



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 3 / 2020



Índice

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	7
2 Evolución financiera	12
3 Actividad económica	15
4 Precios y costes	21
5 Dinero y crédito	25
Recuadros	30
1 Escenarios alternativos relativos al impacto de la pandemia de Covid-19 en la actividad económica de la zona del euro	30
2 La caída de la actividad de las manufacturas y de los servicios en la zona del euro: perturbaciones externas frente a perturbaciones internas	37
3 Diferenciación entre perturbaciones agregadas y sectoriales	43
4 La medición de la inflación en períodos de inestabilidad económica	47
Artículos	53
1 La traslación de las variaciones del tipo de cambio a la inflación en la zona del euro	53
2 Los tipos de interés negativos y la transmisión de la política monetaria	57

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

La zona del euro se enfrenta a una contracción económica de una magnitud y velocidad sin precedentes en tiempos de paz. Las medidas para contener la propagación del coronavirus (Covid-19) han paralizado en gran parte la actividad económica en todos los países de la zona del euro y en todo el mundo. Los indicadores de confianza de los consumidores y las empresas se han desplomado, lo que sugiere una fuerte contracción del crecimiento económico y un profundo deterioro de las condiciones en los mercados de trabajo. Dada la elevada incertidumbre en torno al alcance último de las repercusiones económicas, los escenarios de crecimiento elaborados por los expertos del BCE apuntan a que el PIB de la zona del euro podría caer entre un 5 % y un 12 % este año, lo que depende fundamentalmente de la duración de las medidas de contención y del éxito de las políticas orientadas a mitigar las consecuencias económicas para las empresas y los trabajadores. A medida que las medidas de contención se levanten gradualmente, estos escenarios prevén una recuperación de la actividad económica, aunque su velocidad y alcance son aún muy inciertos. La inflación se ha reducido como resultado de la acusada disminución de los precios del petróleo y de un ligero descenso de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

En su determinación por seguir apoyando a la economía de la zona del euro ante las perturbaciones económicas actuales y el aumento de la incertidumbre, el Consejo de Gobierno decidió relajar aún más las condiciones de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) y poner en marcha una nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo sin objetivo específico de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés). Asimismo, se están realizando compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), mientras continúan las adquisiciones netas al amparo del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) a un ritmo mensual de 20 mm de euros, conjuntamente con las compras con una dotación de 120 mm de euros adicionales que estarán disponibles de forma temporal hasta el final del año. Junto con el importante estímulo monetario ya existente, estas medidas respaldarán la liquidez y las condiciones de financiación, y contribuirán a mantener la provisión fluida de crédito a la economía real. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno deberá evaluar continuamente las medidas —por separado y en su conjunto— con el fin de determinar si siguen estando adecuadamente calibradas y si su magnitud es apropiada para proporcionar el grado de acomodación necesario para cumplir su mandato de estabilidad de precios.

El brote de coronavirus y las medidas de contención asociadas han paralizado la economía y el comercio mundiales. Los datos de las encuestas más recientes

apuntan a una acusada contracción de la actividad global en la primera mitad de 2020. China registró su nivel de crecimiento más bajo en décadas en el primer trimestre de 2020, mientras que se espera que el impacto de la pandemia en otras de las principales economías sea especialmente evidente en el segundo trimestre. También se estima que el comercio mundial ha experimentado un retroceso notable, debido a interrupciones de las cadenas de producción y a una perturbación de demanda generalizada. Al mismo tiempo, para hacer frente al rápido deterioro esperado de la actividad y el comercio mundiales se han adoptado contundentes medidas de política en todo el mundo. Se espera que las presiones inflacionistas globales sigan disminuyendo, como consecuencia tanto de la pronunciada caída de los precios del petróleo como de la debilidad de la demanda.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada a principios de marzo de 2020, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo han aumentado, en un contexto de cierta volatilidad, y el precio de los activos de riesgo ha disminuido. La propagación del coronavirus y la paralización de numerosas economías han generado enormes presiones sobre los mercados financieros de la zona del euro. Sin embargo, se han adoptado diversas medidas que han contribuido a calmar los mercados, lo que ha revertido la tendencia negativa observada en los precios de la mayoría de los activos. La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó ligeramente al alza, dado que los mercados ya no esperaban un recorte inminente del tipo de interés de la facilidad de depósito. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se debilitó levemente.

Los últimos indicadores económicos y los resultados de las encuestas más recientes que abarcan el período transcurrido desde la propagación del coronavirus a la zona del euro han mostrado un descenso sin precedentes, y apuntan a una contracción significativa de la actividad económica de la zona del euro y a un rápido deterioro de los mercados de trabajo. La pandemia de coronavirus y las medidas de contención asociadas han afectado gravemente a las manufacturas y a los servicios, lo que ha repercutido de forma negativa en la capacidad productiva de la economía de la zona del euro y en la demanda interna. En el primer trimestre de 2020, que se vio afectado solo en parte por la propagación del coronavirus, el PIB real de la zona del euro descendió un 3,8 %, en términos intertrimestrales, como consecuencia del impacto de las medidas de confinamiento en las últimas semanas del trimestre. La acusada caída de la actividad económica en abril sugiere que los efectos podrían ser aún más severos en el segundo trimestre. Dada la elevada incertidumbre sobre la duración de la pandemia, es difícil predecir el alcance y la duración de la inminente recesión y la posterior recuperación¹. Se espera que el crecimiento de la zona del euro se reanude a medida que las medidas de contención vayan levantándose, respaldado por unas condiciones de financiación favorables, por la orientación de la política fiscal en la zona del euro y por la reactivación de la economía mundial. Sin embargo, el alcance de la contracción y de la recuperación dependerá fundamentalmente de la duración y del éxito de las medidas de contención, del grado en que la capacidad de producción y la demanda interna se

¹ Para más información sobre los escenarios de crecimiento elaborados por los expertos del BCE, véase el recuadro titulado «Escenarios alternativos relativos al impacto de la pandemia de Covid-19 en la actividad económica de la zona del euro», en este Boletín Económico.

vean afectadas de forma permanente y de la efectividad de las políticas adoptadas para mitigar el impacto adverso sobre la renta y el empleo.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro descendió desde el 0,7 % registrado en marzo hasta el 0,4 % en abril, debido principalmente a la bajada de los precios de la energía, pero también a un ligero retroceso de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Si se tiene en cuenta la acusada caída de los precios actuales del petróleo y los precios de los futuros sobre esta materia prima, es probable que la inflación general vuelva a disminuir considerablemente en los próximos meses. Se espera que la pronunciada desaceleración de la actividad económica influya negativamente en la inflación subyacente durante los próximos meses. No obstante, las consecuencias a medio plazo de la pandemia de coronavirus para la inflación están sujetas a una elevada incertidumbre, dado que las presiones a la baja relacionadas con una demanda más débil podrían ser compensadas en parte por presiones al alza asociadas a perturbaciones de oferta. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido en niveles reducidos. Aunque los indicadores de expectativas de inflación basados en encuestas han descendido a corto y a medio plazo, las expectativas a largo plazo se han visto menos afectadas.

Por lo que respecta a la evolución monetaria, la tasa de crecimiento del agregado monetario amplio (M3) aumentó hasta el 7,5 % en marzo de 2020, desde el 5,5 % de febrero. El avance de M3 sigue estando respaldado por la creación de crédito bancario para el sector privado, y el agregado monetario estrecho (M1) volvió a ser el componente que más contribuyó a su crecimiento. La evolución de los préstamos concedidos al sector privado también se ha visto afectada por el impacto del coronavirus. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se situó en el 3,4 % en marzo de 2020, tras el 3,7 % registrado en febrero, mientras que la de los préstamos a sociedades no financieras fue del 5,4 % en marzo, frente al 3 % de febrero. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al primer trimestre de 2020 también indican un aumento de la demanda de préstamos y de la disposición de líneas de crédito por parte de las empresas para hacer frente a las necesidades de liquidez para su capital circulante, mientras que las necesidades de financiación para la inversión en capital fijo descendieron. Los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se endurecieron ligeramente, mientras que, en el caso de los préstamos a hogares, el endurecimiento fue más intenso. Al mismo tiempo, las entidades de crédito esperan una relajación de los criterios de concesión de los préstamos a empresas en el segundo trimestre de 2020. Las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, en particular las condiciones más favorables a las operaciones TLTRO III y las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía, deberían animar a los bancos a conceder préstamos a todas las entidades del sector privado.

Combinando los resultados del análisis económico y las señales procedentes del análisis monetario, el Consejo de Gobierno confirmó que es necesario un amplio

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

Basándose en esta valoración, el Consejo de Gobierno decidió seguir relajando las condiciones de las operaciones TLTRO III del BCE. Esta medida prestará mayor apoyo a la concesión de crédito a los hogares y las empresas ante las perturbaciones económicas actuales y el aumento de la incertidumbre, amortiguando la perturbación causada por el coronavirus en las condiciones del crédito. En concreto, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de interés de las operaciones TLTRO III durante el período comprendido entre junio de 2020 y junio de 2021 a 50 puntos básicos por debajo del tipo de interés medio aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema durante ese período. Asimismo, para las entidades de contrapartida para las que la variación neta de sus préstamos computables alcance el umbral de concesión de préstamos del 0 %, el tipo de interés durante el período comprendido entre junio de 2020 y junio de 2021 será ahora 50 puntos básicos inferior al tipo de interés medio aplicable a la facilidad de depósito durante ese mismo período².

El Consejo de Gobierno también decidió llevar a cabo una nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo sin objetivo específico de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés) para aportar liquidez al sistema financiero de la zona del euro y contribuir a mantener el buen funcionamiento de los mercados monetarios ofreciendo un mecanismo eficaz de respaldo de la liquidez. Las PELTRO son siete operaciones de financiación adicional que comenzarán en mayo de 2020 y tendrán plazos de vencimiento escalonados entre julio y septiembre de 2021, en consonancia con la duración de las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía adoptadas por el Consejo de Gobierno. Estas operaciones se efectuarán mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, a un tipo de interés 25 puntos básicos inferior al tipo medio aplicable a las operaciones principales de financiación durante el período de vigencia de cada PELTRO³.

Desde el final de marzo, el Consejo de Gobierno ha realizado compras en el marco del nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) del BCE, cuya dotación total es de 750 mm de euros, con el fin de relajar la orientación general de la política monetaria y de contrarrestar los graves riesgos para su mecanismo de transmisión y para las perspectivas de la zona del euro derivados de la pandemia de coronavirus. Estas compras continuarán realizándose con flexibilidad a lo largo del tiempo, con distintas clases de activos y entre jurisdicciones. Las compras netas de activos en el marco del PEPP se efectuarán hasta que el Consejo de Gobierno considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado, pero en cualquier caso hasta el final del año en curso.

Además, continuarán efectuándose compras netas en el marco del APP del BCE a un ritmo mensual de 20 mm de euros, conjuntamente con las compras con una

² Para más información sobre las nuevas condiciones de las TLTRO, véase la [nota de prensa](#) del BCE publicada el 30 de abril de 2020.

³ Para más información sobre las PELTRO, véase la [nota de prensa](#) del BCE publicada el 30 de abril de 2020.

dotación de 120 mm de euros adicionales que se realizarán con carácter temporal hasta el final del año. El Consejo de Gobierno sigue esperando que las compras netas mensuales de activos en el contexto del APP prosigan durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos oficiales en la zona del euro y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

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

Además, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE y 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.

En conjunto, las decididas medidas específicas que ha adoptado el Consejo de Gobierno desde principios de marzo han resultado esenciales para apoyar a la economía de la zona del euro y, sobre todo, a los sectores más expuestos a la crisis. En particular, están respaldando las condiciones de liquidez y contribuyendo a sostener el flujo de crédito a los hogares y a las empresas, especialmente a las pequeñas y medianas empresas, así como a mantener unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores y jurisdicciones.

Paralelamente, en el entorno económico actual, en rápida evolución, el Consejo de Gobierno mantiene su pleno compromiso de hacer todo lo que sea necesario de acuerdo con su mandato para apoyar a todos los ciudadanos de la zona del euro en estos momentos extremadamente difíciles. Esto se refiere, ante todo, a la función del Consejo de Gobierno de asegurar que la política monetaria del BCE se transmita a todos los ámbitos de la economía y a todos los países para cumplir su mandato de estabilidad de precios. El Consejo de Gobierno está, por tanto, plenamente preparado para aumentar el importe del PEPP y ajustar su composición, en la medida en que sea preciso y durante el tiempo necesario. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está 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.

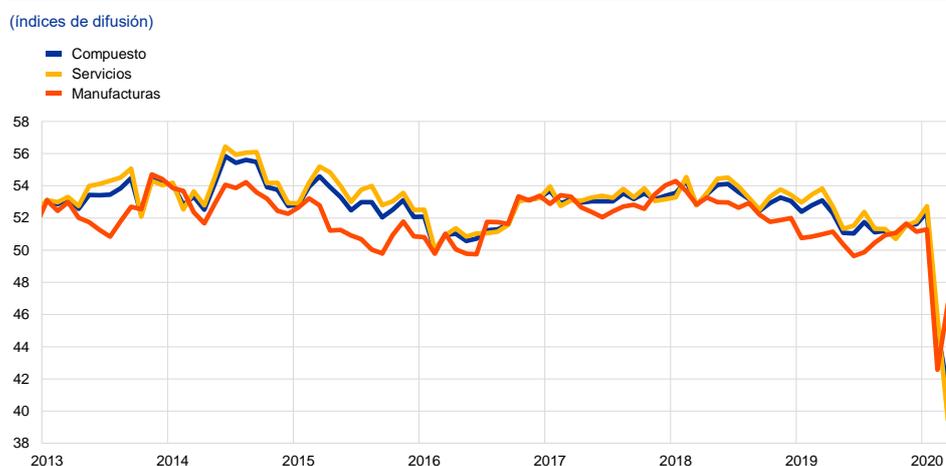
1 Entorno exterior

El brote de coronavirus (Covid-19) ha paralizado la economía y el comercio mundiales. Las medidas adoptadas por los Gobiernos para contener la propagación del virus son un factor clave del acusado retroceso que experimentará la actividad económica en el corto plazo. Entre otros factores que también están lastrando la actividad económica, sobre todo en los países emergentes, se incluyen una caída pronunciada de los precios de las materias primas, un endurecimiento significativo de las condiciones financieras y sustanciales salidas de capitales.

Los datos procedentes de encuestas sugieren que es probable que las repercusiones económicas de las medidas de contención sean abruptas y profundas. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de producción, excluida la zona del euro, retrocedió considerablemente y pasó de un nivel de 52 en enero a 45 en febrero y a 41 en marzo. Este retroceso se debió a la fuerte caída del índice de servicios, que se desplomó hasta 39,4, el valor más bajo desde diciembre de 2008 (véase gráfico 1). Esta evolución apunta a una contracción acusada de la actividad mundial (excluida la zona del euro) en el primer semestre de 2020, que probablemente sea más pronunciada que la observada en el punto más bajo de la crisis financiera global.

Gráfico 1

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



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2020.

Para hacer frente al rápido deterioro esperado de la actividad se han adoptado contundentes medidas de política. Los bancos centrales con margen para recortar los tipos de interés lo utilizaron con prontitud y redujeron los tipos oficiales, mientras que algunos también han reanudado las compras de activos. Se han puesto en marcha operaciones de provisión de liquidez y líneas *swap*, con el fin de estabilizar el funcionamiento de los mercados financieros. Asimismo, se han aprobado paquetes de estímulo fiscal considerable cuya composición está centrada,

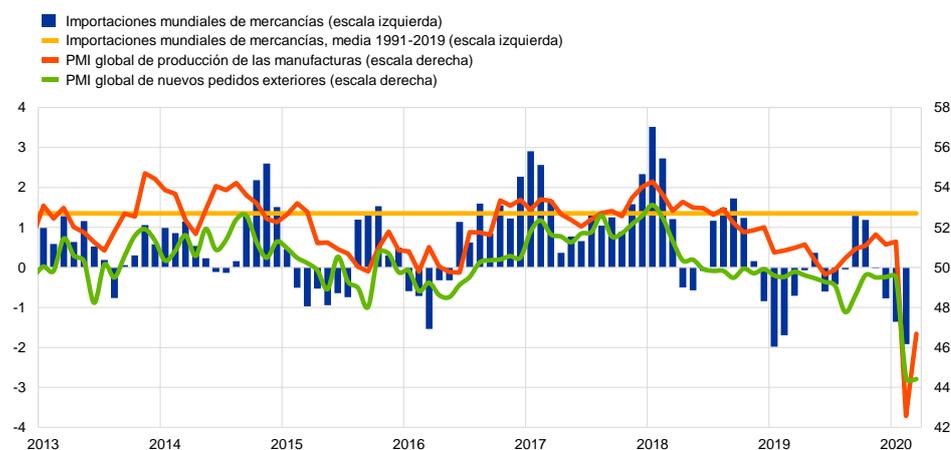
en gran parte, en la concesión de avales para préstamos y en medidas de apoyo a las rentas.

Se estima que el comercio mundial ha experimentado una contracción considerable, debido a interrupciones de las cadenas de producción y a una perturbación de demanda generalizada. En el primer trimestre de 2020, las interrupciones de la producción en China relacionadas con el virus afectaron al comercio internacional, sobre todo en las economías asiáticas con las que este país mantiene vínculos muy estrechos a través de las cadenas de valor regionales. Sin embargo, cuando el brote se convirtió en una pandemia, estas interrupciones se extendieron y es probable que lastren el comercio internacional durante un tiempo. Las importaciones mundiales de mercancías volvieron a disminuir marginalmente en febrero, ampliando así la caída observada a finales de 2019. Al mismo tiempo, el PMI global de nuevos pedidos exteriores, excluida la zona del euro, se mantuvo invariable en marzo, en un nivel muy bajo, lo que, en conjunto, apunta a un retroceso pronunciado del comercio mundial en el primer trimestre de 2020 (véase gráfico 2).

Gráfico 2

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

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



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

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

La inflación mundial se redujo ligeramente en febrero. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo descendió hasta situarse en el 2,2 % en febrero, debido a la moderación de la tasa de variación de los precios de la energía, mientras que la correspondiente a los alimentos experimentó un leve aumento. Por otra parte, si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación se mantuvo estable en febrero, en el 2,2 %. La caída de la inflación fue generalizada en la mayoría de los países avanzados y en importantes economías emergentes no pertenecientes a la OCDE. De cara al futuro se espera que las presiones inflacionistas globales sigan disminuyendo, como consecuencia tanto del pronunciado retroceso de los precios del petróleo como de la debilidad de la demanda.

Los precios del Brent han descendido en torno a un 43 % desde la reunión de marzo del Consejo de Gobierno, fundamentalmente debido al desplome repentino de la demanda asociado a la pandemia de Covid-19. El 12 de abril de 2020, el grupo de productores de petróleo que integran la OPEP+ anunció planes para limitar la oferta de crudo, pero es improbable que compensen totalmente la caída de la demanda en el corto plazo. Aunque las perturbaciones de oferta contribuyeron a la volatilidad observada en los mercados, la menor demanda y la creciente aversión al riesgo fueron los principales factores determinantes del retroceso de los precios del Brent, que se situó en unos 20 dólares estadounidenses por barril. La falta de capacidad de almacenamiento adecuada ha presionado adicionalmente a la baja las cotizaciones. En particular, los productores norteamericanos se vieron obligados temporalmente a vender crudo a precios negativos para evitar el cierre de pozos petrolíferos, ya que ello habría dañado de forma permanente su capacidad de producción. La Agencia Internacional de la Energía espera que la demanda global total anual de petróleo descienda por primera vez en más de una década, y pronostica una reducción del $-9,3\%$ en 2020. Los precios totales de las materias primas no energéticas han retrocedido de manera acusada ($-8,5\%$) desde la reunión de marzo del Consejo de Gobierno, con disminuciones tanto los precios de los metales ($-9,2\%$) como los de los alimentos ($-5,7\%$).

En Estados Unidos, las medidas de contención provocarán un retroceso de la actividad económica en la primera mitad de 2020, en particular en el segundo trimestre. Las estimaciones preliminares para el primer trimestre apuntan a una contracción del PIB del $4,8\%$, en tasa anualizada. Este es el mayor descenso desde la crisis financiera global, cuando el PIB se redujo un $8,4\%$ en el último trimestre de 2008. Como la estimación preliminar se basa en datos incompletos y se someterá a nuevas revisiones, las estimaciones que se publiquen próximamente podrían mostrar una caída aún más pronunciada del PIB. Se espera que el impacto sobre la actividad económica sea aún más intenso en el segundo trimestre. Para finales de marzo, casi todos los estados federales habían ordenado cierres generalizados de empresas y comercios y habían impuesto estrictas restricciones a la movilidad. El número acumulado de trabajadores que solicitaron prestaciones por desempleo entre mediados de marzo y finales de abril se situó en unos 30 millones, es decir, el 19% de la población activa. En consecuencia, la confianza y el gasto de los consumidores se han desplomado. A principios de abril, el índice de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan retrocedió hasta registrar su nivel más bajo desde diciembre de 2011, mientras que, en marzo, las ventas minoristas experimentaron una caída sin precedentes, del $8,7\%$. Los acusados deterioros de otros indicadores, como los PMI, apuntan a un impacto más generalizado sobre la actividad. En general, se prevé que la contracción del PIB de Estados Unidos en el primer semestre del año sea superior a la registrada durante la crisis financiera global. La respuesta de política ha sido inmediata. En el área fiscal, el Congreso estadounidense aprobó medidas de apoyo fiscal por un importe equivalente a casi el 10% del PIB consistentes en gasto público para contener el brote y en medidas para paliar sus efectos. Por el lado monetario, la Reserva Federal recortó el rango objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y lo situó en el $0\%-0,25\%$. También estableció varias líneas de crédito para proporcionar financiación por

importe de hasta 2,3 billones de dólares estadounidenses respaldadas por una amplia variedad de activos de garantía, ha activado líneas de *swap* con otros bancos centrales, ha ampliado sus operaciones *repo* y ha relajado las políticas prudenciales con el fin de asegurar que se mantenga la liquidez en los mercados financieros y que el crédito siga fluyendo a la economía.

En Japón, la pandemia ha tenido un fuerte impacto sobre la actividad, pese a la contundente respuesta de política. La pandemia golpeó cuando la economía empezaba a mostrar signos de una modesta recuperación, tras la acusada contracción observada en el último trimestre de 2019 relacionada con la subida del IVA en octubre y con los tifones. El PMI compuesto retrocedió hasta su nivel más bajo desde el gran terremoto y el tsunami que afectaron al este de Japón en marzo de 2011, y la encuesta Tankan de Reuters señaló un deterioro adicional de las condiciones empresariales en abril. Antes de declarar el estado de emergencia, el Gobierno anunció un paquete considerable de medidas económicas en respuesta a la crisis provocada por el coronavirus. Aunque parece que el importe total anunciado no tiene precedentes (108 billones de yenes japoneses, alrededor del 20 % del PIB), gran parte está asociado a gastos del sector privado. Además, incluye las medidas de estímulo fiscal de diciembre de 2019 y los dos paquetes fiscales de emergencia de 2020. Estas actuaciones siguen los pasos que ha dado el Banco de Japón, que incluyen el suministro de abundante liquidez a través de compras de deuda pública japonesa y de operaciones de provisión de dólares estadounidenses, el aumento de las compras de papel comercial y de bonos, y la puesta en marcha de una operación especial de provisión de fondos para facilitar la financiación de las empresas.

Los últimos datos sobre el Reino Unido sugieren que el brote de coronavirus ha tenido un impacto adverso significativo sobre la economía, que ya estaba experimentando una desaceleración. El dato mensual publicado correspondiente al PIB de febrero mostró que, en términos intertrimestrales, la economía británica estaba estancándose incluso antes de que se esperara la irrupción del coronavirus. Desde entonces, el PMI compuesto de producción de marzo se ha desplomado hasta alcanzar un nuevo mínimo de la serie, muy inferior a los niveles más bajos observados en los peores momentos de la crisis financiera global. Las respuestas de política económica han sido rápidas y contundentes. El 11 de marzo, el Banco de Inglaterra recortó los tipos de interés hasta el 0,25 % (y posteriormente hasta el 0,1 %), introdujo un nuevo programa de préstamo a plazo (*Term Funding Scheme*) y redujo los requerimientos de colchón de capital anticíclico. Este apoyo se ha ampliado para incluir una ronda de medidas de expansión cuantitativa y la reactivación de una línea temporal de financiación monetaria para el Gobierno. Al mismo tiempo, el Gobierno implementó una serie de medidas de contingencia para hacer frente al coronavirus, entre ellas diversas medidas de apoyo a las rentas, un presupuesto adicional para el sistema nacional de salud, así como una amplia variedad de facilidades de préstamo, exenciones del pago de impuestos y subvenciones a las pequeñas empresas.

El crecimiento económico de China ha caído hasta su nivel más bajo en décadas, como consecuencia de la pandemia y de la debilidad de la demanda

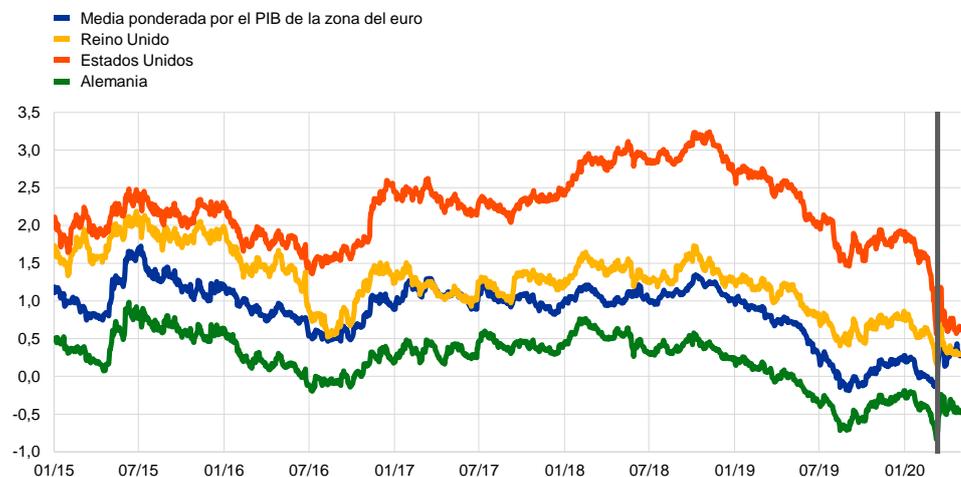
externa. En el primer trimestre de 2020, el PIB descendió un 6,8 %, en tasa interanual, debido a las medidas de contención del virus. Sin embargo, indicadores de alta frecuencia de la actividad económica sugieren que esta se está recuperando. Aunque, a principios de abril, el consumo diario de carbón continuaba en niveles unos 15 puntos porcentuales por debajo del correspondiente al mismo período del año anterior, los índices de actividad inmobiliaria y de congestión del tráfico solo son ligeramente inferiores a los observados durante el mismo período de 2019. Se espera que la actividad repunte solo parcialmente en el segundo trimestre de 2020, ya que la atonía de la demanda interna se ha amplificado por la falta de dinamismo de la demanda externa, que se está viendo frenada por la cautela de los consumidores y por las medidas de contención vigentes. Se han realizado actuaciones para apoyar la economía y garantizar la liquidez del sistema bancario. El Banco Central de la República Popular de China ha inyectado considerables volúmenes de liquidez en el mercado varias veces desde principios de año y ha reducido los tipos de interés oficiales y los coeficientes de reservas. Se espera que el estímulo de política fiscal —consistente en exenciones de impuestos, vales de compra, ayudas a las rentas y la concesión de avales para préstamos— suavice el impacto de la pandemia.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron durante el período de referencia, en un contexto de cierta volatilidad a raíz de la propagación del Covid-19 y de la paralización de numerosas economías. Durante el período considerado (del 12 de marzo al 29 de abril de 2020), el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó un total de 14 puntos básicos, hasta el 0,25 % (véase gráfico 3), más o menos lo mismo que el tipo *swap* del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) a diez años. No obstante, se observó cierta volatilidad, y los mercados reaccionaron a las noticias sobre la propagación del virus y las medidas de confinamiento elevando de forma significativa los rendimientos de la mayoría de los emisores de la zona del euro. Tras el anuncio de la adopción de medidas de política económica acomodaticias (tanto monetarias como fiscales), el incremento de los rendimientos soberanos se revirtió parcialmente. En otras economías, los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos descendieron en torno a 20 puntos básicos en el período analizado, hasta situarse en el 0,63 %, mientras que en el Reino Unido subieron ligeramente, hasta el 0,29 %.

Gráfico 3

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de marzo de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 29 de abril de 2020.

Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto al tipo OIS libre de riesgo descendieron inicialmente tras el anuncio del nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y posteriormente volvieron a ampliarse en la mayoría de los países. Los diferenciales de la deuda soberana a diez años de Portugal, España, Alemania y Grecia se incrementaron un total de 7, 10, 13 y 29 puntos básicos, respectivamente, en el período de referencia. En cambio, los diferenciales de la deuda pública italiana y francesa se redujeron 25 y 11 puntos básicos,

respectivamente, tras ampliarse antes del período analizado. En conjunto, el diferencial de rendimiento de la zona del euro ponderado por el PIB aumentó 14 puntos básicos y se situó en 25 puntos básicos.

Los índices bursátiles del sector no financiero de la zona del euro se anotaron fuertes subidas, revirtiendo parcialmente el pronunciado descenso iniciado a finales de febrero. Las cotizaciones de las sociedades no financieras de la zona del euro registraron un alza del 17,9 % durante el período analizado, con lo que se revirtió parte de la intensa caída anterior. Este repunte se sustentó en la reducción de la prima de riesgo de las acciones, que compensó con creces la acusada disminución de las expectativas de beneficios en un entorno muy incierto. Las acciones del sector financiero de la zona del euro repuntaron en menor medida (un 10,9 % durante el período de referencia). El peor comportamiento de los índices de este sector pone de relieve las dificultades que afronta.

Los diferenciales de rendimiento de los valores de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron durante el período considerado, lo que reflejó un incremento de las tasas de impago esperadas. 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 aumentaron hasta situarse en 119 y 152 puntos básicos, respectivamente. Los diferenciales alcanzaron el máximo del período de referencia el 24 de marzo, cuando se situaron en torno a 75 y 45 puntos básicos, respectivamente, por encima de los niveles observados al final del período, pero se han ido reduciendo lentamente desde entonces.

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 -45 y -53 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado⁴. El exceso de liquidez se incrementó en unos 246 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 2.011 mm de euros, principalmente como consecuencia de la introducción del nuevo PEPP y del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como de los fondos obtenidos en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) y en las operaciones puente de financiación a plazo más largo (*LTRO bridge operations*).

La curva de tipos *forward* del eonia se desplazó ligeramente al alza durante el período analizado, ya que los mercados no esperaban un recorte inminente del tipo de interés de la facilidad de depósito. Al final de 2024, la curva se sitúa 10 puntos básicos por encima del nivel actual del eonia. En general, se mantiene por debajo de cero en los horizontes anteriores a 2027, lo que refleja la persistencia de las expectativas de los mercados de un período prolongado de tipos de interés negativos.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se debilitó ligeramente durante el período analizado (véase gráfico 4), lo que reflejó la

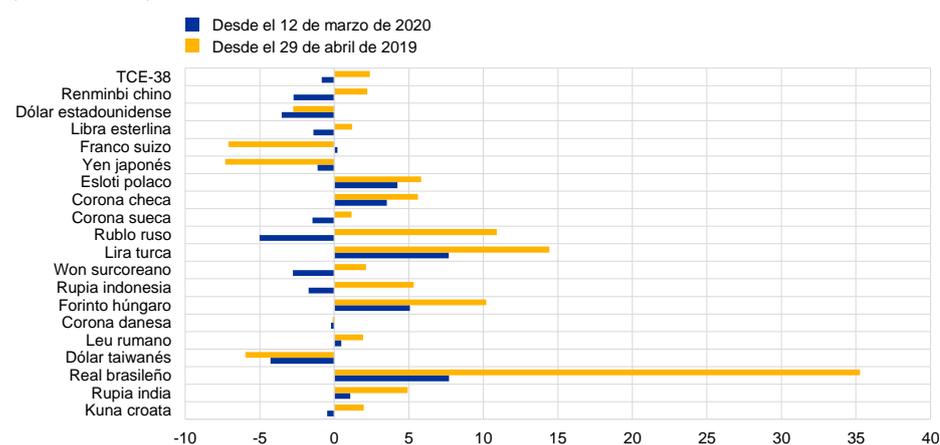
⁴ La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019; ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

apreciación de la moneda única frente a las monedas de varias economías emergentes que se vio compensada, en gran medida, por la depreciación frente al dólar estadounidense. El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 0,8 %. Con respecto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el euro perdió valor frente al dólar estadounidense (3,5 %) y frente a la libra esterlina (1,4 %) tras una fase de mayor volatilidad. La moneda única también se depreció frente al renminbi chino (2,7 %), un movimiento que revirtió una apreciación anterior y reflejó la diferencia temporal de los principales impactos económicos de la pandemia de Covid-19. En cambio, el euro se fortaleció frente a la mayoría de las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de las economías emergentes, especialmente la lira turca y el real brasileño (7,7 % en ambos casos).

Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-38 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 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 29 de abril de 2020.

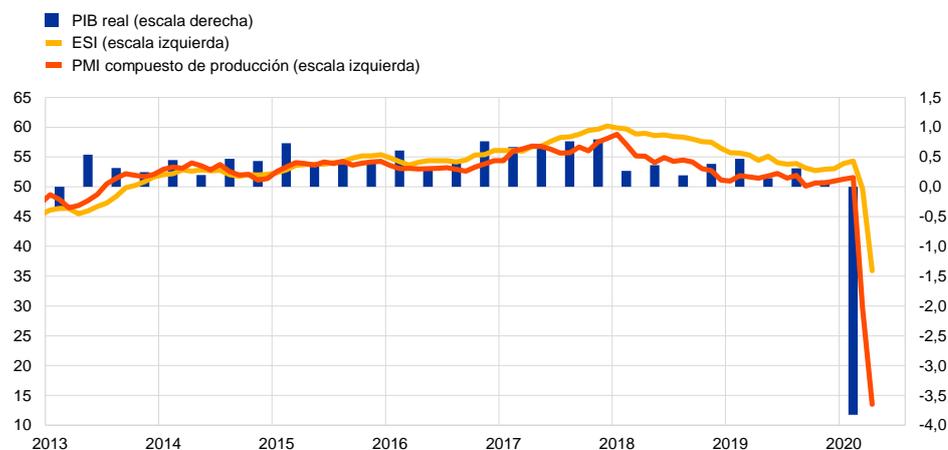
3 Actividad económica

El PIB real de la zona del euro experimentó una fuerte contracción en el primer trimestre de 2020, reflejo, en particular, del impacto del brote de coronavirus (Covid-19) y de las medidas de contención asociadas. La actividad económica total se redujo un 3,8 %⁵, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2020, tras crecer un 0,1 % en el cuarto trimestre de 2019 (véase gráfico 5). Aunque aún no se dispone de datos desagregados, los indicadores coyunturales sugieren que el retroceso del PIB en el primer trimestre de 2020 se debió a la demanda interna, mientras que la contribución de la variación de existencias y de la demanda exterior neta al crecimiento podría haber sido ligeramente positiva. Los indicadores económicos, en especial las encuestas, han registrado un deterioro sin precedentes recientemente, lo que apunta a una caída pronunciada del producto en los próximos meses. Es probable que el impacto máximo de la pandemia de Covid-19 se materialice en el segundo trimestre de 2020.

Gráfico 5

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

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



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

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

Los indicadores coyunturales sobre el mercado de trabajo correspondientes a marzo y abril de 2020 señalan un acusado deterioro del mercado laboral asociado a la evolución del Covid-19. El índice de directores de compras (PMI) relativo al empleo registró una caída sin precedentes, desde un nivel de 51,4 en febrero hasta situarse en 42,2 en marzo y en 33,4 en abril, el valor más bajo

⁵ Eurostat publicó su estimación preliminar de avance del PIB el 30 de abril de 2020. Se espera que esta estimación se revise en las siguientes publicaciones de datos del PIB, el 15 de mayo y el 9 de junio de 2020, cuando se prevé disponer de un conjunto de datos más completo de las principales fuentes. Las revisiones de la estimación preliminar de avance del PIB podrían ser mayores de lo habitual (+/-0,1 puntos porcentuales) porque algunos países han tenido que adaptar sus métodos nacionales de estimación utilizando fuentes alternativas o modelos diferentes, con el fin de subsanar los problemas de disponibilidad de datos y garantizar la mejor calidad posible.

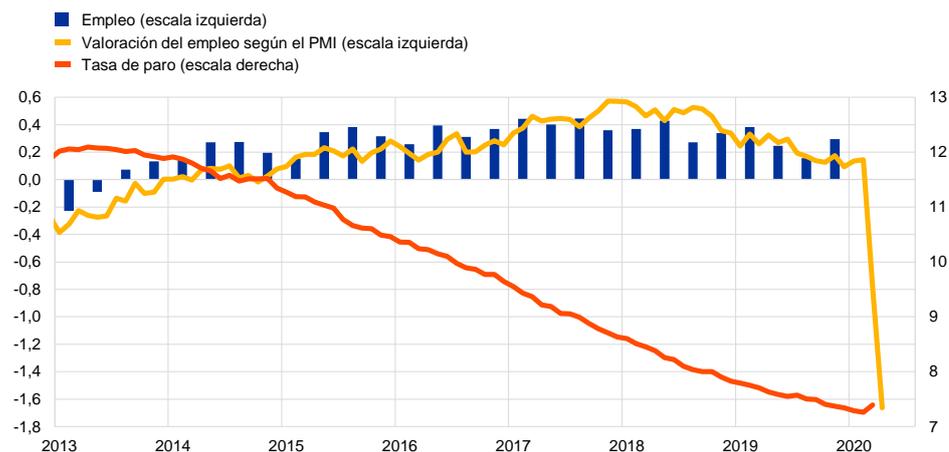
observado hasta la fecha, lo que sugiere una fuerte contracción del empleo. Este descenso fue particularmente acusado en los servicios.

No obstante, los datos más recientes sobre el mercado de trabajo en la zona del euro solo reflejan parcialmente el impacto del brote de Covid-19 y las medidas de contención asociadas. Aún no se dispone de datos de empleo para el primer trimestre de 2020. La tasa de paro descendió hasta el 7,3 % en febrero, a un ritmo similar al observado antes de la crisis financiera. Sin embargo, aumentó hasta el 7,4 % en marzo, el primer mes afectado por la propagación del Covid-19 y por la consiguiente implementación de medidas de contención en toda la zona del euro (véase gráfico 6). La tímida reacción del desempleo puede estar relacionada con las medidas adoptadas para facilitar el acceso a programas de reducción de la jornada de trabajo. Las estimaciones preliminares muestran un número sin precedentes de trabajadores acogidos a estos programas en los cinco países de mayor tamaño de la zona del euro.

Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI está expresado como una desviación de 50 dividida por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2019 para el empleo, a abril de 2020 para el PMI y a marzo de 2020 para la tasa de paro.

Los indicadores de consumo muestran un deterioro sin precedentes. La confianza de los consumidores experimentó una caída pronunciada tras el brote de Covid-19, hasta situarse en $-22,7$ en abril (desde $-6,6$ de febrero), un nivel próximo a los mínimos históricos registrados en marzo de 2009. Sin embargo, hay indicios de que el retroceso de la confianza de los consumidores realmente puede estar infraestimando la contracción subyacente del consumo. La rapidez y la intensidad de la perturbación causada por el Covid-19 han sido tan excepcionales que la relación histórica entre la confianza de los consumidores y el avance del consumo

parece ser bastante inestable en la actualidad⁶. En marzo de 2020, las matriculaciones de automóviles en la zona del euro disminuyeron de forma pronunciada (-56,4 %), debido al brote de Covid-19. Como consecuencia de las medidas de paralización de la actividad adoptadas en casi todos los mercados aproximadamente desde mediados de marzo, la gran mayoría de los concesionarios de automóviles de la zona estuvieron cerrados durante la segunda quincena de ese mes. Asimismo, otros indicadores de alta frecuencia sugieren un desplome sin precedentes —hasta el 45 %— del gasto de los hogares (por ejemplo, en restaurantes, servicios de transporte, actividades recreativas, turismo y comercio minorista).

El impacto a medio plazo del Covid-19 sobre el consumo privado es muy incierto. Un efecto directo de la perturbación generada por el Covid-19 es el racionamiento de varios componentes del gasto. Se espera que los efectos indirectos se materialicen a través de un impacto sobre la renta, la riqueza y el acceso al crédito. Además, la demanda embalsada puede tener una influencia positiva cuando se levanten las medidas de contención. El impacto a medio plazo sobre el consumo privado dependerá de la duración de las medidas de confinamiento, del ritmo de relajación de esas medidas, de los cambios en el comportamiento de los hogares y de la efectividad de las políticas públicas.

Se prevé una disminución sustancial de la inversión empresarial como consecuencia de las medidas de confinamiento, así como de otras medidas de contención adoptadas en los distintos países de la zona del euro desde marzo de 2020. Después de que la inversión, excluida la construcción, registrara un avance intertrimestral del 8 % (el 0,2 %, si se excluyen los datos sobre Irlanda) en el cuarto trimestre de 2019, la dinámica de la inversión se desaceleró en el primer trimestre de 2020, y las perspectivas para el segundo trimestre son desalentadoras. La drástica caída de la producción y de las ventas del sector de manufacturas —resultado de una combinación de factores de oferta y de demanda relacionados con la pandemia de Covid-19— habría tenido un intenso impacto adverso sobre la inversión empresarial a partir de marzo de 2020. Los datos de encuestas de la Comisión Europea disponibles hasta abril muestran fuertes descensos de las carteras de pedidos y de las expectativas de producción en el sector de bienes de equipo. Asimismo, los datos de alta frecuencia apuntan a un deterioro considerable de las expectativas de beneficios y de las condiciones de financiación de las empresas, así como a un aumento acusado de la incertidumbre, lo que afectaría negativamente a las futuras decisiones de inversión. Aunque, según las cuentas sectoriales de la zona del euro, el excedente bruto de explotación siguió creciendo en el cuarto trimestre de 2019, los datos de mercado relativos al beneficio por acción esperado dentro de un año de empresas europeas cotizadas mostraron un retroceso sustancial en abril de 2020. Los rendimientos de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión también se incrementaron

⁶ El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se ha elaborado como un indicador contemporáneo del crecimiento del consumo privado. En abril de 2020 no fue posible recopilar datos en Italia, por lo que los valores correspondientes a ese mes para el agregado de la zona del euro se calcularon suponiendo que las variaciones con respecto a marzo eran las mismas que las del agregado de la zona del euro, excluida Italia. Para más detalles sobre este indicador de confianza de los consumidores, véase *A revised consumer confidence indicator*, Comisión Europea, 2018.

de forma notable, en especial en los sectores del petróleo y de la automoción. La incertidumbre en torno a los índices de volatilidad de los mercados bursátiles ha crecido notablemente en Europa, y el indicador sintético europeo de tensiones sistémicas alcanzó niveles sin precedentes en abril de este año. También existen importantes riesgos a la baja para los planes de inversión de las empresas derivados de los crecientes niveles de deuda, de posibles insolvencias y de incumplimientos de los compromisos de deuda a largo plazo contraídos por las empresas, así como de la reducción de los flujos de efectivo. Queda por ver el punto hasta el que las medidas adoptadas a escala nacional, en la zona del euro y en el conjunto de la UE para proporcionar liquidez y crédito podrán aliviar la situación. Las previsiones de inversión de la zona del euro se han revisado sustancialmente a la baja, y la encuesta semestral de inversiones industriales de la Comisión Europea publicada en abril de 2020 prevé una contracción del 4 % este año.

La inversión residencial habría registrado una drástica caída desde marzo de 2020, como consecuencia de las medidas de contención adoptadas y del aumento de la incertidumbre. Aunque la inversión en vivienda creció ligeramente en el cuarto trimestre de 2019 (un 0,3 %, en tasa intertrimestral), algunos indicadores coyunturales que reflejan el impacto de la pandemia ya han empezado a señalar una contracción sustancial de la actividad de la construcción.

Concretamente, el PMI de expectativas de la construcción en la zona del euro se desplomó y se situó en 33,5 en marzo de 2020 (desde 52,5 en febrero) —su nivel más bajo hasta la fecha—, lo que apunta a un retroceso sin precedentes de la actividad. La cancelación de proyectos y la paralización de las obras de construcción —en especial en los países en los que las medidas de confinamiento se aplicaron en una fase temprana, como Alemania, Italia y España— ya han ocasionado graves problemas financieros a las empresas constructoras, según la encuesta de la Comisión Europea sobre límites a la producción. En el medio plazo, aunque la actividad de la construcción podría beneficiarse si estas medidas se retiran antes que en otros sectores, es probable que la pandemia provoque un descenso considerable de la demanda de vivienda, debido a las pérdidas de renta y de riqueza. Además, la incertidumbre generada por la pandemia podría tener efectos aún más intensos y duraderos sobre la actividad, ya que podría inducir a los hogares y a los inversores a aplazar operaciones inmobiliarias hasta que se encuentre una solución médica efectiva para el Covid-19.

Es probable que el comercio de la zona del euro experimentara una contracción en el primer trimestre de 2020 y que siga debilitándose en el segundo, ya que el Covid-19 ha paralizado las economías de todo el mundo.

Las señales incipientes de recuperación del comercio de la zona del euro observadas a principios de 2020 revirtieron por los efectos de la pandemia. En concreto, las importaciones de países de fuera de la zona del euro llevan disminuyendo desde febrero, lo que indica que las interrupciones de suministro resultantes de las medidas de confinamiento en China han provocado una reducción de las exportaciones de este país a la zona del euro. Se observó un deterioro sin precedentes de los nuevos pedidos exteriores, un indicador adelantado que se situó en un nivel de 18,9 en abril, frente al 49,5 de enero. Las medidas de contención adoptadas en varios países de la zona del euro derivaron en una combinación de

perturbaciones adversas de oferta y de demanda, que condujeron al mayor retroceso del comercio exterior de la zona registrado hasta ahora. El comercio de la zona del euro se ha visto seriamente afectado por las perturbaciones negativas generadas por la pandemia por diversas razones. En primer lugar, la inversión y el consumo de bienes duraderos —muy sensibles a la incertidumbre y a las fluctuaciones cíclicas— son componentes fundamentales del comercio exterior. En segundo lugar, las disrupciones de las cadenas de producción globales, en particular la caída de las importaciones de bienes intermedios, también afectan también a la zona del euro durante la pandemia. Por último, los efectos de contagio (*spillover*) y de retorno (*spillback*) a través de las redes de producción regionales están amplificando las perturbaciones internas en las economías de la zona del euro, lo que se traduce en una contracción de los intercambios comerciales dentro de la zona aún más intensa que la de los flujos comerciales totales. Se prevé que los países especializados en servicios o en manufacturas relacionadas con los servicios tengan que afrontar consecuencias económicas especialmente graves. Los servicios de turismo y de transporte son los más afectados por las medidas de confinamiento, como se aprecia en el desplome de los nuevos pedidos exteriores de servicios y de las programaciones de vuelos.

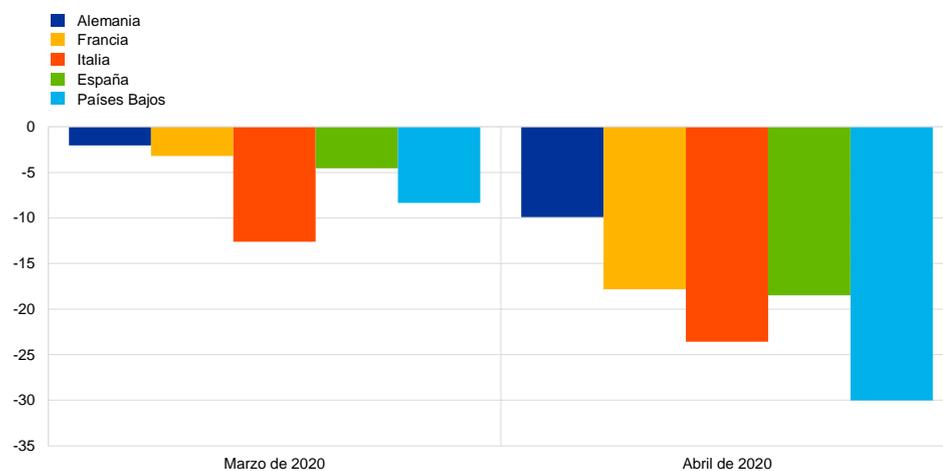
Los últimos datos económicos, en particular los resultados de las encuestas, muestran caídas sin precedentes, lo que apunta a una contracción del producto de la zona del euro. El brote de Covid-19 y las medidas de contención asociadas han tenido un efecto adverso en la actividad de las manufacturas y de los servicios a través de las crecientes restricciones de oferta y de la rápida disminución de la demanda. Por lo que se refiere a indicadores de opinión recientes, en marzo, el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea y el PMI compuesto de producción sufrieron la mayor caída observada hasta el momento⁷, y en abril retrocedieron de nuevo. Ambos indicadores registraron retrocesos generalizados en los distintos países y sectores económicos. Este deterioro de la actividad económica también se ve confirmado por indicadores de alta frecuencia como el consumo de electricidad (véase gráfico 7).

⁷ Para más detalles sobre el papel desempeñado por los factores externos frente a los internos en la caída de la actividad económica, véase el recuadro titulado «La caída de la actividad de las manufacturas y de los servicios en la zona del euro: perturbaciones externas frente a perturbaciones internas», en este Boletín Económico.

Gráfico 7

Consumo de electricidad en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Red Europea de Gestores de Redes de Transporte de Electricidad (ENTSO-E, por sus siglas en inglés) y cálculos del BCE.
Notas: Los datos no están corregidos por temperaturas. La última observación corresponde al 27 de abril de 2020.

Si no se tienen en cuenta las interrupciones inmediatas generadas por la pandemia de coronavirus, se espera que el crecimiento de la zona del euro se reanude a medida que las medidas de contención vayan retirándose gradualmente, respaldado por unas condiciones de financiación favorables, por la orientación de la política fiscal en la zona del euro y por la reactivación de la actividad mundial. Sin embargo, el nivel de incertidumbre es extremadamente elevado y se mantendrá así, por lo que es muy difícil predecir el alcance y la duración de la inminente recesión y de la posterior recuperación⁸. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#), realizada a principios de abril, muestran una sustancial revisión a la baja de las previsiones del sector privado relativas al crecimiento del PIB para 2020 y una revisión al alza para 2021, en comparación con la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de enero.

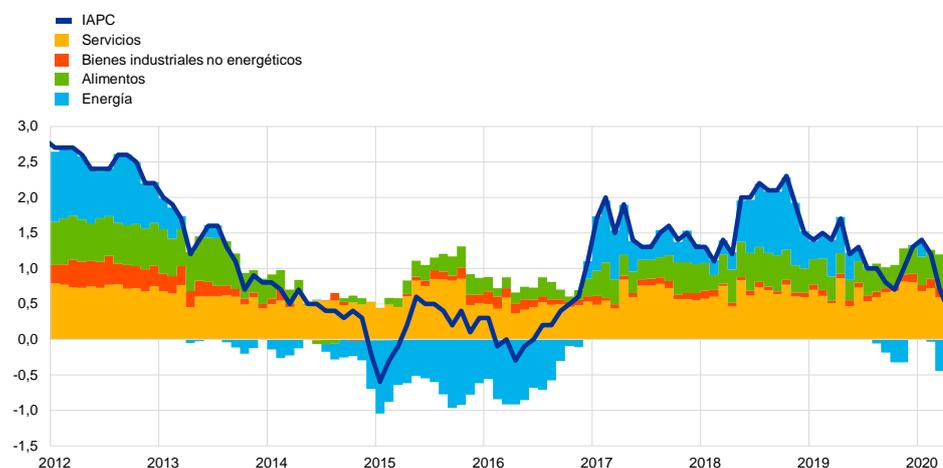
⁸ Para un análisis detallado de escenarios alternativos, véase «[Escenarios alternativos relativos al impacto de la pandemia de Covid-19 en la actividad económica de la zona del euro](#)», en este Boletín Económico.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC siguió disminuyendo y se situó en el 0,4 % en abril, frente al 0,7 % de marzo y el 1,2 % de febrero de 2020. El descenso registrado en abril reflejó, principalmente, la caída de la tasa de variación interanual de los precios de la energía —hasta el -9,6 %, desde el -4,5 % de marzo— como consecuencia del reciente desplome de los precios del petróleo; sin embargo, la inflación de los servicios y de los bienes industriales no energéticos también se redujo con respecto al mes anterior. Estos retrocesos compensaron con creces el mayor ritmo de avance de los precios de los alimentos que, a su vez, se debió sobre todo a que la inflación de los alimentos no elaborados se duplicó. Según Eurostat, los precios de al menos el 50 % o más de los artículos que componen la cesta que se utiliza para la estimación de avance del IAPC de la zona del euro y los agregados especiales se recopilaron de la forma habitual⁹. Sin embargo, dadas las dificultades experimentadas en la recopilación de precios en algunos países y para algunos productos, el porcentaje de imputaciones ha sido mayor de lo habitual (véase también el recuadro titulado «La medición de la inflación en períodos de inestabilidad económica», en este Boletín Económico).

Gráfico 8

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

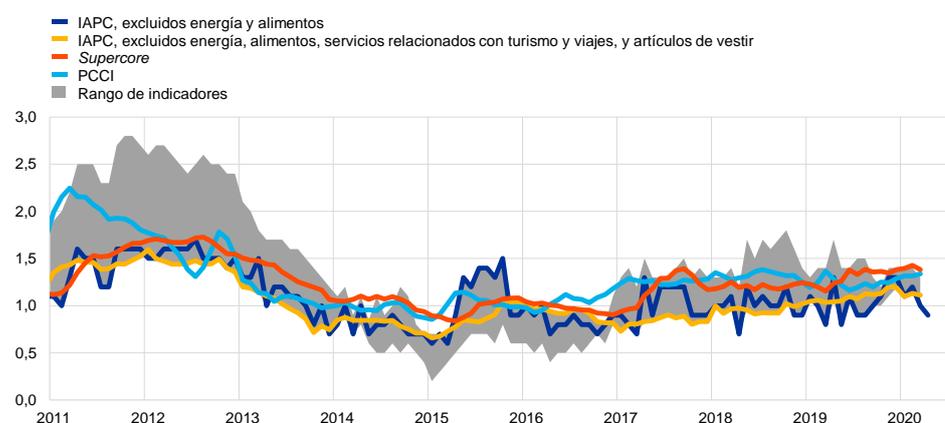
Los indicadores de la inflación subyacente registraron un descenso o se mantuvieron sin variación. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta situarse en el 0,9 % en abril, desde el 1 % de marzo y el 1,2 % de febrero. Otros indicadores de la inflación subyacente, para los que se

⁹ Véase la [nota de prensa de Eurostat](#) sobre la estimación de avance del IAPC correspondiente a abril.

dispone de datos hasta marzo, apenas variaron. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, permaneció en el 1,1 % en marzo, igual que en febrero y en enero. Las señales procedentes de otras medidas de la inflación subyacente, como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») ¹⁰, también se mantuvieron prácticamente sin cambios.

Gráfico 9 Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2020 para el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (estimación de avance), y a marzo de 2020 para el resto de los indicadores. El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; la media recortada al 10 % del IAPC; la media recortada al 30 % del IAPC, y la mediana ponderada del IAPC. Las tasas de crecimiento del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro titulado «Un nuevo método para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su impacto en las tasas de inflación medida por el IAPC», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019).

Las presiones inflacionistas latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC se mantuvieron estables en las fases posteriores de la cadena de producción en febrero.

La tasa de variación interanual de los precios de producción de bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores fue del 0,7 % en febrero de 2020, sin variación desde octubre de 2019. La tasa de avance interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio se situó en el 0,4 % en febrero, frente al 0,2 % de enero. En las primeras fases de la cadena de producción, la inflación de los precios de producción internos de los bienes intermedios disminuyó hasta el -1,2 % en febrero, desde el -1,1 % observado en enero. La tasa de variación de los precios de importación de los bienes intermedios se incrementó ligeramente, hasta situarse en el -0,1 % en febrero, frente al -0,3 % de enero y el -1,2 % de diciembre.

El crecimiento de los salarios se ralentizó. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 1,7 % en el cuarto trimestre de 2019,

¹⁰ Para más información sobre estos indicadores de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «Measures of underlying inflation for the euro area», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

frente al 2,1 % del tercer trimestre. Las cifras correspondientes a 2019 se vieron afectadas por una disminución significativa de las cotizaciones sociales a cargo de la empresa en Francia¹¹. La tasa de crecimiento interanual de los sueldos y salarios por trabajador, que excluye las cotizaciones sociales, se situó en el 2,1 % en el cuarto trimestre, frente al 2,5 % del tercero, y su promedio fue del 2,4 % en 2019, frente al 2,3 % en 2018. Si se analizan los distintos indicadores y se tienen en cuenta los factores transitorios, el crecimiento salarial se redujo ligeramente durante 2019, aunque permaneció en torno a sus medias históricas o en niveles algo superiores.

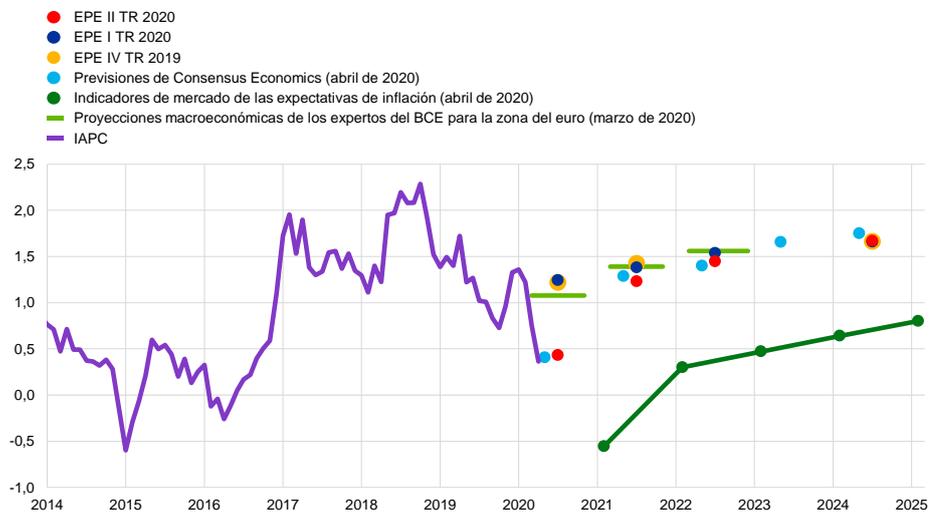
Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron básicamente inalterados al final del período analizado, pese a registrar grandes fluctuaciones, mientras que los indicadores de opinión de las expectativas de inflación permanecieron en los niveles relativamente bajos observados durante 2019. Aunque los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo registraron un nuevo mínimo histórico (0,72 %) al final de marzo, en abril se recuperaron y se situaron básicamente en el nivel observado al comienzo del período analizado. El 29 de abril de 2020, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó en el 0,90 %. La probabilidad de deflación basada en indicadores de mercado registró un fuerte incremento y alcanzó un nuevo máximo histórico. El aumento obedece, en parte, a los acusados descensos del precio del petróleo. Al mismo tiempo, el perfil a futuro de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación sigue señalando el riesgo de un período prolongado de inflación muy baja. Los resultados de la [encuesta del BCE a expertos en previsión económica](#) (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2020 muestran que las expectativas medias de inflación a más largo plazo se mantienen sin cambios en el 1,7 %, mientras que las expectativas de inflación a corto plazo se han revisado sustancialmente a la baja, sobre todo como resultado de la combinación de dos factores: el cambio de perfil de los supuestos relativos al precio del petróleo y el debilitamiento de las perspectivas económicas. Las previsiones medias de inflación anual medida por el IAPC se sitúan ahora en el 0,4 % para 2020, el 1,2 % para 2021 y el 1,4 % para 2022, lo que representa un descenso de 0,8, de 0,2 y de 0,1 puntos porcentuales para 2020, 2021 y 2022, respectivamente.

¹¹ Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «[Evolución reciente de las cotizaciones sociales y de los salarios mínimos en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

Gráfico 10

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



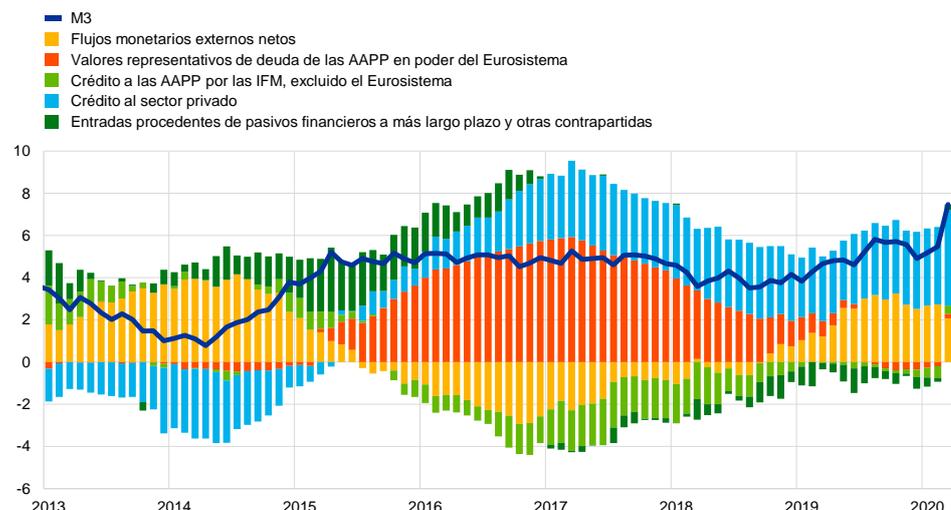
Fuentes: Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro (marzo de 2020) y Consensus Economics (14 de abril de 2020).

Notas: La encuesta EPE correspondiente al segundo trimestre de 2020 se realizó entre el 31 de marzo y el 7 de abril de 2020. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 29 de abril de 2020.

El crecimiento del agregado monetario amplio se aceleró en marzo. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 7,5 % en marzo de 2020, frente al 5,5 % observado en febrero, lo que supone el mayor aumento intermensual desde el inicio de la unión monetaria en 1999 (véase gráfico 11). Aunque la ralentización de la expansión económica frenó este agregado, su avance se vio fuertemente respaldado por las necesidades urgentes de liquidez, por las incertidumbres relacionadas con la crisis generada por la pandemia y por el muy bajo coste de oportunidad de mantener instrumentos monetarios. El agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3, fue el componente que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. La tasa de avance interanual de M1 se incrementó más de 2 puntos porcentuales —hasta el 10,3 %— en marzo de 2020, tras situarse en el 8,1 % en febrero. Además del acusado aumento de los depósitos a la vista, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación repuntó sustancialmente, hasta el 7 % en marzo, frente al 5,4 % de febrero, lo que apunta a una demanda de liquidez de las empresas y los hogares por motivos de precaución. Las empresas incrementaron sus depósitos, que crecieron a una tasa interanual del 9,6 % en marzo, frente al 6,5 % de febrero. Esta evolución refleja el sustancial volumen de financiación recibida de las entidades de crédito, las abundantes emisiones generales de bonos corporativos y el apoyo directo en forma de liquidez por parte de los Gobiernos. Pese a la considerable reducción de las tenencias de participaciones en fondos del mercado monetario observada en marzo, los instrumentos monetarios contribuyeron de forma positiva y significativa al crecimiento interanual de M3.

Gráfico 11
M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

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

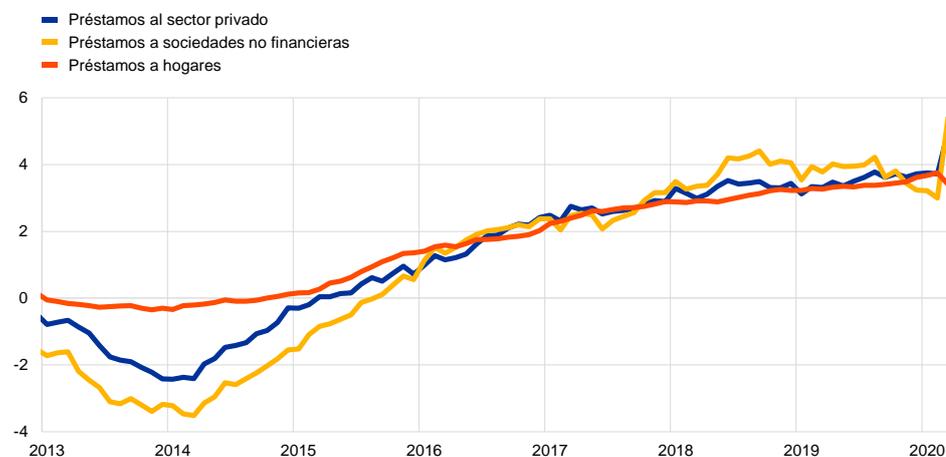
El crédito al sector privado continuó siendo la principal fuente de crecimiento monetario en marzo de 2020, seguido de los flujos monetarios externos. El crédito al sector privado, que ha sido durante mucho tiempo el componente que más ha contribuido al crecimiento de M3 (véase la parte de color azul de las barras del gráfico 11), explica el fuerte avance de este agregado monetario amplio en marzo de 2020. Los flujos monetarios externos han sido la segunda fuente principal de creación de dinero desde octubre de 2018 (véase la parte de color amarillo de las barras del gráfico 11). Estos flujos de entrada reflejan el interés de los inversores extranjeros por los activos de la zona del euro (en particular por los valores de deuda pública de nueva emisión) y han contribuido significativamente a la expansión de M3 desde principios de 2019. Las compras netas de activos por parte del BCE en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), que se puso en marcha el 18 de marzo de 2020, junto con el aumento de las adquisiciones al amparo de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), contribuyeron positivamente al crecimiento de M3 (véase la parte de color rojo de las barras del gráfico 11). Además, la aportación de los pasivos financieros a más largo plazo continuó siendo reducida en marzo de 2020 (véase la parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 11).

Los préstamos al sector privado también aumentaron significativamente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado (ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería [*notional cash pooling*]) se incrementó hasta el 5 % en marzo de 2020, desde el 3,7 % de febrero (véase gráfico 12). Esta evolución obedeció a un repunte de la tasa de avance interanual de los préstamos a sociedades no financieras, que pasó del 3 % en febrero de 2020 al 5,4 % en marzo. El aumento de los préstamos bancarios a las empresas fue generalizado en los distintos países. Para el segundo semestre de 2020, los indicadores adelantados de la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) apuntan a un nuevo incremento de la demanda de préstamos a empresas. En comparación, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares disminuyó ligeramente, desde el 3,7 % registrado en febrero de 2020 hasta el 3,4 % en marzo. La evolución divergente de las empresas y los hogares en marzo refleja algunos factores que afectaron a la demanda de los dos sectores, como ponen de relieve los resultados de dicha encuesta. Además, el hecho de que las políticas públicas respaldaran al sector empresarial mediante medidas de apoyo extraordinario —aunque temporal— al crédito, también podría explicar la divergencia de los patrones. Las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, en particular las condiciones más favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía, deberían animar a los bancos a conceder préstamos a todas las entidades del sector privado.

Gráfico 12

Préstamos al sector privado

(tasa de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2020, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares se endurecieron ligeramente en el primer trimestre de 2020, mientras que la demanda de préstamos por parte de las empresas repuntó, debido a las necesidades urgentes de liquidez generadas por la crisis del coronavirus (Covid-19)¹². En general, esta evolución reflejó el deterioro de las perspectivas económicas y los riesgos en torno a la crisis del Covid-19. Como las necesidades de financiación están relacionadas con la situación de emergencia, la demanda de préstamos a corto plazo por parte de las empresas fue significativamente más elevada que la de préstamos a largo plazo. Los principales factores que impulsaron la demanda de este sector en el primer trimestre de 2020 fueron las necesidades de financiación de las existencias y el capital circulante, mientras que la demanda de crédito para la inversión en capital fijo y para fusiones y adquisiciones se redujo en términos netos. Además, el deterioro de la solvencia de los hogares y la menor tolerancia al riesgo de las entidades de crédito explican el endurecimiento relativamente más intenso de los criterios de concesión de crédito a hogares y el menor incremento neto de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda y para consumo, en comparación con la demanda de crédito procedente de las empresas. Por otra parte, la caída de la confianza de los consumidores fue un factor clave en la moderación de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito para consumo. Para el segundo trimestre de 2020, las entidades de crédito esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas sigan relajándose, gracias a las medidas de liquidez y a los avales públicos. Aunque la heterogeneidad de las respuestas de las entidades de crédito es elevada

¹² En el primer trimestre de 2020, el porcentaje neto de entidades que señalaron un endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos y líneas de crédito a empresas fue del 4 %, mientras que el porcentaje neto que indicó un endurecimiento de los criterios de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y del crédito para consumo y otros fines fue del 9 % y el 10 %, respectivamente.

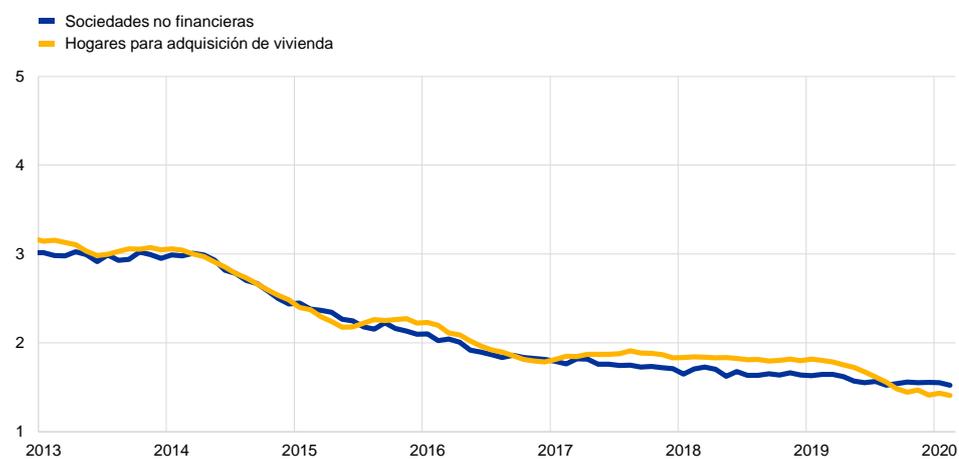
actualmente, los resultados sugieren que la demanda de préstamos por parte de las empresas seguirá aumentando, como pone de manifiesto el porcentaje neto de respuestas, que es el más elevado desde el inicio de la encuesta en 2003. Si bien, en cuanto a los hogares, las entidades esperaban una continuación del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de préstamos y una disminución adicional de la demanda de crédito. Asimismo, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que los programas de compras de activos del BCE (APP y PEPP) y la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) habían tenido un impacto positivo en su liquidez y en sus condiciones de financiación en los mercados. Estas medidas, junto con el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito, propiciaron la relajación de las condiciones del crédito bancario e incidieron positivamente en los volúmenes de crédito concedido. Al mismo tiempo, las entidades señalan que las compras de activos por parte del BCE y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito tuvieron un impacto negativo en su margen de intermediación, mientras que el sistema de dos tramos del BCE ayudó a la rentabilidad bancaria.

El nivel muy favorable de los tipos de interés del crédito continuó sosteniendo el crecimiento económico de la zona del euro. Los tipos de interés de los préstamos volvieron a rozar mínimos históricos, tras haber descendido en línea con los tipos de interés de referencia del mercado en los meses anteriores. En febrero de 2020, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares se redujeron hasta situarse en el 1,52 % y el 1,41 %, respectivamente (véase gráfico 13). La presión de la competencia, los favorables costes de financiación de las entidades de crédito, el APP y la transmisión de la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE en septiembre de 2019 tuvieron un efecto moderador adicional sobre los tipos de interés de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares. En conjunto, entre mayo de 2014 y febrero de 2020, los tipos de interés sintéticos de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares cayeron en torno a 140 y 150 puntos básicos, respectivamente.

Gráfico 13

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

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

Recuadros

1 Escenarios alternativos relativos al impacto de la pandemia de Covid-19 en la actividad económica de la zona del euro

Niccolò Battistini y Grigor Stoevsky

La irrupción de la pandemia de Covid-19 ha afectado de forma dramática a la actividad económica mundial desde principios de 2020. La rápida propagación del nuevo coronavirus (Covid-19) ha requerido la adopción de medidas drásticas que van desde el distanciamiento social y la prohibición de celebrar actos públicos a la paralización de diversas actividades económicas, el confinamiento y la imposición de restricciones a numerosas actividades. Algunas jurisdicciones han empezado a suavizar la severidad de estas medidas, ya que las autoridades las están levantando gradualmente y están autorizando la reapertura de determinados sectores económicos. No obstante, podría haber aún un período prolongado de distanciamiento social y otras medidas de contención podrían seguir vigentes un tiempo. Estas últimas han lastrado la oferta y —junto con el aumento de la incertidumbre y el autoaislamiento de las personas ante la rápida propagación de la enfermedad— han generado también que los hogares y las empresas reduzcan su gasto, por lo que la demanda agregada ha disminuido. El cierre generalizado de empresas ha provocado un deterioro notable de la situación del empleo, un incremento de las necesidades de liquidez de las empresas y fuertes disrupciones en los mercados financieros. Pese a la escasez de datos cuantitativos disponibles, ya es evidente que la actividad económica ha experimentado un retroceso de una magnitud sin precedentes.

La elevada incertidumbre acerca del impacto económico de la pandemia de Covid-19 justifica un análisis basado en escenarios alternativos. Existe un alto grado de incertidumbre en torno a la evolución de la pandemia, a la necesidad de medidas de contención y a su efectividad, y a la posible aparición de soluciones y tratamientos médicos. Estas incertidumbres pueden abordarse mediante un análisis de escenarios, basados en diversos supuestos en relación con los factores antes mencionados y su impacto económico. Cabe señalar que estos escenarios, elaborados por expertos del BCE, son ilustrativos y, como tales, no deben considerarse una indicación de las próximas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020, ni son un adelanto de las mismas. Asimismo, este recuadro se centra únicamente en la actividad económica, mientras que las proyecciones de junio serán un ejercicio completo que incluirá un análisis detallado de las perspectivas de inflación.

En este recuadro se presentan tres escenarios alternativos para mostrar el rango probable de impactos de la pandemia de Covid-19 sobre la economía de la zona del euro. Los escenarios varían en función de diversos factores, en concreto la duración de las medidas de confinamiento estricto y su impacto sobre la actividad económica de los distintos sectores, los efectos económicos

de medidas de contención prolongadas durante el período de transición posterior al confinamiento, el comportamiento de los agentes económicos para minimizar las perturbaciones económicas y los efectos más duraderos sobre la actividad económica cuando se hayan levantado todas las medidas de contención. Este análisis de escenarios para la zona del euro considera los mismos supuestos para la economía mundial (y, por tanto, para la demanda externa de la zona del euro), pero no tiene en cuenta otros efectos de retroalimentación relacionados con disrupciones en los mercados financieros o con las consecuencias a largo plazo de unos niveles de paro persistentemente elevados.

Los distintos supuestos en los que se basan los tres escenarios alternativos implican un rango de impacto económico esperado que va de moderado a severo. En el primer escenario (*moderado*), las medidas de confinamiento estricto y otras medidas de contención, así como los rápidos avances en los tratamientos médicos, implican períodos relativamente breves de confinamiento estricto (que finalizarían a lo largo de mayo de 2020), la posterior reanudación gradual de la actividad normal y pérdidas económicas solo temporales. En el segundo escenario (*intermedio*), un período corto de confinamiento estricto (al que también se pondría fin durante mayo de 2020) va seguido de medidas de contención relativamente rigurosas y prolongadas, lo que supondría retornar más tarde a la actividad normal, así como pérdidas de producto persistentes. En el tercer escenario (*severo*), un período de confinamiento estricto más largo (que terminaría en el transcurso del mes de junio de 2020) solo logra contener de forma limitada la propagación del virus, por lo que es preciso continuar aplicando duras medidas de contención, incluso después de relajar parcialmente las medidas de confinamiento más estrictas. Los esfuerzos sostenidos para evitar la propagación del virus seguirían lastrando sustancialmente la actividad de todos los sectores de la economía hasta que se disponga de una vacuna (o de otra solución médica efectiva), lo que no se espera que ocurra hasta mediados de 2021, aproximadamente. Por lo tanto, este escenario contempla pérdidas de producto significativas y permanentes.

Las medidas de contención aplicadas durante los períodos de confinamiento tienen un impacto diferente en los distintos sectores económicos de la zona del euro. Inicialmente, el mayor desplome de la actividad se produce en los servicios, en particular en los relacionados con los viajes y las actividades recreativas, como ya indica cierta evidencia disponible procedente de encuestas. No obstante, las medidas de confinamiento y los consiguientes cuellos de botella en la oferta reducen drásticamente la producción, también en grandes segmentos de la industria. En general, se supone que la pérdida de valor añadido atribuible a las medidas de contención en el comercio al por menor, el transporte y la hostelería y restauración es relativamente mayor que en las manufacturas, la construcción y otros sectores (véase cuadro A). El detalle por sectores es orientativo y se basa en evidencia anecdótica y en la procedente de encuestas. Este detalle ha servido para realizar estimaciones de las posibles pérdidas económicas para el total de la economía que, en términos generales, son acordes con las estimaciones de otras instituciones. Las

estimaciones arrojan unas pérdidas económicas iniciales totales durante el confinamiento de alrededor del 30 % —dependiendo del país— del valor añadido en comparación con un nivel normal de actividad. Dado que, en sus respuestas, los agentes tratan de minimizar las perturbaciones económicas, se supone que las pérdidas iniciales totales disminuyen durante el segundo trimestre de 2020. Bajo los supuestos utilizados en estos escenarios ilustrativos, el impacto marginal de un mes más de aplicación de medidas de confinamiento sobre el nivel de crecimiento interanual del PIB se sitúa inicialmente entre el 2 % y el 2,5 %, en términos aproximados.

Cuadro A

Pérdidas iniciales derivadas de las medidas de confinamiento estricto, por sectores

(porcentaje del valor añadido bruto)

Sector	Pérdida
Agricultura	10
Industria (excl. sector manufacturero y construcción)	40
Sector manufacturero	40
Construcción	40
Comercio al por menor, transporte, hostelería y restauración	60
Información y comunicaciones	10
Actividades financieras y de seguros	10
Actividades inmobiliarias	20
Actividades profesionales, científicas, administrativas y técnicas	30
Administración Pública	10
Actividades artísticas, recreativas, de entretenimiento y otras actividades	30

Fuente: BCE.

Nota: En estos escenarios se supone que el confinamiento tiene un impacto más moderado en los distintos sectores (aproximadamente el 20 %-30 %) durante el segundo trimestre de 2020, debido a la reacción de los agentes (respuesta racional) para minimizar las perturbaciones económicas.

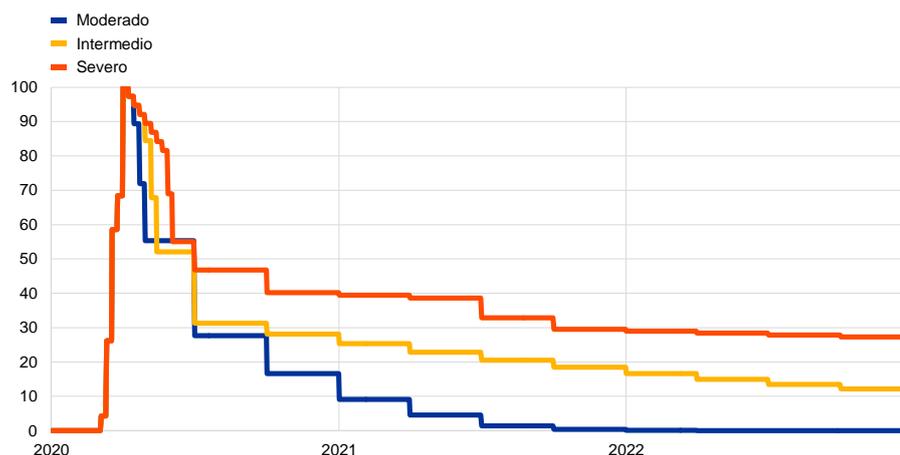
Se espera que las estrictas medidas de contención afecten considerablemente a la actividad económica de la zona del euro mucho más allá del horizonte de corto plazo. El enfoque por sectores utilizado para determinar las pérdidas económicas asociadas a la pandemia de Covid-19 permite calcular un perfil temporal de las pérdidas orientativas (en porcentaje de las pérdidas sectoriales máximas) derivadas de las medidas de contención del virus en la zona del euro en los tres escenarios alternativos (véase gráfico A). Se considera que las pérdidas sectoriales máximas (incluido el impacto directo y el efecto arrastre) se producen en la primera semana de abril de 2020. Las pérdidas económicas resultantes de los confinamientos comenzaron a acumularse en marzo —cuando distintos países aplicaron este tipo de medidas— y, después de alcanzar un máximo a principios de abril, se espera que disminuyan hasta situarse próximas a la mitad de su nivel máximo a mediados de mayo, a finales de mayo y a lo largo de junio en los escenarios moderado, intermedio y severo, respectivamente, a medida que la relajación de las medidas de contención permita retomar gradualmente la actividad económica. Aunque se prevé que las medidas de contención —junto con los costes más duraderos para la actividad generados por la pandemia— dejen de tener un impacto negativo a finales de

2021 en el escenario moderado, seguirían lastrando la actividad económica en 2022 en los escenarios intermedio y severo.

Gráfico A

Perfil temporal de las pérdidas orientativas de valor añadido bruto derivadas de las medidas de contención en la zona del euro en los escenarios moderado, intermedio y severo

(porcentaje de pérdidas sectoriales máximas de la zona del euro)



Fuente: Cálculos del BCE.

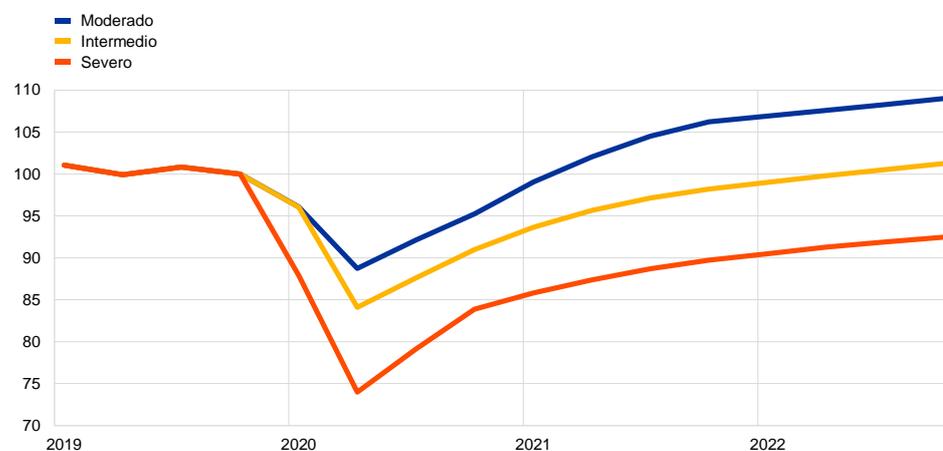
Nota: Las pérdidas se miden con respecto a las pérdidas sectoriales máximas de la zona del euro, calculadas como una media ponderada de las pérdidas en los cinco países de mayor tamaño de la zona.

Las medidas de contención aplicadas por países de todo el mundo afectan con intensidad a la actividad económica global y restringen notablemente el comercio internacional. Al igual que para la zona del euro, se consideran tres escenarios ilustrativos para el PIB real mundial, excluida la zona del euro, y para la demanda externa implícita de bienes y servicios de la zona del euro (véase gráfico B). La pandemia de Covid-19 y sus repercusiones se traducen en retrocesos sustanciales del PIB real mundial. Como consecuencia del elevado grado de prociclicidad del comercio mundial a la actividad global, la demanda externa de la zona del euro descendería alrededor del 7 %, el 11 % y el 19 %, respectivamente, en los escenarios moderado, intermedio y severo, en 2020. Más adelante, la caída de la demanda externa de la zona euro con respecto al nivel registrado al final de 2019 perduraría hasta el final de 2022 solo en el escenario severo.

Gráfico B

Demanda externa de la zona del euro en los escenarios moderado, intermedio y severo

(Índice: IV TR 2019 = 100)



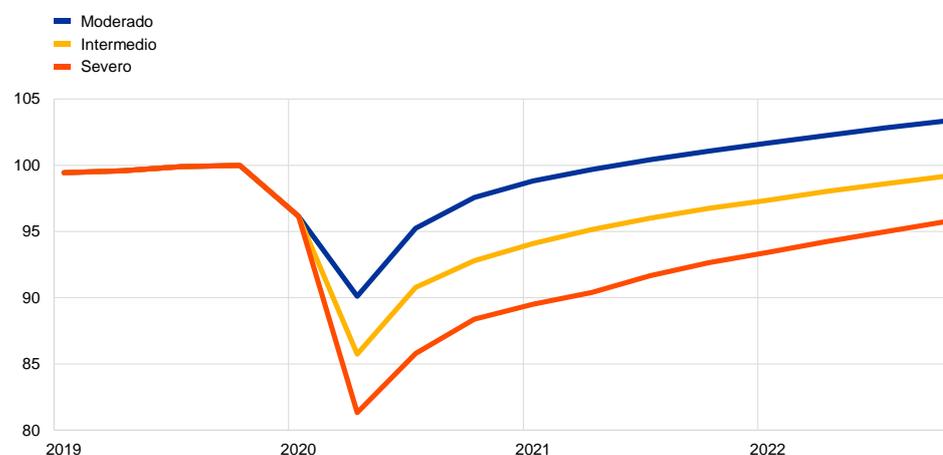
Fuente: Cálculos del BCE.

Se espera que el PIB real de la zona del euro se reduzca de forma acusada en el corto plazo, mientras que unas medidas de contención efectivas serían esenciales para asegurar una recuperación sólida posteriormente. El análisis de escenarios realizado en este recuadro apunta a una contracción de la actividad económica sin precedentes, con un desplome del PIB real de alrededor del 5 %, el 8 % y el 12 %, respectivamente, en los escenarios moderado, intermedio y severo, en 2020 (véase gráfico C). En términos interanuales, el crecimiento intertrimestral del PIB real en el escenario severo registraría un mínimo de alrededor del -15 % en el segundo trimestre de 2020, seguido de una recuperación prolongada e incompleta, que se plasmaría en unas tasas de crecimiento intertrimestral en torno al 6 % y al 3 % en el tercer y cuarto trimestre de 2020, respectivamente. Dado que las medidas de contención conllevan una normalización gradual de la actividad económica, en 2021, el PIB real avanzaría alrededor del 6 %, el 5 % y el 4 % en los respectivos escenarios. La incertidumbre sobre la epidemiología del virus, la previsión de diversos grados de efectividad de las medidas de contención y el supuesto perjuicio económico persistente que subyacen a los escenarios intermedio y severo continuarían lastrando la recuperación económica durante el horizonte considerado. En el escenario severo, en particular, el PIB real se mantendría muy por debajo del nivel observado al final de 2019 hasta finales de 2022.

Gráfico C

PIB real de la zona del euro en los escenarios moderado, intermedio y severo

(Índice: IV TR 2019 = 100)



Fuente: Cálculos del BCE.

Estos escenarios ilustrativos no tienen en cuenta otros factores relevantes que también influirían en la magnitud de la recesión de la zona del euro.

Los escenarios se han construido bajo el supuesto de que las medidas de política económica logran contener posibles efectos de retroalimentación negativos entre el sector real y el financiero. Además, no incluyen otros mecanismos no lineales de amplificación debida a eventos extremos, como pérdidas sustanciales en la renta de los hogares y unos niveles de paro persistentemente elevados, como consecuencia del aumento de las tasas de quiebras de empresas. Asimismo, estos escenarios se basan en el supuesto utilizado habitualmente en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE y del Eurosistema para la política monetaria, que consiste en tomar en consideración la misma senda para los tipos de interés que aquella que se refleja en la evolución de los mercados en cada uno de los escenarios alternativos. Por último, los tres escenarios toman en consideración las medidas fiscales anunciadas recientemente por varios países de la zona del euro. En el escenario severo, las posibles respuestas fiscales se han corregido al alza para reflejar mejor la previsión de una mayor contracción económica resultante de las medidas de confinamiento.

Dada la incertidumbre sin precedentes que rodea a la evolución y al impacto económico de la pandemia de Covid-19, los supuestos en los que se basan estos escenarios ilustrativos deben actualizarse continuamente.

Los resultados del análisis que se presenta en este recuadro dependen fundamentalmente de los supuestos subyacentes. Estos incluyen los efectos (directos e indirectos) de las medidas de confinamiento y de otras medidas de contención sobre los factores de la oferta y la demanda interna y mundial, así como la efectividad de las políticas adoptadas en todo el mundo con el fin de contener la propagación del virus y de apoyar la actividad económica. En última instancia, la aplicación rápida y con determinación de medidas de contención y de política económica —además de una solución médica

efectiva— será esencial para asegurar una recuperación sólida de la actividad económica en la zona del euro. Aunque este recuadro se centra en el impacto de la pandemia de Covid-19 sobre la actividad económica de la zona, las implicaciones para la inflación medida por el índice de precios de consumo dependen del equilibrio entre factores de demanda y oferta y, como se ha indicado, se considerarán en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2020, que se publicarán próximamente.

2

La caída de la actividad de las manufacturas y de los servicios en la zona del euro: perturbaciones externas frente a perturbaciones internas

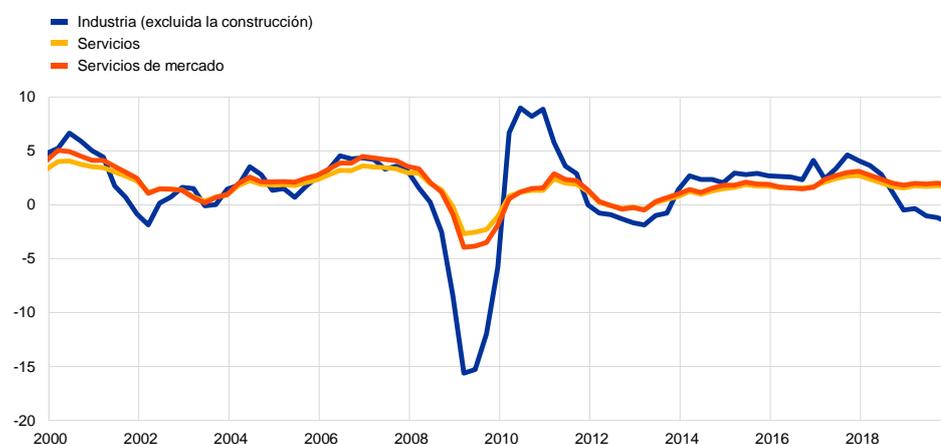
Roberto A. de Santis

La pandemia de coronavirus (Covid-19), que ha causado sufrimiento humano y ha provocado la disrupción de la actividad económica a escala global, ha afectado a la actividad de las manufacturas y de los servicios en todos los países de la zona del euro. El crecimiento económico de la zona sufrirá graves daños en el corto plazo. Desde principios de 2018, el crecimiento económico de la zona del euro se ha visto afectado negativamente por tres factores concomitantes: i) el debilitamiento del comercio mundial relacionado, en parte, con el aumento de las tensiones comerciales internacionales y con una persistente incertidumbre política en torno al Brexit; ii) la caída de la producción de automóviles, debida, sobre todo, a la disminución de la demanda externa, así como a la introducción en Europa de una normativa medioambiental más estricta, y iii) una fuerte contracción de la actividad económica como consecuencia del coronavirus. Entre enero de 2018 y febrero de 2020, pese a la atonía de la actividad en las manufacturas en la zona del euro, el sector servicios en su conjunto —en particular los servicios de mercado— mantuvo una capacidad de resistencia relativa (véase gráfico A). No obstante, en marzo, la pandemia hizo que la actividad económica retrocediera de forma acusada en ambos sectores. Los indicadores de opinión como el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) (véanse gráficos B y C) y los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores, así como otras estadísticas de mayor frecuencia —como las relativas al transporte aéreo internacional y al consumo energético—, apuntan a una intensa caída de las manufacturas y de los servicios en la zona del euro y en muchos otros países.

Gráfico A

Valor añadido real en la industria y en los servicios

(tasas de variación interanual)



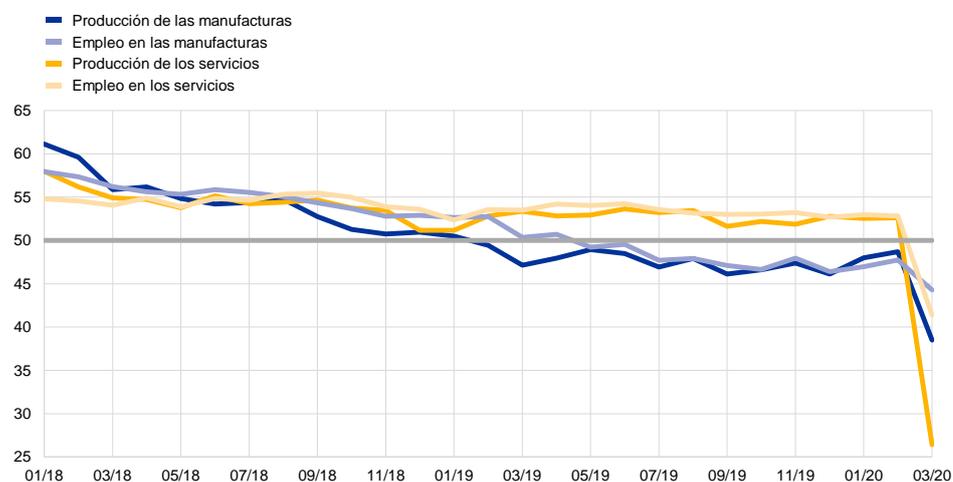
Fuente: Eurostat.

Nota: La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2019.

Gráfico B

PMI de producción y de empleo en las manufacturas y en los servicios de la zona del euro

(índices de difusión: 50 = sin variación, <50 = contracción; >50 = expansión)



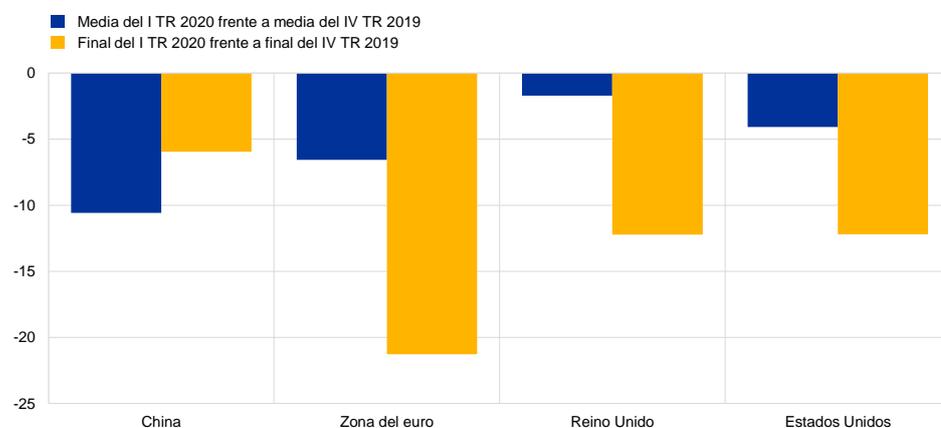
Fuente: Markit.

Nota: La última observación corresponde a marzo de 2020.

Gráfico C

Evolución del PMI compuesto en una selección de economías, primer trimestre de 2020

(variación del índice de difusión)



Fuente: Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las barras de color azul muestran la diferencia entre el valor medio mensual registrado en el primer trimestre de 2020 y el correspondiente al cuarto trimestre de 2019. Las barras de color amarillo muestran la diferencia entre los valores correspondientes a marzo de 2020 y a diciembre de 2019.

Con el fin de evaluar la relevancia de los factores externos e internos para la economía de la zona del euro en tres períodos diferentes (2018, enero de 2019-febrero de 2020 y marzo de 2020) se utiliza un modelo que incorpora la actividad de las manufacturas y los servicios en varias grandes economías.

Los PMI son los primeros indicadores de opinión importantes, armonizados entre países, que proporcionan evidencia de que, en marzo de 2020, la actividad económica experimentó una acusada contracción en todo el mundo. Por tanto, para captar los efectos de la epidemia de coronavirus, el modelo usa los valores mensuales de los PMI relativos a la producción de manufacturas y de servicios en la

zona del euro, China, Reino Unido y Estados Unidos. El período muestral para la estimación es el comprendido entre enero de 2007 y marzo de 2020, debido, en parte, a la posibilidad de que las relaciones económicas entre los países fueran diferentes antes de la Gran Recesión de 2008-2009, pero también para incluir datos sobre China. El modelo también incluye un factor de comercio mundial, que se aproxima por el PMI global de nuevos pedidos exteriores. Para dar mayor relevancia a este factor global, se considera que reacciona solo de forma retardada ante perturbaciones con origen en la producción de las manufacturas y de los servicios en los distintos países, mientras que la actividad económica de cada país reacciona ante las perturbaciones comerciales globales de forma contemporánea. Las otras ocho variables se modelizan partiendo de la hipótesis de que una perturbación tiene un efecto inmediato que, en términos absolutos, es mayor sobre la variable que la haya originado que sobre las demás variables¹³.

La evidencia econométrica corrobora la hipótesis de que las perturbaciones externas e internas que afectan a las manufacturas son fundamentales para explicar la contracción de la actividad económica en la zona del euro en el periodo comprendido entre enero de 2018 y febrero de 2020. Los resultados del modelo apuntan al factor externo como la principal causa de la debilidad observada en la actividad manufacturera de la zona del euro en la primera mitad de 2018, si bien, desde el verano de 2018, las perturbaciones atribuibles a la evolución específica del sector del automóvil también han desempeñado un papel esencial. De acuerdo con los resultados del modelo econométrico, el 53 % de la caída de la actividad de las manufacturas registrada en 2018 tuvo su origen en factores internos (véase gráfico D). La evidencia obtenida de los PMI confirma los resultados econométricos presentados en un recuadro del Boletín Económico de septiembre de 2019, en el que se trataban de explicar qué factores estaban provocando la caída del crecimiento de la producción industrial en la zona del euro en esos momentos¹⁴. La estabilización del PMI de producción de las manufacturas entre enero de 2019 y febrero de 2020 pareció deberse a la evolución exterior, mientras que los factores internos siguieron incidiendo negativamente en la actividad de este sector. Por el lado de la oferta, la introducción de determinadas normas medioambientales en la UE generó perturbaciones de oferta transitorias en el sector del automóvil. Algunos de los grandes fabricantes de automóviles redoblaron sus esfuerzos para aumentar la producción local y las ventas de coches eléctricos. No obstante, la necesidad de realizar cambios en las fábricas puede haber reducido la producción temporalmente. En cuanto a la demanda, la incertidumbre sobre la prohibición del diésel en varios países de la zona del euro provocó una disminución de la demanda de este tipo de vehículos en favor de los automóviles de gasolina, de los que una parte se importaron de países de fuera de la zona. La evolución de las ramas de bienes de

¹³. El método utilizado para identificar la perturbación se explica en R. A. de Santis y S. Zimic, «[Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions](#)», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 33, n.º 5, 2018, pp. 727-747.

¹⁴. Véase el recuadro titulado «[El papel de los factores internos y externos en la caída de la producción industrial de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2019. El modelo descrito en este recuadro tiene características muy similares a las del modelo presentado en el Boletín Económico 6/2019. La producción industrial se sustituye por el PMI de producción de las manufacturas y se incorpora el PMI de producción de los servicios para las cuatro economías.

equipo y de bienes intermedios está determinada en gran medida por la industria automovilística, ya que presenta un alto grado de interconexión entre sectores y países¹⁵. Aún está por ver si estos factores internos, tanto los de naturaleza estructural como los transitorios —que han contribuido a la debilidad de la actividad manufacturera en la zona del euro recientemente— afectarán también a la recuperación de este sector en el futuro.

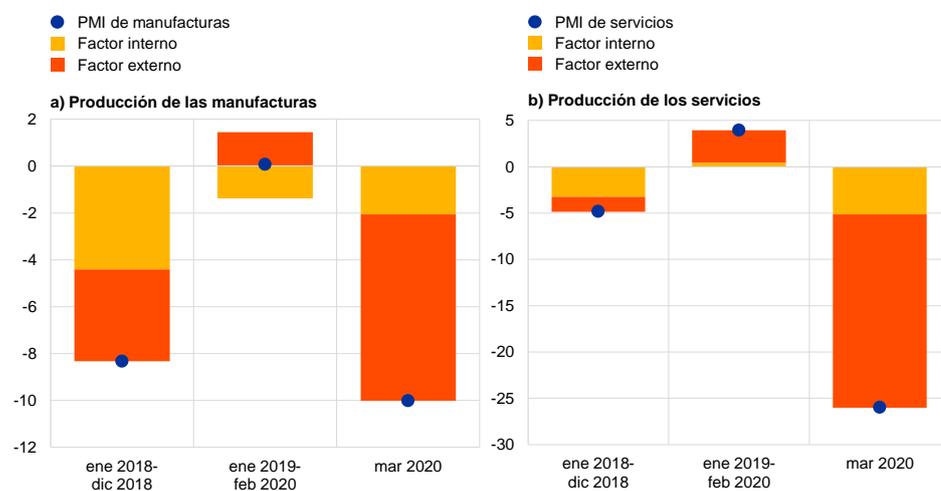
Las perturbaciones externas e internas sobre las manufacturas también han tenido un efecto negativo en los servicios, debido al vínculo relativamente estrecho entre la producción del sector automovilístico y determinadas ramas de los servicios, aunque estos últimos mostraron mayor capacidad de resistencia hasta febrero de 2020. Los resultados del modelo sugieren que los efectos de contagio negativos de las manufacturas a los servicios pueden ser significativos. Este impacto negativo puede producirse a través de los vínculos relativamente estrechos existentes entre la producción del sector del automóvil, los servicios financieros al consumidor y el comercio minorista. Al mismo tiempo, los servicios en su conjunto han mostrado mayor capacidad de resistencia que las manufacturas, ya que se han visto menos afectados por la evolución de la industria automovilística y, como todos los sectores, se han beneficiado de unas condiciones de financiación favorables. El PMI de producción de los servicios comenzó a descender a partir del segundo trimestre de 2018, al principio como consecuencia de la evolución del comercio mundial, que tuvo un impacto directo en las manufacturas e indirecto en los servicios, pero entre enero de 2019 y febrero de 2020 aumentó por la misma razón. Sin embargo, la actividad se verá sustancialmente afectada por las medidas de contención introducidas para luchar contra el coronavirus y por la respuesta de la política económica.

¹⁵ Véase también «El impacto de la desaceleración del sector del automóvil desde una perspectiva de cadenas globales de valor», *Boletín Económico*, n.º 2, Banco de España, 2019, pp. 21-24.

Gráfico D

Determinantes de los PMI de manufacturas y de servicios en la zona del euro: factores internos frente a factores externos

(variación acumulada del índice de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las perturbaciones en los PMI de actividad de las manufacturas/servicios de los países se identifican utilizando el método de restricción de la magnitud absoluta (véase R. A. de Santis y S. Zimic, *op. cit.*).

La pronunciada caída de los PMI observada en marzo de 2020, en particular en los servicios, carece de precedentes. Si se tiene en cuenta la propagación internacional del coronavirus, es razonable afirmar que, en marzo de 2020, la evolución de la producción estuvo determinada por una perturbación global. Aunque los servicios son menos intensivos en comercio, han pasado a estar estrechamente correlacionados a escala mundial como consecuencia de la pandemia y de las medidas comunes que se han adoptado para contenerla, en concreto el distanciamiento social, que también ha recomendado la Organización Mundial de la Salud. El modelo econométrico atribuye al factor externo una parte importante del desplome en marzo de los PMI de producción de las manufacturas y de los servicios en la zona del euro, lo que probablemente refleje la disminución del comercio mundial y el impacto retardado de la desaceleración global habida cuenta del fuerte retroceso de la actividad económica en China en febrero. Sin embargo, es importante señalar que los factores internos de la zona del euro también han desempeñado un papel significativo en la contracción registrada en ambos sectores en marzo de 2020.

En síntesis, la irrupción de la pandemia está provocando un retroceso generalizado de la actividad económica de la zona del euro. Entre enero de 2018 y febrero de 2020, los factores internos fueron los que más contribuyeron a la caída de la actividad manufacturera, reflejo de factores transitorios y estructurales relacionados con el sector del automóvil. La pronunciada debilidad de la actividad de las manufacturas se trasladó a algunos componentes de los servicios, aunque, en conjunto, el sector resistió a esta perturbación negativa. La actividad económica de la zona del euro experimentó un acusado descenso en marzo de 2020, como consecuencia de la propagación del virus y de las medidas de contención implementadas. Muchos países en todo el mundo han introducido medidas

desde entonces, y las perspectivas económicas seguirán viéndose afectadas por la evolución de la pandemia, por las medidas de contención asociadas y por la respuesta de la política económica. Por lo tanto, en la coyuntura actual, las perspectivas económicas siguen siendo muy inciertas.

3 Diferenciación entre perturbaciones agregadas y sectoriales

Maarten Dossche y Stylianos Zlatanov

La desaceleración del crecimiento en el período 2018-2019 se caracterizó por una divergencia notable entre la producción industrial y las ventas minoristas.

La actividad de ambos sectores suele caracterizarse por presentar una correlación positiva, especialmente durante las recesiones¹⁶. Sin embargo, también hay episodios en los que esta correlación es baja o incluso negativa (véase gráfico A). Pese a la fuerte contracción de la producción industrial, las ventas al por menor apenas se ralentizaron en 2018-2019. En este recuadro se utiliza este comovimiento para determinar si la economía de la zona del euro se vio afectada por perturbaciones agregadas o sectoriales. A continuación se intenta conocer si el impacto sobre la producción de estos dos tipos de perturbaciones difiere a lo largo del tiempo. No cabe duda de que la reciente perturbación del Covid-19 es de carácter agregado e incide simultáneamente en la producción industrial y en las ventas minoristas. Sin embargo, su impacto sobre la actividad económica futura es incierto, ya que sus características son sustancialmente distintas de las de anteriores perturbaciones agregadas.

Gráfico A

Correlación móvil entre la producción industrial y las ventas minoristas



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: La correlación entre el crecimiento interanual de la producción industrial y el de las ventas minoristas se basa en una ventana móvil de doce meses. Las barras grises muestran los períodos de recesión definidos por el Centre for Economic Policy Research. La última observación corresponde a febrero de 2020.

La teoría del consumidor puede ayudar a identificar perturbaciones agregadas y sectoriales.

La hipótesis de la renta permanente (PIH, por sus siglas en inglés) predice que las perturbaciones inesperadas sobre los ingresos agregados

¹⁶ La correlación positiva entre las ventas minoristas y la producción industrial juega un papel destacado en [NBER's recession dating procedure](#). También es el elemento central de la definición de ciclos económicos de Burns y Mitchell: véase A. Burns, A. y W. Mitchell, «Measuring Business Cycles», *NBER Studies in Business Cycles*, n.º 2, National Bureau of Economic Research, 1946.

(o la producción) solo afectan al consumo privado si son de carácter permanente (o persistente), mientras que las transitorias no tienen este efecto¹⁷. A nivel sectorial, la PIH implica que las perturbaciones transitorias solo deberían incidir en la producción industrial, y no en las ventas minoristas (es decir, el consumo), mientras que las perturbaciones permanentes deberían afectar a la actividad de ambos sectores. Esta diferencia puede utilizarse como restricción de identificación de corto plazo con valores nulos en un modelo estructural trivariante de vectores autorregresivos con ventas minoristas, producción industrial y crecimiento del PIB¹⁸.

La hipótesis de identificación recuerda a la literatura sobre perturbaciones sectoriales y agregadas. Una correlación positiva entre sectores no es una condición suficiente para que una perturbación se clasifique como «agregada»¹⁹. Debido a las conexiones de *input-output*, tanto las perturbaciones agregadas como las sectoriales pueden tener implicaciones similares en distintos sectores. De acuerdo con gran parte de la literatura empírica, la restricción de corto plazo con valores nulos asegura la ausencia de correlación condicional entre ventas minoristas y producción industrial en términos de impacto en el caso de una perturbación sectorial en la producción industrial²⁰.

¹⁷ Véase la revisión de la literatura en T. Jappelli y L. Pistaferri, «The Consumption Response to Income Changes», *Annual Review of Economics*, vol. 2, 2010, pp. 479-506.

¹⁸ La implementación débil de la hipótesis de identificación implica que, aunque no se cumplan todas las condiciones para que la hipótesis de la renta permanente sea válida (por ejemplo, que la restricción de crédito a los hogares genere un exceso de sensibilidad), la hipótesis temporal permite diferenciar las perturbaciones agregadas de las sectoriales.

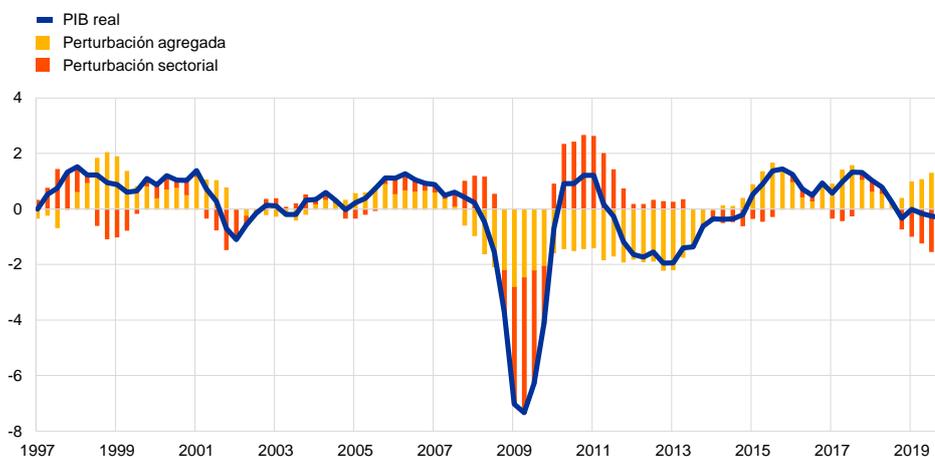
¹⁹ Véase J. Long y C. Plosser, «Sectoral vs. Aggregate Shocks In The Business Cycle», *American Economic Review*, vol. 77, n.º 2, 1987, pp. 333-336.

²⁰ Véanse, por ejemplo: E. Atalay, «How Important Are Sectoral Shocks?», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 9, n.º 4, 2017, pp. 254-280; A. Foerster, P.-D. Sarteand y M. Watson, «Sectoral versus Aggregate Shocks: A Structural Factor Analysis of Industrial Production», *Journal of Political Economy*, vol. 119, n.º 1, 2011, pp. 1-38; M. Forni y L. Reichlin, «Let's Get Real: A Factor Analytical Approach to Disaggregated Business Cycle Dynamics», *The Review of Economic Studies*, vol. 65, n.º 3, 1998, pp. 453-473, y J. Jimeno, «The relative importance of aggregate and sector-specific shocks at explaining aggregate and sectoral fluctuations», *Economics Letters*, vol. 39, n.º 4, 1992, pp. 381-385.

Gráfico B

Descomposición histórica del crecimiento del PIB

(desviaciones interanuales con respecto a la media, en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

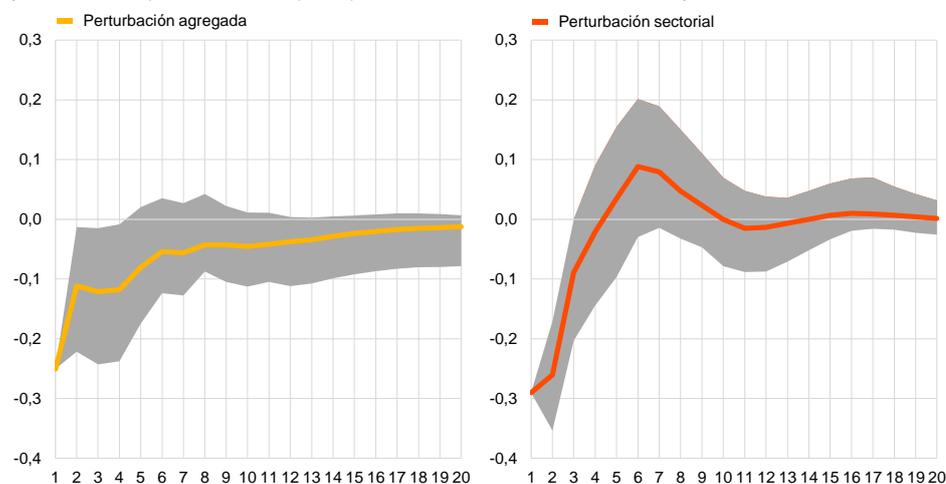
Notas: Los cálculos se basan en un modelo estructural trivariante de vectores autorregresivos con ventas minoristas, producción industrial y crecimiento del PIB en el que se utiliza una restricción de corto plazo con valores nulos para las ventas minoristas. La muestra de la estimación abarca el período comprendido entre el primer trimestre de 1995 y el cuarto trimestre de 2019.

Las perturbaciones agregadas tienen un impacto más persistente sobre la actividad económica que las perturbaciones sectoriales. La descomposición histórica del PIB que se presenta en el gráfico B sugiere que la mayor parte de la desaceleración del crecimiento del PIB en el período 2018-2019 pudo deberse a una serie de perturbaciones sectoriales adversas (como las tensiones comerciales y cuestiones medioambientales en el sector del transporte). El gráfico C muestra que la reacción del PIB ante perturbaciones agregadas suele ser más persistente que su respuesta a perturbaciones sectoriales. Dado que el crecimiento del PIB se torna positivo con rapidez después de una perturbación sectorial adversa, ello significa que una vez que se disipan los efectos (transitorios), la producción industrial vuelve a converger, en general, con las ventas minoristas (y no al contrario).

Gráfico C

Funciones de impulso-respuesta del crecimiento del PIB

(desviación con respecto a la media, en puntos porcentuales; tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: Las funciones de impulso-respuesta reflejan una perturbación negativa y se obtienen de un modelo estructural trivariante de vectores autorregresivos con ventas minoristas, producción industrial y crecimiento del PIB en el que se utiliza una restricción de corto plazo con valores nulos para las ventas minoristas. La muestra de la estimación abarca el período comprendido entre el primer trimestre de 1995 y el cuarto trimestre de 2019. Las zonas sombreadas reflejan intervalos de confianza del 90 %.

La perturbación del Covid-19 es muy distinta de una perturbación agregada

típica. La correlación entre las ventas minoristas y la producción industrial debería fortalecerse de nuevo, ya que es de esperar una contracción tanto de las manufacturas como de las ventas al por menor a partir de marzo de 2020. Dado que las características de la perturbación del Covid-19 y las de perturbaciones agregadas anteriores son muy diferentes, el marco que se ha descrito no es necesariamente el adecuado para estudiar la propagación de la perturbación del Covid-19. A medio plazo, su impacto dependerá de diversos factores, en particular de la duración de la suspensión de las actividades y de la eficacia de las políticas aplicadas para mitigar los efectos sobre los hogares y las empresas.

La medición de la inflación en períodos de inestabilidad económica

Omiros Kouvavas, Riccardo Trezzi, Bernhard Goldhammer y Jakob Nordeman

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se elabora sobre la base de ponderaciones del consumo que se mantienen constantes a lo largo de un año natural determinado. Este sistema responde a la finalidad del índice de medir las variaciones puras de los precios sin tener en cuenta los cambios en los patrones de consumo. En épocas de acusada contracción económica, como la que ha provocado actualmente la pandemia de coronavirus (Covid-19), dichos cambios pueden producirse en plazos más cortos. En este recuadro se explican los problemas para medir la inflación, tanto en el contexto de desaceleración económica general como en la coyuntura actual ocasionada por la perturbación del Covid-19.

Existe una incertidumbre considerable en torno a la medida en la que los consumidores modificarán sus patrones de consumo en respuesta a la crisis del Covid-19. Según el análisis del BCE, el PIB real de la zona del euro se contraerá entre un 5 % y un 12 % en 2020, según tres escenarios alternativos²¹. Las medidas de política económica adoptadas mitigarán, en cierto grado, los efectos recesivos sobre la renta disponible de los hogares. Sin embargo, el impacto en las rentas y la mayor incertidumbre probablemente generarán cambios significativos en los patrones de consumo de las familias. Además, los efectos directos de las medidas de confinamiento y suspensión de las actividades ya han incidido en dichos patrones, ya que algunos productos y servicios han dejado de estar disponibles temporalmente.

Los hogares ajustan sus patrones de consumo en respuesta a las perturbaciones en las rentas y en los precios relativos. Por ejemplo, cuando ven reducida su renta disponible, los consumidores tienden a evitar los bienes relativamente más caros en favor de los relativamente menos caros o a pasar con mayor determinación a gastar en productos esenciales²². Esta sustitución se produce en los artículos y categorías (por ejemplo, alimentos frente a actividades recreativas), así como en las variedades dentro de un mismo artículo (marcas

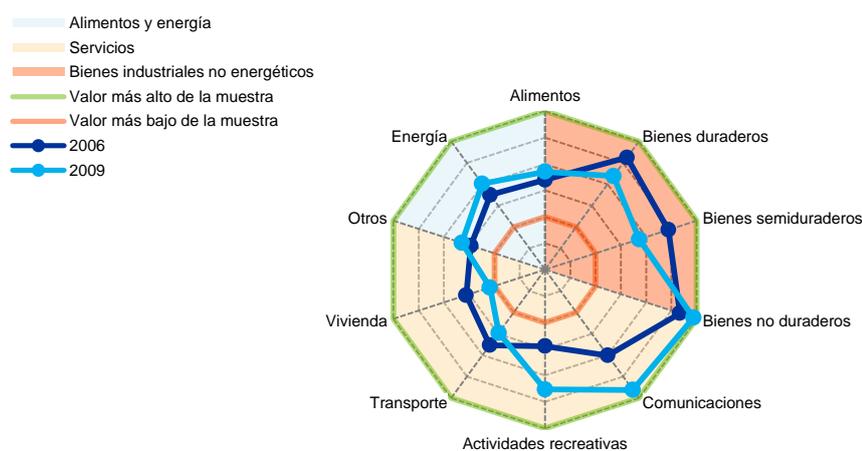
²¹ Véanse los tres escenarios del impacto del Covid-19 en la actividad real que se muestran en el recuadro titulado «Escenarios alternativos relativos al impacto de la pandemia de Covid-19 en la actividad económica de la zona del euro», en este Boletín Económico.

²² Además, una reducción de los ingresos puede incrementar la medida en la que una familia cambia dentro de categorías de productos, lo que dificulta la medición. Por ejemplo, si el precio del producto X (el de mayor calidad) cae con mayor rapidez que el del producto Y (el de menor calidad), normalmente esto indicaría un cambio en el porcentaje del gasto en favor del producto X. Sin embargo, si las restricciones de renta se agudizan, los consumidores pueden pasarse a productos o artículos de precios más bajos (producto Y) aun cuando su precio relativo se haya incrementado. Estos cambios y sustituciones no se aplican solo a los productos, sino también a los establecimientos.

distintas del mismo producto)²³. En circunstancias extremas, los consumidores pueden incluso dejar de comprar determinados bienes y servicios obligados por sus restricciones presupuestarias. Sin embargo, el IAPC no refleja estos cambios inminentes y, posiblemente, transitorios. Por tanto, sus valores tienden a ser más elevados que el aumento de la inflación del gasto total de los hogares, dado que estos últimos recurren a la sustitución y optan por los artículos menos caros²⁴.

Gráfico A

Ajuste de las ponderaciones del IAPC de la zona del euro durante la recesión de 2008-2009



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: El gráfico muestra las ponderaciones del IAPC para cada categoría en diferentes momentos del tiempo. Para cada categoría, las ponderaciones se normalizan de forma que el círculo interior representa el valor (ponderación) más bajo desde 2001 y el anillo exterior representa el valor (ponderación) más alto desde ese mismo año.

Los episodios pasados de inestabilidad económica aportan evidencia de cambios en las ponderaciones del consumo. Tomando el ejemplo de la crisis financiera de 2008, el gráfico A muestra las ponderaciones de las principales categorías del IAPC en dos momentos diferentes, normalizadas de forma que los círculos interior y exterior recojan los valores mínimo y máximo para cada categoría de la muestra en el período comprendido entre 2001 y 2020²⁵. En el episodio de

²³ Véanse, por ejemplo, los estudios basados en datos microeconómicos y de escáner de O. Coibion, Y. Gorodnichenko y G. H. Hong, «*The Cyclicity of Sales, Regular and Effective Prices: Business Cycle and Policy Implications*», *American Economic Review*, vol. 105, n.º 3, pp. 993-1029, marzo de 2015, para una comparación sobre los precios observados y efectivos en Estados Unidos, y de O. Kouvas, «*Trading Down and Inflation*», *manuscrito inédito*, 2019, sobre los cambios en la calidad de los productos consumidos durante los ciclos económicos y el impacto sobre los precios efectivos frente a las estadísticas agregadas. Ambos estudios estiman el sesgo que genera una mayor ciclicidad de los precios efectivos.

²⁴ Cabe señalar que algunos países de la zona del euro, en particular Bélgica y los Países Bajos, ya utilizan datos de escáner con una fórmula que recoge los cambios en las cantidades vendidas de un artículo. Véase, por ejemplo, A. Chessa, «*A new methodology for processing scanner data in the Dutch CPI*», *EURONA 1*, pp. 49-69, julio de 2016.

²⁵ Una limitación de este análisis es que antes de 2010, las ponderaciones del IAPC solo se actualizaban cada cinco años en algunos países y con un retraso considerable (por ejemplo, en Alemania, hasta tres años después, de forma que las ponderaciones que representan el año base 2000 se introdujeron en 2003 y se utilizaron hasta 2008). Por este motivo, se comprueba la evidencia presentada en el gráfico A utilizando las ponderaciones del deflactor del consumo personal en vez del IAPC. En conjunto, dicha evidencia se vio confirmada en gran medida por las ponderaciones de este deflactor.

recesión, el porcentaje de gasto en bienes duraderos y semiduraderos, así como en vivienda y servicios de transporte se redujo, mientras que la proporción de gasto en actividades recreativas y comunicaciones, así como en energía, alimentos y bienes no duraderos se incrementó²⁶.

En la coyuntura actual, el consumo de los hogares se ve afectado por restricciones de oferta, como el cierre de comercios o la escasez de productos en los establecimientos. Los datos de alta frecuencia sugieren que los cambios en el gasto provocados por la crisis actual podrían implicar que las ponderaciones de determinadas categorías se salieran de los límites históricos²⁷. Por ejemplo, como consecuencia del confinamiento, el consumo se ha desplazado de los productos energéticos y los bienes duraderos y semiduraderos a los bienes no duraderos y los alimentos. Es posible que estos cambios en los patrones de consumo no tengan precedentes, pero también es muy probable que sean transitorios. En el gráfico A, esto podría implicar que la ponderación de los alimentos basada en los patrones de consumo durante el confinamiento podría situarse en el borde exterior del gráfico para la mayoría de las categorías, ya que se encontraría en el límite superior de su intervalo histórico. Del mismo modo, la ponderación implícita de las actividades recreativas basada en los datos de consumo de servicios tales como restaurantes, cafeterías y productos vacacionales estaría en el borde interno de la evolución histórica de las ponderaciones. Ahora bien, el perfil real de consumo de los hogares para el año en curso sigue siendo muy incierto²⁸.

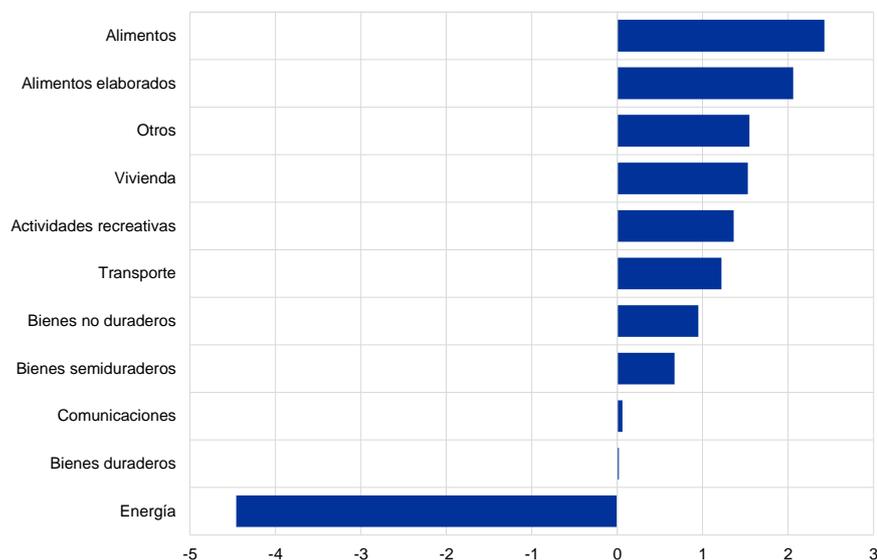
²⁶ Las ponderaciones presentadas en el gráfico A son un reflejo *a posteriori* de las variaciones del gasto que se registran en las ponderaciones de Eurostat para el año 2009. En la práctica, podrían infravalorar los cambios en los porcentajes de gasto en tiempo real y podrían interpretarse como un límite inferior dado el momento en el que se ajustan las ponderaciones, especialmente durante una recesión severa.

²⁷ Para los servicios, véanse los datos de la página de OpenTable titulada «[The state of the restaurant industry](#)». Asimismo, véanse los datos que figuran en: «[Then and now: consumer CPG behavior during economic downturns](#)», IRI Consumer Spending Tracker, 25 de marzo de 2020, e «[Italy provides insights into a new normal](#)», informe de IRI, 8 de abril de 2020. Para el caso de Estados Unidos, véanse, por ejemplo, Baker *et al.*, «[How Does Household Spending Respond to an Epidemic? Consumption During the 2020 COVID-19 Pandemic](#)», documento de trabajo de NBER, abril de 2020, o «[Tracking the unprecedented impact of COVID-19 on U.S. CPG shopping behavior](#)», informe de Nielsen, marzo de 2020. Véase también Carvalho *et al.*, «[Tracking the COVID-19 Crisis with High-Resolution Transaction Data](#)», documento de trabajo n.º 20/06, BBVA, abril de 2020.

²⁸ Los consumidores podrían encontrarse, al menos en el corto plazo, con una cierta escasez de productos y, posiblemente, con una subida de los precios. El cambio en el consumo podría depender de la disponibilidad de variedad en determinadas categorías de productos que llevaría a un mayor gasto relativo en calidades o precios más elevados. Esto ocurre cuando la demanda de una categoría de producto supera la oferta, lo que provoca que todas las variedades se agoten, incidiendo en la composición media de las variedades baratas y caras vendidas.

Gráfico B

Heterogeneidad de las tasas de inflación de los componentes del IAPC de la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: El gráfico muestra la tasa de inflación interanual más reciente disponible en cada subcategoría del IAPC. Los datos abarcan hasta finales de marzo.

Cuando las tasas de inflación difieren entre subcategorías, tener en cuenta los cambios en las ponderaciones del consumo influiría en la inflación agregada medida por el IAPC. Dado que las subcategorías del IAPC suelen presentar tasas de inflación diferentes, cambiar de componentes del IAPC con elevadas tasas de inflación a otros con tasas bajas (o viceversa) afectaría al perfil de las tasas de inflación agregadas si se tuviera en cuenta dicho cambio²⁹. El gráfico B muestra la heterogeneidad de los niveles de inflación en cada subcategoría en marzo de 2020. Actualmente, la subcategoría con mayor tasa de inflación son los alimentos, y la que registra mayor contracción es la energía. Además, los precios responderán endógenamente a las condiciones de demanda; por tanto, el cambio en favor o en detrimento de una categoría podría aumentar o reducir su tasa de inflación, respectivamente. Por ejemplo, en la situación actual, un incremento de la demanda de alimentos y productos farmacéuticos podría traducirse en una subida adicional de sus precios.

Las medidas restrictivas aplicadas por los Gobiernos europeos en respuesta al Covid-19 —como los cierres de tiendas o las restricciones a los desplazamientos— también han influido directamente en la recopilación de datos de precios. El confinamiento alteró la recopilación de precios necesaria para elaborar el IAPC en varios países, en ocasiones aun cuando los establecimientos

²⁹ En el IAPC, las ponderaciones se actualizan anualmente en febrero con el índice publicado en enero. Las ponderaciones para el año «t» se basan en datos de las cuentas nacionales del año t-2 (el último año completo disponible en el momento de su publicación), que se actualizan para reflejar el patrón de consumo del año t-1. Véase «[Harmonised Index of Consumer Prices – Methodological Manual](#)» Eurostat, noviembre de 2018.

permanecieron abiertos³⁰. El marco del IAPC establece la imputación de los precios no disponibles, ya sea recurriendo a otros índices de precios para una categoría de producto igual o superior (hasta el nivel del índice general) o arrastrando precios que se recopilaban realmente en un mes anterior³¹. La estacionalidad de los índices de precios puede imputarse recurriendo al perfil estacional del año precedente. Eurostat y los institutos nacionales de estadística proporcionan metadatos sobre los métodos de imputación aplicados y una lista de los subíndices afectados. En términos de porcentajes de gasto, el 4,8 % de los índices de precios³² para el IAPC de la zona del euro de marzo se etiquetan como de «escasa fiabilidad». Se espera que este porcentaje se incremente en abril³³. Los metadatos ya publicados por Eurostat en la estimación de avance del 30 de abril muestran que el 35 % de los precios del IAPC de la zona del euro eran imputados³⁴.

Las imputaciones aumentarán la importancia relativa de los índices fiables en el IAPC. Su ponderación se incrementa implícitamente si los componentes que faltan se imputan utilizando otros subíndices individuales o sus agregados. Así pues, los valores del IAPC estarán determinados por subíndices agregados en relación con los que existe un supuesto razonable de que las ventas han continuado y los precios subyacentes se basan en gran medida en operaciones reales, como los alimentos (19,1 %) y la energía (9,8 %), que juntos representan alrededor del 29 % de la cesta total del IAPC. Estas dos categorías explicaron el grueso de la variación del IAPC en los dos últimos años³⁵. Otras categorías que podrían proporcionar información fiable son los servicios de comunicaciones y los alquileres, dado que posiblemente se han visto menos afectadas por la suspensión de las actividades. Además de estas cuestiones de recopilación de datos, no puede descartarse la posibilidad de que algunos productos específicos muestren grandes variaciones de precios debido a la escasez de oferta. En conjunto, no es posible prever el impacto de los problemas de recopilación de precios en el IAPC y los datos sobre este índice que se publiquen próximamente deben interpretarse con cautela.

La evolución económica relacionada con el Covid-19 plantea retos para los analistas de la inflación. Las agregaciones del IAPC serán más difíciles de interpretar en tiempo real, ya que los patrones de consumo subyacentes están cambiando y los índices de precios individuales pueden verse afectados por problemas de medición durante algún tiempo. En este contexto, podría ser prudente complementar el análisis del IAPC con un examen más profundo de la evolución de

³⁰ Para más detalles, véase «[Guidance on the treatment of COVID-19-Crisis effects on data](#)», nota metodológica de Eurostat, 26 de marzo de 2020.

³¹ En este caso, se asume que la variación de precios estimada es cero durante el período de imputación. Las directrices (véase nota 10 a pie de página) permiten aplicar este procedimiento en casos debidamente justificados, en los que puede esperarse que el precio sea el mismo cuando el producto vuelva a estar disponible (museos, por ejemplo). Sin embargo, este tipo de «arrastre» tiene la desventaja de introducir sesgos en el índice hacia una variación de precios nula.

³² En este contexto, el índice de precios se refiere al nivel más bajo en cada país de la zona del euro de la clasificación europea del consumo individual por finalidad (ECOICOP, por sus siglas en inglés).

³³ Eurostat publicará los metadatos correspondientes de abril el 20 de mayo.

³⁴ Estos datos se encuentran disponibles en el [archivo](#) publicado por Eurostat en la página metodológica referida al Covid-19.

³⁵ Véase el gráfico 7 de la sección titulada «Precios y costes», en este Boletín Económico.

los precios individuales en los subíndices. Los analistas deben ser conscientes de estos problemas de medición (transitorios) y monitorizarlos.

Artículos

1 La traslación de las variaciones del tipo de cambio a la inflación en la zona del euro

Eva Ortega, Chiara Osbat y Ieva Rubene

Introducción

Las variaciones del tipo de cambio desempeñan un papel importante a la hora de explicar la evolución de la inflación. Comprender cómo se transmiten los tipos de cambio a la inflación y al crecimiento es una parte esencial del análisis económico. En este artículo se resumen las conclusiones extraídas por un grupo de investigación formado por expertos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) que, en los dos últimos años, han examinado y analizado la traslación del tipo de cambio (ERPT, por sus siglas en inglés) a la inflación en Europa³⁶.

En este artículo se presentan estimaciones empíricas actualizadas de la traslación del tipo de cambio a los precios de importación y de consumo en la zona del euro y en los países de la UE. Se establece una clara distinción entre las estimaciones basadas en ecuaciones de forma reducida, que representan correlaciones condicionales (ERPT), y la traslación a precios de perturbaciones concretas previamente identificadas, que se define con la «ratio precio/tipo de cambio» (PERR, por sus siglas en inglés). Todas estas estimaciones corroboran la conclusión general, presente también en la literatura, de que el impacto del tipo de cambio en los precios se debilita a lo largo de la cadena de precios. La ERPT a los precios de consumo es, aproximadamente, una décima parte de la correspondiente a los precios de importación. En general, se considera que estas estimaciones se mantienen estables desde finales de los noventa, pero son inferiores a las obtenidas en la literatura relativa a décadas anteriores. Las estimaciones también sugieren que, en la zona del euro, la traslación a precios ante fluctuaciones acusadas del tipo de cambio es más intensa que cuando estas variaciones son reducidas.

Las características estructurales —como el grado de apertura comercial, la integración en las cadenas de producción internacionales, la moneda de facturación del comercio y el poder de mercado— son esenciales para explicar las diferencias entre países y sectores observadas en la ERPT. En consonancia con la literatura, un análisis efectuado con datos microeconómicos y sectoriales, así como los resultados basados en modelos macroeconómicos estructurales, de

³⁶ En E. Ortega y C. Osbat (eds.), «Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries», *Occasional Paper Series*, n.º 241, BCE, Frankfurt am Main, 2020, se puede consultar un informe exhaustivo sobre las conclusiones extraídas por el grupo de expertos. Este incluye un análisis más detallado de la definición de traslación de las variaciones del tipo de cambio a los precios, de sus distintos determinantes y de resultados empíricos de diversa índole, así como una lista de referencias más completa que la que figura en este artículo.

equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE, por sus siglas en inglés), sugieren que la mayor participación en cadenas globales de valor, el crecimiento de las cuotas de mercado, la facturación de las importaciones de la zona del euro en euros (precios en moneda local) y una proporción elevada de costes de distribución local reducen la traslación del tipo de cambio a los precios de importación. En cambio, la ERPT a los precios de consumo se incrementa cuando las importaciones representan una proporción mayor del consumo y el sector nacional de distribución es más competitivo.

Además de los factores estructurales mencionados anteriormente, la dinámica relativa de los precios y el tipo de cambio depende de su reacción ante una perturbación determinada. La distinción entre la dependencia del tipo de perturbación y las características estructurales es, en parte, una simplificación, dada la interacción entre ambas: por ejemplo, un país pequeño muy abierto al exterior tenderá a verse más afectado por perturbaciones externas, mientras que, en un país en el que la mayoría de las importaciones se facturan en euros, la traslación a precios de los tipos de cambio será menor. Por tanto, la dependencia de la ERPT respecto del tipo de perturbación puede estar interrelacionada con las demás características estructurales de un país, pero en este artículo no se tiene en cuenta esta consideración. Los resultados basados en modelos estructurales sugieren que, cuando el tipo de cambio varía como resultado de perturbaciones que afectan a la política monetaria y al propio tipo de cambio, la respuesta de los precios de consumo (en relación con la del tipo de cambio) es algo más intensa que si el movimiento se debe a perturbaciones que inciden en la oferta interna agregada.

La traslación del tipo de cambio a la inflación depende de la política monetaria. Las simulaciones basadas en modelos estructurales muestran que, cuanto mayor sea la credibilidad y la eficacia de la política monetaria para lograr contrarrestar las presiones inflacionistas, más bajas serán las estimaciones empíricas de forma reducida de la ERPT a los precios de importación y de consumo. De este análisis también se desprende que, cuando el banco central se enfrenta a un contexto en el que los tipos de interés oficiales se sitúan en su límite inferior efectivo, la ERPT es más intensa si se dan indicaciones sobre la senda futura (*forward guidance*) de los tipos de interés y se aplican otras medidas no convencionales, como la fijación de un suelo o nivel mínimo para el tipo de cambio.

Conclusiones

El impacto de las variaciones del tipo de cambio sobre la inflación depende de las perturbaciones y de la respuesta de la política monetaria. La identificación empírica de un impacto incondicional de escasa magnitud no implica que el tipo de cambio no afecte a la inflación. Al considerar la medida en que la traslación del tipo de cambio depende de las perturbaciones, es importante distinguir entre la estimación de la ERPT en una ecuación de precios y la respuesta relativa de los precios y de los tipos de cambio a una perturbación estructural. De hecho, cuanto mayor sea la credibilidad y la eficacia de la política monetaria para lograr contrarrestar las presiones inflacionistas externas, más bajas serán las estimaciones

estadísticas *ex post* de la ERPT obtenidas con ecuaciones de forma reducida, mientras que las estimaciones obtenidas a partir de modelos estructurales se ven menos afectadas. Además, el canal cambiario es importante para las perturbaciones que inciden en la inflación. Una subida de los tipos de interés después de una perturbación inflacionista de demanda interna implicaría una apreciación del tipo de cambio y, por tanto, una caída de los precios de importación, lo que contrarrestaría las presiones inflacionistas internas iniciales³⁷.

En la zona del euro, el tipo de cambio sirve de canal de transmisión crucial no solo para la política monetaria convencional sino también para la no convencional³⁸. Las simulaciones basadas en modelos muestran que, cuando los tipos de interés se encuentran en su límite inferior efectivo y se dan indicaciones (*forward guidance*) creíbles de que estos se mantendrán sin variación, la respuesta relativa de la inflación respecto de la del tipo de cambio será mayor que sin esas indicaciones. Esta conclusión es robusta para los siete modelos DSGE de la zona del euro en los que se basan los resultados presentados en este artículo (véanse las notas del gráfico 7). Estos resultados sugieren que la orientación de la política monetaria es muy relevante para la interacción entre los tipos de cambio y los precios a lo largo de la cadena de precios.

Los instrumentos de política monetaria no convencionales distintos de las indicaciones sobre la senda futura de los tipos de interés también influyen en la traslación del tipo de cambio. El análisis basado en modelos estructurales muestra que el anuncio de los programas de compras de activos, como el efectuado por el BCE en 2015, llevó a una situación en la que la magnitud de la depreciación del euro y la intensidad de la respuesta de los precios estuvieron condicionadas por las características estructurales de cada economía³⁹. Otras medidas no convencionales, como la introducción de un suelo o nivel mínimo para el tipo de cambio (como ocurrió en la República Checa en noviembre de 2013), también tuvieron un impacto en la traslación del tipo de cambio: los efectos sobre la inflación fueron más intensos y duraderos que en épocas normales⁴⁰.

Para evaluar el impacto de las variaciones del tipo de cambio sobre los precios de consumo es importante utilizar modelos que reflejen las

³⁷ Los agentes esperan modificaciones de los tipos de interés que alteren el tipo de cambio de modo tal que los precios de importación retornen a sus valores estacionarios. Por consiguiente, estas perturbaciones tendrán un impacto relativamente limitado sobre la inflación de los precios de importación si se espera una respuesta enérgica de la política monetaria. Para un análisis más detallado, véase, por ejemplo, Y. Carriere-Swallow *et al.*, «Monetary Policy Credibility and Exchange Rate Pass-Through», *IMF Working Paper*, n.º 16/240, Washington, D.C., 2016. En el contexto de un análisis basado en la curva Phillips, M. McLeay y S. Tenreyro, en «Optimal Inflation and the Identification of the Phillips Curve», *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 34, 2019, también han presentado recientemente argumentos similares.

³⁸ Para un análisis más detallado de los efectos de las medidas de política monetaria no convencionales de la zona del euro sobre la ERPT y, en particular, del impacto de las indicaciones sobre los tipos de interés, véase la sección 6 en E. Ortega y C. Osbat (eds.) *op. cit.*

³⁹ Véanse, por ejemplo, N. Bokan *et al.*, «EAGLE-FLI: A macroeconomic model of banking and financial interdependence in the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1923, BCE, Frankfurt am Main, 2016, y G. Coenen *et al.*, «The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector», *Working Paper Series*, n.º 2200, BCE, Frankfurt am Main, 2018 (rev. 2019).

⁴⁰ En J. Brůha y J. Tonner, «An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience», *Working Paper Series*, n.º 4, Czech National Bank, 2017, se evalúa la introducción de la fijación de un suelo o nivel mínimo para el tipo de cambio.

características estructurales de la economía. Esto incluye hacer un seguimiento del efecto de los tipos de cambio en función de la naturaleza de las perturbaciones subyacentes y tener en cuenta la respuesta de la política monetaria a esas perturbaciones.

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

2 Los tipos de interés negativos y la transmisión de la política monetaria

Miguel Boucinha y Lorenzo Burlon⁴¹

Introducción

Como factores estructurales y cíclicos han hecho que los tipos de interés nominales se sitúen en niveles más próximos a cero, la necesidad de relajar las condiciones de financiación ha dado pie a la adopción de una política de tipos de interés negativos. La introducción de tipos de interés oficiales negativos ha formado parte de la estrategia global adoptada por el BCE desde mediados de 2014 para evitar las presiones desinflationistas sin precedentes que surgieron tras el estallido de las crisis financiera mundial y de deuda soberana. El BCE ha reducido el tipo de interés de la facilidad de depósito en cinco ocasiones desde 2014, situándolo en niveles cada vez más negativos. El último recorte de este tipo, realizado en septiembre de 2019, y las expectativas de los mercados de un período más prolongado de tipos de interés negativos han vuelto a suscitar la cuestión de cómo se transmiten los tipos negativos a la economía, especialmente a través de las entidades de crédito, y de si pueden tener efectos adversos al incidir en la capacidad de intermediación de las entidades.

Los tipos de interés negativos se transmiten a través de distintos canales. Los tipos negativos suavizan las expectativas de los mercados de que los tipos a corto plazo actuales y futuros no puedan ser negativos. Los tipos de interés negativos permiten que la acomodación monetaria se propague a lo largo de toda la curva de rendimientos al reducir el límite inferior percibido de los tipos de referencia de los bancos centrales. Además, la demanda de activos a más largo plazo por parte de los inversores crece más que cuando los tipos son positivos, lo que incrementa la presión a la baja sobre la prima por plazo, es decir, la remuneración que exigen los inversores por la incertidumbre relativa a la senda futura de los tipos de interés. Por último, son un incentivo para que los bancos comerciales aumenten la oferta de crédito con el fin de evitar el tipo negativo que se aplica al exceso de reservas en el banco central (exceso de liquidez) en un contexto en el que el coste de los pasivos está parcialmente limitado.

En principio, la transmisión de la política de tipos de interés negativos a través de las entidades de crédito podría verse dificultada por el posible desplazamiento de fondos a gran escala hacia el efectivo y por las presiones a la baja sobre la rentabilidad bancaria. La transmisión de la política monetaria podría debilitarse si los inversores atesoran efectivo en lugar de reajustar sus carteras en favor de activos a más largo plazo o de mayor riesgo. Hasta el momento

⁴¹ Maria Dimou y Michele Federle prestaron apoyo estadístico. Los autores agradecen las aportaciones de Giacomo Carboni, Matteo Falagiarda, Florian Heider y Glenn Schepens a este artículo, así como los comentarios y sugerencias realizados por Ugo Albertazzi y Csaba Móri.

no se observan signos de «fugas» de liquidez a gran escala de estas características, principalmente por los costes que supone renunciar a las reservas del banco central o a los depósitos de los bancos comerciales como medio para efectuar pagos y como depósito de valor. Ello se debe, en parte, a la limitada transmisión de los tipos de interés negativos de la facilidad de depósito a los depósitos minoristas, especialmente de los hogares, que, no obstante, puede hacer mella en la rentabilidad de las entidades de crédito y, en último término, mermar su capacidad para proporcionar crédito a la economía real. Así pues, se debe realizar un estrecho seguimiento de los posibles factores que pueden dificultar la transmisión de la política monetaria en caso de que esta política se siga prolongando o de que los tipos de interés se recorten a niveles cada vez más negativos.

En conjunto, los tipos de interés negativos han apoyado la actividad económica y, en última instancia, han contribuido a la estabilidad de precios.

La política de tipos de interés negativos ha generado un incremento de los volúmenes de crédito y una mejora de la solvencia de los prestatarios, lo que ha atenuado el impacto de la reducción de los márgenes de intermediación en la rentabilidad global de las entidades de crédito. Aunque esta política y, en términos más generales, el bajo nivel de los tipos de interés, pueden contribuir a la acumulación de deuda y favorecer la sobrevaloración de los activos financieros o la exuberancia en los mercados de la vivienda, la mejor forma de abordar estos fenómenos, cuando se identifican, suele ser la aplicación de políticas macroprudenciales específicas. Por otra parte, el efecto principal y más tangible de la política de tipos de interés negativos sobre la estabilidad financiera ha sido que la ha reforzado a través de una mejora de la sostenibilidad de la deuda viva.

Este artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se explica la forma en que los tipos de interés negativos se transmiten a través de las entidades de crédito y los mercados financieros. El recuadro 1 muestra la transmisión de la política de tipos de interés negativos a los precios en los mercados financieros. A continuación, la sección 3 se centra en el impacto de los tipos de interés negativos sobre la rentabilidad y la asunción de riesgos de las entidades. En el recuadro 2 se describe la transmisión de los tipos negativos en los mercados monetarios. En la sección 4 se ofrece evidencia empírica sobre la manera en que estos tipos influyen sobre la economía en su conjunto, y en la sección 5 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

El estímulo que la política de tipos de interés negativos ha proporcionado a la economía en su conjunto ha sido efectivo para favorecer la relajación de las condiciones de financiación, contribuyendo así, en última instancia, a la estabilidad de precios. El recorte de los tipos de interés, que se ha canalizado a través de mecanismos de transmisión convencionales y no convencionales, se ha traducido en una reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito y ha impulsado la creación de crédito. Sus efectos han sido heterogéneos en función de las características de las entidades. Sin embargo, la dispersión en las respuestas de algunos bancos no cuestiona el importante efecto positivo que la

política de tipos de interés negativos ha tenido, en general, sobre las condiciones de financiación. Pese a los posibles obstáculos para la transmisión analizados anteriormente, hasta ahora no se observan signos de que el estímulo proporcionado por esta medida se haya agotado, ya que aparecen nuevos canales al tiempo que otros van desapareciendo. En último término, la respuesta macroeconómica ha sido significativa y ha contribuido a situar la inflación en niveles más próximos al objetivo del BCE.

Sin embargo, períodos prolongados de tipos de interés negativos pueden dificultar la transmisión de la política monetaria. En términos cualitativos, los períodos prolongados de tipos de interés negativos son diferentes de los períodos breves «experimentales». Si los tipos de interés oficiales negativos hubieran sido transitorios, podrían haberse convertido en una simple anécdota de la historia de la banca central. No obstante, su persistencia hace que las entidades de crédito reaccionen frente a ellos para evitar el impacto negativo en la rentabilidad, aunque su margen de maniobra se va reduciendo con el tiempo. En el actual entorno de la política monetaria de la zona del euro, los efectos de un largo período de tipos de interés negativos requieren un seguimiento atento y continuado mientras seguimos adentrándonos en territorio desconocido.

En general, las perspectivas macroeconómicas y la estabilidad de precios siguen beneficiándose en gran medida de la política de tipos de interés negativos. Con el fin de apoyar la transmisión de la política monetaria a través del canal bancario, el BCE ha adoptado un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas. Paralelamente, determinados riesgos para la estabilidad financiera se abordan actuando desde otras áreas, que tienen encomendada específicamente la gestión de los fenómenos y comportamientos asociados a dichos riesgos. La supervisión microprudencial vigila la asunción de riesgos por parte de las entidades de crédito, y hasta ahora ha ofrecido un conjunto de incentivos adecuado para que los intermediarios ajusten su actitud frente al riesgo a las circunstancias macroeconómicas. Además, las autoridades macroprudenciales nacionales y supranacionales pueden vigilar y responder con eficacia a burbujas localizadas de los precios de la vivienda, así como a otras amenazas para la estabilidad financiera. Estas medidas de mitigación permiten que la economía de la zona del euro continúe beneficiándose del sustancial y necesario efecto de estímulo derivado de la política de tipos de interés negativos, que ha demostrado ser una parte integrante y eficaz de la respuesta del BCE a los desafíos del pasado y del presente.

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

© Banco Central Europeo, 2020

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

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 29 de abril de 2020.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-20-003-ES-N (edición electrónica)