

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

El inicio de las campañas de vacunación en la zona del euro es un hito importante en la resolución de la actual crisis sanitaria. Sin embargo, la pandemia sigue planteando graves riesgos para la salud pública y para la economía de la zona del euro y mundial. El nuevo aumento de los contagios por coronavirus (COVID-19) y las restrictivas y prolongadas medidas de contención impuestas en muchos países de la zona del euro están alterando la actividad económica. Aunque la actividad en el sector manufacturero continúa resistiendo bien, en el sector servicios se está viendo gravemente frenada, si bien en menor medida que durante la primera ola de la pandemia en los primeros meses de 2020. El producto se habría contraído en el cuarto trimestre de 2020 y la intensificación de la pandemia implica algunos riesgos a la baja para las perspectivas económicas a corto plazo. La inflación sigue en niveles muy bajos, en un contexto de falta de dinamismo de la demanda y de holgura significativa en los mercados de trabajo y de productos. En conjunto, los datos más recientes confirman la anterior evaluación de referencia del Consejo de Gobierno, que preveía un impacto pronunciado de la pandemia en la economía a corto plazo y una debilidad prolongada de la inflación.

En este entorno, un amplio estímulo monetario continúa siendo esencial para preservar unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia en todos los sectores de la economía. Al contribuir a reducir la incertidumbre y fomentar la confianza, esto alentará el gasto en consumo y la inversión empresarial, lo que 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 la rapidez de las campañas de vacunación. El Consejo de Gobierno 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. El Consejo de Gobierno sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

La recuperación de la economía mundial continuó a finales de 2020, en un entorno de aumento de los factores adversos derivados de la reintensificación de la pandemia. La actividad económica en las manufacturas y los servicios sigue siendo robusta, aunque la prolongación de los confinamientos en los países más gravemente afectados por la pandemia plantea cada vez más riesgos a la baja. El comercio mundial continúa recuperándose, pese a algunas señales de pérdida de impulso hacia finales de 2020. Las condiciones financieras globales siguen siendo muy acomodaticias y los mercados bursátiles se vieron estimulados por las noticias relacionadas con las vacunas contra el COVID-19, las políticas fiscales expansivas y

la menor incertidumbre en torno a las relaciones comerciales futuras entre la Unión Europea y el Reino Unido.

Durante el período de referencia (del 10 de diciembre de 2020 al 20 de enero de 2021), la curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se desplazó al alza y se aplanó, lo que, de hecho, eliminó la mayor parte de su inversión anterior. En general, la percepción de riesgos mejoró y los indicadores de mercado globales de las expectativas de inflación aumentaron como consecuencia de los desarrollos en Estados Unidos. Por consiguiente, la curva de tipos libres de riesgo de la zona del euro no sugiere expectativas claras de los mercados de un recorte inminente de los tipos de interés. Al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro se incrementaron ligeramente, aunque permanecieron en niveles muy reducidos en general. Los activos de riesgo registraron una buena evolución y las cotizaciones aumentaron a ambos lados del Atlántico. Las revalorizaciones de las acciones en Estados Unidos fueron superiores a las de la zona del euro y alcanzaron nuevos máximos históricos. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció ligeramente.

Después de la caída sin precedentes que registró el producto de la zona del euro en la primera mitad de 2020, el crecimiento económico repuntó con fuerza en el tercer trimestre del año. Sin embargo, los últimos datos económicos, la información procedente de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia sugieren que la actividad habría descendido en el cuarto trimestre de 2020, debido al rebrote de la pandemia y a la consiguiente intensificación de las medidas de contención, y que también se vería afectada en el primer trimestre de este año. Este perfil está básicamente en línea con el escenario central de las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2020. Mientras que la actividad en el sector servicios se está viendo seriamente restringida por el endurecimiento de las medidas de contención (aunque en menor medida que durante la primera ola de la pandemia en la primavera de 2020), en el sector manufacturero sigue resistiendo bien. Pese a que el crecimiento será débil —y, muy posiblemente, negativo— en el cuarto trimestre, la capacidad de resistencia relativa del sector industrial apunta a ciertos riesgos al alza. Se espera que los patrones de crecimiento en la zona del euro continúen siendo heterogéneos, tanto entre sectores como entre países. De cara al futuro, la distribución de las vacunas, que comenzó a finales de diciembre, permite albergar una mayor confianza en la resolución de la crisis sanitaria. Sin embargo, pasará tiempo hasta lograr la inmunidad colectiva, y no pueden descartarse nuevos acontecimientos adversos relacionados con la pandemia, 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 la política fiscal y una recuperación de la demanda a medida que se levanten las medidas de contención y disminuya la incertidumbre.

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del $-0,3\%$ en diciembre, sin variación por cuarto mes consecutivo. Se espera que la inflación general pase a terreno positivo a principios de 2021, como consecuencia del final de

la rebaja temporal del IVA en Alemania, de efectos base alcistas en la tasa de variación de los precios de la energía y del impacto de las recientes subidas del precio del petróleo. No obstante, las presiones subyacentes sobre los precios seguirán siendo moderadas, debido a la debilidad de la demanda, especialmente en los sectores de turismo y viajes, así como a las bajas presiones salariales y a la apreciación del tipo de cambio del euro. Una vez que el impacto de la pandemia desaparezca, la recuperación de la demanda, apoyada por la orientación acomodaticia de las políticas monetaria y fiscal, ejercerá presiones alcistas sobre la inflación a medio plazo. Los indicadores de opinión y de mercado relativos a las expectativas de inflación a largo plazo continúan en niveles bajos, aunque los de mercado han aumentado ligeramente.

En noviembre de 2020, la dinámica monetaria de la zona del euro siguió reflejando el impacto de la crisis del coronavirus. El crecimiento del agregado monetario amplio volvió a aumentar, mientras que el de los préstamos al sector privado se mantuvo estable, debido a la moderación de los préstamos a las sociedades no financieras y a la fortaleza de los préstamos a los hogares. La fuerte expansión del dinero continuó estando respaldada por las actuales compras de activos por parte del Eurosistema, que siguen siendo la principal fuente de creación de dinero. Los criterios de concesión de préstamos a empresas y a hogares continuaron endureciéndose en el cuarto trimestre de 2020 en el contexto de nuevas restricciones relacionadas con el COVID-19. Los favorables tipos de interés del crédito siguieron sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro.

En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió reconfirmar la orientación muy acomodaticia de su política monetaria.

En primer lugar, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantendrán sin variación en el 0,00 %, 0,25 % y -0,50 %, respectivamente. El Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en su horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.

En segundo lugar, el Consejo de Gobierno continuará las compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) con una dotación total de 1.850 mm de euros. Además, efectuará compras netas de activos en el marco del PEPP al menos hasta el final de marzo de 2022 y, en todo caso, hasta que considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado. Las compras en el marco del PEPP se realizarán para mantener unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia. 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 utilizar la dotación íntegramente. Asimismo, esta dotación puede recalibrarse si es necesario para mantener unas condiciones de financiación favorables que contribuyan a contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la senda de la inflación.

El Consejo de Gobierno continuará 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 del PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

En tercer lugar, 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 mensuales netas en el marco del APP prosigan durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de sus tipos oficiales y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

El Consejo de Gobierno tiene también la intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

Por último, el Consejo de Gobierno continuará proporcionando liquidez abundante a través de sus operaciones de financiación. En particular, la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) sigue siendo una atractiva fuente de financiación para las entidades de crédito, lo que apoya el crédito bancario a las empresas y a los hogares.

El Consejo de Gobierno sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

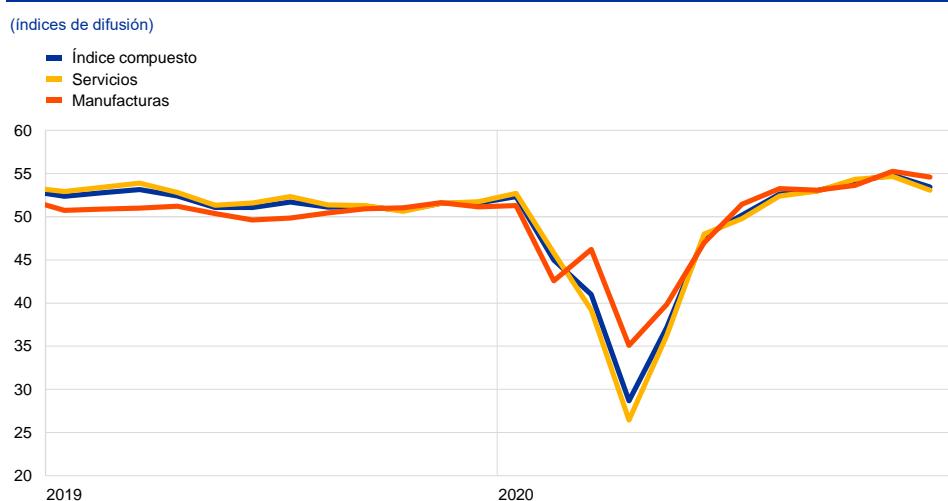
1

Entorno exterior

La recuperación de la actividad económica mundial continuó hacia finales de 2020, en un entorno de aumento de los factores adversos derivados de la reintensificación de la pandemia. Los nuevos contagios diarios por coronavirus (COVID-19) siguieron incrementándose en todo el mundo. Sin embargo, la ola más reciente de la pandemia y las medidas de contención asociadas han afectado a la actividad económica con menos intensidad que la primera ola de marzo y abril de 2020. Esto se observa en los valores del índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) global de manufacturas y de servicios (excluida la zona del euro), que a finales de 2020 permanecían en niveles considerablemente más elevados que durante la primera ola, en la que registraron descensos acusados (gráfico 1). De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento mundial en 2021 dependerán de la evolución de la pandemia y de los avances en las vacunaciones.

Gráfico 1

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



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2020.

Los riesgos para las perspectivas globales siguen sesgados a la baja, debido al rebrote de la pandemia de COVID-19. El aumento de los nuevos contagios diarios por COVID-19 en todo el mundo está obstaculizando la recuperación económica global. Los países que se están viendo seriamente afectados por el COVID-19 han frenado su ritmo de crecimiento. Al mismo tiempo, se observan riesgos al alza asociados a la disminución de la incertidumbre en torno a las relaciones comerciales entre la Unión Europea (UE) y el Reino Unido, así como a la posibilidad de que la dotación del paquete de apoyo fiscal de Estados Unidos sea mayor de lo esperado, dada la nueva composición de su Senado. Con todo, el avance más lento de lo esperado en la distribución de las vacunas y la nueva intensificación de la pandemia también podrían acarrear confinamientos más estrictos y prolongados que lastrarán las perspectivas de crecimiento mundial.

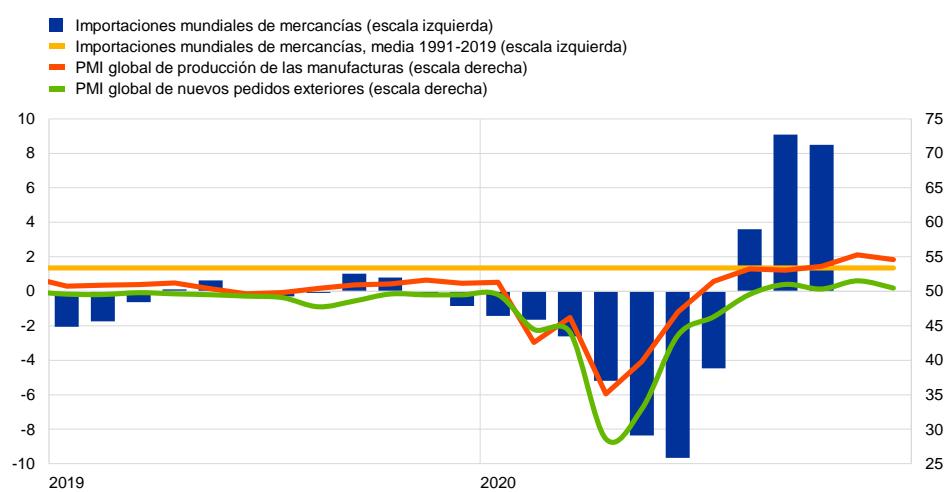
Las condiciones financieras globales continúan siendo muy acomodaticias, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Los mercados de renta variable repuntaron, impulsados por los desarrollos relacionados con la vacuna contra el COVID-19, así como por las actuaciones de apoyo de los bancos centrales, las políticas fiscales expansivas y la menor incertidumbre sobre las relaciones comerciales futuras entre la UE y el Reino Unido. En las economías emergentes, los precios de las acciones han registrado aumentos pronunciados, una evolución acorde con los elevados flujos de entrada de inversiones de cartera en fondos de renta fija y de renta variable de estos países, que ahora han compensado el récord de salidas observadas al principio de la crisis del COVID-19. Las pérdidas que experimentaron las monedas de las economías emergentes en marzo de 2020 también continuaron compensándose, aunque los tipos de cambio se mantienen en niveles sustancialmente inferiores a los observados antes de la pandemia.

La recuperación del comercio mundial continúa, aunque se observan algunas señales de pérdida de impulso. En el tercer trimestre de 2020, los datos sobre el comercio de bienes apuntaban a una recuperación generalizada en distintas categorías. En particular, los bienes intermedios fueron un importante motor de las exportaciones globales en el tercer trimestre, lo que pone en evidencia la capacidad de resistencia de las cadenas globales de valor. Al mismo tiempo, el PMI global de nuevos pedidos exteriores (excluida la zona del euro) retrocedió en diciembre, lo que indica cierta moderación del ritmo de crecimiento del comercio mundial hacia finales de 2020 (gráfico 2).

Gráfico 2

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

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



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

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

La inflación mundial fue estable en noviembre. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, la inflación interanual medida por los precios de consumo se mantuvo en el 1,2 % en noviembre, mientras que la

inflación, excluidos la energía y los alimentos, permaneció en el 1,6 %. De cara al futuro, se espera que las presiones inflacionistas globales sobre los salarios y los precios sigan siendo contenidas, en un contexto de amplio exceso de capacidad productiva en la mayoría de las economías.

Los precios de las materias primas han seguido registrando subidas generalizadas desde la última reunión del Consejo de Gobierno, superiores al 10 % en el caso de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas. El repunte que han experimentado los precios de la mayoría de las materias primas en los últimos meses ha estado impulsado por el aumento de la demanda mundial tras la recuperación de la perturbación originada por el COVID-19. La demanda de metales por parte de China parece ser particularmente intensa. Los precios del cobre también se han visto respaldados por programas públicos relacionados con proyectos de infraestructuras renovables y vehículos eléctricos, que suelen requerir un uso intensivo de esta materia prima. Los precios de los alimentos se han visto favorecidos por la elevada demanda, ya que los Gobiernos hacen acopio de existencias, así como por disrupciones de oferta debidas al calor y a la sequía en Sudamérica. Además de la contribución de la creciente demanda, a principios de enero, los precios del petróleo también se beneficiaron del anuncio de Arabia Saudí de que recortaría voluntariamente la oferta de crudo en un millón de barriles diarios.

En Estados Unidos, la actividad económica se benefició de nuevas medidas de estímulo fiscal, en un contexto en el que la debilidad del mercado de trabajo está teniendo efectos adversos. Después de una intensa recuperación del crecimiento económico en el tercer trimestre de 2020, se espera una ralentización en el cuarto. Al mismo tiempo, hacia finales del año pasado se llegó a un acuerdo sobre un importante nuevo paquete de estímulo fiscal que apoyará el consumo en unos momentos en los que el mercado laboral sigue faltó de dinamismo. Es probable que la nueva Administración estadounidense apruebe medidas de estímulo adicionales. Mientras, predomina la debilidad del mercado de trabajo, como sugieren las crecientes pérdidas permanentes de puestos de trabajo observadas hasta noviembre, mientras que el número de nuevas ofertas de empleo continúa por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. La tasa de paro siguió siendo elevada en noviembre (el 6,7 %), respaldada por la disminución de los despidos temporales. En general, la baja confianza de los consumidores, junto con el aumento de los nuevos contagios diarios por COVID-19, constituyen riesgos a la baja para la actividad económica.

En Japón, la recuperación económica se estancó hacia finales de 2020. Aunque el consumo mantuvo un dinamismo relativo, el crecimiento de la producción industrial descendió en noviembre, mientras que el PMI de servicios permanece por debajo del valor neutral, lo que señala una debilidad persistente. Aunque un nuevo paquete fiscal por importe de alrededor del 3,5 % del PIB respaldará la actividad en el corto plazo, la tercera ola de contagios por COVID-19 está propiciando la adopción de medidas de confinamiento adicionales que afectarán a las perspectivas de crecimiento.

En el Reino Unido, pese al apoyo procedente del acuerdo comercial alcanzado recientemente con la UE, el ritmo de crecimiento a corto plazo sigue siendo débil. El 24 de diciembre de 2020, la UE y el Reino Unido anunciaron que habían llegado a un acuerdo sobre su relación futura, que garantiza que no se aplicarán aranceles ni contingentes al comercio de bienes. Sin embargo, las empresas afrontan cargas administrativas adicionales y procesos más largos en las fronteras, debido a los controles aduaneros y reglamentarios. Aunque esto reduce la incertidumbre en torno a las negociaciones del Brexit, el empeoramiento de la pandemia y el deterioro de las condiciones del mercado de trabajo siguen afectando negativamente a la confianza de los consumidores y a la demanda. Los datos mensuales oficiales sobre el PIB del Reino Unido y las encuestas señalan que el crecimiento cayó en terreno negativo en el cuarto trimestre de 2020. Además, la situación de la pandemia se agravó en diciembre, en un contexto de aparición de una mutación más contagiosa del virus. El Gobierno impuso un confinamiento estricto en todo el país que se mantendrá al menos hasta mediados de febrero y que debilitará aún más la actividad económica.

China, por el contrario, continuó su sólida recuperación. En el cuarto trimestre, el PIB de este país se incrementó un 2,6 % (en tasa intertrimestral), con lo que su avance interanual en 2020 fue del 2,3 %. Esta evolución hace que China haya sido uno de los pocos países del mundo que registró un crecimiento económico positivo en 2020. Las cifras del PIB correspondientes al último trimestre de 2020 indican que el ritmo de recuperación se ha extendido de la inversión al consumo. Los datos del PMI también señalan que los servicios están cobrando fuerza porque, en general, la pandemia sigue bajo control en este país, pese a los confinamientos impuestos en varios municipios por nuevos contagios.

2

Evolución financiera

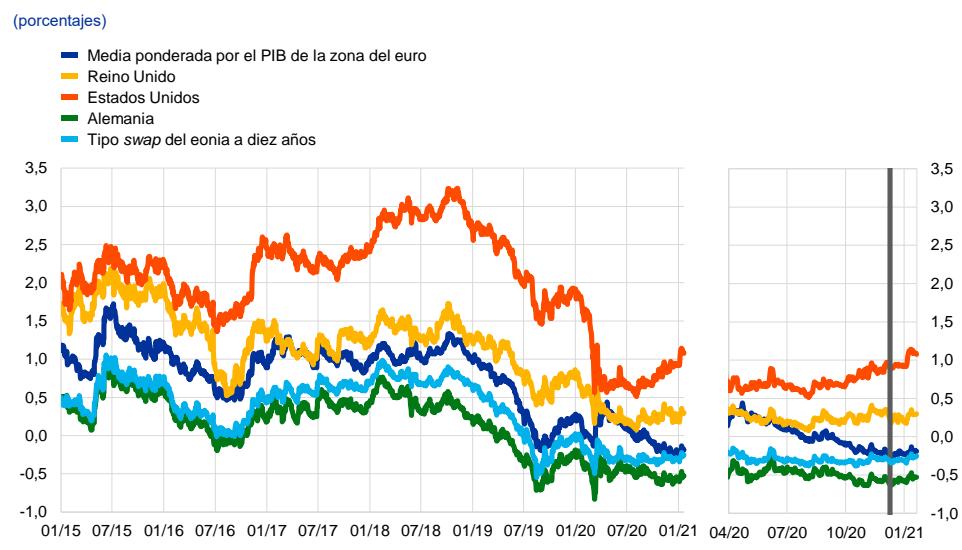
El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en –47 y –56 puntos básicos, respectivamente¹, durante el período considerado (del 10 de diciembre de 2020 al 20 de enero de 2021). En el mismo período, el exceso de liquidez aumentó en 86 mm de euros, aproximadamente, y se situó en torno a los 3.537 mm de euros. Este incremento reflejó, sobre todo, 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), que fueron parcialmente contrarrestadas por los factores autónomos y los reembolsos voluntarios de las operaciones TLTRO II. Durante el período analizado no se efectuaron operaciones TLTRO III.

Al mismo tiempo, la curva de tipos forward del eonia se desplazó al alza y se aplanó, lo que, de hecho, eliminó la mayor parte de su inversión anterior. En la actualidad, la curva de tipos *forward* no sugiere expectativas claras de los mercados de un recorte inminente de los tipos de interés². Los tipos *forward* del eonia siguen siendo inferiores a cero para horizontes hasta 2028, lo que indica que los mercados continúan esperando un período prolongado de tipos de interés negativos.

En el período de referencia, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo aumentaron ligeramente en la zona del euro, aunque se mantuvieron en niveles muy bajos en general, mientras que en otras jurisdicciones importantes se incrementaron de manera más acusada. El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB aumentó 5 puntos básicos, hasta situarse en el –0,19 % (véase gráfico 3), lo que constituyó una escasa reacción a la reunión de diciembre del Consejo de Gobierno, al Acuerdo de Comercio y Cooperación entre la UE y el Reino Unido que se anunció el 24 de diciembre de 2020 y a las noticias relacionadas con la pandemia. Los rendimientos de la deuda soberana a diez años del Reino Unido y de Estados Unidos mostraron mayor volatilidad y se incrementaron en 10 y 17 puntos básicos, respectivamente. Esta evolución refleja, sobre todo, una tendencia de «reflación» global impulsada por el crecimiento de las expectativas de inflación en Estados Unidos desde principios de enero.

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

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

Gráfico 3**Rendimientos de la deuda soberana a diez años**

Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de diciembre de 2020). La ventana ampliada muestra la evolución de los rendimientos soberanos desde el 1 de abril de 2020. Las últimas observaciones corresponden al 20 de enero de 2021.

Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto a los tipos libres de riesgo apenas variaron. En algunos países, los rendimientos de la deuda soberana aumentaron a principios de enero, prácticamente en paralelo a los tipos libres de riesgo. En concreto, los diferenciales soberanos a diez años de Alemania, Francia, Italia, España y Portugal fluctuaron 0, -3, -1, -2 y -2 puntos básicos, hasta situarse en -0,27, -0,05, 0,84, 0,33 y 0,29 puntos porcentuales, respectivamente. El diferencial soberano a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB (con respecto al tipo de interés libre de riesgo correspondiente) se redujo, por tanto, 2 puntos básicos —hasta los 0,06 puntos porcentuales— y, en consecuencia, se mantuvo por debajo del nivel observado antes de la pandemia, en febrero de 2020.

Las cotizaciones aumentaron a ambos lados del Atlántico, y las revalorizaciones de las acciones en Estados Unidos fueron superiores a las de la zona del euro y alcanzaron nuevos máximos históricos. Las cotizaciones de Estados Unidos y de Europa se beneficiaron de la mejora de la percepción de riesgos, impulsada, en parte, por la tendencia de «reflación» global que se ha observado desde principios de enero. En la zona del euro, los precios de las acciones de las sociedades no financieras aumentaron un 4,3 % por encima de los niveles registrados al comienzo del período considerado. Las cotizaciones bancarias también se incrementaron, aunque de forma menos pronunciada (un 1,1 %). En Estados Unidos, las cotizaciones de las sociedades no financieras se revalorizaron un 5,5 % —básicamente en línea con sus equivalentes de la zona del euro—, mientras que el alza en las del sector bancario fue significativa (un 10,6 %).

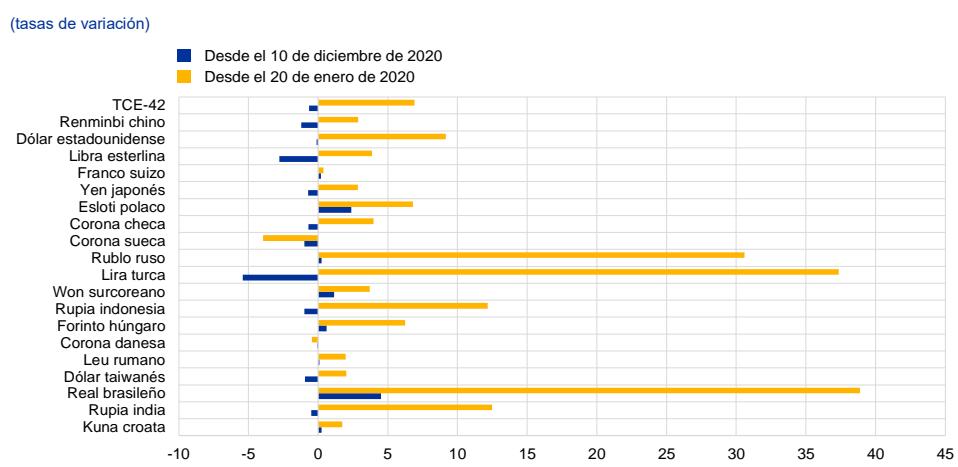
Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro permanecieron estables, en general, y se sitúan ligeramente por encima de los

niveles anteriores a la pandemia en algunos sectores. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y de la deuda del sector financiero con respecto al tipo de interés libre de riesgo se mantuvieron estables durante el período de referencia y se situaron en 59 y 70 puntos básicos, respectivamente, el 20 de enero de 2021. En conjunto, solo se han producido pequeñas fluctuaciones en los diferenciales de los valores de renta fija privada desde la reunión de diciembre del Consejo de Gobierno, y las condiciones actuales parecen reflejar, en gran medida, el respaldo continuado de las políticas monetaria y fiscal.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció ligeramente (gráfico 4). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 0,7 %. En cuanto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el euro perdió valor frente a la libra esterlina (2,8 %), principalmente como consecuencia de la apreciación de la libra tras la conclusión del proceso del Brexit con el anuncio del Acuerdo de Comercio y Cooperación entre la UE y el Reino Unido. En un contexto de estabilización de la percepción de riesgos a escala global, la moneda única se apreció ligeramente frente al franco suizo (0,2 %), mientras que se depreció de forma moderada frente al yen japonés (0,7 %) y al dólar estadounidense (0,1 %). El euro se debilitó frente a la lira turca (5,4 %) y al renminbi chino (1,2 %), y se fortaleció frente al real brasileño (4,5 %).

Gráfico 4

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



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 20 de enero de 2021.

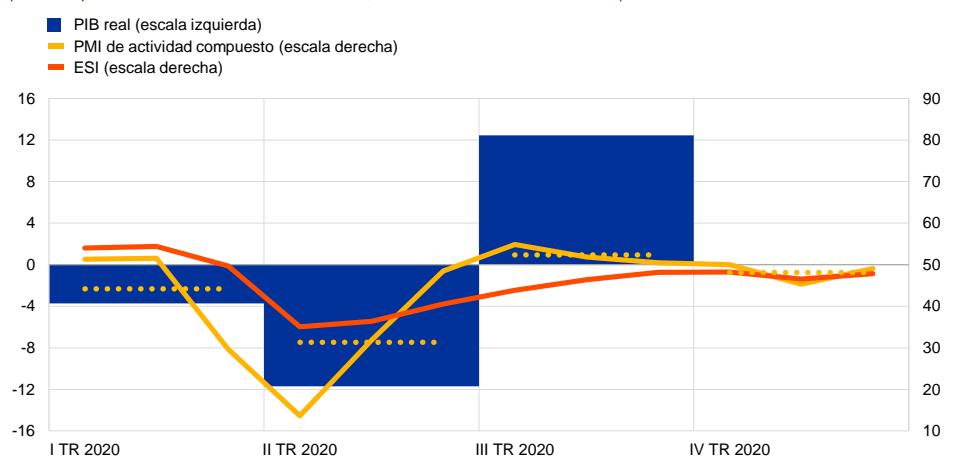
3 Actividad económica

Después de la caída acusada y profunda que registró el producto de la zona del euro en la primera mitad de 2020, el crecimiento económico repuntó con fuerza en el tercer trimestre, pero podría haberse tornado negativo de nuevo en el cuarto. La actividad económica total aumentó un 12,4 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2020, tras experimentar retrocesos del 11,7 % y del 3,7 % en el segundo y primer trimestre de 2020, respectivamente (gráfico 5). El desglose del crecimiento en el tercer trimestre muestra que la recuperación del producto fue generalizada y que la expansión de la demanda interna y de la demanda exterior neta contribuyó positivamente a su avance, con un total de 11,4 y 2,3 puntos porcentuales, respectivamente, mientras que la aportación de la variación de existencias fue negativa (1,2 puntos porcentuales). Tanto la información cuantitativa como los resultados de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia apuntan a que el PIB habría vuelto a descender en el cuarto trimestre, básicamente en línea con las expectativas, lo que refleja la intensificación de las medidas de contención debido al nuevo aumento de las tasas de contagio por COVID-19. Mientras que la actividad en el sector servicios se está viendo seriamente restringida (aunque en menor medida que durante la primera ola en la primavera de 2020), en las manufacturas continúa resistiendo bien. Se espera que los patrones de crecimiento de la zona del euro sigan siendo heterogéneos entre sectores, y que los servicios sean el sector más perjudicado por la pandemia (debido, en parte, a su sensibilidad a las medidas de distanciamiento social). Lo mismo puede decirse de los distintos países, en los que la evolución del producto dependerá de las tasas de contagio y de los esfuerzos para contener la pandemia. En el [recuadro 3](#) de este Boletín Económico se analizan los factores determinantes de las diferencias regionales en el impacto económico de la pandemia en las cuatro economías de mayor tamaño de la zona del euro durante la fase inicial de la pandemia.

Gráfico 5

PIB real de la zona del euro, PMI de actividad compuesto e indicador de sentimiento económico (ESI)

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



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) se normaliza y reescaliza para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI). Las líneas discontinuas muestran las medias trimestrales de las observaciones mensuales del PMI. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2020 para el PIB real y a diciembre de 2020 para el ESI y el PMI.

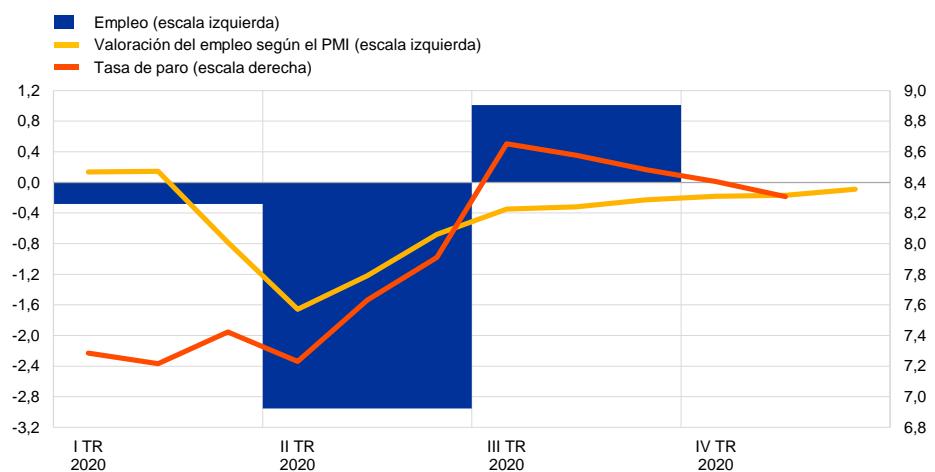
La tasa de paro de la zona del euro siguió descendiendo en noviembre de 2020, ayudada por el incremento del número de trabajadores sujetos a programas de regulación temporal de empleo. La tasa de paro se situó en el 8,3 % en noviembre, frente al 8,4 % de octubre y a un nivel justo por debajo del 8,7 % en julio (gráfico 6). Al mismo tiempo, la tasa de noviembre seguía siendo alrededor de 1,1 puntos porcentuales superior a la observada en febrero, antes de la irrupción de la pandemia de COVID-19. Los programas de mantenimiento del empleo continuaron suavizando la evolución del mercado de trabajo, con una cobertura estimada del 5,8 % de la población activa en noviembre, frente a aproximadamente el 5 % en octubre, en respuesta a las medidas de confinamiento más recientes³. El empleo creció un 1 % en el tercer trimestre de 2020, tras experimentar un retroceso del 3 % en el segundo. Con todo, pese a esa mejora, todavía se situaba un 2,2 % por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2019. El total de horas trabajadas aumentó un 14,8 % en el tercer trimestre, después de descender un 13,6 % en el segundo, pero se mantuvo un 4,6 % por debajo del valor del cuarto trimestre de 2019. Aún no se dispone de información sobre el empleo y las horas trabajadas en el cuarto trimestre de 2020.

³ Véase el artículo titulado «*The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market*», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. 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 diciembre de 2020 para el PMI y a noviembre de 2020 para la tasa de paro.

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo han continuado mejorando ligeramente, pero todavía señalan una evolución contractiva. El PMI mensual relativo al empleo aumentó de forma marginal y se situó en 49,1 en diciembre —su octavo incremento consecutivo—, frente a un nivel de 48,3 en noviembre y de 48,2 en octubre (gráfico 6). Este indicador se ha recuperado sustancialmente desde el mínimo histórico registrado en abril de 2020. Con todo, sigue apuntando a una contracción del empleo y podría interpretarse como una indicación temprana de unas perspectivas de empleo débiles en los próximos meses.

Después de aumentar aproximadamente un 14 % en el tercer trimestre, el gasto en consumo descendió en el cuarto trimestre, al endurecerse las medidas de distanciamiento social. En noviembre, el comercio minorista se contrajo un 6,1 %, en tasa intermensual, tras registrar un crecimiento del 1,4 % en octubre. Al mismo tiempo, la confianza de los consumidores repuntó en diciembre. Ese mes, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se elevó hasta -13,9, desde -17,6 en noviembre, debido principalmente a la mejora relativa de los componentes prospectivos de la encuesta. Con todo, el nivel se mantuvo bajo en comparación con los niveles previos a la pandemia. Aunque las rentas del trabajo se han visto muy afectadas por la crisis del COVID, las transferencias fiscales han absorbido la mayor parte de su impacto sobre la renta disponible de los hogares de la zona del euro. El repunte del consumo en el tercer trimestre de 2020 tuvo su reflejo en una caída de la tasa de ahorro de este sector, que descendió hasta el 17,3 % en ese trimestre, desde el 24,6 % observado en el segundo. De cara al futuro, es probable que la tasa de ahorro se mantenga por

encima del nivel anterior al COVID a corto plazo, por motivos tanto de precaución como involuntarios y que, posteriormente, se normalice de forma gradual⁴.

Después de experimentar un fuerte avance en el tercer trimestre, impulsado por un crecimiento muy dinámico de la inversión en maquinaria y equipo, es probable que la inversión empresarial haya vuelto a crecer ligeramente en el cuarto trimestre, aunque la segunda ola de la pandemia apunta a la existencia de riesgos a la baja para la inversión en el primer trimestre de 2021. La producción industrial de bienes de equipo se incrementó de nuevo en noviembre, y su valor medio de octubre y noviembre se situó un 6,6 % por encima del observado en el tercer trimestre. La utilización de la capacidad productiva aumentó hasta el 76 %, frente al 72 % del tercer trimestre, pero se mantuvo 5 puntos porcentuales por debajo del nivel previo a la pandemia. Entretanto, los indicadores de opinión relativos al sector de bienes de equipo (como el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea y el PMI correspondiente) tendieron a mejorar en el cuarto trimestre con respecto al tercero. Además, el tercer trimestre trajo cierto alivio a los balances de las empresas, ya que, según los datos de las cuentas nacionales, los excedentes brutos de explotación repuntaron un 12 % ese trimestre, tras acumular una caída de más del 14 % en la primera mitad de 2020. Los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras disminuyeron ligeramente en el tercer trimestre, después de haber aumentado con intensidad en los dos primeros trimestres con el fin de mantener las actividades empresariales esenciales, y se mantuvieron prácticamente estables en octubre y noviembre. Con todo, la nueva intensificación de la pandemia sugiere que existen riesgos a la baja para la inversión en el primer trimestre de 2021.

La inversión en vivienda (aproximada por la inversión residencial real) se recuperó con fuerza en el tercer trimestre —con un aumento intertrimestral del 12,3 %, tras una caída acumulada del 14,3 % en la primera mitad de 2020— y se espera que sea débil a corto plazo. La recuperación fue especialmente intensa en los grandes países de la zona del euro más afectados por los confinamientos de la primera ola de la pandemia, con incrementos sustanciales en Italia, Francia y España (del 45 %, el 30,6 % y el 15,7 %, respectivamente). Mientras tanto, en Alemania, la inversión en vivienda descendió un 2 % en el tercer trimestre. En general, la actividad tendió a verse impulsada por el avance de las empresas en la ejecución de una abultada cartera de proyectos de construcción pendientes, con la reanudación de obras y la puesta en marcha de nuevos proyectos de edificación. Sin embargo, las perspectivas a corto plazo de la inversión en vivienda son débiles, ya que la cartera de pedidos pendientes está disminuyendo y la nueva actividad se está paralizando a medida que los países intensifican las restricciones para contener la propagación del virus. En efecto, el PMI de producción de la construcción de la zona del euro permaneció por debajo del umbral de expansión en el cuarto trimestre y volvió a descender, en promedio, en términos intertrimestrales. Entretanto, en noviembre, la producción de la construcción solo avanzó un 1,4 % en tasa intermensual, lo que apunta, en general, a una desaceleración intertrimestral general en el cuarto trimestre y sugiere que la inversión en vivienda podría estar

⁴ Veáse también el recuadro titulado «[El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

siguiendo una tendencia similar. De cara al futuro, pese a que las expectativas de las empresas mejoraron ligeramente en el cuarto trimestre de 2020, continúan señalando una evolución débil a corto plazo.

El crecimiento del comercio de la zona del euro se ha moderado, tras el repunte observado en el tercer trimestre. Los datos de comercio de bienes en términos nominales de noviembre confirman que el crecimiento de los intercambios comerciales con países pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro se ha moderado desde septiembre. Sin embargo, el proceso de retorno a los niveles de comercio anteriores a la pandemia continúa, con unas tasas de crecimiento superiores a las observadas en los dos años transcurridos hasta febrero de 2020 (las importaciones y exportaciones fuera de la zona del euro se sitúan en torno a un 4,5 % por debajo de los niveles previos a la pandemia, y el comercio entre países de la zona aproximadamente un 3,2 % por debajo). Las importaciones y las exportaciones de la zona del euro han aumentado en todas las subcategorías desde abril de 2020, sobre todo las exportaciones al Reino Unido (como consecuencia, en parte, del acopio de existencias de bienes antes del Brexit) y las dirigidas a China. Los bienes de consumo (especialmente automóviles y combustible) han experimentado una expansión robusta, impulsada por la fortaleza de la demanda china de bienes de Alemania. En cambio, la debilidad de la inversión privada ha frenado el comercio de bienes de equipo y seguirá lastrando la actividad hasta que se disipe la incertidumbre en torno a la distribución de las vacunas y a la evolución de la pandemia. Aunque el comercio de bienes intermedios (que se mantiene contenido) se ha visto menos afectado que el de bienes de equipo, tiende a determinar la evolución general, ya que supone el grueso de los flujos totales (sobre todo en el caso de los intercambios comerciales entre países de la zona del euro). Los indicadores adelantados apuntan a nuevas mejoras a finales de año, también en el comercio de servicios (que continúa en niveles muy bajos). De hecho, el PMI de nuevos pedidos exteriores de los servicios sugiere que la situación mejoró ligeramente en diciembre con el inicio de las vacaciones de invierno.

Los indicadores económicos (en particular los resultados de las encuestas) sugieren que el producto podría haber vuelto a contraerse en el cuarto trimestre de 2020, como consecuencia del endurecimiento de las medidas de contención. La producción industrial (excluida la construcción) aumentó un 2,5 %, en tasa intermensual, en noviembre, lo que significa que el nivel medio de producción de los dos primeros meses del cuarto trimestre fue un 3,8 % más elevado que la media del tercer trimestre. Sin embargo, si se analizan indicadores de opinión más recientes, se observa que el PMI de actividad compuesto descendió hasta situarse en 48,1 en el cuarto trimestre, desde un valor de 52,4 en el tercero, lo que indica una contracción de la actividad. Este descenso se debió íntegramente a la evolución de los servicios, mientras que el sector manufacturero experimentó una ligera mejora. Esta dinámica no sorprende y refleja la mayor sensibilidad de los servicios a las medidas de distanciamiento social. Aunque el crecimiento será débil —y, muy posiblemente, negativo— en el cuarto trimestre, la capacidad de resistencia relativa del sector industrial apunta a ciertos riesgos al alza. Los indicadores de alta frecuencia también señalan una desaceleración en el cuarto trimestre.

De cara al futuro, la distribución de las vacunas, que comenzó a finales de diciembre, permite tener una mayor confianza en la resolución de la crisis sanitaria. Sin embargo, pasará tiempo hasta lograr la inmunidad colectiva, y no pueden descartarse nuevos desarrollos adversos relacionados con la pandemia. Aunque es probable que la incertidumbre en torno al COVID-19 frene la reactivación del mercado de trabajo y lastre el consumo y la inversión, la recuperación económica de la zona del euro debería verse respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por un tono expansivo de las políticas fiscales y por un repunte de la demanda a medida que se levanten las medidas de contención y disminuya la incertidumbre. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#), realizada a principios de enero, muestran que las previsiones del sector privado relativas al crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2021 y al alza para 2022 con respecto a la encuesta anterior (que se llevó a cabo a principios de octubre). Estos expertos anticipan una caída del PIB del 2,5 % en el último trimestre de 2020, seguida de un crecimiento estancado en el primer trimestre de 2021. Este pronóstico es algo más pesimista que las perspectivas a corto plazo implícitas en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, que preveían una contracción del 2,2 % en el cuarto trimestre, seguida de un crecimiento del 0,6 % en el primer trimestre de 2021. Esa revisión está en consonancia con un mayor pesimismo en torno a las perspectivas a corto plazo por la intensificación de las medidas de contención, así como con una esperanza creciente en relación con las perspectivas a medio plazo derivada de las expectativas de que el inicio del proceso de vacunación será seguro y tendrá éxito.

4

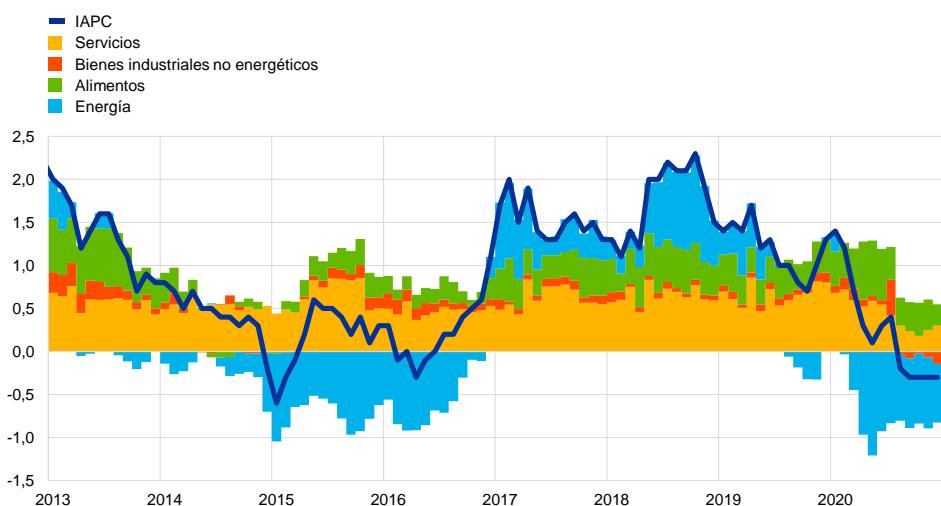
Precios y costes

En diciembre de 2020, la inflación general se mantuvo sin variación, en el $-0,3\%$, por cuarto mes consecutivo. La tasa de inflación de diciembre, que permaneció inalterada en el $-0,3\%$, oculta movimientos en los principales componentes: mientras que la tasa de variación de los precios de la energía y de los servicios aumentó, la correspondiente a los alimentos y a los bienes industriales no energéticos disminuyó (gráfico 7). Pese al incremento reciente, la inflación de los precios de la energía siguió en terreno muy negativo —el $-6,9\%$ —, lo que sigue lastrando sustancialmente la inflación medida por el IAPC. Eurostat consideró que la mayoría de los subíndices del IAPC de diciembre eran fiables, aunque el porcentaje de imputaciones de precios ha vuelto a aumentar como consecuencia de las nuevas medidas de contención y de confinamiento.

Gráfico 7

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



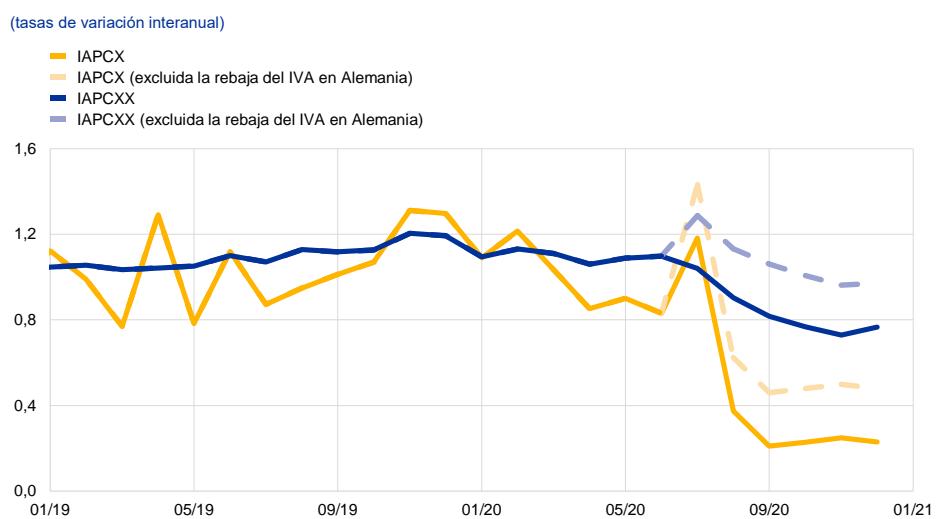
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre 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 mantuvieron prácticamente sin variación, en niveles reducidos. En diciembre, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), permaneció inalterada por cuarto mes consecutivo en un mínimo histórico del $0,2\%$. Esta tasa oculta un descenso de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos, que se situó en el $-0,5\%$ en diciembre, frente al $-0,3\%$ de noviembre, así como un ligero incremento de la tasa correspondiente a los servicios, que pasó del $0,6\%$ al $0,7\%$ en el mismo período. La disminución de la inflación de los bienes industriales no energéticos fue atribuible, principalmente, al componente de artículos de vestir y calzado, mientras que el aumento del componente de servicios se debió, en gran

medida, a una leve reversión de los acusados retrocesos de la tasa de variación de los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes (véase recuadro 6). En diciembre, otros indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron estables, en general, en niveles reducidos. Los bajos niveles también continuaron reflejando la rebaja temporal del IVA en Alemania durante la segunda mitad de 2020 (gráfico 8).

Gráfico 8
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en estimaciones de «Impact of the temporary reduction in VAT on consumer prices», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, noviembre de 2020.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2020. IAPCXX se refiere al IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado.

Las presiones inflacionistas latentes sobre la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos crecieron en las primeras fases de la cadena de producción, aunque partían de niveles bajos en general. La tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio fue del 0,7 % en noviembre, sin cambios con respecto al mes anterior, y de nuevo fluctuó ligeramente por encima de su media de largo plazo. En cambio, la inflación de los precios de importación de esos bienes siguió siendo negativa, debido, en parte, a la apreciación anterior del euro, si bien registró un incremento marginal y se situó en el -1,1 % en noviembre, frente al -1,2 % de octubre. En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la inflación de los bienes intermedios aumentó de manera notable en noviembre: la tasa de variación de los precios de producción internos se incrementó del -1,3 % observado en el mes precedente al -0,6 %, y la correspondiente a los precios de importación aumentó del -2,4 % al -1,6% en el mismo período. Esta evolución puede reflejar, en parte, cierta relajación de las presiones a la baja procedentes del tipo de cambio efectivo del euro y de los precios del petróleo, y una nueva intensificación de las presiones al alza derivadas de los precios de otras materias primas.

La tasa de variación de los precios de producción, medida por el deflactor del PIB, disminuyó en el tercer trimestre de 2020. La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se redujo hasta el 1,1 % en el tercer trimestre de 2020, frente al 2,4 % del trimestre anterior. Esta evolución reflejó, sobre todo, el impacto del

acusado descenso del crecimiento de los costes laborales unitarios, dado que el avance menos negativo de la productividad del trabajo, que se vio impulsado por un fuerte repunte del crecimiento del PIB, tuvo más peso que el aumento del crecimiento de la remuneración por asalariado⁵. El menor recurso a los programas de regulación temporal de empleo asociado a la recuperación de la actividad económica no solo sustentó el incremento de la remuneración por asalariado, sino que, a través de menores ayudas, también dio lugar a una disminución de la contribución negativa de los impuestos indirectos netos al deflactor del PIB. Al mismo tiempo, como reflejo del repunte de la actividad económica, los márgenes de beneficio aumentaron en comparación con el trimestre anterior, aunque su contribución siguió siendo negativa.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a medio y a largo plazo en la zona del euro se incrementaron, pero permanecieron aún en niveles muy reducidos, mientras que los indicadores de opinión de las expectativas de inflación se mantuvieron prácticamente estables en niveles bajos (gráfico 9). Los movimientos observados en los mercados de inflación continuaron siendo limitados, y a mediados de enero se observó un repunte. Desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 10 de diciembre, el indicador de mercado más destacado de las expectativas de inflación a largo plazo, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años, ha subido 6 puntos básicos, hasta situarse en el 1,32 %, ligeramente por encima del nivel registrado antes de la pandemia (1,25 %). Sin embargo, los niveles actuales de los tipos *swap* de inflación a largo plazo siguen siendo muy moderados y no sugieren un retorno de la inflación al objetivo del BCE en un futuro próximo. Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo no variaron o se incrementaron levemente, pero se mantuvieron en niveles bajos. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2021, que se llevó a cabo a principios de enero de 2021, las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron sin cambios en el 1,7 %. Estas expectativas medidas por Consensus Economics en enero también se situaron en el 1,7 %, tasa ligeramente superior al 1,6 % de la encuesta anterior de octubre.

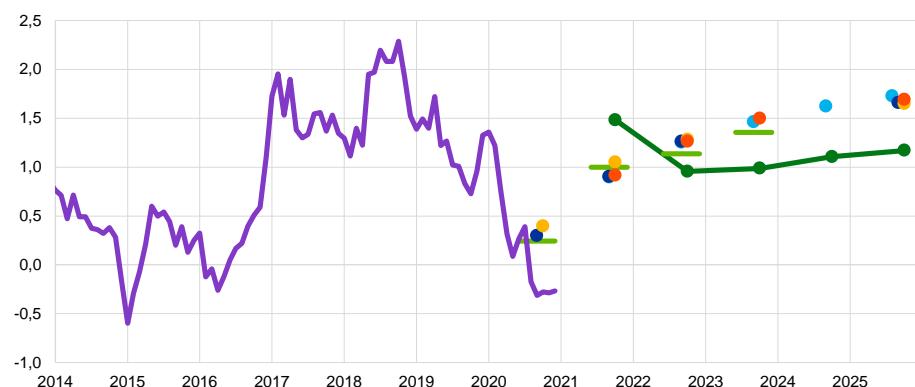
⁵ Para más información, véase el recuadro titulado «[Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

Gráfico 9

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

- EPE I TR 2021
- EPE IV TR 2020
- EPE III TR 2020
- Previsiones de Consensus Economics (15 de enero de 2021)
- Indicadores de mercado de las expectativas de inflación (enero de 2021)
- Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro (diciembre de 2020)
- IAPC



Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro (diciembre de 2020) y Consensus Economics (15 de enero de 2021).

Notas: La encuesta EPE correspondiente al primer trimestre de 2021 se realizó entre el 7 y el 11 de enero de 2021. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 19 de enero de 2021.

El crecimiento del agregado monetario amplio volvió a aumentar en noviembre de 2020. La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 11 % en noviembre, desde el 10,5 % registrado en octubre (gráfico 10). Aunque la crisis del coronavirus (COVID-19) ha generado una preferencia extraordinaria por la liquidez, el intenso crecimiento del agregado monetario amplio refleja, en gran medida, 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 y las incertidumbres causadas por la crisis. En noviembre, un factor adicional que contribuyó a esta evolución fue el aumento del gasto público neto a cuenta de los depósitos acumulados como colchón en meses anteriores, ya que estos no forman parte de M3. La utilización de estos colchones obedeció al endurecimiento de las restricciones relacionadas con el COVID y a la reactivación de las medidas de apoyo fiscal en un mes en el que la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas fue prácticamente nula. El avance de M3 estuvo impulsado, principalmente, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó hasta el 14,5 % en noviembre, desde el 13,8 % registrado en octubre. Esta evolución fue atribuible, sobre todo, al fuerte crecimiento interanual de los depósitos a la vista de las empresas y de los hogares, debido fundamentalmente a la marcada preferencia de estos sectores por la liquidez. 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.

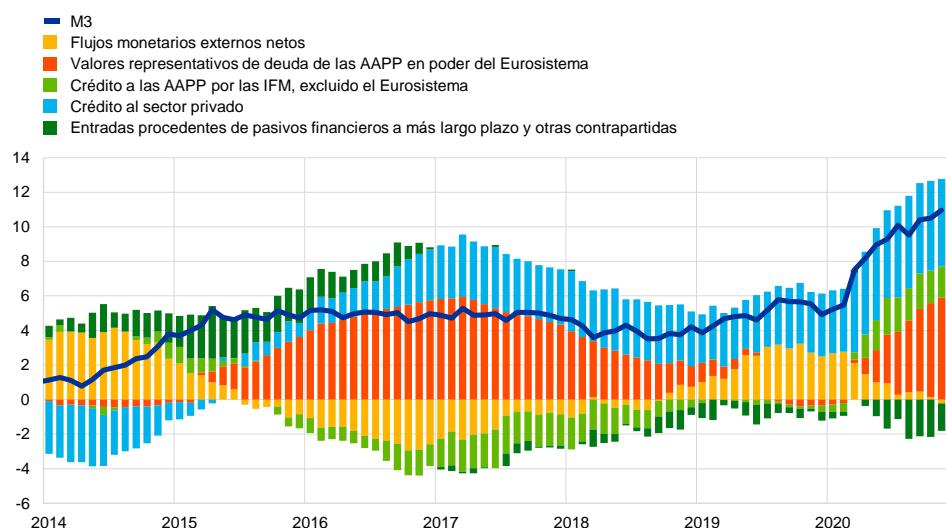
El crédito interno continuó siendo la principal fuente de creación de dinero.

Las compras netas de deuda pública por parte del Eurosystema 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 fueron las que más contribuyeron al crecimiento de M3 en noviembre de 2020 (parte de color rojo de las barras del gráfico 10). El crédito al sector privado, si bien perdió algo de impulso, siguió siendo el segundo componente que más peso tuvo en dicho crecimiento (parte de color azul de las barras del gráfico 10). El avance de M3 se vio respaldado adicionalmente por el crédito concedido por las instituciones financieras monetarias (IFM), excluido el Eurosystema, a las Administraciones Públicas (parte de color verde claro de las barras del gráfico 10), pero los flujos respectivos se han moderado recientemente. Como en meses anteriores, la contribución de los flujos monetarios externos netos continuó siendo insignificante en noviembre, en términos interanuales (parte de color amarillo de las barras del gráfico 10), mientras que los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas frenaron la expansión del agregado monetario amplio. Ello se debió 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) siguieron

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 10
M3 y sus contrapartidas

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



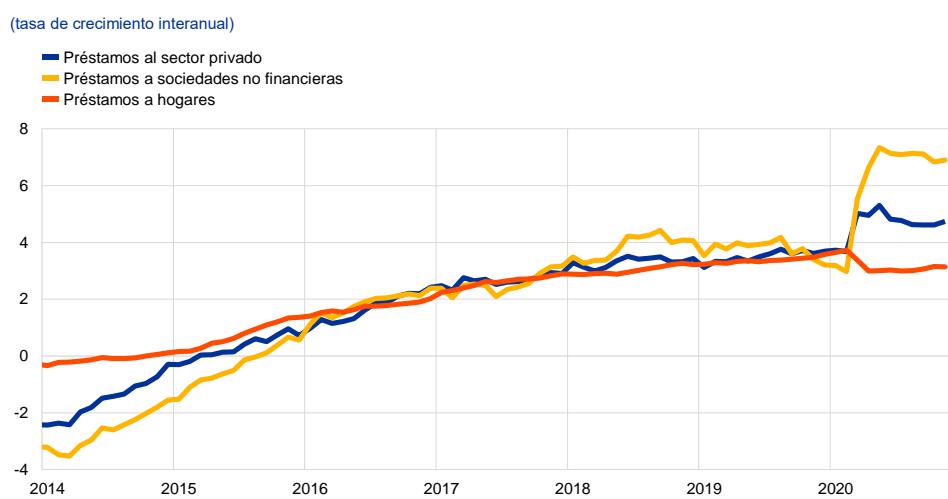
Fuente: BCE.

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

El crecimiento de los préstamos al sector privado se mantuvo estable en noviembre de 2020. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado se situó en el 4,7 %, en noviembre, prácticamente sin variación desde junio (gráfico 11). Se mantuvo el patrón observado desde finales del verano de estabilidad, en términos generales, de los préstamos a hogares y de moderación del crédito a empresas. Este cambio obedece a la naturaleza específica de la crisis del COVID-19, que provocó un desplome de los flujos de efectivo de las empresas y las obligó a incrementar de forma significativa su dependencia de la financiación externa durante la primera fase de la crisis. En noviembre, los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvieron básicamente inalterados en el 6,9 %, mientras que los flujos mensuales de crédito a este sector continuaron reduciéndose. La moderación de la financiación bancaria recibida por las empresas desde el verano ha coincidido con un menor recurso a los avales públicos, lo que puede indicar que sus necesidades de liquidez de emergencia están disminuyendo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares permaneció casi sin cambios en el 3,1 % en noviembre, frente al 3,2 % registrado en octubre. Los préstamos hipotecarios continuaron impulsando el endeudamiento de los hogares, mientras que el avance del crédito para consumo se debilitó en noviembre, en línea con un endurecimiento de las restricciones relacionadas con el COVID.

Gráfico 11

Préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

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

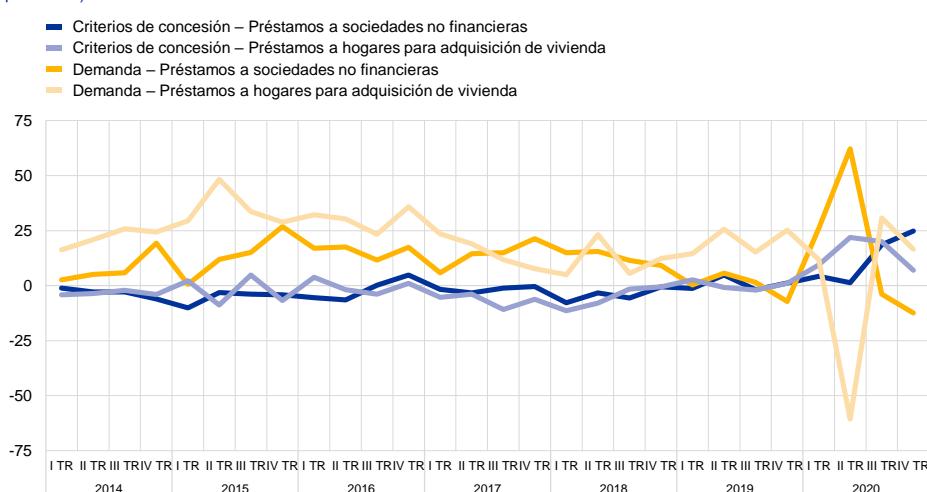
La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2021 muestra que el endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos a empresas y a hogares continuó en el cuarto trimestre de 2020, en el contexto de nuevas restricciones relacionadas con el COVID (gráfico 12). Los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se endurecieron en el cuarto trimestre de 2020, debido principalmente a la mayor percepción de riesgos (relacionada con el deterioro de las perspectivas económicas generales y con la situación específica de las empresas). Las entidades de crédito esperan un endurecimiento adicional, en términos netos, en el primer trimestre de 2021. Los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y para consumo continuaron endureciéndose en el cuarto trimestre de 2020, pero a un ritmo más lento que en los trimestres anteriores del año. La demanda de préstamos y la disposición de líneas de crédito por parte de las empresas disminuyeron en el último trimestre de 2020, tras un incremento neto continuado de la demanda para financiar las existencias y el capital circulante en trimestres anteriores, que reflejó la acumulación de colchones de liquidez por motivos de precaución por parte de las empresas. En cambio, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda aumentó en el cuarto trimestre —apoyada por el bajo nivel general de los tipos de interés y, en menor medida, por la mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda—, mientras que la de crédito para consumo descendió. Las entidades de crédito esperan un nuevo endurecimiento neto moderado de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares y una ligera caída de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda en el primer trimestre de 2021. Las entidades indicaron también que los avales públicos relacionados con el COVID fueron importantes para respaldar los criterios de aprobación del crédito y las condiciones de los préstamos a empresas —tanto pymes como grandes empresas— en 2020. Asimismo, el acceso de las entidades de crédito de la zona del euro a los mercados de financiación minorista y mayorista mejoró en general en el cuarto trimestre de 2020. Las entidades de crédito de la zona del euro también indicaron que su acceso a la

financiación mediante valores representativos de deuda y titulizaciones había seguido mejorando en el último trimestre de 2020. Además, señalaron que su nivel de capital había continuado reforzándose en la segunda mitad de 2020, en el entorno de adopción de medidas regulatorias y supervisoras, y que los criterios de concesión de los préstamos a empresas y del crédito para consumo se habían endurecido en términos netos como consecuencia de las ratios de préstamos dudosos.

Gráfico 12

Evolución de los criterios de concesión y de la demanda neta de préstamos (o líneas de crédito) a empresas y a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes netos de entidades que señalaron un endurecimiento de los criterios de concesión o un aumento de la demanda de préstamos)



Fuente: BCE (encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro).

Notas: En las preguntas sobre los criterios de concesión de préstamos de la encuesta sobre préstamos bancarios, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que han contestado «se han endurecido considerablemente» o «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» o «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que han respondido que la demanda «ha aumentado considerablemente» o «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que han contestado que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» o «ha disminuido considerablemente». La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2020.

Los favorables tipos de interés del crédito han continuado sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro. Los tipos de interés de los préstamos se han estabilizado en sus mínimos históricos, debido al impacto continuado de las medidas adoptadas por el BCE, los supervisores y los Gobiernos para respaldar las condiciones de oferta del crédito. En noviembre de 2020, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares permanecieron prácticamente sin variación en el 1,50 % y el 1,35 %, respectivamente (gráfico 13). 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 del comienzo de la pandemia. Al mismo tiempo, los graves efectos económicos de la crisis resultante sobre los ingresos de las empresas, las perspectivas de empleo de los hogares y la solvencia general de los prestatarios, como se reflejó en la encuesta sobre préstamos bancarios, pueden presionar al alza los tipos de los préstamos bancarios. Por tanto, las políticas de apoyo, en particular las medidas de ampliación del PEPP y de recalibración de las

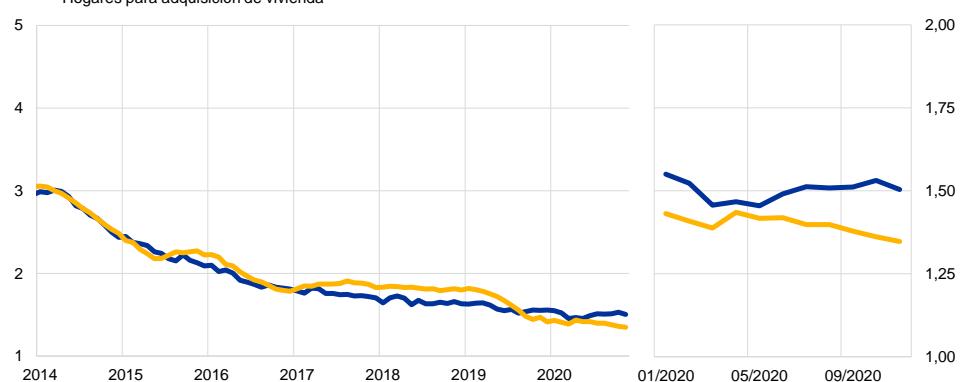
TLTRO III adoptadas en diciembre de 2020, ayudarán a limitar las presiones al alza sobre los tipos de interés del crédito bancario en un entorno económico difícil e incierto.

Gráfico 13

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

(porcentajes)

- Sociedades no financieras
- Hogares para adquisición de vivienda



Fuente: BCE.

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