso antes de que, en noviembre, se impusieran medidas de restricción a la actividad del comercio minorista no esencial y de los sectores de alimentación, alojamiento y ocio (que representan aproximadamente el 12 % del valor añadido de la economía) de un mes de duración a escala nacional. Aunque estas medidas comportan menos restricciones a la actividad que en el confinamiento estricto de primavera, el PMI compuesto volvió a situarse en terreno contractivo en noviembre. Mientras, las débiles perspectivas del mercado de trabajo limitan el consumo, y la incertidumbre asociada a las relaciones comerciales —incluidos los servicios— tras el período de transición sigue frenando la inversión privada. Habida cuenta de que las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020 se finalizaron antes del acuerdo sobre el Brexit alcanzado recientemente, el escenario central para el Reino Unido se basaba en el supuesto técnico de que, a partir del 1 de enero de 2021, sus relaciones comerciales con la UE pasarán a regirse por el principio de nación más favorecida de la OMC. En particular, se parte

del supuesto de que en el cuarto trimestre de 2020 se producirá una acumulación de importaciones en el país que desaparecería a principios de 2021. La inflación repuntó en octubre, algo antes de lo esperado, y la inflación general interanual medida por los precios de consumo se incrementó hasta el 0,7 %, desde el 0,5 % del mes precedente. Este incremento estuvo impulsado por el repunte de los precios de los productos, que se encontraban en niveles negativos, mientras que la inflación interanual de los precios de los servicios se mantuvo estable, en el 1,4 %. La inflación subyacente medida por el IPC también aumentó levemente, hasta el 1,5 %.

En los países de Europa Central y Oriental se espera que la recuperación económica se interrumpa de forma transitoria ante el deterioro de la situación de la pandemia. El PIB real de la región experimentó un repunte acusado en el tercer trimestre, como consecuencia de la normalización de la producción en un entorno de relajación de las medidas de contención. Sin embargo, la pandemia se ha ido reintensificando en la región, y los nuevos contagios diarios han superado los registrados en la primera ola. Como los indicadores de severidad han ido aumentando en la mayoría de los países de Europa Central y Oriental, se prevé que la recuperación se frene hasta principios de 2021. Posteriormente, la relajación de las restricciones y la menor preocupación sobre la situación sanitaria deberían reactivar el crecimiento, que también se vería respaldado por medidas monetarias y fiscales contundentes. De cara al futuro se espera que la actividad se mantenga por debajo de los niveles de finales de 2019 hasta comienzos de 2022.

En los grandes países exportadores de materias primas, el ritmo de recuperación se ralentizará, en un contexto de cifras de contagios todavía elevadas y de reducido margen para proporcionar apoyo fiscal adicional. En Rusia se espera que la economía se recupere en el tercer trimestre, gracias a las medidas adoptadas por las autoridades y a la mejora del control de los contagios. Además, la relajación temporal de los recortes de producción de la OPEP+¹ ha sostenido la producción de petróleo recientemente, y la recuperación del crecimiento de importantes socios comerciales ha seguido favoreciendo las exportaciones de productos energéticos. Con todo, como las cifras de contagios han vuelto a incrementarse, el crecimiento se desacelerará de nuevo en el cuarto trimestre. En Brasil, la economía ha repuntado, a lo que han contribuido las contundentes medidas de apoyo monetario y fiscal adoptadas, situadas entre las de mayor envergadura de América Latina. No obstante, el número de casos de Covid-19 sigue siendo elevado. Aunque la adopción de medidas de contención limitadas ha reducido las repercusiones económicas de la perturbación inicial, ha intensificado la gravedad de la pandemia. Las altas tasas de contagio, junto con el escaso margen de maniobra fiscal futuro, también lastrarán la inversión y el consumo y, en última instancia, la senda de recuperación económica, ya que se prevén tasas de crecimiento moderadas a corto y a medio plazo.

En Turquía, el impacto económico del Covid-19 fue intenso pero breve, y el repunte de la actividad de las manufacturas está impulsando la recuperación económica. La acusada mejora observada en el tercer trimestre (+15,6 % en tasa

¹ La OPEP+ es una coalición de países productores de petróleo liderada por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y Rusia.

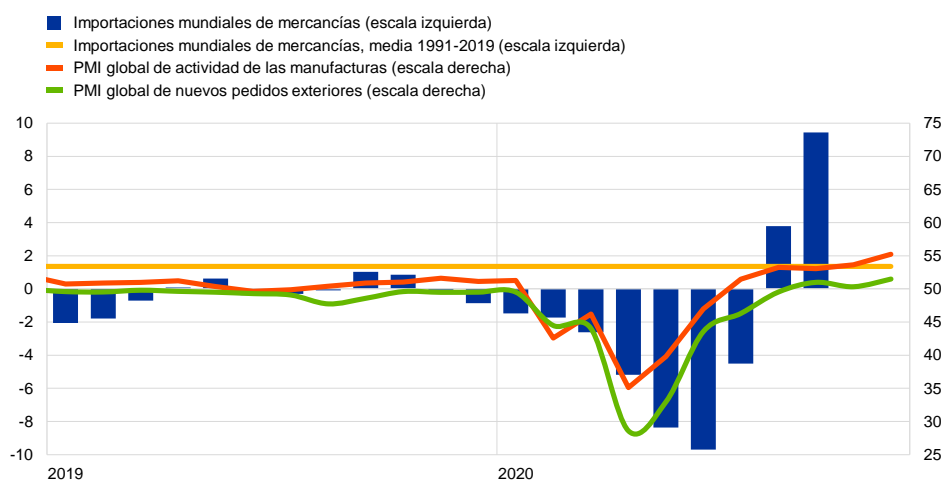
intertrimestral) refleja la fortaleza del consumo privado y de la inversión ante unas condiciones de financiación muy favorables. El sector manufacturero está impulsando la recuperación, aunque la actividad de los servicios también ha repuntado notablemente con respecto al fuerte desplome que se produjo en el peor momento de la crisis. En conjunto, la actividad económica en este país se ha recuperado hasta situarse en los niveles anteriores a la pandemia. Con todo, a medida que el estímulo de las políticas se vaya reduciendo, se espera una moderación del crecimiento, en particular del consumo personal basado en el crédito.

El comercio mundial (excluida la zona del euro) también repuntó con fuerza en el tercer trimestre y se espera que se modere en el cuarto. Las importaciones mundiales de mercancías (excluida la zona del euro) continuaron aumentando en septiembre (3,4 % en tasa intermensual) después de registrar un incremento del 1,9 % en agosto. En conjunto, estos datos confirman una sólida recuperación del comercio mundial en el tercer trimestre (+9,4 % en términos intertrimestrales), tras la acusada contracción registrada en el segundo (-9,7 % en tasa intertrimestral) (véase gráfico 2). El pronunciado repunte del tercer trimestre refleja la composición de la recuperación económica y el funcionamiento más ordenado de las cadenas globales de valor, aunque se considera que el comercio de servicios sigue afectando al comercio mundial, ya que algunos sectores (por ejemplo, el de turismo) se colapsaron como consecuencia de la perturbación del Covid-19. Los datos procedentes de encuestas señalan la continuación del crecimiento en el cuarto trimestre, aunque a un ritmo cada vez más moderado. El PMI global (excluida la zona del euro) de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas, que muestra una correlación elevada con el comercio mundial, avanzó hasta situarse en 51,5 en noviembre, desde un nivel de 50,3 en octubre.

Gráfico 2

Encuestas y comercio mundial 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 noviembre de 2020 (PMI) y a septiembre de 2020 (importaciones mundiales de mercancías). Los índices y los datos se refieren al agregado global, excluida la zona del euro.

Después de registrar una contracción del 9,2 % en 2020, se prevé que el comercio mundial (excluida la zona del euro) repunte en 2021 y crezca a un ritmo más moderado en 2022-2023. El acusado descenso de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) en 2020 en comparación con la actividad económica refleja su marcado carácter procíclico, especialmente durante las desaceleraciones económicas. Las interrupciones temporales en las cadenas globales de suministro y el aumento de los costes comerciales como consecuencia de las medidas de contención del Covid-19 también pesaron sobre el comercio mundial en la primera mitad de 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, la tasa de crecimiento del comercio mundial (excluida la zona del euro) en 2020 se ha revisado al alza (+4,5 puntos porcentuales) debido, principalmente, al intenso repunte del tercer trimestre. Esta revisión eleva el nivel de las importaciones mundiales en relación con la trayectoria prevista en las proyecciones del BCE de septiembre de 2020 y supone una reducción de la brecha con respecto al escenario central anterior al Covid, aunque sigue apuntando a una recuperación incompleta. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, el comercio mundial crecerá un 7,1 % en 2021, un 3,9 % en 2022 y un 3,4 % en 2023. Asimismo, se prevé una disminución de la demanda externa de la zona del euro del 10,7 % en 2020, así como un avance del 6,6 % en 2021, el 4,1 % en 2022 y el 3,4 % en 2023.

Las perspectivas económicas mundiales siguen sujetas a varios riesgos, aunque se considera que el balance de riesgos para las perspectivas es más positivo. Como la economía mundial sigue rodeada de incertidumbre sobre el momento en el que la crisis sanitaria estará resuelta por completo, el escenario central de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020 se ha complementado con dos escenarios alternativos², uno suave y otro severo. Se puede considerar que estos escenarios proporcionan un intervalo ilustrativo en torno a las proyecciones de referencia. Las noticias sobre el desarrollo de vacunas eficaces han impulsado la confianza en que la pandemia podrá contenerse con éxito y han reducido las probabilidades de materialización del escenario severo. Además, como la pandemia de Covid-19 ha puesto en evidencia la dependencia de proveedores externos que tienen algunos países, ello puede dar lugar a que intenten diversificar sus proveedores globales (lo que podría incrementar la capacidad de resistencia) o relocalizar la producción (lo que afectaría negativamente a las complejas cadenas globales de valor).

Evolución mundial de los precios

Los precios del petróleo han aumentado casi un 25 % desde mediados de septiembre. Después del acusado repunte que experimentaron en el verano, los precios del crudo se estancaron en septiembre y octubre. Desde principios de noviembre, estos precios han subido siguiendo las tendencias positivas observadas

² Para más detalles, véase el recuadro titulado «Escenarios alternativos de las perspectivas económicas de la zona del euro» en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2020.

en los mercados financieros globales, ya que las crecientes perspectivas de distribución de varias vacunas elevan las posibilidades de un retorno a la normalidad en 2021. Con todo, ni la Agencia Internacional de la Energía (AIE) ni la OPEP prevén un incremento significativo de la demanda de petróleo hasta finales de 2021. De hecho, la AIE espera que la recuperación de la demanda se frene en el cuarto trimestre de 2020, debido al aumento de los nuevos casos de Covid-19 en todo el mundo. Después de permanecer en «contango» (es decir, los precios de los futuros del petróleo son más elevados) desde marzo, la curva de futuros volvió a situarse en «backwardation» (esto es, los precios de los futuros son más bajos) a principios de diciembre.

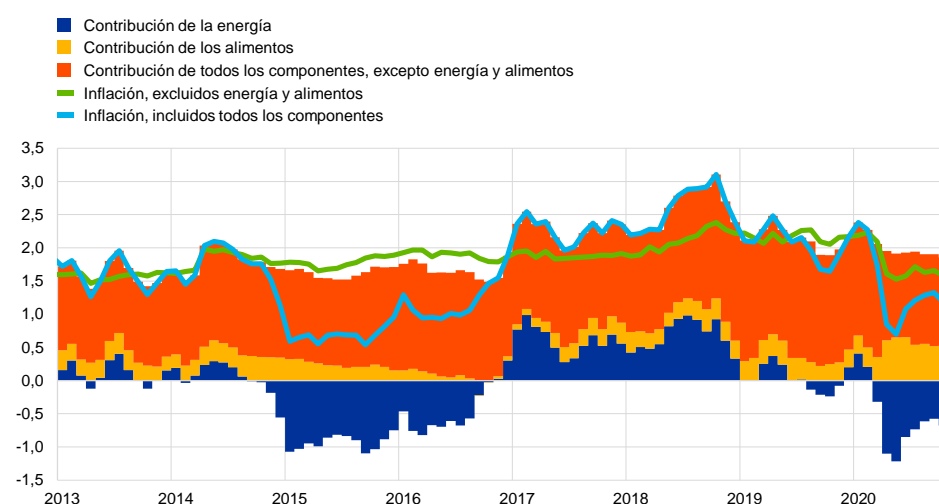
La inflación mundial sigue siendo moderada, en un entorno de debilidad de la demanda global.

En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo (IPC) se redujo ligeramente y se situó en el 1,2 % en octubre. La tasa de variación de los precios de los alimentos se mantuvo estable, en el 3,6 %, mientras que la contribución negativa de los precios de la energía a la inflación general aumentó de nuevo. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, retrocedió 0,1 puntos porcentuales en octubre, hasta el 1,6 %. En las economías avanzadas, el IPC general se redujo en Estados Unidos, en términos interanuales, y pasó a ser negativo en Japón (-0,4 %) en octubre, pero aumentó en el Reino Unido y en Canadá. En las principales economías emergentes no pertenecientes a la OCDE, la inflación general interanual se incrementó en octubre en Rusia, en India y, de manera más acusada, en Brasil, mientras que en China descendió.

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 octubre de 2020.

Se espera que las perspectivas de inflación mundial continúen siendo débiles, aunque la recuperación de la demanda podría sostener los precios en el

futuro. La composición de la recuperación será un factor clave en las perspectivas de inflación mundial. Aunque la demanda embalsada puede contribuir a la recuperación e impulsar al alza la inflación, las restricciones de oferta podrían desaparecer con rapidez, lo que generaría presiones desinflacionistas. Se espera que los precios de exportación (en moneda nacional) de los competidores de la zona del euro repunten a principios de 2021. Se prevé que este repunte se vea estimulado por la mejora del entorno global y por la recuperación de los precios de las materias primas desde los mínimos registrados en abril de 2020, aunque la contribución de la inflación de los precios de producción será negativa, reflejo de la persistente holgura de la economía mundial. Se proyecta que la inflación de los precios de exportación de los competidores de la zona retorne a su media de largo plazo hacia principios de 2022.

2 Evolución financiera

Durante el período de referencia (del 10 de septiembre al 9 de diciembre de 2020), la curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) fluctuó algo, pero, en el conjunto del período, apenas varió. Esta evolución refleja la preocupación por la propagación acelerada del coronavirus (Covid-19) en Europa, por un lado, y las noticias positivas sobre las vacunas, por otro. Dado que la curva continúa estando solo ligeramente invertida en los plazos cortos, no señala expectativas claras de un recorte de los tipos de interés a muy corto plazo. Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo registraron una caída considerable en la zona del euro, en un entorno de expectativas de mantenimiento de las medidas de apoyo monetario y fiscal, y de mejora global de la percepción de riesgos, como consecuencia, en particular, de las noticias sobre el éxito de los ensayos de las vacunas. Los precios de los activos de riesgo subieron en consecuencia. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció levemente.

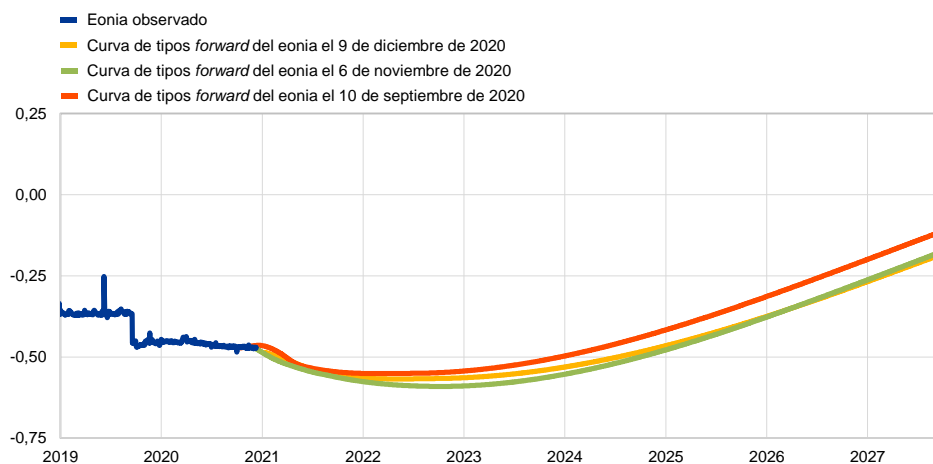
El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -46 y -55 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado³. El exceso de liquidez aumentó en 475 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 3.456 mm de euros. Este cambio refleja, principalmente, las compras de activos 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), así como la liquidación de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) en septiembre.

La curva de tipos forward del eonia apenas varió en comparación con el comienzo del período considerado (véase gráfico 4). Sin embargo, esta curva registró fluctuaciones apreciables dentro del período. La curva se invirtió en la primera parte del período analizado, debido a la preocupación sobre la propagación acelerada del Covid-19 en Europa, pero se aplanó el 9 de noviembre, cuando se publicaron los primeros anuncios positivos sobre las vacunas. Desde entonces, se ha mantenido prácticamente sin cambios. El mínimo de la curva, que se sitúa 10 puntos básicos por debajo del nivel actual del eonia (-47 puntos básicos), corresponde a abril de 2022. Por tanto, la curva indica que los mercados financieros no están descontando un recorte inminente de los tipos de interés. Asimismo, las encuestas y la evidencia basada en modelos sugieren que se espera que los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo permanezcan estables en los próximos meses.

³ 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.

Gráfico 4 Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

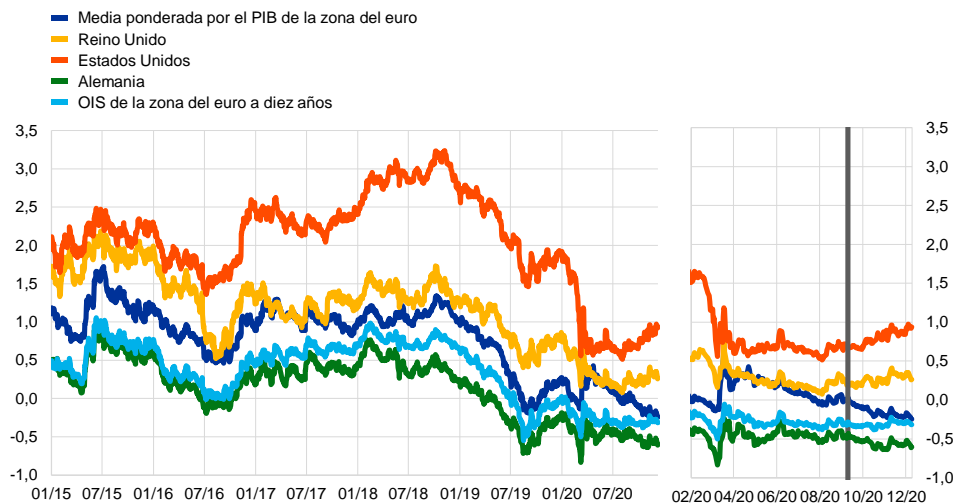
Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se redujeron significativamente en la zona del euro, mientras que registraron un aumento notable en Estados Unidos (véase gráfico 5). En concreto, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB pasó a ser negativo, dado que descendió 27 puntos básicos hasta situarse en el -0,25 %. En cambio, en Estados Unidos el rendimiento de la deuda equivalente se incrementó en 26 puntos básicos, hasta el 0,94 %. La evolución divergente en las distintas jurisdicciones refleja las mayores expectativas de que el BCE aumentaría las compras de activos en el marco del PEPP. Además, es probable que el programa «Next Generation EU» (NGEU) y el Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE, por sus siglas en inglés) hayan contribuido a la disminución de los rendimientos soberanos de la zona del euro estrechando los diferenciales, debido a la mejora de las perspectivas fiscales y de crecimiento de los Estados miembros, así como de la percepción de riesgos⁴.

⁴ En el período de referencia se produjeron las cinco primeras emisiones de la Comisión Europea en el marco del SURE, con vencimientos de entre cinco y 30 años, y un importe que ascendió a 39,5 mm de euros. Las emisiones atendieron una demanda históricamente elevada, pues la demanda de suscripción superó en más de diez veces la oferta.

Gráfico 5

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

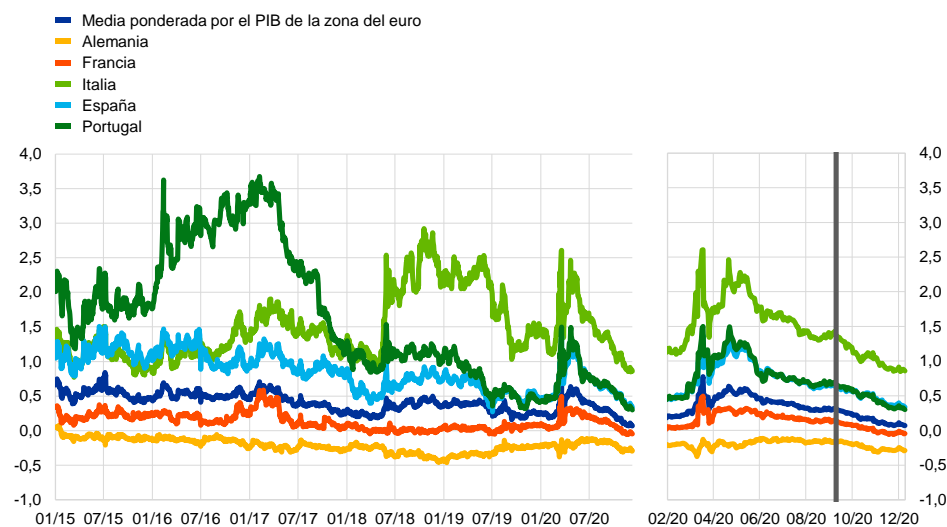
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de septiembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de diciembre de 2020.

Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) volvieron a estrecharse en un entorno de expectativas de mantenimiento de las medidas de apoyo monetario y fiscal, así como de mejora global de la percepción de riesgos (véase gráfico 6). El diferencial de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo en 24 puntos básicos, hasta situarse en el 0,07 %, un nivel inferior al observado antes de la pandemia. El descenso fue especialmente pronunciado en Italia, Portugal y España, donde los diferenciales a diez años disminuyeron 50, 36 y 30 puntos básicos, respectivamente, y se situaron en el 0,86 %, el 0,30 % y el 0,34 %. Los diferenciales al mismo plazo correspondientes a Francia y Alemania descendieron en menor medida —19 y 15 puntos básicos, respectivamente— hasta el -0,05 % y el -0,29 %.

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.

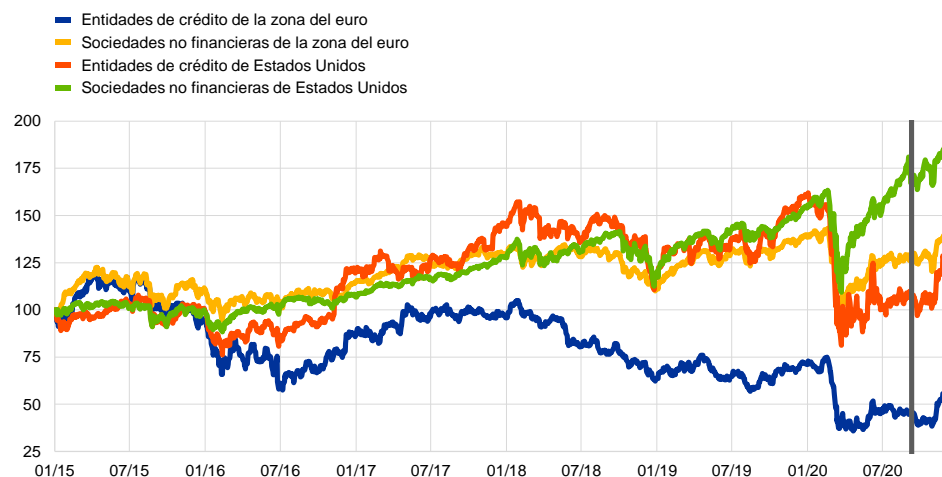
Notas: El diferencial se calcula restando el tipo *swap* del eonia a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de septiembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de diciembre de 2020.

Las cotizaciones de la zona del euro y de Estados Unidos fluctuaron en una banda estable durante gran parte del período considerado, pese a la intensificación de la pandemia, y aumentaron significativamente como consecuencia de las noticias sobre las vacunas (véase gráfico 7). Los precios de las acciones se sustentaron en la mejora continua de las expectativas de crecimiento de los beneficios a corto plazo, mientras que las relativas a los beneficios a más largo plazo se revisaron a la baja, lo que indica riesgos macroeconómicos a la baja y la posibilidad de que la pandemia deje secuelas económicas a más largo plazo. Al mismo tiempo, la percepción de riesgos mejoró con las noticias sobre las vacunas que empezaron a publicarse a principios de noviembre, lo que redujo la prima de riesgo de las acciones y respaldó las cotizaciones. En conjunto, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos registraron alzas del 9,2 % y del 10 %, respectivamente. Las cotizaciones del sector bancario de estas dos áreas económicas se beneficiaron en mayor medida de las noticias sobre el éxito de los ensayos de las vacunas, y los índices subieron un 23,1 % y un 21,9 %, respectivamente, recuperando, en parte, las mayores pérdidas (en comparación con las sociedades no financieras) anotadas desde el comienzo de la pandemia.

Gráfico 7

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



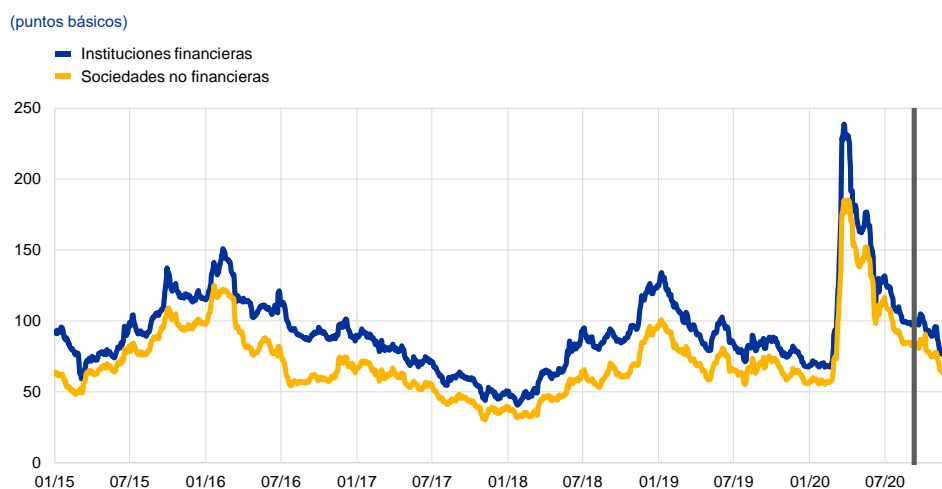
Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de septiembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de diciembre de 2020.

Los diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión disminuyeron en el período considerado, que incluyó una caída significativa cuando se publicaron las noticias sobre el éxito de los primeros ensayos de las vacunas (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 25 y 30 puntos básicos, respectivamente, y, en particular, disminuyeron unos 5 puntos básicos el 9 de noviembre, cuando el mercado conoció el éxito de los ensayos de las vacunas. El descenso total refleja, principalmente, 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, en general, estables. Pese a la significativa reducción adicional, los diferenciales de los bonos corporativos permanecen ligeramente por encima de los niveles anteriores a la pandemia. Los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad también se estrecharon de forma considerable en el período analizado.

Gráfico 8

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



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

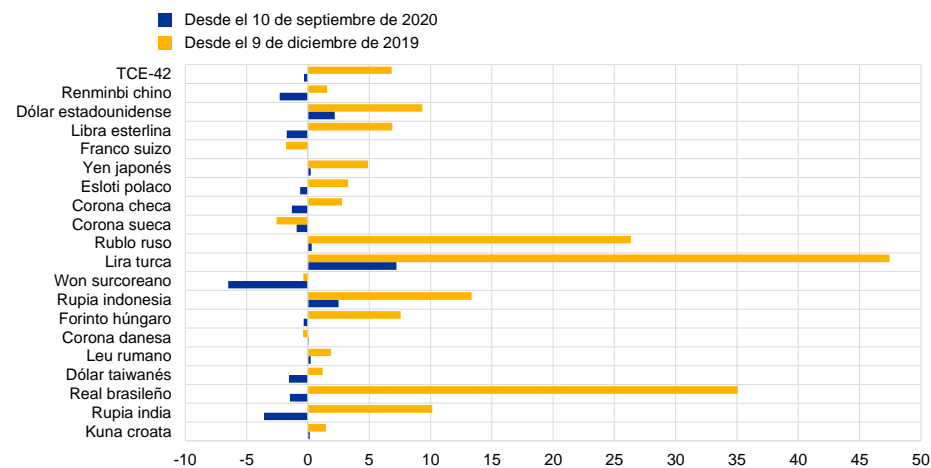
Notas: Los diferenciales se calculan como los diferenciales de los *asset swaps* con respecto al tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de septiembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 9 de diciembre de 2020.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció ligeramente (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 depreció un 0,3 % durante el período analizado, pese a que se mantuvo solo un 1,9 % por debajo de su máximo histórico alcanzado en diciembre de 2008. Con respecto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el euro continuó fortaleciéndose de forma notable frente al dólar estadounidense (2,2 %), como consecuencia del debilitamiento adicional del dólar, en un entorno de mejora de la percepción de riesgos. En este contexto, el euro también se apreció ligeramente frente al yen japonés (0,2 %), pero apenas varió frente al franco suizo. Al mismo tiempo, la moneda única se debilitó frente a la libra esterlina (1,7 %), así como frente a las monedas de la mayoría de las principales economías emergentes, en especial el renminbi chino (2,3 %) y el won surcoreano (6,5 %).

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 diciembre de 2020.

3 Actividad económica

El PIB real de la zona del euro creció con intensidad, un 12,5 % en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2020. La actividad económica de la zona se vio respaldada por el fuerte repunte de todos los componentes de la demanda a medida que, a partir de mayo de 2020, comenzaron a levantarse las medidas de contención de la pandemia de coronavirus (Covid-19). Esta evolución se plasmó en una contribución positiva del consumo privado, de la inversión y de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB. Con todo, en el tercer trimestre de 2020, el PIB se mantuvo un 4,4 % por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2019, antes de la pandemia. La información más reciente sobre la evolución económica, como la procedente de encuestas y de indicadores de alta frecuencia, es acorde con un retroceso significativo de la actividad en el último trimestre de 2020 —aunque de una magnitud muy inferior al registrado en el segundo trimestre de este año—, debido al pronunciado repunte de la pandemia y a la necesidad de reintroducir medidas de contención desde mediados de octubre, que han afectado, sobre todo, a los servicios. Aunque, según las estimaciones, el PIB real habría experimentado una contracción en el cuarto trimestre de 2020, las perspectivas para 2021 y años posteriores siguen estrechamente vinculadas a la evolución de la pandemia y a la distribución de las vacunas contra el Covid-19. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020 contemplan un descenso anual del PIB real del 7,3 % en 2020 y un aumento del 3,9 % en 2021, el 4,2 % en 2022 y el 2,1 % en 2023. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2020, el crecimiento del PIB real se ha revisado al alza en 0,7 puntos porcentuales para 2020 y a la baja en 1,1 puntos porcentuales para 2021, y se ha corregido al alza —en un punto porcentual— para 2022, con lo que, en términos generales, se recuperaría hasta el nivel previsto en el escenario central de septiembre a medio plazo. Pese a que los riesgos a la baja para las perspectivas son ahora menos pronunciados, debido a las noticias sobre las expectativas de distribución de las vacunas en el futuro próximo, siguen apuntando a la baja como consecuencia de las implicaciones de la pandemia para las condiciones económicas y financieras.

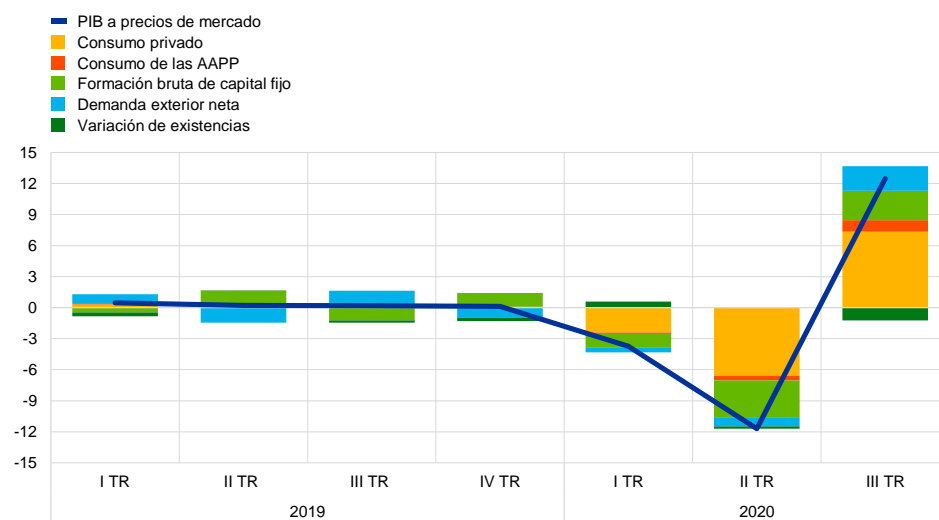
El crecimiento de la zona del euro se recuperó con fuerza en el tercer trimestre de 2020, pero se estima que ha vuelto a retroceder en el último trimestre del año.

El PIB real experimentó un repunte del 12,5 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2020 y se recuperó, en parte, de la acusada y profunda caída —el 15 % en términos acumulados— registrada en la primera mitad del año (véase gráfico 10). En general, en el tercer trimestre de 2020, el PIB se mantuvo un 4,4 % por debajo del nivel observado en el último trimestre de 2019. La contribución de la demanda interna al crecimiento en el tercer trimestre del año fue positiva, mientras que la de la variación de existencias fue ligeramente negativa. La evolución del sector exterior también respaldó el crecimiento de la zona del euro, como refleja la aportación positiva de la demanda exterior neta. Si se tiene en cuenta la intensidad importadora de los distintos componentes de la demanda, los factores externos contribuyeron de forma especialmente notable a la dinámica de crecimiento en 2020

(véase recuadro 4). En cuanto a la producción, la recuperación del tercer trimestre estuvo impulsada tanto por las manufacturas como por los servicios. Con todo, se observó una evolución muy diferente en los distintos sectores, en particular en el caso de los servicios, donde la producción se mantuvo muy por debajo del nivel previo a la pandemia.

Gráfico 10
PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones intertrimestrales en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

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

La situación del mercado de trabajo mejoró ligeramente en el tercer trimestre, debido al fuerte repunte de la actividad. En el tercer trimestre de 2020, el empleo creció un 1 %, tras experimentar un retroceso del 3 % en el segundo (véase gráfico 11). Pese a esta mejora, en el tercer trimestre de 2020, el nivel de empleo fue un 2,2 % inferior al del cuarto trimestre de 2019. Las horas trabajadas continúan desempeñando un papel importante en el ajuste del mercado de trabajo de la zona del euro. El total de horas trabajadas se incrementó un 14,8 % en el tercer trimestre, después de descender un 13,6 % en el segundo, pero permaneció un 4,6 % por debajo del nivel observado en el cuarto trimestre de 2019. La tasa de paro fue del 8,4 % en octubre, después de situarse en el 8,7 % en julio, y se mantuvo en torno a 1,2 puntos porcentuales por encima de la registrada en febrero, antes de la pandemia. El mercado laboral sigue estando respaldado por los programas de mantenimiento del empleo. Según las estimaciones, el porcentaje de trabajadores acogidos a estos programas era de alrededor del 5 % de la población activa en octubre, lo que supone un descenso con respecto al 18 % de abril, pero las cifras están empezando a aumentar de nuevo en algunos países, como consecuencia de las medidas de confinamiento más recientes⁵.

⁵ Véase el artículo titulado «The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market» en este Boletín Económico.

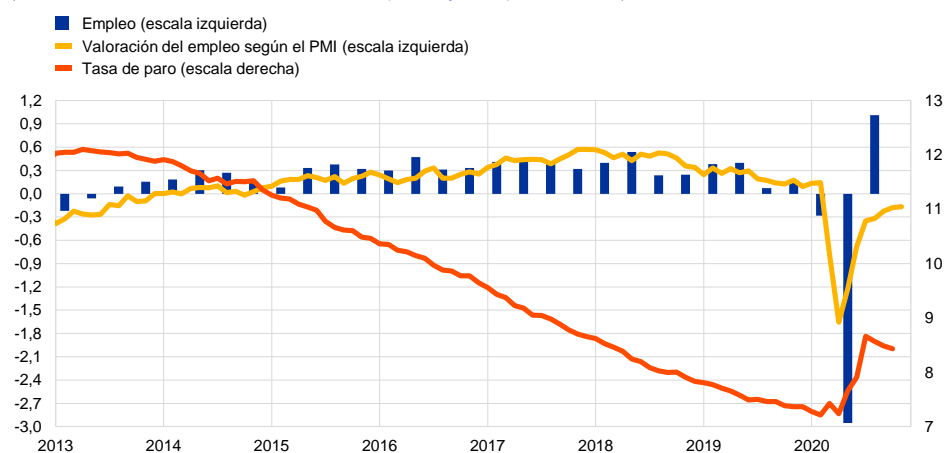
Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo se han recuperado parcialmente, pero continúan señalando una evolución contractiva.

El índice de directores de compras (PMI) relativo al empleo aumentó de forma marginal y se situó en 48,3 en noviembre, desde un valor de 48,2 en octubre, y se ha recuperado sustancialmente desde abril, cuando registró su nivel más bajo hasta la fecha. Sin embargo, el nivel actual del PMI sigue apuntando a un retroceso del empleo y podría interpretarse como una indicación temprana de unas débiles perspectivas de empleo en los próximos meses.

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 PMI está expresado como una desviación de 50 dividido por 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2020 para el empleo, a noviembre de 2020 para el PMI y a octubre de 2020 para la tasa de paro.

Después de registrar un repunte significativo en el tercer trimestre, el 14 % en tasa intertrimestral, el gasto en consumo comenzó a disminuir de nuevo en el cuarto.

Mientras que las matriculaciones de automóviles fluctuaron en niveles próximos a los observados antes de la pandemia (con un descenso interanual del 4,1 %) en octubre, ese mes, el comercio minorista creció un 1,5 % en tasa intermensual. Es probable que estos porcentajes no reflejen aún el impacto de la reintroducción de las medidas de contención a partir de mediados de octubre. En cambio, la confianza de los consumidores siguió disminuyendo en noviembre y se situó en -17,6, frente a un promedio de -14,5 en el tercer trimestre. En algunos países de la zona del euro, el consumo de bienes duraderos en el tercer trimestre superaba ya los niveles anteriores a la irrupción de la pandemia por un pequeño margen. Sin embargo, esta evolución se vio eclipsada por el impacto negativo del consumo de servicios, que se mantiene muy por debajo de las tendencias históricas. La preocupación de los hogares acerca del deterioro de su situación financiera ha ido en aumento, por lo que la intención de realizar grandes compras ha permanecido en la cota más baja observada desde la crisis de deuda soberana. Se espera que la tasa de ahorro vuelva a incrementarse en el cuarto trimestre, debido a la cautela de los consumidores y al endurecimiento de las medidas de confinamiento.

La inversión empresarial (aproximada por la inversión, excluida la construcción) aumentó con fuerza en el tercer trimestre de 2020, un 13,6 % en tasa intertrimestral, pero la recuperación perdió impulso en el cuarto. Pese al intenso repunte, la inversión, excluida la construcción, se mantiene un 15,7 % por debajo del nivel anterior a la crisis. Aunque el PMI de bienes de equipo arrojó un dato positivo en octubre y en noviembre (55,6 en noviembre, frente a 54,7 en septiembre), se espera que la inversión disminuya en el cuarto trimestre, ya que se prevé que la segunda ola de la pandemia también haya afectado a los beneficios de las empresas. Además, la confianza relativa a la inversión empresarial volvió a descender en noviembre, mientras que la utilización de la capacidad productiva sigue siendo muy inferior al nivel previo a la crisis, lo que implica que existe margen para incrementar la producción con el *stock* de capital existente. Asimismo, la relativa capacidad de resistencia del sector manufacturero ante los nuevos confinamientos puede interpretarse como una señal positiva para las perspectivas de inversión a corto plazo. Con todo, a más largo plazo, el aumento de la carga financiera —como reflejan las ratios de apalancamiento más elevadas de las empresas— plantea riesgos a la baja para la recuperación de la inversión.

La inversión de los hogares (aproximada por la inversión en construcción residencial) también repuntó con fuerza en el tercer trimestre de 2020, un 12,3 % en tasa intertrimestral, pero las perspectivas a corto plazo siguen siendo inciertas. El intenso repunte del tercer trimestre de 2020 no llegó a ser una recuperación completa, ya que la inversión en construcción residencial todavía permanece un 3,8 % por debajo del nivel del final de 2019. La marcada diversidad de la evolución de la vivienda entre países durante los tres primeros trimestres de 2020 debería disminuir a corto plazo, ya que las perspectivas parecen poco halagüeñas para todos los países importantes de la zona del euro, pese a que se observaron algunas señales positivas al principio del cuarto trimestre. Los últimos datos sobre concesión de visados de obra nueva muestran una desaceleración pronunciada en la primera mitad del año, lo que apunta a una reducción de los proyectos de construcción en preparación. En octubre, el PMI de actividad de la construcción y de los servicios inmobiliarios se adentró más en terreno contractivo. Tras registrar una leve mejora en octubre, la confianza de las empresas de la construcción y de las inmobiliarias descendió en noviembre, ya que la nueva ronda de medidas para contener la segunda ola del coronavirus adoptadas desde mediados de octubre hizo mella en la actividad. Durante el mismo período, las empresas de los sectores de la construcción y de actividades inmobiliarias señalaron la existencia de limitaciones crecientes de oferta en su producción, relacionadas, sobre todo, con sus condiciones financieras. Por el lado de la demanda, según la encuesta de opinión de los consumidores que elabora la Comisión Europea, las nuevas restricciones y el aumento de la incertidumbre en torno al rebrote de la pandemia desalentó a los hogares a realizar grandes compras en noviembre, incluido en *stock* de vivienda nueva y existente.

El comercio de la zona del euro experimentó un fuerte repunte y contribuyó positivamente al crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2020, pero su recuperación se desacelerará en los próximos meses. Mientras que las exportaciones reales de bienes de la zona del euro recuperaron con creces el

terreno perdido en el trimestre anterior, con un avance intertrimestral del 20,1 %, las exportaciones reales de servicios de la zona solo repuntaron un 9,2 %, tras registrar un retroceso del 21 %. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue muy positiva (2,4 puntos porcentuales). Los datos del comercio de bienes ponen de manifiesto que la expansión de las exportaciones fue generalizada en septiembre. La recuperación intertrimestral de las exportaciones de manufacturas no químicas, sobre todo de maquinaria y de material de transporte, fue más intensa, en términos relativos, en el tercer trimestre de 2020. Este ha sido particularmente el caso de las exportaciones de automóviles. Con todo, es probable que las nuevas medidas de confinamiento alteren el patrón de recuperación del comercio de la zona del euro en los próximos meses. Aunque el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro siguió apuntando a una mejora adicional de los intercambios comerciales de bienes, descendió hasta situarse en 53 en noviembre, al tiempo que la valoración de los niveles de las carteras de pedidos exteriores de la Comisión Europea, en terreno negativo, mejoró solo ligeramente. Por otra parte, las nuevas restricciones asociadas al Covid-19 están lastrando el comercio de servicios, ya de por sí afectado, y el PMI de nuevos pedidos exteriores de los servicios volvió a retroceder y se situó en 39,2.

Los indicadores de alta frecuencia y los resultados de las últimas encuestas están en consonancia con una caída del PIB en el último trimestre de 2020. En los últimos meses se ha producido una clara tendencia a la baja de los indicadores de alta frecuencia de movilidad correspondientes a los países de la zona del euro, que han evolucionado en paralelo con un índice sintético de severidad que se ha mantenido aproximadamente en un nivel intermedio entre su máximo de abril y el mínimo posterior de julio. Los indicadores de opinión apuntan a una nueva contracción de la actividad que afectaría, sobre todo, a los servicios. En el caso del turismo en particular, es probable que la reintroducción de restricciones a los viajes en octubre refuerce la sustitución del turismo extranjero por el nacional observada durante la primera ola de la pandemia, lo que sugiere un deterioro general de los servicios turísticos en el último trimestre del año (véase recuadro 5). El PMI *flash* compuesto de actividad registró un fuerte descenso y se situó en 45,3 en noviembre, desde un valor de 50 en octubre, principalmente como consecuencia del sustancial retroceso del índice de servicios (de 46,9 a 41,7). Mientras tanto, el índice de actividad de las manufacturas también se redujo, aunque en mucha menor medida —de 58,4 a 55,3—, y continuó siendo acorde con un aumento de la actividad. Con todo, las perspectivas a corto plazo siguen sujetas a una elevada incertidumbre, especialmente si se tienen en cuenta los cambios inusuales observados en las relaciones estadísticas y económicas durante la pandemia de Covid-19 (véase en el recuadro 3 una descripción de las innovaciones en el conjunto de herramientas analíticas del BCE para evaluar el impacto a corto plazo de la pandemia).

De cara al futuro, las expectativas de crecimiento a medio plazo siguen estrechamente vinculadas a la evolución gradual de la pandemia y al éxito en la distribución de las vacunas contra el Covid-19. Aunque el comienzo temprano de la distribución de las vacunas es un factor fundamental que respalda las expectativas de una recuperación rápida, pasará tiempo hasta lograr la inmunidad

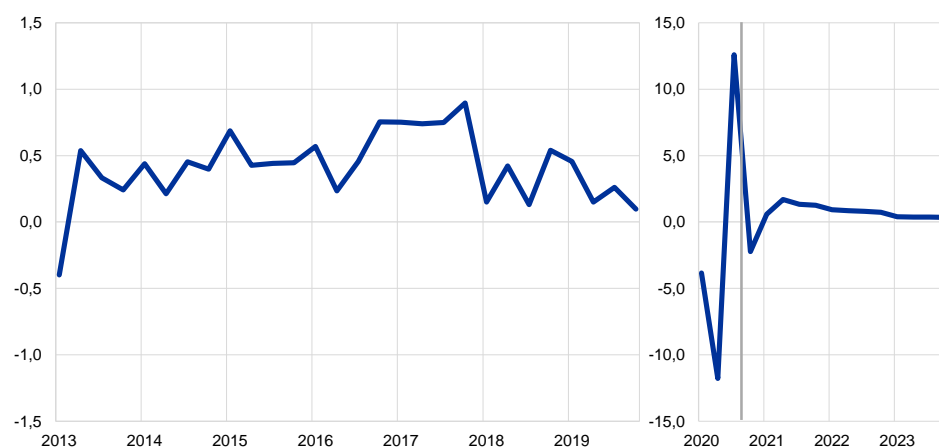
colectiva y hasta que la economía mundial y de la zona del euro puedan volver a la «normalidad». Según una encuesta realizada a grandes empresas para analizar cómo podría ser la «normalidad» a largo plazo, se espera que la pandemia derive en un mayor grado de digitalización y en el aumento del teletrabajo, con la expectativa de que se produzca un incremento persistente de la productividad, pero, al mismo tiempo, también una disminución duradera de la demanda (véase recuadro 6). En este entorno de incertidumbre, y con el fin de reducir los riesgos de histéresis, la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE continuará respaldando la demanda interna, mientras que las actuales medidas de política fiscal y las relacionadas con el empleo deberían seguir favoreciendo el consumo privado.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020 prevén un descenso anual del PIB real del 7,3 % en 2020 y un aumento del 3,9% en 2021, el 4,2 % en 2022 y el 2,1 % en 2023 (véase gráfico 12). En comparación con las proyecciones de septiembre de 2020, el crecimiento del PIB real se ha revisado al alza en 0,7 puntos porcentuales para 2020 y a la baja en 1,1 puntos porcentuales para 2021, y se han corregido al alza —en un punto porcentual— para 2022, con lo que se recuperaría, en términos generales, hasta el nivel previsto en el escenario central de septiembre a medio plazo. Aunque los riesgos a la baja para las perspectivas son ahora menos pronunciados, debido a las noticias sobre las expectativas de distribución de las vacunas en el futuro próximo, siguen apuntando a la baja como consecuencia de los efectos de la pandemia sobre las condiciones económicas y financieras.

Gráfico 12

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

(tasas de variación intertrimestral)



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

Notas: En vista de la volatilidad sin precedentes del PIB real durante 2020, en el gráfico se utiliza una escala diferente desde principios de 2020. La línea vertical indica el comienzo del horizonte de la proyección. El gráfico no muestra intervalos en torno a las proyecciones. Esto refleja el hecho de que, en las circunstancias actuales, el cálculo estándar de los intervalos (basado en errores de proyección históricos) no proporcionaría una indicación fiable de la incertidumbre sin precedentes en torno a las proyecciones actuales.

4 Precios y costes

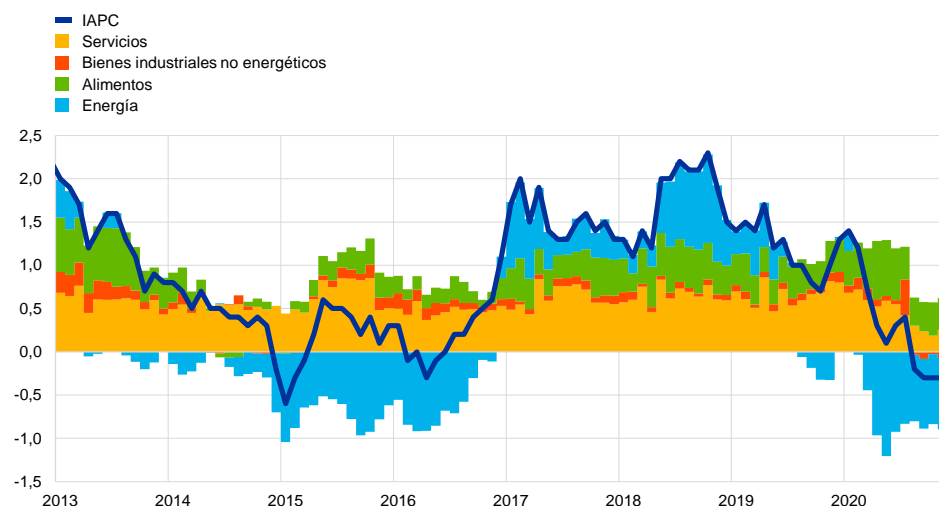
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro se mantuvo estable en el -0,3 % en noviembre. Sobre la base de la evolución de los precios del petróleo y teniendo en cuenta la bajada temporal del IVA en Alemania, es probable que la inflación general siga siendo negativa hasta principios de 2021. Posteriormente, se espera que aumente, debido a la finalización de dicha bajada del IVA en Alemania y a efectos base alcistas en la tasa de variación de los precios de la energía. Al mismo tiempo, se prevé que las presiones inflacionistas subyacentes continúen siendo moderadas como consecuencia de la debilidad de la demanda, especialmente en el turismo y los viajes, así como de las reducidas presiones salariales y de la apreciación del tipo de cambio del euro. Una vez que el impacto de la pandemia desaparezca, la recuperación de la demanda, respaldada por la orientación acomodaticia de las políticas monetaria y fiscal, ejercerá presiones alcistas sobre la inflación a medio plazo. Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen en niveles bajos. Esta valoración se refleja, en líneas generales, en el escenario central de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020, que sitúan la inflación anual en el 0,2 % en 2020, el 1 % en 2021, el 1,1 % en 2022 y el 1,4 % en 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, las perspectivas de inflación se han revisado a la baja para 2020 y 2022.

La inflación general se mantuvo sin variación en noviembre de 2020. La tasa de inflación estable del -0,3 % ocultó ligeros movimientos en los principales componentes: por un lado, una tasa de variación de los precios de la energía algo más negativa y una inflación de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos ligeramente más baja, y, por otro, un incremento de la inflación de los servicios (véase gráfico 13).

Gráfico 13

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 noviembre 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 se estabilizaron en niveles

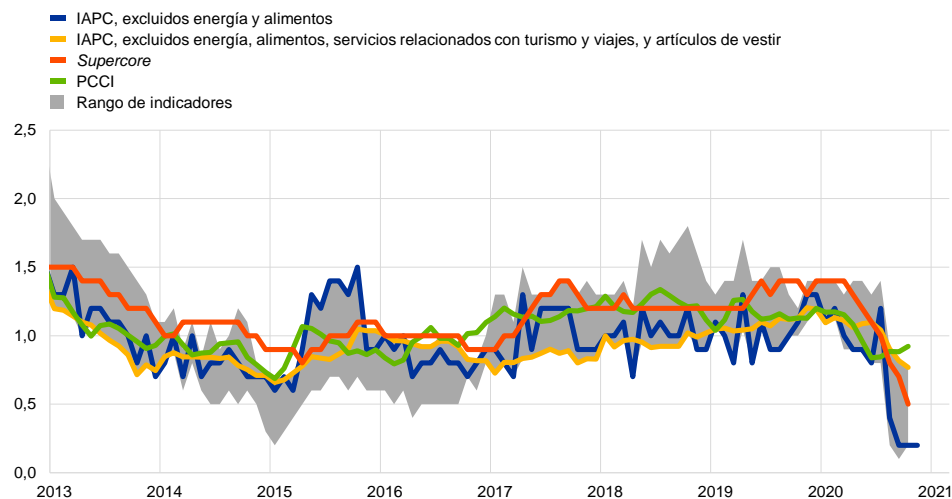
reducidos. En noviembre, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se mantuvo sin variación por tercer mes consecutivo en el mínimo histórico del 0,2 %. Esta inflación estable oculta un aumento de la tasa de variación de los precios de los servicios, que se situó en el 0,6 % en noviembre, frente al 0,4 % de octubre, mientras que la inflación de los bienes industriales no energéticos cayó hasta el -0,3 % en noviembre, desde el -0,1 % de octubre. Otros indicadores de la inflación subyacente, disponibles hasta octubre, se estabilizaron en niveles reducidos. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, y el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) permanecieron sin cambios en octubre, en el 0,8 % y el 0,9 %, respectivamente, mientras que el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») se redujo del 0,7 % en septiembre al 0,5 % en octubre (véase gráfico 14)⁶. Los bajos registros recientes de las medidas de la inflación subyacente también reflejan la rebaja temporal del IVA en Alemania desde julio de 2020.

⁶ 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.

Gráfico 14

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2020 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y a octubre 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. «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 aumentaron ligeramente.

La inflación de los bienes de consumo no alimenticio importados se incrementó hasta situarse en el $-1,2\%$ en octubre, frente al $-1,9\%$ de septiembre. La tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo sin cambios en el $0,7\%$ en octubre, igual que en septiembre, y permaneció en un nivel próximo 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 $-1,6\%$ en septiembre al $-1,3\%$ en octubre—, mientras que la correspondiente a los precios de importación de esos bienes se recuperó desde el -3% registrado en septiembre hasta el $-2,5\%$ en octubre. La evolución de la tasa de variación de los precios de importación tanto de los bienes de consumo no alimenticio como de los bienes intermedios podría reflejar, al menos en parte, el hecho de que la apreciación del tipo de cambio del euro con respecto a un año antes se interrumpió en octubre.

Las presiones salariales quedan difuminadas por el impacto de las medidas de apoyo público relacionadas con la remuneración.

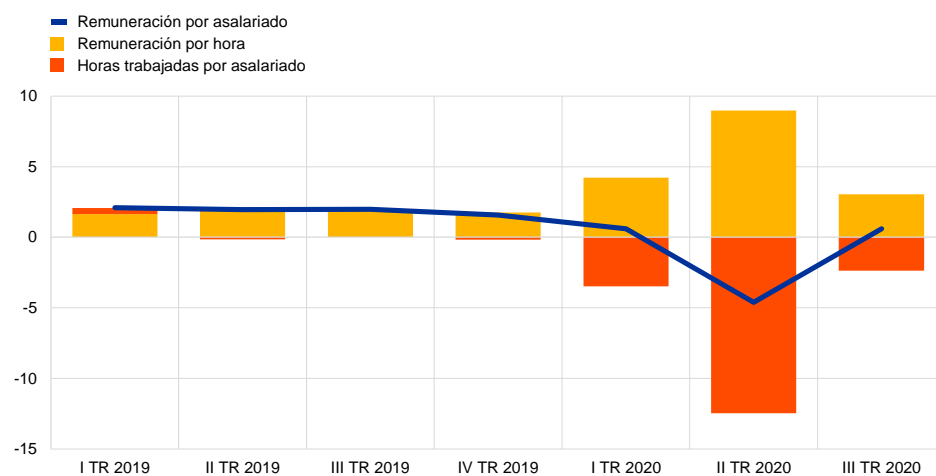
La evolución de la remuneración por asalariado y de la remuneración por hora mostró un grado significativo de volatilidad y de divergencia entre los dos indicadores durante los tres primeros trimestres de 2020. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó hasta el $0,6\%$ en el tercer trimestre, después de caer hasta el $-4,7\%$ en el segundo, desde el $0,6\%$ del primero y el $1,7\%$ del cuarto trimestre de 2019. Por su parte, la tasa de avance interanual de la remuneración por hora se

incrementó desde el 2 % en el cuarto trimestre de 2019 hasta el 4,3 % en el primer trimestre de 2020 y el 9,3 % en el segundo, y descendió hasta el 3 % en el tercer trimestre de 2020 (véase gráfico 15). Esta evolución divergente refleja el impacto de los programas de regulación temporal de empleo, en los que los trabajadores mantuvieron su empleo, pero solo recibieron parte de su remuneración habitual, mientras que las horas reales trabajadas por persona ocupada se redujeron de forma notable. Este efecto se revirtió parcialmente en el tercer trimestre, en consonancia con el repunte de la actividad. 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 estadísticos⁷. Los salarios negociados, que no se ven directamente afectados por la evolución de las horas trabajadas ni por el registro de las prestaciones asociadas a los programas de mantenimiento del empleo, se redujeron hasta situarse en el 1,6 % en el tercer trimestre de 2020, frente al 1,7 % del segundo y el 1,9 % del primero. Aunque estos datos suponen solo un lento deterioro, aún incluyen los convenios acordados antes de la irrupción de la pandemia⁸.

Gráfico 15

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 tercer trimestre de 2020.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación registraron un ligero aumento como consecuencia de las noticias positivas sobre el éxito de los ensayos de las vacunas contra el coronavirus (Covid-19), que han mejorado la percepción de riesgos a escala global, pero se mantuvieron en niveles muy reducidos (entre el 10 de septiembre y el 9 de diciembre). Después de comenzar a disminuir a finales de octubre ante los nuevos confinamientos, los

⁷ 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.

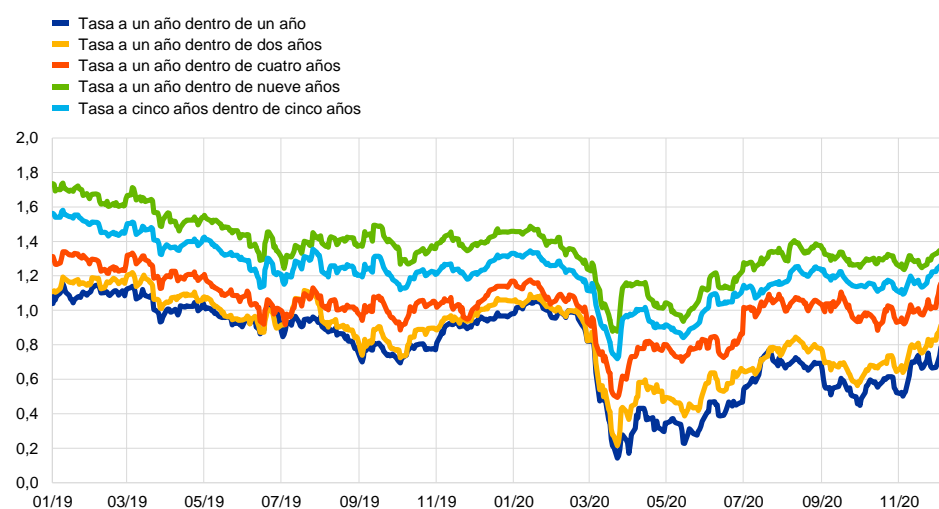
⁸ Para más información, véase el recuadro titulado «¿Pueden los datos sobre salarios negociados contribuir al análisis de la dinámica salarial durante la pandemia de Covid-19?» en este Boletín Económico.

indicadores de mercado de las expectativas de inflación subieron notablemente tras la publicación de los primeros anuncios sobre el éxito de los ensayos de las vacunas contra el Covid-19 a principios de noviembre. Por ejemplo, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años —que se situó en el 1,25 % el 9 de diciembre— cotizó, en términos generales, dentro de la banda observada entre mediados de 2019 y la irrupción de la pandemia. Aunque los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a más corto plazo han demostrado ser, hasta ahora, algo más resistentes que en la primera ola de la pandemia, el perfil a futuro completo de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando un período prolongado de baja inflación. Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación permanecieron en niveles históricamente reducidos. De acuerdo con la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2020, que se llevó a cabo en la primera semana de octubre de 2020, y con las últimas encuestas publicadas de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, en octubre, las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron en mínimos históricos o en niveles próximos a ellos.

Gráfico 16

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 diciembre de 2020.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, la inflación general aumentará gradualmente durante el horizonte de proyección.

Las proyecciones de referencia sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 0,2 % en 2020, el 1 % en 2021, el 1,1 % en 2022 y el 1,4 % en 2023 (véase gráfico 17). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2020, la previsión de inflación medida por el IAPC se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2020 y en 0,2 puntos porcentuales para 2022, y no varía para 2021, debido a unos últimos datos menos favorables del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y a una reevaluación a la baja de las presiones inflacionistas desde las proyecciones anteriores, en un contexto de holgura

abundante, pero cada vez menor, en los mercados de bienes y de trabajo. La recuperación en 2021 refleja, en gran medida, efectos base en la tasa de variación del componente energético del IAPC relacionados con la acusada caída de los precios del petróleo al inicio del brote mundial de Covid-19, así como la reversión de la bajada del tipo del IVA en Alemania. A medio plazo, la inflación general aumentará de forma gradual, principalmente como consecuencia de una contribución algo mayor de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que, no obstante, continuará siendo bastante moderada. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 0,7 % en 2020, el 0,8 % en 2021 y el 1 % en 2022, y que aumente hasta el 1,2 % en 2023.

Gráfico 17

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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de la proyección. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2020 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2023 (proyecciones). La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2020 fue el 25 de noviembre de 2020.

5 Dinero y crédito

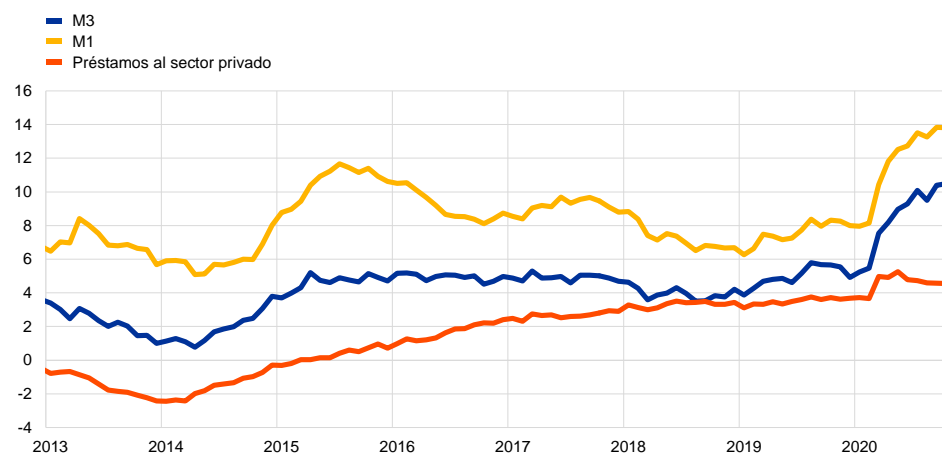
La dinámica monetaria de la zona del euro siguió reflejando el impacto de la pandemia de coronavirus (Covid-19). En octubre, el crecimiento monetario se estabilizó en tasas que duplicaban las observadas antes de la pandemia, debido a la aplicación de medidas de política monetaria y a la preferencia por los activos líquidos. 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 las autoridades monetarias, fiscales y supervisoras han garantizado el flujo de crédito a la economía de la zona del euro en condiciones favorables. La financiación externa total de las empresas se estabilizó en el tercer trimestre de 2020. Las pequeñas y medianas empresas (pymes), que dependen de manera crítica de los bancos para financiarse, señalaron una ligera mejora de su acceso a la financiación externa en el período comprendido entre abril y octubre, pero esperan un deterioro en los próximos meses. El coste total de la financiación de la deuda de las empresas se encuentra actualmente cerca del nivel previo a la pandemia, dado que el coste de los valores de renta fija volvió a moderarse, y los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantuvieron próximos a sus mínimos históricos. Sin embargo, se esperan presiones al alza sobre estos tipos, pues el deterioro del entorno del riesgo de crédito está haciendo mella en los balances y en la rentabilidad de las entidades de crédito.

El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo prácticamente sin variación en octubre. La dinámica monetaria continuó sufriendo los efectos de la pandemia de Covid-19, que ha generado una preferencia extraordinaria por la liquidez. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) aumentó ligeramente en octubre, hasta el 10,5 %, desde el 10,4 % de septiembre, y se estabilizó en un nivel que duplicaba el observado antes del estallido de la pandemia (véase gráfico 18). La tasa de avance interanual del agregado monetario más líquido (M1), que comprende los depósitos a la vista y el efectivo en circulación, se mantuvo estable en una cota elevada —del 13,8 %— en octubre, contribuyendo así de forma notable al crecimiento de M3. Esta evolución refleja la acumulación de liquidez por parte de las empresas y los hogares en un entorno de mayor incertidumbre, pero también, en el caso de estos últimos, un cierto ahorro forzoso debido a las menores oportunidades de consumo. El intenso crecimiento monetario también fue resultado de las importantes medidas de apoyo adoptadas por el BCE y las autoridades supervisoras, así como por los Gobiernos nacionales, con el fin de garantizar que la economía disponga de liquidez suficiente para afrontar las consecuencias económicas de la pandemia.

Gráfico 18

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

El fuerte crecimiento de los depósitos a la vista continúa siendo reflejo de la elevada incertidumbre.

Los depósitos a la vista —el componente que más ha contribuido al avance de M3— siguieron creciendo a una tasa interanual relativamente estable, aunque muy alta (14,3 %), en octubre. La preferencia de los tenedores de dinero por estos depósitos 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 menos líquidos. El crecimiento de los depósitos estuvo impulsado, principalmente, por los depósitos de las empresas y los hogares. En el caso de las empresas, el avance de sus depósitos fue dispar entre jurisdicciones, como consecuencia del diferente grado de materialización de sus necesidades de liquidez y de la distinta forma y tamaño de las medidas de apoyo adoptadas en cada país. Además, el efectivo en circulación creció a una tasa interanual estable en general, del 10,7 %, en octubre. En comparación, la contribución de otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables al crecimiento interanual de M3 siguió siendo reducida, lo que refleja el bajo nivel de los tipos de interés y la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

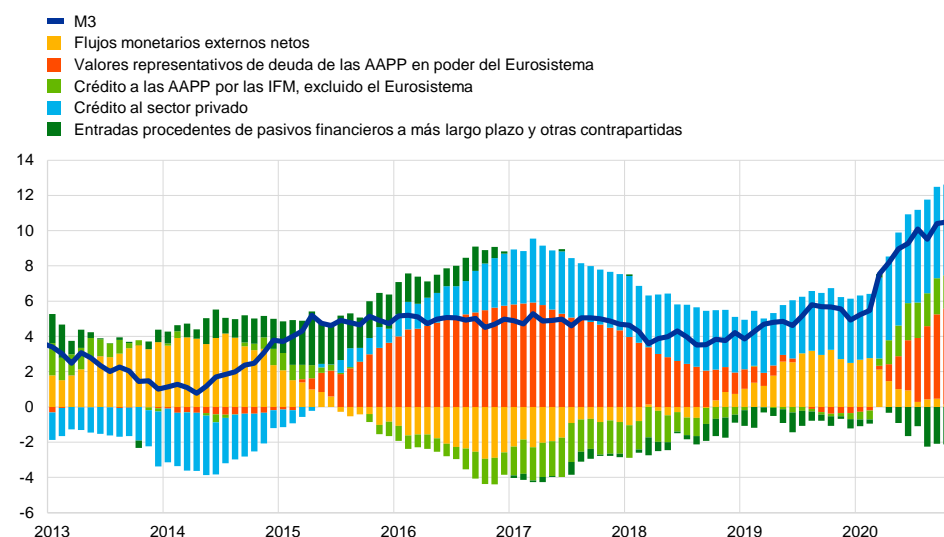
El crédito interno ha continuado siendo la principal fuente de creación de dinero, dado el aumento de la contribución de las compras netas de activos por parte del Eurosistema.

Desde el comienzo de 2018 hasta septiembre de 2020, el crecimiento del crédito al sector privado ha sido el principal factor impulsor del crecimiento de M3 desde la perspectiva de las contrapartidas (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 19). Sin embargo, en octubre de 2020, 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 pasaron a ser las que más contribuyeron al avance de M3 (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 19). Al mismo tiempo, el flujo de crédito del sector

bancario (excluido el Eurosistema) al sector público se ha moderado en los últimos meses (véase la parte de color verde claro de las barras del gráfico 19). Los flujos monetarios externos netos fueron equilibrados, en general, en los doce meses transcurridos hasta octubre (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 19), mientras que los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas tuvieron un impacto negativo en el crecimiento del agregado monetario amplio (véase la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 19). Ello se debió, principalmente, a la evolución de otras contrapartidas (en particular las cesiones temporales), al tiempo que las condiciones favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) continuaron respaldando la sustitución de la financiación de las entidades de crédito, lo que dio lugar a amortizaciones netas de bonos bancarios a largo plazo.

Gráfico 19 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

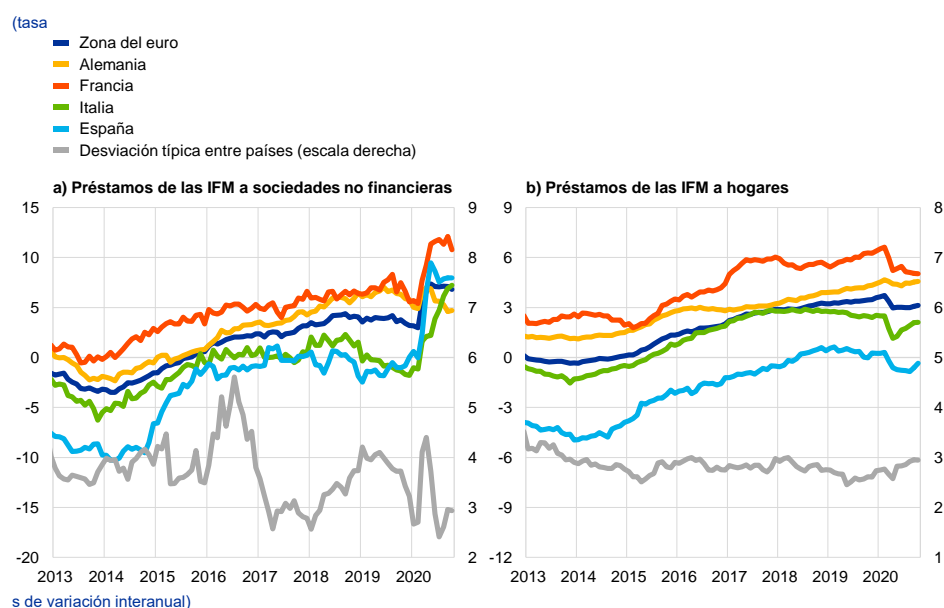
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos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

Los flujos de préstamos al sector privado se han moderado. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado se mantuvo sin variación en el 4,6 % en octubre, un punto porcentual por encima de la tasa registrada antes de la irrupción de la pandemia (véase gráfico 18). Sin embargo, la dinámica a más corto plazo apunta a una ralentización, como muestra el marcado descenso de los flujos de préstamos mensuales desde junio. La expansión del crédito ha seguido estando impulsada fundamentalmente por los préstamos a las empresas, que crecieron a una tasa interanual del 6,8 % en octubre, frente al 7,1 % de septiembre, mientras que el avance de los préstamos a los hogares se mantuvo estable en el 3,1 % (véase gráfico 20). La desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a empresas se produjo en el contexto de menores necesidades de liquidez de

emergencia, escasa inversión y endurecimiento de las condiciones de crédito. El recurso de las empresas a los préstamos a más largo plazo ha continuado aumentando, en detrimento de los préstamos a más corto plazo. 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 primeras y las ha obligado a incrementar su dependencia de la financiación externa.

Gráfico 20

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



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 octubre de 2020.

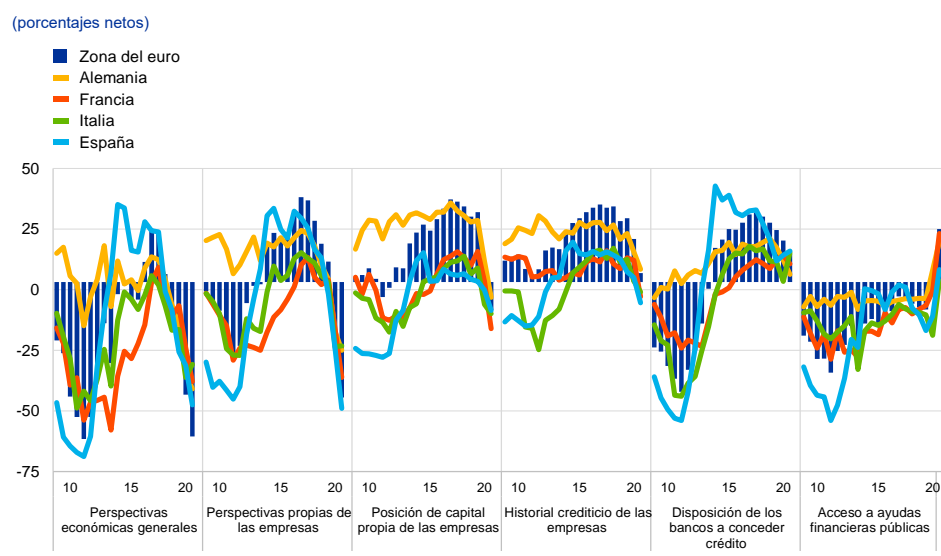
Las pequeñas y medianas empresas (pymes) señalaron una ligera mejora de su acceso a la financiación externa en los últimos seis meses, en comparación con principios de 2020, aunque esperan un deterioro en los próximos meses.

Según la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) de noviembre de 2020, las pymes indicaron, por primera vez desde 2009, una mejora del acceso a las ayudas financieras públicas, lo que sugiere que las iniciativas emprendidas por algunos Gobiernos con el objetivo de proporcionar avales públicos para préstamos bancarios durante la pandemia de Covid-19 se han trasladado a estas empresas (véase gráfico 21). Al mismo tiempo, las empresas percibían que su acceso a la financiación se estaba viendo afectado negativamente por las perspectivas económicas generales, pero también por las suyas propias y por su posición de capital. Las empresas de la zona del euro señalaron asimismo un deterioro marcado de su cifra de negocios y de sus beneficios, que fue generalizado en los distintos países y sectores. Dado que la demanda de fondos externos para cubrir brechas de liquidez aumentó considerablemente, la brecha de financiación (la diferencia entre las necesidades de financiación y la disponibilidad de financiación externa) experimentó un ligero

incremento adicional. Además, los resultados de la encuesta SAFE también mostraron que las pymes, y en menor medida las grandes empresas, esperaban un empeoramiento de la disponibilidad de la mayoría de las fuentes de financiación externa, en particular, de las líneas de crédito y los préstamos bancarios.

Gráfico 21

Factores que afectan a la disponibilidad de financiación externa para pymes



Fuente: BCE (SAFE).

Nota: Los datos se refieren a las rondas 3 (marzo-septiembre de 2010) a 23 (abril de 2020-octubre de 2020) de la encuesta SAFE.

Las entidades de crédito se enfrentan a unas condiciones de financiación favorables, pero el riesgo de crédito afecta negativamente a sus balances y a su rentabilidad.

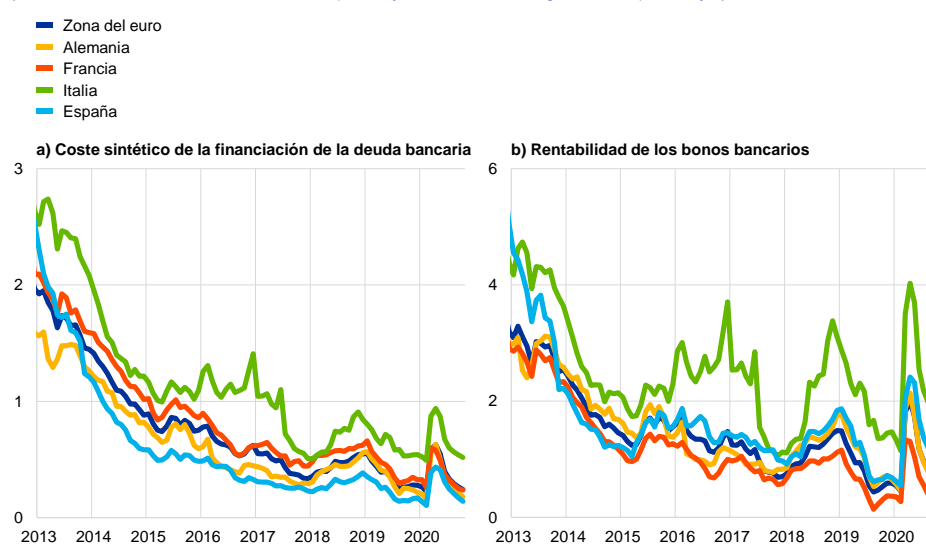
El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro, que había aumentado tras el estallido de la pandemia de Covid-19, retrocedió a niveles cercanos al mínimo histórico registrado antes de la pandemia, en febrero de 2020 (véase gráfico 22). Esta evolución se debió fundamentalmente a una caída de los rendimientos de los bonos propiciada por las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE. El APP y el PEPP del BCE están teniendo efectos positivos en los rendimientos de la deuda, lo que también beneficia al precio de los valores emitidos por las entidades de crédito. Además, las entidades sustituyeron, en parte, la financiación en los mercados por las TLTRO, lo que ejerce presión a la baja sobre los rendimientos de los bonos bancarios. Por último, los precios de los bonos bancarios garantizados cuentan con el respaldo directo del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés) del BCE. 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 octubre de 2020, contribuyendo así a unas condiciones de financiación favorables 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 las 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 cero, lo que comprime los

márgenes de intermediación de las entidades. Aunque los bancos se están beneficiando de unas condiciones de financiación favorables, el deterioro de la solvencia de los deudores a causa de la pandemia está teniendo un impacto negativo en su rentabilidad y en su posición de capital. Como muestra la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) correspondiente a octubre de 2020, las entidades de crédito endurecieron los criterios de concesión de préstamos en el tercer trimestre de 2020, lo que refleja su mayor percepción de riesgos debido a la pandemia.

Gráfico 22

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 octubre de 2020.

Los tipos de interés del crédito bancario continúan siendo muy favorables,

pero se esperan presiones al alza.

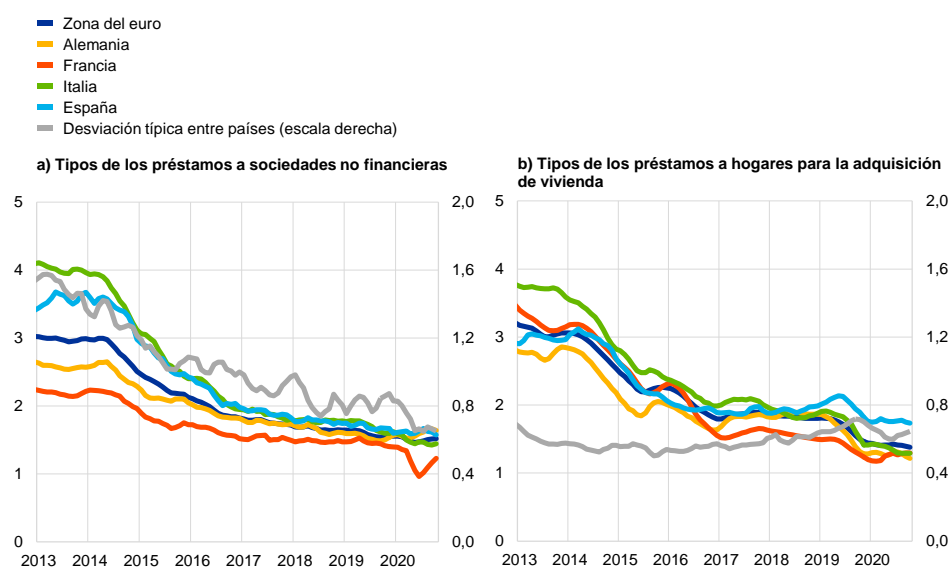
En octubre, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las empresas permanecieron próximos a sus mínimos históricos, en el 1,53 %, mientras que los de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda cayeron hasta un nuevo mínimo histórico del 1,36 % (véase gráfico 23). Esta evolución fue generalizada en los distintos países de la zona del euro. Además, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se estabilizó en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. Al mismo tiempo, los graves efectos económicos de la pandemia en los ingresos de las empresas, las perspectivas de empleo de los hogares y la solvencia general de los prestatarios siguieron presionando al alza los tipos de los préstamos bancarios. Por tanto, parece que la reacción favorable de estos tipos frente a la pandemia observada hasta ahora refleja dos factores. El primero es la eficacia de las medidas adoptadas por el BCE, los supervisores bancarios y los Gobiernos para compensar el efecto procíclico de la perturbación de la pandemia sobre la oferta de crédito. A este respecto, la ampliación de los programas de avales públicos para préstamos en

algunos países, al menos hasta junio de 2021, continuará protegiendo los tipos de interés de los préstamos bancarios de la evolución adversa del riesgo de crédito de los prestatarios. El segundo factor es la relativa rigidez de estos tipos a corto plazo mientras los bancos absorben temporalmente parte de las fluctuaciones de los componentes de sus costes en un intento por mantener las relaciones con los clientes.

Gráfico 23

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 octubre de 2020.

Se estima que el flujo interanual total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se estabilizó en el tercer trimestre de 2020.

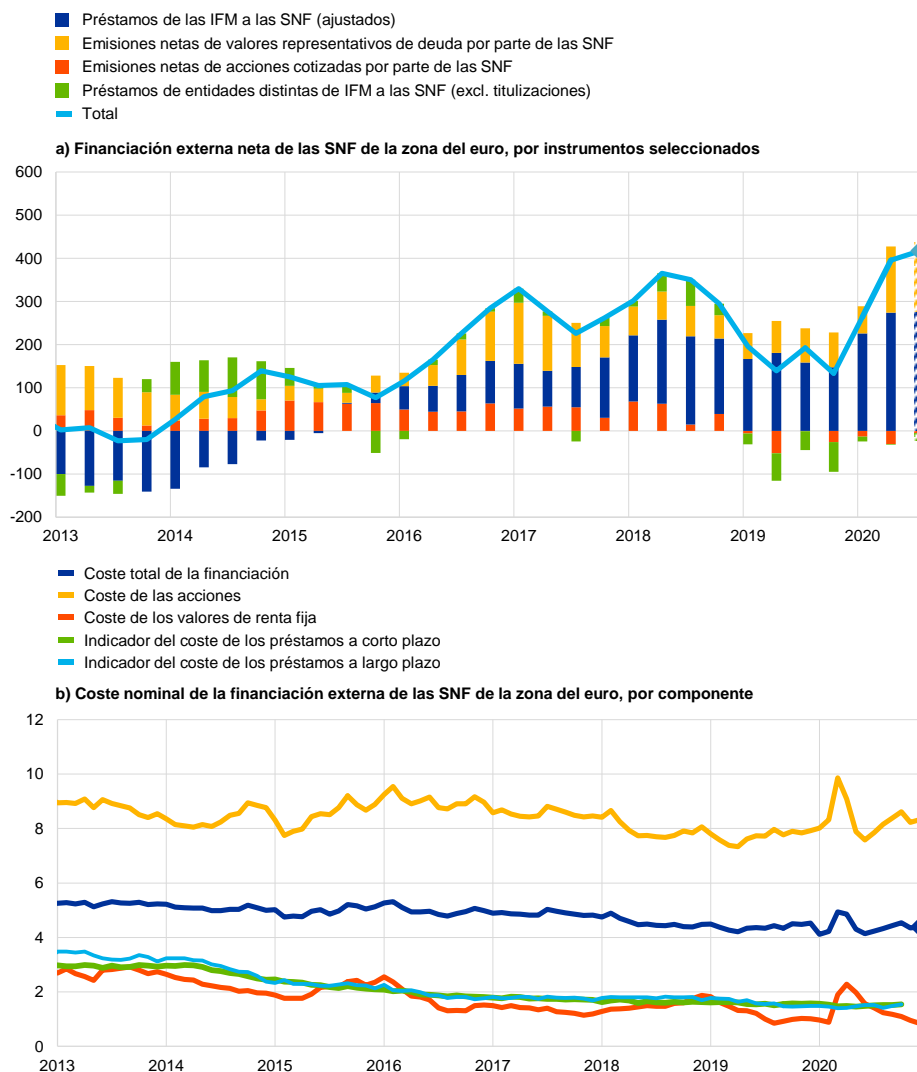
Esta estabilización refleja una ralentización de la financiación recibida de las entidades de crédito y de las emisiones netas de valores representativos de deuda en el mismo trimestre, tras alcanzar máximos históricos en el segundo trimestre (véase el panel a del gráfico 24). El deterioro de los flujos de efectivo de explotación de las empresas y las consiguientes necesidades acuciantes de financiación se vieron mitigados temporalmente como consecuencia de la relajación de las medidas de confinamiento en el tercer trimestre, dada la disminución de las tasas de contagio por Covid-19. La desaceleración de la financiación externa también se debió a la acumulación de reservas de liquidez por parte de las empresas en meses anteriores del año (entre marzo y junio), que se tradujo en una menor demanda de crédito en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, las emisiones netas de acciones cotizadas repuntaron en dicho trimestre, pero el aumento se concentró en algunas empresas, principalmente del sector tecnológico. Los volúmenes de préstamos del sector financiero no bancario (entidades distintas de IFM) se mantuvieron contenidos en el tercer trimestre. En conjunto, en el tercer trimestre de 2020, los flujos totales de financiación externa permanecieron por

encima de la media trimestral observada entre 2016 y 2019, debido a las 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 4,5 % a finales de octubre (véase el panel b del gráfico 24). Este nivel fue aproximadamente 40 puntos básicos más bajo que el máximo local de marzo de 2020 y 40 puntos básicos más alto que el mínimo histórico registrado en junio de este año. El descenso entre marzo y junio fue atribuible a la acusada caída del coste de la financiación mediante acciones y mediante valores de renta fija. Se estima que, entre finales de octubre y el final del período de referencia (9 de diciembre de 2020), el coste total de la financiación se redujo unos 15 puntos básicos, hasta el 4,4 %, como consecuencia del menor coste de la financiación mediante acciones y mediante valores de renta fija.

Gráfico 24

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

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



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

Notas: Panel a: La financiación externa neta es la suma de los préstamos de las IFM, las emisiones netas de valores representativos de deuda, las emisiones netas de acciones cotizadas y los préstamos de entidades distintas de IFM. Los préstamos de IFM están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Los préstamos de entidades distintas de IFM incluyen los préstamos otorgados por otras instituciones financieras y empresas de seguros y fondos de pensiones, netos de titulizaciones. La barra rayada y el rombo de color azul claro representan la previsión actual para el tercer 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 noviembre de 2020, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de octubre de 2020. Las últimas observaciones del panel a corresponden al segundo trimestre de 2020 para los datos de las cuentas de la zona del euro; las estimaciones para el tercer 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 diciembre de 2020 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 4 de diciembre de 2020 para el coste de las acciones (datos semanales) y a octubre de 2020 para el coste del crédito (datos mensuales).

6 Evolución de las finanzas públicas

El importante apoyo fiscal proporcionado a través de los estabilizadores automáticos y de las medidas discrecionales adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro ha mitigado el significativo impacto adverso de la pandemia de coronavirus (Covid-19) en la economía real. El coste fiscal de este apoyo ha sido muy alto para todos los países de la zona, aunque con diferencias notables de unos a otros. Según las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2020, como resultado de la desaceleración económica y del respaldo fiscal, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentará de forma sustancial, hasta el 8 % del PIB en 2020, desde el 0,6 % de 2019. Posteriormente, se proyecta un descenso de la ratio de déficit, hasta el 6,1 % del PIB en 2021 y hasta el 3,9 % y el 3 % del PIB en los dos años siguientes. Se espera que esta mejora esté impulsada por la retirada gradual de las medidas de emergencia, mientras que el componente cíclico solo mejorará de forma significativa a partir de 2022. Como reflejo de las medidas fiscales aplicadas y del deterioro de la situación económica, se estima que la ratio agregada de deuda de la zona del euro se ha incrementado de manera acusada en 2020 y que alcanzará un máximo en 2021, así como que posteriormente descenderá, aunque a un ritmo muy lento. En vista de la pronunciada contracción de la economía de la zona del euro, sigue siendo fundamental una orientación fiscal ambiciosa y coordinada, aunque las medidas fiscales que se adopten en respuesta a la situación de emergencia derivada de la pandemia deben tener, en la medida de lo posible, un objetivo específico y ser de naturaleza temporal. Al mismo tiempo, la debilidad de la demanda de las empresas y los hogares, y el aumento del riesgo de un retraso en la recuperación a la luz de los nuevos confinamientos ocasionados por la segunda ola de la pandemia, justifican un respaldo continuado de las políticas fiscales nacionales. El fondo «Next Generation EU» (NGEU), que complementa las medidas fiscales de ámbito nacional, contribuirá a que la recuperación sea más rápida, fuerte y uniforme, y aumentará la capacidad de resistencia y el potencial de crecimiento de la economía de los Estados miembros de la UE, en particular si los fondos se emplean para un gasto público productivo y se acompañan de políticas estructurales dirigidas a mejorar la productividad.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá de forma sustancial en 2020 y se recuperará gradualmente a partir de entonces⁹. Sobre la base de estas proyecciones, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona aumentará desde el 0,6 % del PIB en 2019 hasta el 8 % del PIB en 2020, y después descenderá hasta situarse en el 6,1 % en 2021 y en el 3,9 % y el 3 % en 2022 y 2023, respectivamente (véase gráfico 25). La reducción del saldo presupuestario en 2020 es atribuible, en buena medida, al deterioro del saldo primario ajustado de ciclo como consecuencia de las medidas de apoyo económico por un importe equivalente a alrededor del 4,5 % del PIB, del que la mayor parte es gasto adicional, en particular en forma de

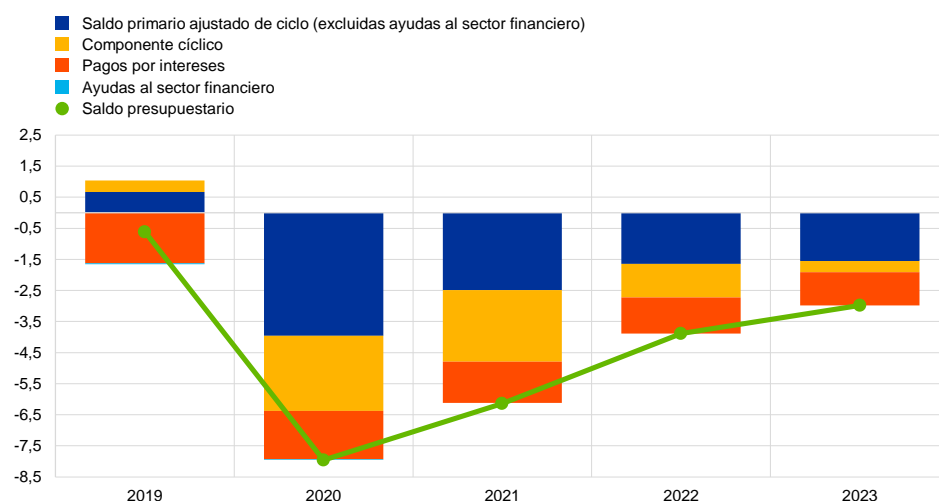
⁹ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2020](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 10 de diciembre de 2020.

transferencias y ayudas a empresas y a hogares, por ejemplo, a través de los programas de regulación temporal o de mantenimiento del empleo. Esta reducción también obedece a un importante componente cíclico negativo, en consonancia con un deterioro acusado del producto de la zona del euro¹⁰. Inicialmente, la mejora posterior del saldo presupuestario estará impulsada por una recuperación del saldo primario ajustado de ciclo a medida que parte de las medidas de emergencia se retiren paulatinamente a partir de 2021. Se prevé que la contribución del ciclo económico solo aumente de forma significativa a partir de 2022 y que siga siendo negativa durante el horizonte de proyección. Con todo, estas proyecciones fiscales están sujetas a una incertidumbre excepcional, sobre todo con respecto al tamaño, el calendario y la composición del gasto del NGEU, pero también, en términos más generales, porque las políticas económicas tienen que reaccionar necesariamente al compás de la evolución de la pandemia.

Gráfico 25

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre 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 mediante 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 17 % 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, todo importe por el que se ejecuten supondrá un incremento del gasto público que elevará la deuda pública.

En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2020, las perspectivas fiscales de la zona del euro serán menos negativas en 2020, pero más adversas tanto en 2021 como en 2022. El saldo

¹⁰ Se debe 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 al alza en 0,8 puntos porcentuales para 2020 y a la baja en 1,2 y 0,3 puntos porcentuales para 2021 y 2022, respectivamente. La disminución del déficit fiscal en 2020 se debe, principalmente, a un saldo ajustado de ciclo menos negativo, pero también a un componente cíclico algo menos desfavorable. Se espera que este panorama se invierta durante los dos próximos años, en los que tanto el saldo ajustado de ciclo como el componente cíclico deberían ser más negativos de lo previsto anteriormente.

La orientación general de la política fiscal ha sido muy expansiva en 2020, pero se espera una reducción moderada del apoyo en 2021-2022 a medida que las medidas de emergencia se vayan retirando¹¹. Según las estimaciones, la orientación de la política fiscal fue ligeramente expansiva en 2019, si bien se espera que sea muy acomodaticia (4,8 % del PIB) en 2020. En cambio, se prevé que en 2021 y 2022 registre un endurecimiento moderado, del 1,5 % y el 0,8 % del PIB, respectivamente, y que en 2023 sea prácticamente neutral. Esta senda refleja una retirada gradual de las medidas excepcionales de emergencia frente a la pandemia a partir de 2021. Pese al paulatino endurecimiento previsto, el saldo presupuestario total continuará siendo considerablemente negativo, ya que los instrumentos fiscales seguirán apoyando la recuperación económica a lo largo de todo el horizonte de proyección.

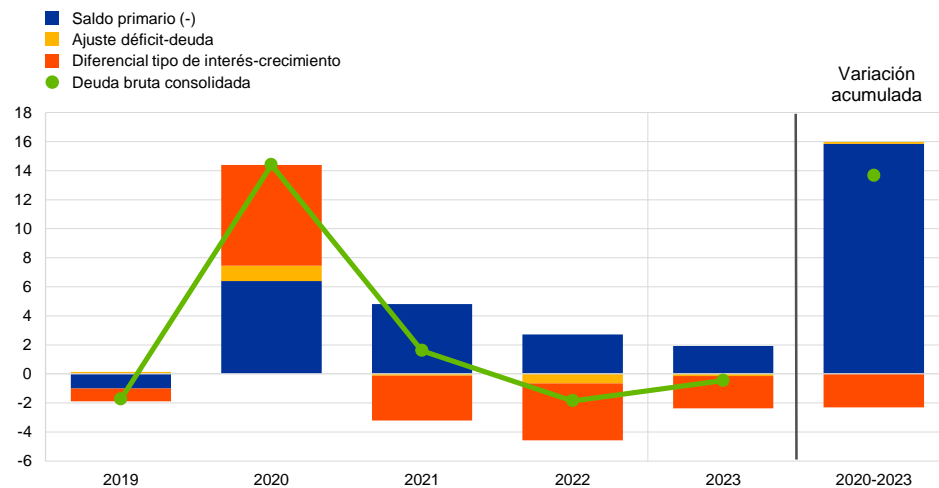
La ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro aumentó de forma acusada en 2020 y se prevé que alcance un máximo de alrededor del 100 % del PIB en 2021, con un descenso muy gradual posteriormente. Los aumentos de la ratio de deuda de 14,5 y 1,5 puntos porcentuales en 2020 y 2021, respectivamente, reflejan sobre todo unos déficits primarios elevados y, en 2020, unos diferenciales tipo de interés-crecimiento muy negativos. El incremento registrado en 2020 también es atribuible a un ajuste sustancial entre déficit y deuda, debido a las medidas relacionadas con la pandemia, como el apoyo de liquidez a las empresas y los hogares. En 2022 y 2023, la reducción de los déficits primarios, que, no obstante, seguirán siendo significativos, se verá contrarrestada con creces por la contribución favorable de la mejora de los diferenciales tipo de interés-crecimiento, ya que se proyecta que la actividad económica se recupere, y también por un ajuste negativo entre déficit y deuda en 2022 (véase gráfico 26). En consecuencia, se espera que la ratio de deuda se sitúe en el 97,8 % del PIB al final del horizonte de proyección, en 2023.

¹¹ 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.

Gráfico 26

Factores determinantes de la variación de la deuda pública

(puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020.

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

Se tardará un tiempo considerable en recomponer los balances hasta que se sitúen en los niveles previos a la crisis. La reducción de los desequilibrios presupuestarios depende, entre otros factores, del ritmo de la recuperación en 2021, especialmente tras las noticias positivas sobre la disponibilidad de varias vacunas contra el Covid-19. Además, la actuación fiscal coordinada emprendida en la Unión Europea debería dar impulso al crecimiento económico. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación favorables siguen conteniendo la carga financiera. De cara al futuro continúa siendo importante que los Estados miembros de la UE vuelvan a registrar posiciones presupuestarias saneadas, incluidos niveles de deuda pública más bajos, cuando la actividad económica se haya recuperado¹².

¹² Para más detalles sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2021 y los dictámenes de la Comisión Europea, véase el recuadro titulado «Evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2021 en tiempos de la crisis del Covid-19» en este Boletín Económico.