

# Evolución económica y monetaria

## Rasgos básicos

**Si bien se espera que la situación económica general mejore durante 2021, las perspectivas económicas a corto plazo siguen sujetas a incertidumbre, en particular, en lo que respecta a la evolución de la pandemia de coronavirus (COVID-19) y al ritmo de las campañas de vacunación.** El aumento de la demanda mundial y las medidas fiscales adicionales están respaldando la actividad global y de la zona del euro. No obstante, las tasas de contagio persistentemente elevadas, la propagación de las mutaciones del virus y la consiguiente ampliación y endurecimiento de las medidas de contención están pesando sobre la actividad económica de la zona del euro a corto plazo. A más largo plazo, las campañas de vacunación en curso, junto con la relajación gradual prevista de las medidas de contención, apoyan la expectativa de un firme repunte de la actividad económica durante 2021. La inflación ha aumentado durante los últimos meses, debido principalmente a diversos factores transitorios y a un incremento de la tasa de variación de los precios de la energía. Paralelamente, las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo contenidas en un contexto de debilidad de la demanda y considerable holgura en los mercados de trabajo y de productos. Aunque las últimas proyecciones de los expertos prevén un incremento gradual de las presiones inflacionistas subyacentes, confirman que las perspectivas de inflación a medio plazo se mantienen en general sin cambios en comparación con las proyecciones de diciembre de 2020 y por debajo del objetivo de inflación del Consejo de Gobierno.

**En estas condiciones, sigue siendo esencial mantener unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia.** El Consejo de Gobierno valora las condiciones de financiación a partir de un conjunto holístico y multifacético de indicadores, que abarcan el mecanismo completo de transmisión de la política monetaria, desde los tipos de interés sin riesgo y los rendimientos de la deuda soberana hasta los rendimientos de los valores de renta fija privada y las condiciones del crédito bancario. Los tipos de interés de mercado han aumentado desde principios del año, lo que representa un riesgo para las condiciones de financiación en general. Las entidades de crédito usan los tipos de interés sin riesgo y los rendimientos de la deuda soberana como referencias clave para determinar las condiciones crediticias. Los incrementos de estos tipos de interés de mercado, si son sustanciales y persistentes, y no reciben la atención debida, podrían traducirse en un endurecimiento prematuro de las condiciones de financiación para todos los sectores de la economía, lo que no es deseable en un momento en el que preservar unas condiciones de financiación favorables sigue siendo necesario para reducir la incertidumbre y fomentar la confianza, respaldando con ello la actividad económica y salvaguardando la estabilidad de precios a medio plazo. En este contexto y sobre la base de una evaluación conjunta de las condiciones de financiación y de las perspectivas de inflación, el Consejo de Gobierno espera que el ritmo de las compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia

(PEPP) durante el próximo trimestre sea significativamente más elevado que en los primeros meses de este año.

## Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 11 de marzo de 2021

**La economía mundial se recuperó de la recesión inducida por la pandemia de coronavirus más rápido de lo esperado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020.** Mientras tanto, los factores adversos para el crecimiento se han intensificado como consecuencia del empeoramiento de la pandemia en torno al cambio de año. El repunte de los nuevos contagios hizo que los Gobiernos reintrodujeran medidas de confinamiento estrictas, especialmente en las economías avanzadas. El impacto negativo de estas medidas sobre el crecimiento global ya es evidente en los datos más recientes. De cara al futuro, la pandemia sigue siendo el principal factor que determinará la evolución económica. Las vacunaciones han ido cobrando impulso, pero a distinto ritmo en los diferentes países. Con todo, el nivel de inmunización aún es demasiado bajo como para permitir la retirada de las medidas de contención. El paquete de estímulo fiscal de Estados Unidos aprobado en diciembre pasado y el acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido respaldan las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro para este año. Se prevé que el PIB mundial (excluida la zona del euro) aumente un 6,5 % en 2021 y que se desacelere hasta el 3,9 % en 2022 y el 3,7 % en 2023. Esto sigue a la contracción estimada del 2,4 % en el PIB mundial en 2020. El acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido y la recuperación más intensa proyectada en las economías avanzadas explican las revisiones al alza de la demanda externa de la zona del euro, que crecerá un 8,3 % este año y un 4,4 % y un 3,2 % en 2022 y 2023 respectivamente, lo que ha supuesto una corrección al alza de 1,7 puntos porcentuales en 2021 y de 0,3 puntos porcentuales en 2022. Los riesgos para el escenario de referencia de las proyecciones de crecimiento mundial están orientados al alza, ya que el estímulo fiscal adicional planeado por el presidente Biden constituye un importante riesgo al alza. Las simulaciones basadas en modelos sugieren que este plan incrementará entre un 2 % y un 3 % el PIB real de Estados Unidos y hará que la economía crezca por encima de su potencial, aunque su efecto en la inflación probablemente sea moderado.

**Las condiciones financieras de la zona del euro se han endurecido ligeramente desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2020, en un contexto de percepción de riesgos positiva.** Durante el período de referencia (del 10 de diciembre de 2020 al 10 de marzo de 2021), la curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un desplazamiento al alza y aumentó su pendiente. Actualmente, esta curva no señala expectativas de un recorte de los tipos de interés a muy corto plazo. Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro se mantuvieron estables, dado que el aumento de los rendimientos estuvo impulsado por el incremento de los tipos de interés libres de riesgo, respaldado por una percepción de riesgos positiva gracias al estímulo monetario y fiscal. Los precios de los activos

de riesgo subieron en consecuencia. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se debilitó ligeramente.

**Tras el fuerte repunte del crecimiento en el tercer trimestre de 2020, el PIB real de la zona del euro descendió un 0,7 % en el cuarto trimestre.** Considerando el conjunto del año, se estima que el PIB real se contrajo un 6,6 % en 2020, y que, en el cuarto trimestre del año, el nivel de la actividad económica se situó un 4,9 % por debajo del nivel anterior a la pandemia de final de 2019. Los últimos datos económicos, la información procedente de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia apuntan a una continuación de la debilidad de la economía en el primer trimestre de 2021, debido a la persistencia de la pandemia y a las medidas de contención asociadas. Como resultado, es probable que el PIB real vuelva a contraerse en el primer trimestre del año. La evolución de la economía sigue siendo desigual en los distintos países y sectores, y los servicios están viéndose más afectados por las restricciones a las interacciones sociales y a la movilidad que el sector industrial, que está recuperándose más rápidamente. Aunque las medidas de política fiscal están apoyando a los hogares y a las empresas, los consumidores continúan siendo cautos en vista de la pandemia y de su impacto en el empleo y en las ganancias. Por otra parte, la mayor debilidad de los balances de las empresas y la elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas aún se están dejando sentir en la inversión empresarial.

**De cara al futuro, las campañas de vacunación en curso, junto con la relajación gradual de las medidas de contención, a menos que se produzcan nuevos acontecimientos adversos relacionados con la pandemia, respaldan la expectativa de un repunte sólido de la actividad económica durante 2021.** A medio plazo, la recuperación de la economía de la zona del euro debería verse apoyada por unas condiciones de financiación favorables, una orientación expansiva de la política fiscal y una recuperación de la demanda a medida que se retiren gradualmente las medidas de contención.

**Esta valoración se refleja, en términos generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2021.** Estas proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB real del 4 % en 2021, del 4,1 % en 2022 y del 2,1 % en 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, las perspectivas relativas a la actividad económica se mantienen prácticamente sin cambios.

**En conjunto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro a medio plazo están ahora más equilibrados, aunque siguen existiendo riesgos a la baja a corto plazo.** Por un lado, la mejora de las perspectivas de demanda mundial, reforzadas por el considerable estímulo fiscal, y el avance de las campañas de vacunación son alentadores. Por otro, la continuación de la pandemia, incluida la propagación de mutaciones del virus, y sus implicaciones para las condiciones económicas y financieras siguen siendo fuentes de riesgos a la baja.

**La inflación interanual de la zona del euro aumentó de manera pronunciada hasta el 0,9 % en enero y febrero de 2021, desde el -0,3 % registrado en**

**diciembre de 2020.** La subida de la inflación general obedece a distintos factores idiosincrásicos, como la finalización de la reducción temporal del tipo del IVA en Alemania, el retraso de los períodos de rebajas en varios países de la zona del euro y el impacto de unas actualizaciones de las ponderaciones del IAPC para 2021 mayores de lo habitual, así como el mayor avance de los precios de la energía. Sobre la base de los precios actuales de los futuros del petróleo, es probable que la inflación general aumente en los próximos meses, si bien se espera cierta volatilidad a lo largo del año como reflejo de la cambiante dinámica de los factores que actualmente la impulsan al alza. Cabe esperar que estos factores desaparezcan gradualmente de las tasas de inflación interanual a principios del próximo año. Las presiones inflacionistas subyacentes aumentarán ligeramente este año debido a las actuales restricciones de oferta y a la recuperación de la demanda interna, aunque se espera que sigan siendo en general débiles, también como reflejo de las bajas presiones salariales y la anterior apreciación del euro. Una vez que el impacto de la pandemia desaparezca, la absorción del elevado nivel de holgura, apoyada por la orientación acomodaticia de las políticas fiscal y monetaria, contribuirá a un aumento gradual de la inflación a medio plazo. Los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen en niveles bajos, aunque los indicadores de mercado han continuado registrando un aumento gradual.

**Esta valoración se refleja, en líneas generales, en el escenario central de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2021, que sitúan la inflación anual en el 1,5 % en 2021, el 1,2 % en 2022 y el 1,4 % en 2023.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, las perspectivas de inflación se han revisado al alza para 2021 y 2022, debido fundamentalmente a factores de naturaleza temporal y al aumento de la tasa de variación de los precios de la energía, y se mantienen inalteradas para 2023. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1 % en 2021 y el 1,1 % en 2022, y que aumente hasta el 1,3 % en 2023.

**La dinámica monetaria de la zona del euro siguió reflejando el impacto de la pandemia de coronavirus.** El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 12,5 % en enero de 2021, tras el 12,4 % registrado en diciembre y el 11 % de noviembre de 2020. La fuerte expansión del dinero continuó estando respaldada por las actuales compras de activos por parte del Eurosistema, que siguen siendo la principal fuente de creación de dinero. En el contexto de una preferencia aún elevada por la liquidez y del bajo coste de oportunidad de mantener las formas de dinero más líquidas, el agregado monetario estrecho M1 continúa siendo el componente que más contribuye al avance de M3. La evolución de los préstamos al sector privado se ha caracterizado por un ligero debilitamiento del crédito a las sociedades no financieras y por la fortaleza del crédito a los hogares. El flujo mensual de préstamos a las sociedades no financieras mantuvo la moderación observada desde el final del verano. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente sin variación en el 7 %, frente al 7,1 % de diciembre, lo que sigue reflejando el incremento muy acusado del crédito en el primer semestre del año. La

tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares permaneció básicamente estable en el 3 % en enero, tras el 3,1 % registrado en diciembre, en el contexto de un flujo mensual positivo sólido. En general, las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, junto con las medidas adoptadas por los Gobiernos nacionales y otras instituciones europeas, siguen siendo esenciales para apoyar las condiciones del crédito bancario y el acceso a la financiación, en especial para los más afectados por la pandemia.

**Como resultado de la desaceleración económica muy pronunciada registrada durante la pandemia de coronavirus, y la respuesta energética y sin precedentes de las políticas fiscales, se estima que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó hasta el 7,2 % del PIB en 2020, desde el 0,6 % de 2019.** Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021 prevén un descenso de la ratio de déficit hasta el 6,1 % del PIB en 2021 y el 2,4 % al final del horizonte de proyección, en 2023. Aunque esta senda elevará la ratio de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro hasta el 95 % del PIB en 2023 —unos 11 puntos porcentuales por encima del nivel previo a la crisis—, cabe señalar que el impacto adverso sobre la posición fiscal será probablemente algo menor de lo que se esperaba, en general, en la fase inicial de la pandemia. Con todo, seguirá siendo fundamental una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales. A este fin, el apoyo de las políticas fiscales nacionales continúa siendo necesario, dada la debilidad de la demanda de las empresas y los hogares en el contexto de la continuación de la pandemia y de las medidas de contención asociadas. Como complemento, el fondo «Next Generation EU» (NGEU) desempeñará un papel esencial contribuyendo a que la recuperación sea más rápida, fuerte y uniforme. Este instrumento aumentará la capacidad de resistencia y el potencial de crecimiento de la economía de los Estados miembros de la UE, especialmente si los fondos se destinan a un gasto público productivo y se acompañan de políticas estructurales dirigidas a incrementar la productividad.

## Las decisiones de política monetaria

El 11 de marzo de 2021, el Consejo de Gobierno tomó las siguientes decisiones para mantener unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia para todos los sectores de la economía con el fin de respaldar la actividad económica y salvaguardar la estabilidad de precios a medio plazo.

1. El Consejo de Gobierno decidió seguir efectuando compras netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) con una dotación total de 1.850 mm de euros al menos hasta el final de marzo de 2022 y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado. Sobre la base de una evaluación conjunta de las condiciones de financiación y de las perspectivas de inflación, el Consejo de Gobierno espera que el ritmo de las compras en el marco del PEPP durante el próximo trimestre sea significativamente más elevado que en los primeros meses de este año. El Consejo de Gobierno

realizará las compras con flexibilidad de acuerdo con las condiciones de mercado y con vistas a evitar un endurecimiento de las condiciones de financiación que impida contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia en la senda de inflación proyectada. Por otra parte, la flexibilidad de las compras a lo largo del tiempo, entre distintas clases de activos y entre jurisdicciones, seguirá respaldando la transmisión fluida de la política monetaria. Si las condiciones de financiación favorables pueden mantenerse con unos flujos de compras de activos que no agoten la dotación del programa durante el horizonte de las compras netas del PEPP, no será necesario utilizar la dotación íntegramente. Asimismo, esta dotación puede recalibrarse si es necesario para mantener unas condiciones de financiación favorables que contribuyan a contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la senda de la inflación. Además, el Consejo de Gobierno continuará reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2023. En todo caso, la futura extinción de la cartera PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

2. En el marco del programa de compras de activos (APP), las compras netas continuarán a un ritmo mensual de 20 mm de euros. El Consejo de Gobierno sigue esperando que las compras netas mensuales de activos en el contexto del APP prosigan durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos oficiales del BCE, y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE. Asimismo, el Consejo de Gobierno también tiene intención de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.
3. El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Se espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hacia un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.
4. Por último, el Consejo de Gobierno continuará proporcionando liquidez abundante a través de sus operaciones de financiación. En particular, la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) sigue siendo una atractiva fuente de financiación para las entidades de crédito, lo que apoya el crédito bancario a las empresas y a los hogares.

El Consejo de Gobierno también continuará haciendo un seguimiento de la evolución del tipo de cambio en relación con sus posibles efectos para las perspectivas de inflación a medio plazo. Además, está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada para asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

# 1

## Entorno exterior

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021, la economía mundial se recuperó más rápido de lo esperado de la recesión que se produjo tras la irrupción de la pandemia de coronavirus (COVID-19). Sin embargo, en torno al cambio de año, los factores adversos para el crecimiento se intensificaron cuando el repunte de los nuevos contagios hizo que los Gobiernos reintrodujeran confinamientos más estrictos, en particular en las economías avanzadas. El impacto negativo de estas medidas sobre el crecimiento global ya es evidente en los datos más recientes. De cara al futuro, la pandemia sigue siendo el principal factor determinante de la evolución económica. El proceso de vacunación ha ido cobrando impulso, pero a un ritmo distinto en los diferentes países. Con todo, el nivel de inmunización es aún demasiado bajo como para permitir la retirada de las medidas de contención. El paquete de estímulo fiscal de Estados Unidos aprobado en diciembre pasado y el acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido respaldan las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro para este año. Se prevé que el PIB mundial (excluida la zona del euro) aumente un 6,5 % en 2021 y que posteriormente se desacelere hasta el 3,9 % en 2022 y el 3,7 % en 2023, después de registrar una contracción estimada del 2,4 % en 2020. El acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido, así como la recuperación más intensa proyectada en las economías avanzadas, explican las revisiones al alza de la demanda externa de la zona del euro, que crecerá un 8,3 % este año y un 4,4 % y un 3,2 % en 2022 y 2023 respectivamente, lo que ha supuesto una corrección al alza de 1,7 puntos porcentuales en 2021 y de 0,3 puntos porcentuales en 2022. Los riesgos para el escenario de referencia de las proyecciones relativas al crecimiento mundial están orientados al alza, ya que el estímulo fiscal adicional planeado por el presidente Biden constituye un importante riesgo al alza. Las simulaciones de modelos sugieren que este plan incrementará entre un 2 % y un 3 % el PIB real de Estados Unidos y contribuirá a que la economía crezca por encima de su potencial, aunque su efecto en la inflación probablemente sea moderado.

## Actividad económica y comercio mundiales

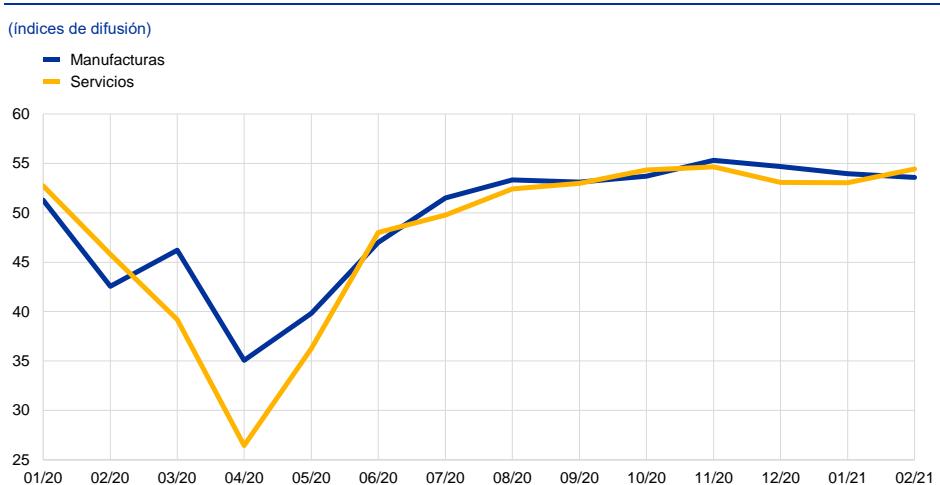
**La economía mundial se recuperó más rápido de lo esperado de la recesión inducida por la pandemia.** La inversión internacional —que se está beneficiando de unas condiciones de financiación favorables en un contexto de firme apoyo de la política monetaria— ya se sitúa próxima a los niveles previos a la pandemia. Sin embargo, la recuperación del consumo mundial, respaldada por medidas fiscales dirigidas a impulsar las rentas y a preservar puestos de trabajo, sigue a la zaga, ya que las medidas de contención vigentes están afectando a los servicios intensivos en contacto. El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntó con fuerza (7,4 %) en el tercer trimestre de 2020, 0,7 puntos porcentuales más de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020. Tanto en las economías avanzadas como en las emergentes se observó un mayor dinamismo del ritmo de recuperación. Tras este repunte en forma

de V, se espera que la recuperación de la actividad económica mundial continuará en el cuarto trimestre de 2020 a un ritmo vigoroso, pero más moderado (2,1 %), que sigue siendo más intenso que el previsto en las proyecciones anteriores.

**Los factores adversos para la recuperación se intensificaron por el empeoramiento de la pandemia en torno al cambio de año.** El aumento de los nuevos contagios hizo que los Gobiernos reintrodujeran confinamientos más estrictos, en particular en las economías avanzadas. En cambio, en las economías emergentes, las medidas de contención se endurecieron menos. No obstante, en conjunto, las nuevas medidas de confinamiento suponen un revés para el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2021, como ponen de manifiesto los indicadores de alta frecuencia de la actividad económica en las principales economías avanzadas.

**Los datos procedentes de encuestas sugieren un intenso dinamismo del crecimiento, pero también muestran que está siendo heterogéneo en los distintos sectores y países.** El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global (excluida la zona del euro) de actividad apunta a que la recuperación económica mundial continuó a principios de 2021. Despues de registrar aumentos algo menos pronunciados en torno al cambio de año, este índice se situó próximo a su media de largo plazo en febrero, principalmente como consecuencia del mayor ritmo de avance de los servicios. En cambio, el PMI global (excluida la zona del euro) de actividad de las manufacturas sigue moderándose, aunque se mantiene claramente en terreno expansivo (gráfico 1). Los datos procedentes del PMI compuesto de actividad señalan un fortalecimiento de la actividad económica en Estados Unidos, China, India y Rusia, así como un retroceso en el Reino Unido, Japón y Brasil.

**Gráfico 1**  
PMI compuesto global (excluida la zona del euro) de actividad



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2021.

**Las condiciones financieras globales siguen siendo holgadas, pese al reciente endurecimiento provocado por las ventas masivas en los mercados de deuda**

**soberana.** Desde que se publicaron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de diciembre de 2020, los avances en la aprobación y la distribución de vacunas, así como el comienzo de las campañas de vacunación, han impulsado la confianza de los inversores. Esto, junto con el acuerdo comercial sobre el Brexit alcanzado al límite del plazo y las políticas económicas de apoyo, ha beneficiado a los activos cíclicos y de riesgo. En conjunto, las condiciones financieras globales siguen siendo muy holgadas, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Más recientemente, la mejora de las perspectivas relativas a la economía mundial, respaldada por desarrollos positivos en relación con la pandemia y por las noticias sobre el estímulo fiscal adicional en Estados Unidos, provocó ventas masivas en los mercados de deuda soberana internacionales. Inicialmente, los mercados de renta variable internacionales se beneficiaron del optimismo en torno a las perspectivas. No obstante, esta tendencia al alza se interrumpió a finales de febrero, cuando la inquietud acerca del acusado aumento de los rendimientos desencadenó ventas masivas generalizadas en los mercados bursátiles. Mientras tanto, un indicador de mercado de las expectativas de inflación en Estados Unidos obtenido a partir de los precios de bonos indicados a la inflación se incrementó hasta alcanzar su nivel más elevado desde 2014.

**Las perspectivas relativas a la economía mundial siguen estando determinadas por la evolución de la pandemia y por las medidas de contención asociadas.** La introducción de medidas de contención más severas contribuyó a estabilizar la última ola de nuevos contagios, lo que, unido al avance en el proceso de distribución de las vacunas, es una señal alentadora de que la pandemia podrá contenerse mejor y de que, por tanto, las medidas de confinamiento se irán levantando. Al mismo tiempo, el impacto de las medidas de distanciamiento social en los servicios intensivos en contacto continúa siendo significativo, aunque es probable que, en conjunto, su efecto económico sea menor que el de los confinamientos de la primavera de 2020. Ello refleja el hecho de que los confinamientos estuvieron más focalizados, y los agentes económicos ajustaron su comportamiento para limitar las repercusiones negativas en la actividad. Con este trasfondo, se prevé que el ritmo de recuperación global se ralentice de forma considerable en el primer trimestre de 2021 y que posteriormente se reactive.

**Entre las noticias positivas, el paquete de estímulo fiscal aprobado en Estados Unidos en diciembre de 2020 y el acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido implican unas perspectivas más sólidas para 2021.** Se proyecta que estas noticias —que se consideraron riesgos al alza para las perspectivas globales en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de diciembre de 2020 y que ahora se incluyen en el escenario de referencia— proporcionen un respaldo adicional al crecimiento. En Estados Unidos, el estímulo fiscal acordado en diciembre del año pasado —que asciende a 900 mm de dólares estadounidenses (4,4 % del PIB)— se destinará a prestar apoyo directo a las rentas de los hogares y las empresas, y se prevé que fortalezca la actividad del país este año. Además, el acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido sustituye al supuesto de Brexit «sin acuerdo» en el que se basaban las proyecciones anteriores. El acuerdo garantiza el comercio de bienes libre de aranceles y contingentes entre la UE y el Reino Unido (como el Acuerdo Económico y Comercial Global suscrito entre la UE y Canadá), lo

que impulsará la actividad y el comercio de la economía británica durante el horizonte de proyección.

**En conjunto, se prevé que el PIB mundial (excluida la zona del euro) aumente un 6,5 % en 2021 y que posteriormente se desacelere hasta el 3,9 % y el 3,7 % en 2022 y 2023, respectivamente.** Esta proyección sigue a la contracción estimada del 2,4 % del avance del PIB real mundial en 2020. La previsión de crecimiento se ha revisado al alza en 0,7 puntos porcentuales para 2021, ya que el efecto arrastre positivo de los datos mejores de lo esperado sobre el crecimiento dados a conocer a finales del año pasado y de unas políticas económicas más favorables al crecimiento solo se verá parcialmente compensado por el impacto negativo sobre el crecimiento de las medidas de contención más estrictas en el corto plazo. La expansión del PIB real mundial (excluida la zona del euro) prevista para 2022-2023 prácticamente no se ha modificado con respecto a las proyecciones anteriores.

**En Estados Unidos, las perspectivas de actividad se ven favorecidas por el estímulo fiscal aprobado a finales de diciembre.** Después de experimentar un repunte mayor de lo esperado en la segunda mitad de 2020, la actividad económica se ralentizó en torno al cambio de año, ya que las medidas de contención se endurecieron como consecuencia del empeoramiento de la situación derivada de la pandemia<sup>1</sup>. Dado que se supone que la situación mejorará a lo largo del presente año, se prevé que la economía se recupere de estas pérdidas. No obstante, en respuesta a la desaceleración, en diciembre se aprobó un estímulo fiscal adicional del 4,4 % del PIB que debería estimular el crecimiento este año. Tras el retroceso del gasto en consumo registrado a finales de 2020, los cheques de estímulo del Gobierno impulsaron la renta y la tasa de ahorro de los hogares. Los datos de alta frecuencia sobre pagos con tarjeta de crédito y ventas minoristas mostraron un repunte pronunciado en enero. Aunque la inflación se mantuvo estable ese mes, las expectativas de inflación están aumentando. La inflación general medida por los precios de consumo permaneció sin variación, en el 1,4 %, y la inflación subyacente cayó hasta el 1,4 % en enero. Con todo, las perspectivas de inflación a corto plazo apuntan a efectos de base acusados, procedentes principalmente de los precios del petróleo, que podrían contribuir a que la inflación se sitúe por encima del 2 %. Además, las perspectivas de mayor crecimiento elevaron hasta el 2,2 % las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado.

**El sustancial estímulo fiscal adicional previsto por la nueva Administración constituye un importante riesgo al alza para las proyecciones actuales.** El paquete fiscal complementario, que asciende a un total de 1,9 billones de dólares (8,9 % del PIB), incluye la renovación de las prestaciones por desempleo, un pago extraordinario adicional a los hogares y un aumento del gasto local y estatal para financiar los esfuerzos de salud pública y la educación. Este plan representa un riesgo al alza significativo para el escenario de referencia actual de las proyecciones. Las simulaciones de modelos sugieren que incrementaría entre un

---

<sup>1</sup> En el recuadro 1, titulado «Evolución económica de la zona del euro y de Estados Unidos en 2020», de este Boletín Económico, se compara la evolución de Estados Unidos con la de la zona del euro durante la pandemia.

2 % y un 3 % el nivel del PIB real de Estados Unidos y contribuiría a que la economía crezca por encima de su potencial, mientras que el impacto en la inflación sería moderado. También tendría efectos de desbordamiento (*spillovers*) positivos para el crecimiento de otras economías, entre ellas la de la zona del euro<sup>2</sup>.

**En el Reino Unido, es probable que el estricto confinamiento y la desacumulación de existencias hagan que el crecimiento vuelva a situarse en terreno negativo en el primer trimestre de 2021.** La evolución mejor de lo esperado del PIB en el cuarto trimestre de 2020 se debió principalmente a factores especiales, como el mayor gasto público y el acopio de existencias asociado al Brexit. También sugiere que las restricciones a la movilidad relacionadas con el COVID-19 que se introdujeron hacia finales del año restringieron la actividad mucho menos que durante el confinamiento estricto de la primavera de 2020. Con todo, para este año, los datos de encuestas y los indicadores de actividad de alta frecuencia apuntan a una contracción económica pronunciada como consecuencia de la reintroducción de severas medidas de confinamiento a principios del año, lo que sugiere un retroceso significativo del crecimiento del PIB real en el primer trimestre de 2021. Una contribución negativa de las existencias podría intensificar la desaceleración, ya que los problemas iniciales en la frontera entre la UE y el Reino Unido, unidos a la caída de los niveles de incertidumbre tras la conclusión del acuerdo comercial, han propiciado cierta desacumulación de existencias. Según datos de una encuesta industrial, se estima que las exportaciones del Reino Unido a la UE se redujeron un 68 % en enero de 2021 con respecto a un año antes. De cara al futuro, si los rápidos avances en el proceso de vacunación mejoran la situación sanitaria, es probable que las medidas de contención se vayan relajando adicionalmente a lo largo del segundo trimestre. Esto podría reactivar el crecimiento, respaldado por un aumento del consumo y un repunte de la inversión privada. El acuerdo comercial entre la UE y el Reino Unido, que garantiza el comercio de bienes libre de aranceles y contingentes, contribuyó a evitar perturbaciones comerciales en torno al cambio de año. Por lo tanto, en comparación con el escenario de referencia de un Brexit «sin acuerdo» de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de diciembre de 2020, se prevé que la economía siga una evolución más positiva en lo que respecta al producto y al comercio durante el horizonte de proyección. La inflación interanual medida por los precios de consumo aumentó ligeramente en enero y se situó en el 0,7 %, desde el 0,6 % de diciembre, aunque se espera que se incremente de forma acusada en el corto plazo. Los precios de consumo se verán impulsados por el repunte de los precios de la energía y del gas, tras la caída del año pasado, así como por el final de la rebaja temporal del IVA en la hostelería en abril.

**En China, la actividad económica deparó una sorpresa positiva en el cuarto trimestre, lo que sugiere que la recuperación de la pandemia sigue adelante.** La actividad se recuperó con celeridad gracias al repunte de la producción, favorecida por la inversión pública y la vigorosa demanda externa. En conjunto, la economía china ha returned a su trayectoria de crecimiento anterior a la pandemia.

---

<sup>2</sup> Para más detalles, véase el recuadro titulado «Riesgos para las perspectivas de Estados Unidos y de la zona del euro relacionados con el Plan de Rescate Estadounidense» en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2021.

El PIB de este país aumentó un 2,3 % en 2020, y los datos de alta frecuencia más recientes siguen señalando la continuación del intenso crecimiento, si bien apuntan a un dinamismo más moderado. Con todo, como el apoyo público se focaliza en la inversión y el crédito, los riesgos para la estabilidad financiera podrían acrecentarse en mayor medida. La reactivación del consumo fue más paulatina, aunque la confianza de los consumidores mejoró de forma sustancial el año pasado, y el gasto en consumo prácticamente se ha recuperado por completo y ha vuelto a situarse en niveles de 2019 a medida que han disminuido los temores sobre un rebrote del virus. La rápida recuperación de la perturbación generada por la pandemia en China también señala que es probable que los efectos perdurables sean limitados.

**En Japón, la actividad económica demostró una capacidad de resistencia en el último trimestre de 2020 mayor de lo esperado inicialmente.** Después de repuntar con fuerza en el tercer trimestre, el PIB real creció más de lo previsto, un 3 % en términos intertrimestrales, favorecido por la acusada recuperación de la inversión privada, así como por el vigoroso avance del consumo privado y de las exportaciones. Pese a ello, el rebrote de los casos de COVID-19 hizo necesario imponer medidas de contención más severas a principios de enero. En consecuencia, en el primer trimestre se espera un retroceso de la actividad, aunque más moderado que el de la primavera de 2020. La inflación interanual medida por los precios de consumo se incrementó sustancialmente y se situó en el –0,6 % en enero, desde el –1,2 % de diciembre, ya que el mayor lastre procedente de la caída de los precios de la energía se vio contrarrestado con creces por el marcado repunte de la inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos).

**En los países de Europa Central y Oriental, el crecimiento económico continuó recuperándose en el cuarto trimestre de 2020.** Posteriormente, es probable que el empeoramiento de la pandemia y los estrictos confinamientos afectaran temporalmente a la recuperación a principios de 2021. Partiendo del supuesto de que las restricciones asociadas al COVID-19 se relajará en los próximos meses, se prevé que la actividad recobre impulso de forma paulatina, respaldada por una orientación acomodaticia de las políticas fiscal y monetaria.

**En los grandes países exportadores de materias primas, el ritmo de recuperación es moderado, al tiempo que el margen para proporcionar apoyo fiscal adicional es reducido.** En Rusia, la recuperación observada en el tercer trimestre se benefició de las amplias medidas de apoyo y de la mejora del control de los contagios. Con todo, se estima que los confinamientos más estrictos introducidos para controlar el aumento de los nuevos contagios lastrarán la actividad en el corto plazo. Sin embargo, es probable que la mejora de la situación derivada de la pandemia favorezca el crecimiento durante 2021. Además, es posible que la economía se beneficie de la subida de los precios del petróleo registrada en los últimos meses. En Brasil, las autoridades pusieron en marcha un importante paquete de estímulo fiscal que incluía pagos directos en efectivo a los hogares de rentas bajas que respaldó la recuperación económica el año pasado. No obstante, como el impacto del apoyo fiscal disminuyó y la pandemia se agravó posteriormente, se estima que el crecimiento se moderará a corto plazo.

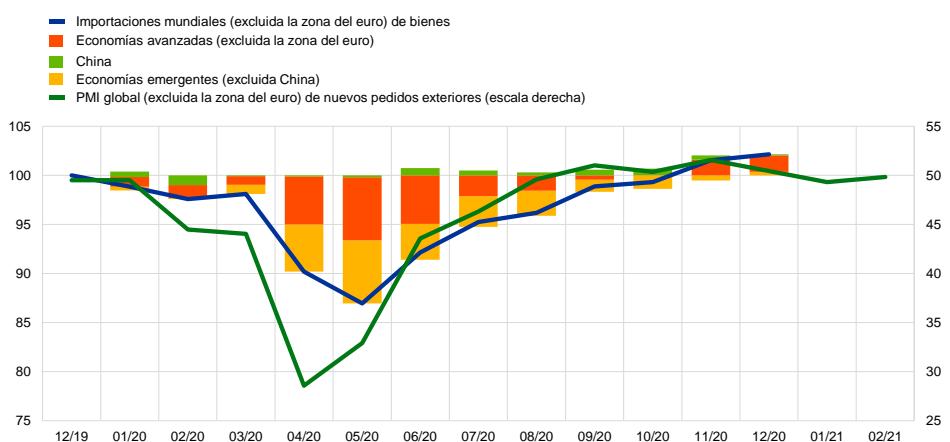
**En Turquía, el crecimiento del PIB real repuntó con fuerza en el tercer trimestre, y la recuperación continuó en el cuarto trimestre.** La rápida recuperación se vio respaldada, en gran parte, por el intenso crecimiento del crédito, mientras que el impacto negativo de las medidas de contención quedó limitado, principalmente, a los sectores de hostelería y turismo. Sin embargo, a medida que el estímulo de las políticas se reduzca gradualmente, se espera una moderación del crecimiento en los próximos meses, en particular del consumo personal basado en el crédito. A medio plazo, se prevé que el reciente cambio de orientación de las políticas, en particular por parte del banco central, sitúe el crecimiento por debajo de la media histórica.

**La reactivación del comercio mundial fue dinámica, ya que los intercambios comerciales de bienes se recuperaron con rapidez, al igual que la producción industrial global.** Las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) de bienes ya retornaron a los niveles anteriores a la pandemia a finales de 2020, mientras que el comercio internacional de servicios continúa deprimido. Los datos de comercio mundial de servicios en términos nominales sugieren que en noviembre se mantuvo alrededor de un 27 % por debajo del nivel de finales de 2019, y gran parte de esta disminución corresponde a los servicios relacionados con turismo y viajes. Las incipientes presiones sobre las cadenas globales de suministro están obstaculizando adicionalmente la recuperación del comercio mundial en el corto plazo. El fuerte repunte de la actividad de las manufacturas en la segunda mitad de 2020 y el aumento asociado de los nuevos pedidos exteriores ejercen presiones sobre la oferta en algunos mercados y sobre la capacidad de transporte de mercancías a escala global. Esta situación ha alargado los plazos de entrega de los proveedores, como ponen de manifiesto los niveles históricamente elevados de los indicadores del PMI global de plazos de entrega. Los costes del transporte de mercancías también se han encarecido notablemente, debido, en parte, a la recuperación desigual del comercio. El intenso repunte de la actividad comercial en China y en el este de Asia ha provocado una falta de contenedores de transporte, que permanecen varados en puertos de Europa y América del Norte. Otra señal de moderación en el sector mundial de manufacturas son los nuevos pedidos exteriores, que en enero retrocedieron hasta situarse por debajo del umbral de expansión por primera vez desde septiembre del año pasado y se mantuvieron en ese nivel en febrero (gráfico 2).

## Gráfico 2

### Importaciones mundiales (excluida la zona del euro) de bienes y nuevos pedidos exteriores

(escala izquierda: índice, diciembre de 2019 = 100; 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 2021 (PMI) y a diciembre de 2020 (importaciones mundiales de mercancías).

**Las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) se han revisado sensiblemente al alza y se prevé que aumenten un 9 % en 2021, así como que disminuyan hasta el 4,1 % y el 3,4 % en 2022 y 2023, respectivamente.** Esta previsión sigue a una contracción estimada del 9,1 % del comercio internacional en 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, las importaciones mundiales y, en particular, la demanda externa de la zona del euro, se han revisado sustancialmente al alza, debido al acuerdo comercial alcanzado entre la UE y el Reino Unido, y, en menor medida, a la proyección de una recuperación más intensa en las economías avanzadas. Esto supone un aumento de la demanda externa de la zona del 8,3 % este año y del 4,4 % y el 3,2 % en 2022 y 2023, respectivamente, lo que se ha plasmado en revisiones al alza de 1,7 puntos porcentuales en 2021 y de 0,3 puntos porcentuales en 2022. Para 2023, la previsión relativa a la demanda externa de la zona del euro no se ha modificado con respecto a las proyecciones de diciembre. La publicación de datos más positivos hacia finales del año pasado, junto con la previsión de incremento de las importaciones de los principales socios comerciales de la zona del euro, sugieren que la brecha con respecto a la trayectoria anterior a la pandemia se ha estrechado de forma considerable, al igual que para el crecimiento del PIB real mundial.

**Los riesgos en torno a las proyecciones de referencia sobre el crecimiento mundial están orientados al alza.** Además del estímulo fiscal adicional planeado por la Administración del presidente Biden anteriormente mencionado, y en línea con las proyecciones anteriores, para ilustrar la incertidumbre en torno al curso futuro de la pandemia se han utilizado dos escenarios alternativos relativos a las perspectivas mundiales. Estos escenarios reflejan la interacción entre la evolución

de la pandemia y la trayectoria asociada de las medidas de contención<sup>3</sup>. Otros riesgos para las perspectivas mundiales están relacionados con una reducción más rápida de lo esperado del ahorro acumulado durante la pandemia en las economías avanzadas, que a su vez podría sostener el consumo privado y las importaciones. En cambio, una reevaluación repentina del riesgo en los mercados financieros podría dar lugar a salidas de capitales y a la depreciación de las monedas de economías emergentes vulnerables, lo que comprometería la recuperación. Por otra parte, las restricciones de la capacidad productiva en los sectores relacionados con las tecnologías de la información y la falta de contenedores en el sector de transporte de mercancías podrían intensificar los riesgos para las cadenas globales de valor y el comercio internacional. Además, el elevado y creciente endeudamiento de las economías avanzadas y emergentes constituye un riesgo a la baja adicional para el crecimiento en el medio plazo.

## Evolución mundial de los precios

**Los precios de las materias primas han aumentado sustancialmente, y los del petróleo están próximos a los niveles anteriores a la pandemia.** Los precios del Brent aumentaron casi un 35 % con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, en un contexto de recortes unilaterales de la producción por parte de Arabia Saudí, de mejora de las perspectivas de demanda mundial sustentada en la vigorosa recuperación de las manufacturas a escala global y de expectativas de crecimiento en Estados Unidos. Además, los precios del crudo se beneficiaron del repunte mundial de los activos de riesgo. La subida de los precios del petróleo hizo que la curva de futuros se situara en *backwardation*, lo que implica que los precios actuales son más elevados que los previstos al final del horizonte de proyección. Los precios de los metales también se vieron favorecidos por la pujante demanda mundial, en un entorno de restricciones de oferta en algunos de los principales países exportadores del mundo, y se han incrementado un 10 % desde las proyecciones de diciembre. Tanto los precios de los metales como los de las materias primas alimenticias han aumentado muy por encima de los niveles anteriores a la pandemia.

**La inflación mundial aumentó en enero, debido a una contribución menos negativa de los precios de la energía.** En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo (IPC) se incrementó hasta situarse en el 1,5 % en enero, desde el 1,2 % de diciembre de 2020 (gráfico 3). La tasa de variación de los precios de los alimentos se mantuvo básicamente estable, mientras que el lastre procedente de la inflación de los precios de la energía se redujo ligeramente. La inflación subyacente medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, avanzó levemente y se situó en el 1,7 % en enero, frente al 1,6 % del mes precedente. La inflación general interanual medida por los precios de consumo se incrementó en todas las economías avanzadas, aunque en Japón permaneció en terreno negativo.

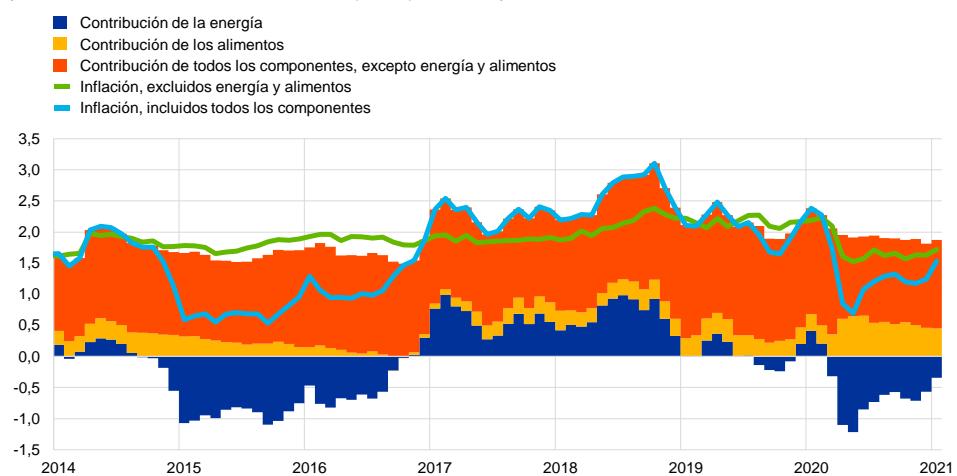
<sup>3</sup> Para más detalles, véase el recuadro titulado «Escenarios alternativos de las perspectivas económicas de la zona del euro» en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2021.

En las principales economías emergentes no pertenecientes a la OCDE, la inflación general interanual volvió a situarse en terreno negativo en China, después de registrar un repunte transitorio en diciembre.

### Gráfico 3

#### Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2021.

**Se espera que el acusado incremento de los precios de las materias primas presione al alza los precios de consumo a escala mundial.** En el corto plazo, el aumento de la inflación general se verá intensificado por el efecto base positivo derivado de la reacción inicial de los precios mundiales de las materias primas a la perturbación causada por la pandemia en la primavera de 2020. Este patrón es asimismo evidente en los precios de exportación en su moneda nacional de los competidores de la zona del euro, que se espera que suban de forma dinámica en 2021. Sin embargo, es probable que el incremento de la inflación sea transitorio, dado el considerable grado de holgura de la economía mundial, en particular en el mercado de trabajo.

## 2

## Evolución financiera

*Durante el período de referencia (del 10 de diciembre de 2020 al 10 de marzo de 2021), la curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un desplazamiento al alza y aumentó su pendiente. Actualmente, esta curva no señala expectativas de un recorte de los tipos de interés a muy corto plazo. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro se elevaron debido, en parte, a los efectos de desbordamiento (spillovers) de Estados Unidos, mientras que los diferenciales de la deuda soberana se mantuvieron básicamente estables. Las cotizaciones se incrementaron. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se debilitó ligeramente.*

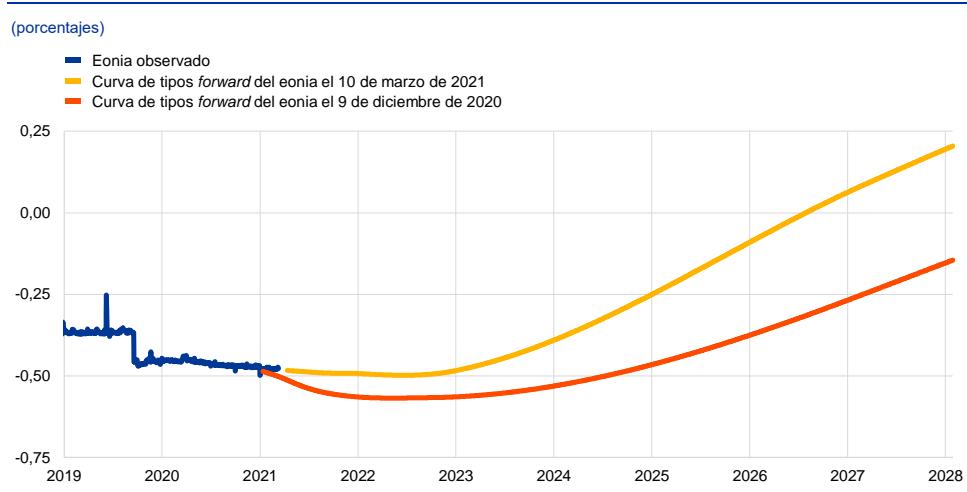
**El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en –48 y –56 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado<sup>4</sup>.** El exceso de liquidez aumentó en 241 mm de euros, hasta una cifra aproximada de 3.692 mm de euros. Este aumento refleja principalmente las compras de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia y del programa de compra de activos, que se vieron compensadas, en parte, por los reembolsos voluntarios de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico y por los factores autónomos de absorción de liquidez.

**La curva de tipos forward del eonia se desplazó al alza durante el período analizado, especialmente en los plazos largos, y también aumentó su pendiente (gráfico 4).** La suave inversión de la curva en los plazos cortos, que era visible en la senda observada en diciembre, desapareció en un entorno de sentimiento más favorable con respecto a la recuperación. El mínimo de la curva, que se sitúa 2 puntos básicos por debajo del nivel actual del eonia (–50 puntos básicos), corresponde a abril de 2022. Por tanto, la curva indica que los mercados financieros no están descontando un recorte inminente de los tipos de interés. En conjunto, los tipos forward del eonia siguen siendo inferiores a cero para horizontes hasta mediados de 2026, lo que indica que los mercados continúan esperando un período prolongado de tipos de interés negativos.

---

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

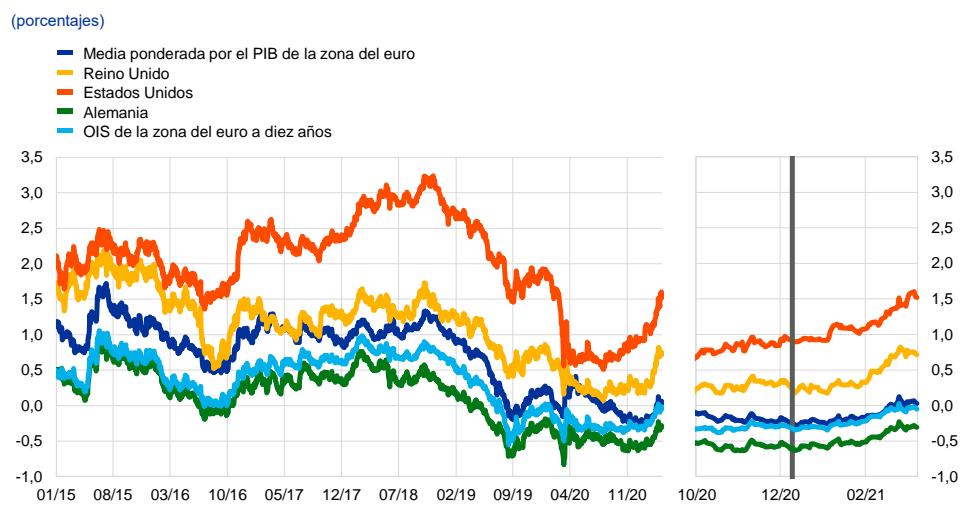
**Gráfico 4**  
Tipos *forward* del eonia



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

**Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron, aunque en una medida mucho menor que sus equivalentes globales, y se situaron considerablemente por encima del nivel que registraban cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre (gráfico 5).** Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo experimentaron un acusado incremento a escala global, impulsados por las perspectivas económicas cada vez más positivas de Estados Unidos, que se sustentaron en el considerable estímulo fiscal que se espera que proporcione la nueva Administración estadounidense dirigida por el presidente Joe Biden. En concreto, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 28 puntos básicos y se situó en el 0,03 %. El rendimiento de la deuda equivalente de Estados Unidos y del Reino Unido registró un aumento incluso más pronunciado, de 62 y 51 puntos básicos, y se situó en el 1,52 % y el 0,72 %, respectivamente.

**Gráfico 5**  
Rendimientos de la deuda soberana a diez años



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

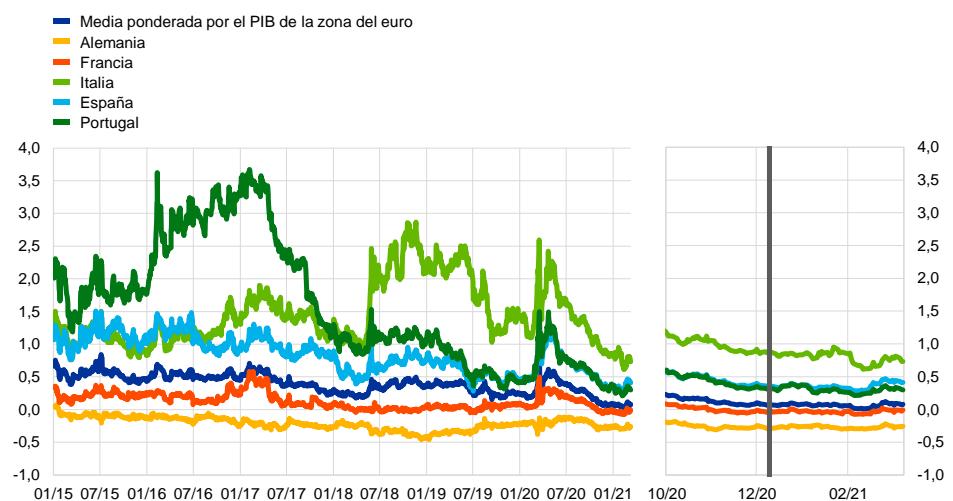
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de diciembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 10 de marzo de 2021.

**Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) se mantuvieron bastante estables, dado que los rendimientos aumentaron básicamente en paralelo con los tipos libres de riesgo en la mayoría de las jurisdicciones (gráfico 6).** Los diferenciales soberanos de Italia se redujeron de forma notable en el período previo a la formación de un nuevo Gobierno por parte de Mario Draghi, anterior presidente del BCE, y registraron brevemente un nuevo mínimo de varios años, antes de volver a aumentar. En particular, durante el período analizado, los diferenciales de la deuda a diez años de Italia y de Portugal se estrecharon 12 y 1 puntos básicos, hasta situarse en el 0,73 % y el 0,30 %, respectivamente. En ese período, los diferenciales al mismo plazo correspondientes a Alemania, Francia y España se incrementaron marginalmente —en 1, 1 y 6 puntos básicos—, hasta el -0,26 %, el -0,01 % y el 0,41 %, respectivamente.

## Gráfico 6

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

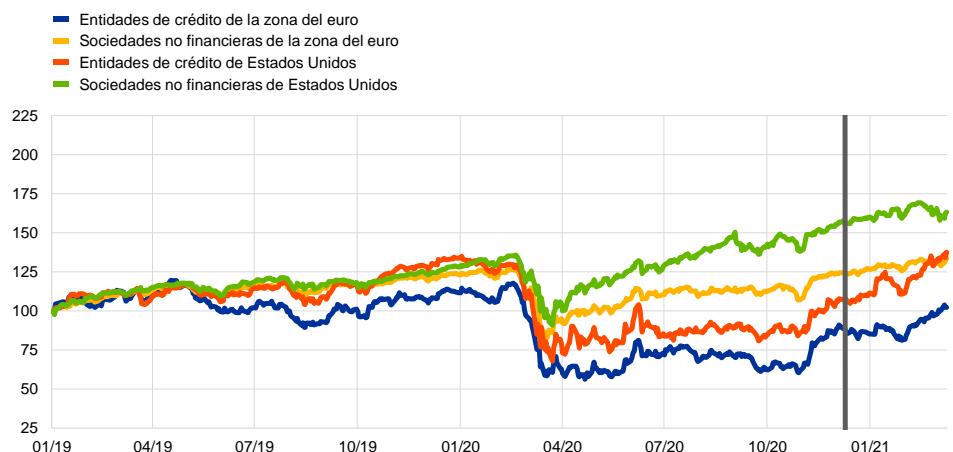
Notas: El diferencial se calcula restando el tipo swap del eonia a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de diciembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 10 de marzo de 2021.

**En el período analizado, las cotizaciones aumentaron a ambos lados del Atlántico y alcanzaron máximos históricos en Estados Unidos, favorecidas por la percepción de riesgos (gráfico 7).** Salvo por una ligera volatilidad, los precios de las acciones de la zona del euro y de Estados Unidos experimentaron una tendencia general al alza, y después retrocedieron solo parcialmente en Estados Unidos a finales de enero. Las cotizaciones del sector financiero registraron ganancias especialmente notables tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. En conjunto, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos se revalorizaron un 7,4 % y un 4,4 %, respectivamente. Las cotizaciones del sector bancario de estas dos áreas económicas aumentaron un 16,5 % y un 26,9 %, respectivamente, y el índice estadounidense recuperó la totalidad de las pérdidas sufridas desde que comenzó la pandemia.

## Gráfico 7

### Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2019 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de diciembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 10 de marzo de 2021.

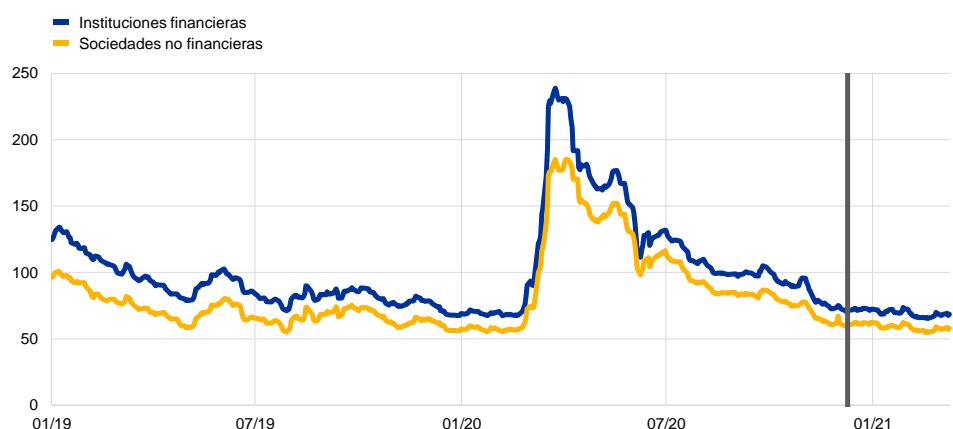
### Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro

permanecieron prácticamente sin variación (gráfico 8). En el período analizado, los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y del sector financiero (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) se redujeron 2 y 4 puntos básicos, respectivamente, y se situaron en los niveles previos a la pandemia. En conjunto, los diferenciales de los bonos corporativos solo registraron leves movimientos desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre.

## Gráfico 8

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

(puntos básicos)



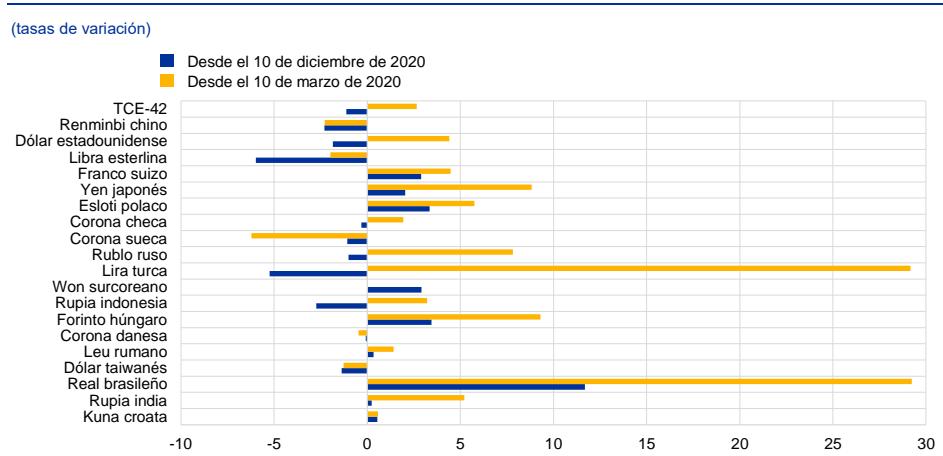
Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

Notas: Los diferenciales se calculan como los diferenciales de los *asset swaps* con respecto al tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de diciembre de 2020). Las últimas observaciones corresponden al 10 de marzo de 2021.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció ligeramente (gráfico 9).** Aunque el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 1,1 % durante el período analizado, se mantuvo solo un 2,7 % por debajo del máximo histórico alcanzado en diciembre de 2008. Este comportamiento reflejó la evolución divergente de los tipos de cambio bilaterales en un entorno de mercado caracterizado por un creciente apetito de riesgo. El euro perdió valor frente al dólar estadounidense (1,8 %), al renminbi chino (2,3 %) y a la libra esterlina (6 %), mientras que se fortaleció frente al franco suizo (2,9 %) y al yen japonés (2 %). El euro también se revalorizó frente a las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro de Europa Central y Oriental.

### Gráfico 9

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



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 10 de marzo de 2021.

### 3

## Actividad económica

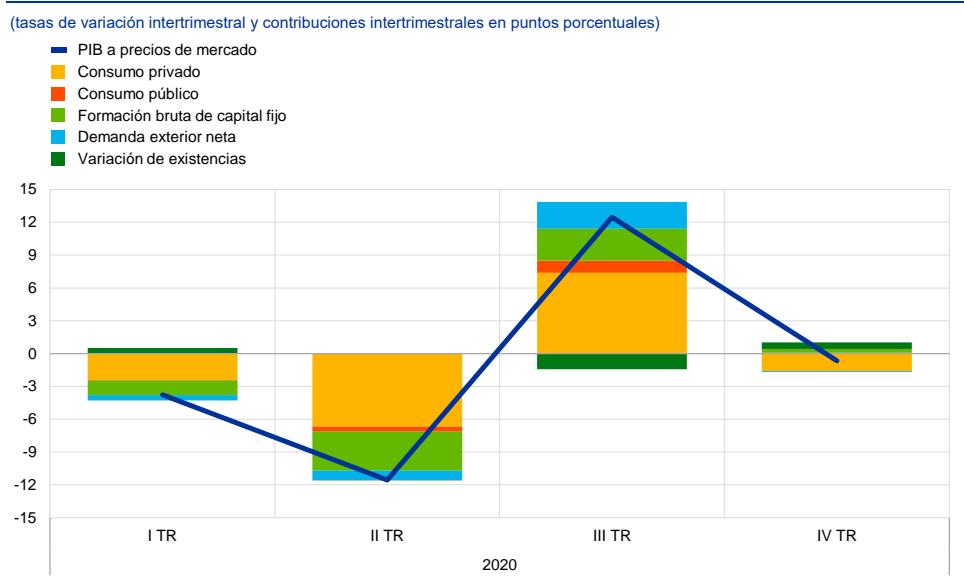
Tras el fuerte repunte observado en el tercer trimestre de 2020, el PIB real de la zona del euro volvió a descender en el cuarto trimestre, un 0,7 % en tasa intertrimestral, por lo que el producto se situó casi un 5 % por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. La evolución de la economía sigue siendo desigual en los distintos sectores y países, y los servicios son el sector más afectado por las restricciones a las interacciones sociales y a la movilidad. Aunque las medidas de política fiscal continúan apoyando a los hogares y a las empresas, los consumidores mantienen la cautela en vista de la pandemia y de su impacto en el empleo y las ganancias. Con todo, la inversión empresarial muestra una capacidad de resistencia relativa, pese a la mayor debilidad de los balances de las empresas y la elevada incertidumbre. En general, los últimos datos, la información procedente de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia apuntan a una continuación de la debilidad de la economía en el primer trimestre de 2021, debido a la evolución de la pandemia y a las medidas de contención asociadas. Como resultado, es probable que el PIB real vuelva a contraerse en el primer trimestre del año. Sin embargo, a más largo plazo, la distribución de las vacunas permite albergar más confianza en la resolución de la crisis sanitaria, lo que debería reducir la incertidumbre, a menos que se produzcan nuevos acontecimientos adversos relacionados con la pandemia. A medio plazo, la recuperación de la economía de la zona del euro también debería verse apoyada por unas condiciones de financiación favorables, una orientación expansiva de la política fiscal y una recuperación de la demanda a medida que se retiren gradualmente las medidas de contención.

Esta valoración se refleja en términos generales en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2021, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 4 % en 2021, del 4,1 % en 2022 y del 2,1 % en 2023. Las perspectivas relativas a la actividad económica se mantienen prácticamente sin cambios con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020. En conjunto, aunque los riesgos en torno a las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la zona del euro siguen apuntando a la baja, los riesgos a medio plazo están ahora más equilibrados. Por un lado, la mejora de las perspectivas de demanda mundial, el considerable estímulo fiscal en toda la zona del euro y la distribución de las vacunas invitan al optimismo. Por otro, sin embargo, la continuación de la pandemia (incluida la propagación de nuevas variantes del virus) y sus implicaciones para las condiciones económicas y financieras siguen siendo fuentes de riesgos a la baja.

Tras una contracción moderada del producto en el cuarto trimestre de 2020, se espera que la actividad económica de la zona del euro continúe siendo débil en el primer trimestre de 2021. El PIB real retrocedió un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2020, después de registrar un crecimiento del 12,5 % en el trimestre anterior (gráfico 10). Con todo, esta contracción fue menor que la prevista en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, que era del 2,2 %. La caída del producto en

el cuarto trimestre se debió principalmente a la demanda interna, en particular al consumo privado. Aunque el producto en dicho período todavía se situaba casi un 5 % por debajo del nivel prepandemia observado un año antes, el resultado mejor de lo esperado para ese trimestre se tradujo en un efecto arrastre positivo sobre el crecimiento en 2021, del 2,2 % en total. En cuanto a la producción, su evolución en el cuarto trimestre varió sustancialmente en los distintos sectores. Mientras que el valor añadido de los servicios disminuyó de forma notable, la producción en el sector industrial (excluida la construcción) siguió aumentando. En efecto, dado que ya se había observado un fuerte crecimiento en el tercer trimestre, el repunte de la producción industrial en la segunda mitad de 2020 contrarrestó ampliamente el acusado descenso registrado en la primera mitad del año. En el recuadro 4 se estudia el impacto de las medidas de contención relacionadas con la pandemia en los distintos sectores económicos de los países con mayor peso en la zona del euro, y se analiza cómo este impacto ha ido cambiando a lo largo del tiempo. En conjunto, se estima que el producto de la zona del euro se ha contraído un 6,6 % en 2020, algo más que en Estados Unidos. Como se explica en el recuadro 1, esto puede estar relacionado con los confinamientos más estrictos observados en la zona del euro y con la política fiscal más expansiva en Estados Unidos.

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



Fuente: Eurostat.

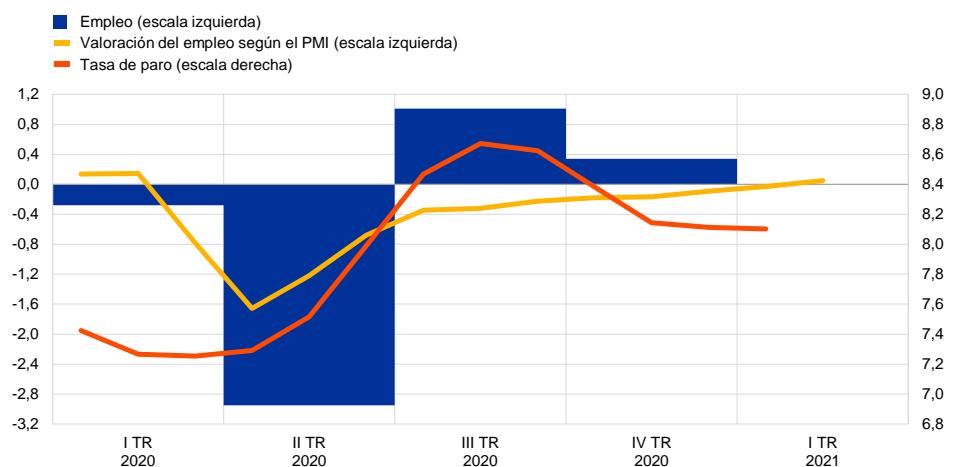
**El mercado de trabajo de la zona del euro sigue beneficiándose del apoyo sustancial de las políticas, mientras que el empleo ha registrado avances en los últimos meses y la tasa de paro se ha mantenido prácticamente estable.** El amplio uso de los programas de mantenimiento del empleo sigue respaldando el empleo, lo que atenúa el impacto sobre la tasa de paro, sostiene la renta de los hogares y limita la incertidumbre económica. El empleo aumentó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del 2020, tras un crecimiento del 1 % en el tercero (gráfico 11). Sin embargo, pese a esta mejora, en el cuarto trimestre todavía se situaba un 1,9 % por debajo del nivel prepandemia observado un año antes. Las

horas trabajadas continúan desempeñando un papel importante en el ajuste del mercado de trabajo de la zona del euro. En términos intertrimestrales, el total de horas trabajadas descendió un 1,6 % en el cuarto trimestre (después de aumentar un 14,8 % en el tercero), hasta situarse en una cota casi un 6,5 % inferior a la observada al cierre de 2019. Entretanto, la tasa de paro fue del 8,1 % en enero de 2021, prácticamente sin cambios con respecto a noviembre de 2020 y por debajo del nivel de agosto de 2020, cuando rozó el 8,7 %, pero todavía unos 0,8 puntos porcentuales por encima de la tasa registrada en febrero de 2020, antes de la pandemia. Según las estimaciones, el porcentaje de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo era de alrededor del 5,9 % de la población activa en enero de 2021, frente a casi un 20 % en abril de 2020. Con todo, el número de trabajadores sujetos a estos programas ha ido aumentado desde octubre de 2020 como resultado de las nuevas medidas de contención adoptadas en algunos países.

### Gráfico 11

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020 para el empleo, a febrero de 2021 para el PMI y a enero de 2021 para la tasa de paro.

### Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo de la zona del euro se han recuperado parcialmente, pero todavía señalan algunas vulnerabilidades.

En febrero de 2021, el PMI compuesto de empleo se situó en terreno expansivo por primera vez desde el comienzo de la pandemia de coronavirus (COVID-19), aunque se mantuvo en registros contractivos en algunos países y en los servicios de tecnología baja. Las expectativas de desempleo de los hogares continuaron siendo elevadas ese mes, en un contexto de debilidad de la demanda de trabajo. De cara al futuro, el número sustancial de trabajadores que siguen acogidos a programas de mantenimiento del empleo puede plantear riesgos al alza para la tasa de paro más adelante.

**El gasto en consumo perdió impulso en torno al cambio de año y se redujo un 3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2020.** En enero de 2021, el

comercio minorista experimentó una caída intermensual del 5,9 %, mientras que las matriculaciones de automóviles descendieron un 22 % en el mismo período (hasta situarse en el nivel más bajo observado desde junio de 2020). Como la segunda ola de la pandemia llevó a un nuevo aumento del ahorro de los hogares, las entradas de fondos en los depósitos bancarios de este sector continuaron siendo elevadas en enero (tras una disminución temporal en diciembre). Las rentas de un amplio número de hogares siguen sin verse afectadas por el impacto inmediato de la pandemia, y estos han continuado acumulando un volumen sustancial de ahorro involuntario. Al mismo tiempo, las expectativas de este sector para los próximos doce meses en relación con la situación económica general, su situación financiera personal y sus planes de realizar grandes compras no han mejorado de forma significativa desde mayo del año pasado.

**La inversión empresarial (aproximada por la inversión, excluida la construcción) mantiene una capacidad de resistencia relativa, después de crecer nuevamente en el cuarto trimestre de 2020.** La inversión, excluida la construcción, se ha visto respaldada por la fuerte inversión en productos de propiedad intelectual, que probablemente se debe, en parte, a la necesidad de seguir digitalizando la economía en respuesta a la pandemia. Entretanto, la inversión en maquinaria y bienes de equipo aumentó solo de forma moderada a finales de 2020, después de registrar un crecimiento excepcionalmente intenso en el tercer trimestre. En los últimos meses, la inversión empresarial se ha sustentado en la vigorosa demanda externa, como reflejan el incremento de los pedidos industriales de bienes de equipo procedentes de fuera de la zona del euro, así como las mejoras observadas en las carteras de pedidos exteriores de las empresas manufactureras en el período transcurrido hasta febrero. Los indicadores de opinión recientes también son acordes con que la inversión mantendrá su capacidad de resistencia en el primer trimestre de 2021. De hecho, el aumento de la confianza empresarial y de las expectativas de producción en el sector de bienes de equipo (sobre todo en febrero) sugiere que es probable que la inversión continúe creciendo en los próximos meses. Las perspectivas de inversión seguirían estando impulsadas, sobre todo, por las manufacturas, mientras que, según encuestas recientes, es más probable que las empresas del sector servicios —que generalmente se han visto más afectadas por la pandemia y por las medidas de contención asociadas— hayan aplazado o suspendido sus planes de inversión. De cara al futuro, el incremento de la carga financiera de las empresas y el posible aumento de las quiebras pueden representar una amenaza para la recuperación en curso de la inversión.

**La inversión en vivienda mantuvo su capacidad de resistencia en el cuarto trimestre de 2020, pese al nuevo aumento de las restricciones relacionadas con la pandemia, aunque las perspectivas a corto plazo siguen siendo inciertas.** La inversión residencial creció ligeramente en el cuarto trimestre, un 0,5 % en tasa intertrimestral, pero permaneció alrededor de un 3 % por debajo del nivel observado al cierre de 2019. Con todo, indicadores recientes apuntan a cierta moderación del ritmo de recuperación a corto plazo, en parte como consecuencia de las nuevas restricciones a la movilidad de los últimos meses. Esto podría incluso comprometer los avances conseguidos en el segundo semestre de 2020 para

retornar a los niveles de inversión en vivienda previos a la pandemia. Por el lado de la demanda, los datos de la encuesta de opinión de la Comisión Europea sobre la intención de los consumidores de reformar sus viviendas en los próximos doce meses señalan una disminución del gasto en vivienda a corto plazo, aunque con diferencias entre países. Por el lado de la oferta, pese a que se observan algunos signos de recuperación en los visados de obra nueva y en las carteras de pedidos, los indicadores de confianza más recientes sugieren que la debilidad de las perspectivas de la actividad empresarial a corto plazo podría lastrar a las empresas del sector inmobiliario y (en menor medida) a las del sector de la construcción. Los PMI de actividad del sector de la construcción correspondientes a los dos primeros meses de 2021 apuntan a que las perspectivas de las empresas del segmento residencial son más halagüeñas que las de sus homólogas del segmento comercial.

**El comercio de la zona del euro continuó creciendo a un ritmo sólido en el cuarto trimestre de 2020, debido principalmente al empuje adicional del comercio de manufacturas.** El crecimiento del comercio en el cuarto trimestre estuvo impulsado, aproximadamente en la misma medida, por: i) la consolidación de la recuperación observada en el tercer trimestre; ii) el crecimiento de las exportaciones de bienes de consumo a Reino Unido, Brasil y Asia, y iii) el aumento de las importaciones de energía desde Noruega y Rusia. Sin embargo, las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro fueron el único factor determinante del crecimiento en diciembre, apoyadas por el extraordinario acopio de bienes de la UE en el Reino Unido antes del final del período de transición del Brexit. Al comienzo de 2021, el coste de las exportaciones al Reino Unido desde la zona del euro aumentó, los plazos de entrega se alargaron y las exportaciones en contenedores registraron una brusca contracción (según datos de comercio marítimo). Es probable que el efecto resultante sobre el comercio sea temporal, ya que los indicadores adelantados correspondientes a enero y a febrero señalan un crecimiento adicional de las exportaciones de manufacturas en el primer trimestre de 2021. Mientras que los bienes de consumo fueron el principal factor impulsor de los nuevos pedidos exteriores en el cuarto trimestre, la evolución observada en los dos primeros meses de 2021 reflejó mejoras en los sectores de bienes de equipo y de bienes intermedios. Los datos más recientes de tarifas de transporte de mercancías, que retornaron a los niveles registrados antes de la pandemia en febrero, proporcionaron más evidencia de la normalización en curso del comercio de manufacturas. Al mismo tiempo, sin embargo, los intercambios comerciales de servicios continúan viéndose muy perjudicados, ya que los confinamientos prolongados siguen impidiendo cualquier mejora sustancial.

**Los indicadores coyunturales apuntan a una moderación continuada de la actividad económica en el primer trimestre de 2021.** Los indicadores de opinión permanecen en niveles bajos acordes, en líneas generales, con una leve contracción adicional en el primer trimestre de este año, pese a observarse mejoras moderadas con respecto al cuarto trimestre de 2020. El PMI *flash* compuesto de actividad, que descendió desde 52,4 en el tercer trimestre hasta 48,1 en el cuarto, ha registrado un ligero ascenso recientemente, situándose en un valor medio de 48,3 para enero y febrero. Este aumento refleja la evolución de los servicios (si bien sugiere que el sector todavía permanece en terreno contractivo). En cambio, el PMI

de actividad de las manufacturas retrocedió marginalmente en los dos primeros meses de 2021 (con respecto al cuarto trimestre de 2020), pero se mantuvo en terreno expansivo. Si se analizan específicamente las medidas relacionadas con la pandemia, aunque el índice sintético de severidad ha permanecido en niveles próximos a los observados en su máximo de abril de 2020, los indicadores de alta frecuencia de movilidad correspondientes a los países de la zona del euro han empezado a mejorar en los últimos meses. En general, las perspectivas a corto plazo siguen sujetas a una incertidumbre considerable.

**La reciente intensificación de la pandemia de COVID-19 ha debilitado las perspectivas a corto plazo de la economía de la zona del euro, pero no ha comprometido su recuperación.** Los esfuerzos por aumentar la producción y la distribución de las vacunas (que deberían permitir que las medidas de contención se relajen), junto con el apoyo sustancial de las políticas monetaria y fiscal (incluidos los fondos «Next Generation EU») y la mejora de las perspectivas de demanda mundial, deberían traducirse en una recuperación robusta a partir de la segunda mitad de 2021. Esta valoración se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2021, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 4 % en 2021, del 4,1 % en 2022 y del 2,1 % en 2023 (gráfico 12), prácticamente sin cambios con respecto a las proyecciones de diciembre de 2020. Se espera que el PIB real supere su nivel anterior a la pandemia en el segundo trimestre de 2022. Con todo, los riesgos a corto plazo para las perspectivas de crecimiento siguen apuntando a la baja debido al rebrote del virus, a la aparición de nuevas mutaciones y a las medidas de contención asociadas. Al mismo tiempo, los riesgos en torno a las perspectivas de crecimiento de la zona del euro a medio plazo están ahora más equilibrados. Además, es probable que el plan de rescate estadounidense (*American Rescue Plan*) del Gobierno de Biden, que no llegó a tiempo para su inclusión en las proyecciones de referencia, se traduzca en algunos efectos de desbordamiento positivos para la zona del euro<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Véase el recuadro 4 del artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2021](#)», publicado en el sitio web del BCE el 11 de marzo de 2021.

**Gráfico 12**

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



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2021](#)».

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

## 4

## Precios y costes

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro se situó en el 0,9 % en febrero de 2021, la misma tasa que en enero de ese año, pero que representa un incremento notable con respecto al -0,3 % registrado en diciembre de 2020. Sobre la base de los precios actuales de los futuros del petróleo, es probable que la inflación general aumente en los próximos meses, si bien se espera cierta volatilidad a lo largo del año como reflejo de la cambiante dinámica de los factores que actualmente impulsan al alza. Cabe esperar que estos factores desaparezcan gradualmente de las tasas de inflación interanual a principios del próximo año. Las presiones inflacionistas subyacentes crecerán ligeramente este año debido a las actuales restricciones de oferta y a la recuperación de la demanda interna, aunque se espera que sigan siendo en general débiles, como reflejo, entre otros factores, de las bajas presiones salariales y la anterior apreciación del euro. Una vez que el impacto de la pandemia de coronavirus (COVID-19) desaparezca, la absorción del elevado nivel de holgura, apoyada por la orientación acomodaticia de las políticas fiscal y monetaria, contribuirá a un aumento gradual de la inflación a medio plazo. Los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen en niveles bajos, aunque los indicadores de mercado han continuado registrando un incremento paulatino. Esta valoración se refleja, en líneas generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2021, que sitúan la inflación anual en el 1,5 % en 2021, el 1,2 % en 2022 y el 1,4 % en 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, las perspectivas de inflación se han revisado al alza para 2021 y 2022, debido fundamentalmente a factores de naturaleza temporal y al aumento de la tasa de variación de los precios de la energía, y se mantienen inalteradas para 2023.

**La inflación medida por el IAPC registró un fuerte incremento a principios de este año con respecto al final del año pasado.** Tras cuatro meses consecutivos situándose en el -0,3 %, la inflación medida por el IAPC aumentó hasta el 0,9 % en enero de 2021 y se mantuvo en este nivel en febrero. Según la estimación de avance de Eurostat, la tasa no varió en febrero de 2021 debido a que la tasa de variación de los precios de la energía menos negativa se compensó con el descenso de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX). El IAPCX cayó hasta el 1,1 % en febrero, frente al 1,4 % de enero, aunque fue notablemente superior al 0,2 % registrado en los cuatro últimos meses de 2020.

**El repunte de la inflación general en enero reflejó varios factores que fueron en su mayoría transitorios y de carácter estadístico (gráfico 13).** En primer lugar, el impacto de las actualizaciones de las ponderaciones del IAPC para 2021, que fueron mayores de lo habitual y estuvieron relacionadas con los cambios en los patrones de consumo de los hogares durante la pandemia de COVID-19, fue un factor significativo, especialmente en el caso de los servicios recreativos y los relacionados con turismo y viajes. El cambio en las ponderaciones de gasto

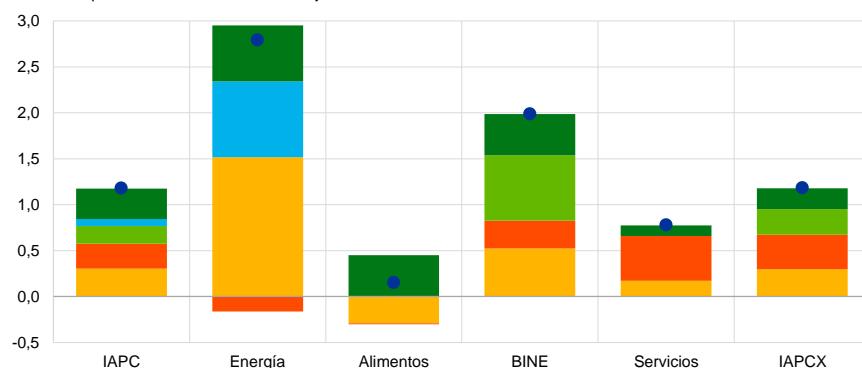
contribuyó 0,3 puntos porcentuales a la inflación medida por el IAPC en enero<sup>6</sup>. En segundo lugar, la reversión de la rebaja del IVA alemán parece haber sido más o menos simétrica, en términos de magnitud, al impacto que tuvo el descenso de la tasa en julio de 2020, y su contribución al repunte del IAPC fue de 0,3 puntos porcentuales. En tercer lugar, como las fechas y la magnitud de las rebajas cambiaron en varios países de la zona del euro, la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos registró un incremento sustancial. Sin embargo, aunque se tengan en cuenta estos factores, parte del efecto alcista sobre la inflación medida por el IAPC general y por el IAPCX obedece a la suma de otros factores (barras de color amarillo del gráfico 13).

**Gráfico 13**

Variación de la inflación general entre diciembre de 2020 y enero de 2021

(contribuciones en puntos porcentuales)

- Variación del IAPC entre diciembre y enero
- Suma de otras influencias
- Impacto de las ponderaciones
- Impacto de los cambios en las rebajas
- Impacto del impuesto sobre el carbono
- Impacto de la reversión de la rebaja del IVA



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los cambios en las rebajas se aplican a Italia y a Francia. La reversión de la rebaja del IVA y el impuesto sobre el carbono se refieren a Alemania. «BINE» corresponde a los bienes industriales no energéticos.

### El incremento reciente de la inflación medida por el IAPC también se debió a una tasa de variación de los precios de la energía cada vez menos negativa.

Tras situarse en el -6,9 % en diciembre de 2020, la inflación de la energía aumentó hasta el -4,1 % en enero de 2021 y hasta el -1,7 % en febrero. La tasa menos negativa de enero reflejó las recientes subidas de los precios del petróleo en euros, y en febrero también fue el resultado de un efecto base derivado de la caída de los precios de esta materia prima al comienzo de la pandemia el año pasado. Otros factores que contribuyeron a la tasa de variación de los precios de la energía menos negativa fueron la reversión de la rebaja del IVA y la introducción del impuesto sobre el carbono en Alemania, así como el incremento de los precios de la electricidad — particularmente en España — como consecuencia del frío.

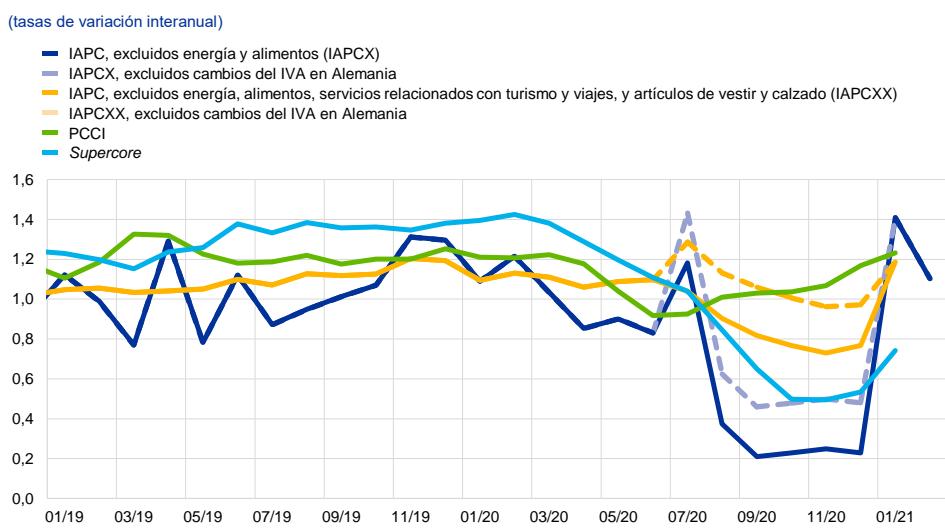
### El uso de precios imputados aumentó en enero y en febrero, lo que implica que existía, en cierto modo, más incertidumbre en torno a las señales relativas

<sup>6</sup> No obstante, este impacto variará a lo largo del año, y se estimó que era de 0,1 puntos porcentuales en febrero. Para más información, véase el recuadro titulado «Ponderaciones del IAPC para 2021 y sus implicaciones para la medición de la inflación», en este Boletín Económico. El impacto de la variación de las ponderaciones solo puede estimarse con fiabilidad con la publicación completa.

**a las presiones inflacionistas subyacentes.** Después de que el porcentaje de imputaciones de precios retornase a niveles muy bajos durante el verano de 2020, hacia finales de año comenzó a aumentar a medida que se fueron endureciendo de nuevo las medidas de contención del COVID-19. En febrero de 2021, el 14 % y el 19 % de los precios de los componentes del IAPC y del IAPCX, respectivamente, fueron imputados.

**Aunque los indicadores de la inflación subyacente basados en la exclusión de componentes aumentaron, las medidas basadas en modelos apenas variaron en enero (últimos datos disponibles)<sup>7</sup>.** La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado (IAPCX), se incrementó y se situó en el 1,2 % en enero de 2021, frente al 0,8 % del mes anterior, mientras que el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) permaneció inalterado en el 1,2 %. El indicador Supercore (inflación «supersubyacente») aumentó ligeramente, desde el 0,5 % observado en diciembre de 2020 hasta el 0,7 % en enero de 2021 (gráfico 14). Las medidas también se vieron afectadas por algunos de los factores transitorios mencionados anteriormente, como la reversión de la rebaja del IVA en Alemania.

**Gráfico 14**  
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Para el IAPCX y el IAPCX, excluidos cambios del IVA en Alemania, las últimas observaciones corresponden a la estimación de avance de febrero de 2021. Para el resto, las últimas observaciones corresponden a enero de 2021.

**Las presiones inflacionistas latentes sobre la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvieron prácticamente estables en las fases posteriores de la cadena, pero se intensificaron en las primeras fases.** En el caso de los bienes de consumo no alimenticio, la tasa de variación de los precios de producción internos fue del 0,6 % en enero, por lo que

<sup>7</sup> Para una descripción de los indicadores de la inflación subyacente basados en la exclusión de componentes y en modelos, véase el artículo titulado «[Measures of underlying inflation for the euro area](#)», Boletín Económico, número 4, BCE, 2018

siguió fluctuando en niveles próximos a su media de largo plazo. La inflación de los precios de importación de estos bienes permaneció en niveles reducidos, y el perfil mensual reflejó, en gran medida, movimientos en el tipo de cambio efectivo nominal del euro. En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la tasa de variación de los precios de producción y de importación de los bienes intermedios continuó incrementándose en enero, probablemente como consecuencia de la relajación adicional de las presiones a la baja procedentes de los precios del petróleo y de otras materias primas<sup>8</sup>.

**La fijación de los salarios sigue estando afectada por los programas de apoyo público.** Esto se refleja, por ejemplo, en la divergencia entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y el de la remuneración por hora. La diferencia entre estas dos variables volvió a crecer en el cuarto trimestre de 2020 a medida que aumentó el uso de los programas de regulación temporal de empleo como resultado de las nuevas medidas de confinamiento adoptadas a finales del año pasado. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se incrementó ligeramente y se situó en el 0,7 % en el cuarto trimestre, frente al 0,6 % del tercero, después de registrar una tasa muy negativa del -4,5 % en el segundo trimestre. A su vez, la tasa de avance interanual de la remuneración por hora repuntó de nuevo hasta situarse en el 5,1 % en el cuarto trimestre de 2020, desde el 3,4 % del tercero (gráfico 15). Esta evolución dispar refleja el impacto de los programas de regulación temporal de empleo, en los que los trabajadores mantuvieron su empleo, pero solo recibieron parte de su remuneración habitual, mientras que las horas reales trabajadas por persona ocupada se redujeron de forma notable<sup>9</sup>. El crecimiento de los salarios negociados, que no se ve directamente afectado por la evolución de las horas trabajadas y por el registro de las prestaciones asociadas a los programas de mantenimiento del empleo, aumentó hasta el 1,9 % en el cuarto trimestre de 2020, frente al 1,7 % y al 1,6 % del segundo y tercer trimestre, respectivamente. Este movimiento al alza reflejó el impacto de pagos extraordinarios efectuados al final del año, pero incluso si se descuenta este efecto, el crecimiento de los salarios negociados se mantuvo relativamente robusto en el 1,6 % en el cuarto trimestre, dado que los datos incluyen aún los convenios firmados antes de la irrupción de la pandemia.

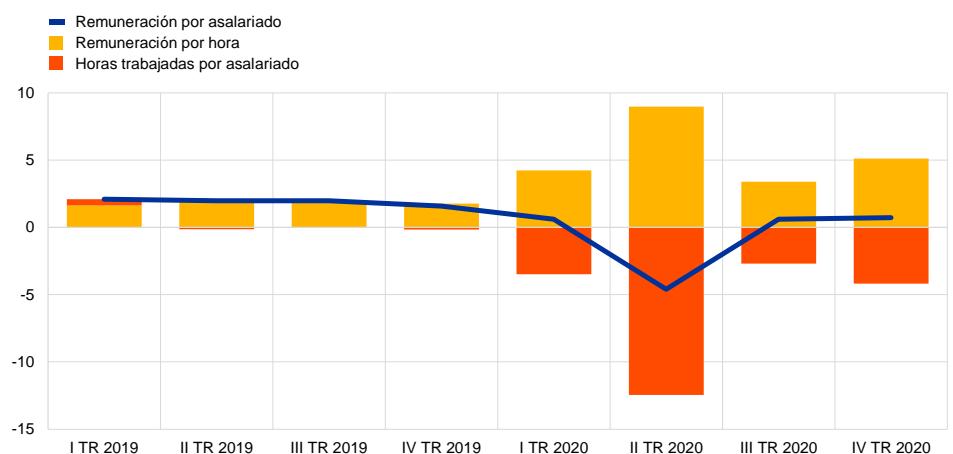
<sup>8</sup> La tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios aumentó hasta situarse en el 0,9 % en enero, desde el -0,1 % del mes anterior, mientras que la tasa correspondiente a los precios de importación de estos bienes se incrementó desde el -0,8 % hasta el 0,1 % en el mismo período.

<sup>9</sup> También es probable que los programas de mantenimiento del empleo hayan contribuido a la fortaleza de los márgenes empresariales. Aunque estos márgenes se deterioraron en cierta medida en el cuarto trimestre, mantuvieron su capacidad de resistencia si se comparan con la profundidad de la recesión. Véase el recuadro titulado «[El papel de los márgenes empresariales en el ajuste a la perturbación del COVID-19](#)» en este Boletín Económico.

### Gráfico 15

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

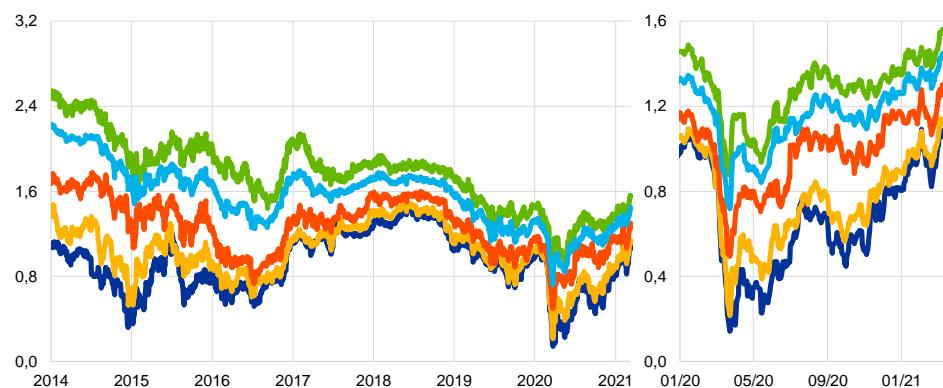
**Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación siguieron aumentando en paralelo a la tendencia global de reflación (gráfico 16).** El incremento de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación de la zona del euro durante el período analizado reflejó, principalmente, tres factores globales: la mejora de la percepción de riesgos debido al inicio de la vacunación contra el COVID-19 y al descenso de las tasas de contagio; el nuevo estímulo fiscal proporcionado en Estados Unidos por la Administración de Biden, y la vigorosa recuperación de los precios de las materias primas. Durante la primera parte del período analizado, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a corto y a medio plazo repuntaron, pero luego volvieron a retroceder parcialmente en torno a mediados de febrero, en consonancia con sus equivalentes internacionales. Sin embargo, hacia finales de ese mes, los tipos *swap* de inflación de la zona del euro subieron de nuevo. A principios de marzo, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a corto y a largo plazo permanecieron por encima de los niveles anteriores a la pandemia. Con todo, los tipos *swap* de inflación a corto y a largo plazo han seguido registrando niveles muy moderados recientemente, y no sugieren un retorno de la inflación al objetivo del BCE en un futuro cercano. Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación muestran algunas señales de estabilización en niveles próximos a sus mínimos históricos. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2021 (que se llevó a cabo a principios de enero de 2021), las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron sin cambios en el 1,7 %.

## Gráfico 16

### Indicadores de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

- Tasa a un año dentro de un año
- Tasa a un año dentro de dos años
- Tasa a un año dentro de cuatro años
- Tasa a un año dentro de nueve años
- Tasa a cinco años dentro de cinco años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 10 de marzo de 2021.

**Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021, la inflación general estará sujeta a cierta volatilidad en los próximos meses, pero aumentará gradualmente en el horizonte de proyección.** Las proyecciones de referencia sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 1,5 % en 2021, el 1,2 % en 2022 y el 1,4 % en 2023 (gráfico 17). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, la proyección de la inflación medida por el IAPC se ha revisado al alza para 2021 y 2022, aunque se ha mantenido inalterada para 2023. La revisión para 2021 refleja un ajuste al alza del componente energético del IAPC, así como el impacto de los factores transitorios que explican el reciente repunte de la inflación. A medio plazo, cuando el impacto de los factores temporales desaparezca de las tasas anuales, la inflación retrocedería al 1 % a comienzos de 2022 y después se incrementaría gradualmente hasta el 1,4 % en 2023. Se prevé que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1 % en 2021 y el 1,1 % en 2022, y que aumente hasta el 1,3 % en 2023. Se espera que los efectos del paquete fiscal estadounidense sobre el IAPC de la zona del euro sean moderados, con un impacto acumulado de alrededor de 0,15 puntos porcentuales en el horizonte de proyección<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Para información más detallada, véase el recuadro 4 del artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2021» en el sitio web del BCE.

**Gráfico 17**

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2021](#)», publicado en el sitio web del BCE el 11 de marzo de 2021.

Notas: La línea vertical indica el inicio del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2023 (proyecciones). La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones fue el 16 de febrero de 2021.

## 5

## Dinero y crédito

*La dinámica monetaria de la zona del euro siguió reflejando las implicaciones de la pandemia de coronavirus (COVID-19). El crecimiento monetario se estabilizó en niveles elevados en enero, debido a la persistente demanda de liquidez por parte de las empresas y los hogares. El crédito interno continuó siendo la principal fuente de creación de dinero, siendo las compras del Eurosistema las que más contribuyeron. Las importantes medidas adoptadas con prontitud por las autoridades monetarias, fiscales y supervisoras siguieron respaldando el flujo de crédito a la economía de la zona del euro en condiciones favorables. El volumen total de financiación externa de las empresas continuó estabilizándose en el cuarto trimestre de 2020. El coste total de dicha financiación se estabilizó a partir de octubre de 2020, dado que el coste de los valores de renta fija y de las acciones se moderó, mientras que los tipos de interés de los préstamos bancarios permanecieron estables.*

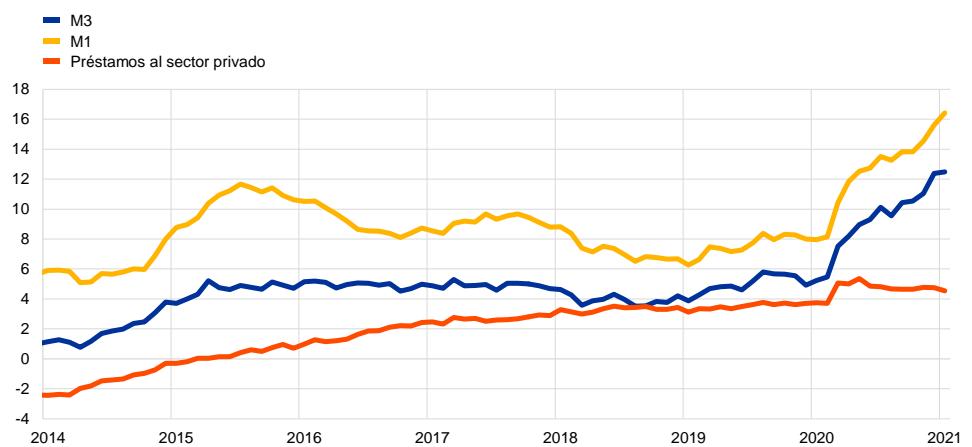
### **El crecimiento del agregado monetario amplio se estabilizó en niveles**

**elevados en enero.** La dinámica monetaria continuó reflejando la pandemia de COVID-19, que ha generado una preferencia extraordinaria por la liquidez. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se situó en el 12,5 % en enero, frente al 12,4 % registrado en diciembre de 2020 (gráfico 18). La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario más líquido (M1), que comprende los depósitos a la vista y el efectivo en circulación, siguió acelerándose hasta alcanzar el 16,4 % en enero, frente al 15,6 % observado en diciembre, contribuyendo así de forma notable al crecimiento de M3. Esta evolución refleja no solo la acumulación de liquidez por parte de las empresas y los hogares en un entorno de incertidumbre persistentemente elevada, sino también, en el caso de estos últimos, un cierto ahorro forzoso debido a las menores oportunidades de consumo. El intenso crecimiento monetario también fue resultado de las importantes medidas de apoyo adoptadas por el BCE y las autoridades supervisoras, así como por los Gobiernos nacionales, con el fin de garantizar que se proporcione liquidez suficiente a la economía para afrontar las consecuencias económicas de la pandemia.

**Gráfico 18**

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a enero de 2021.

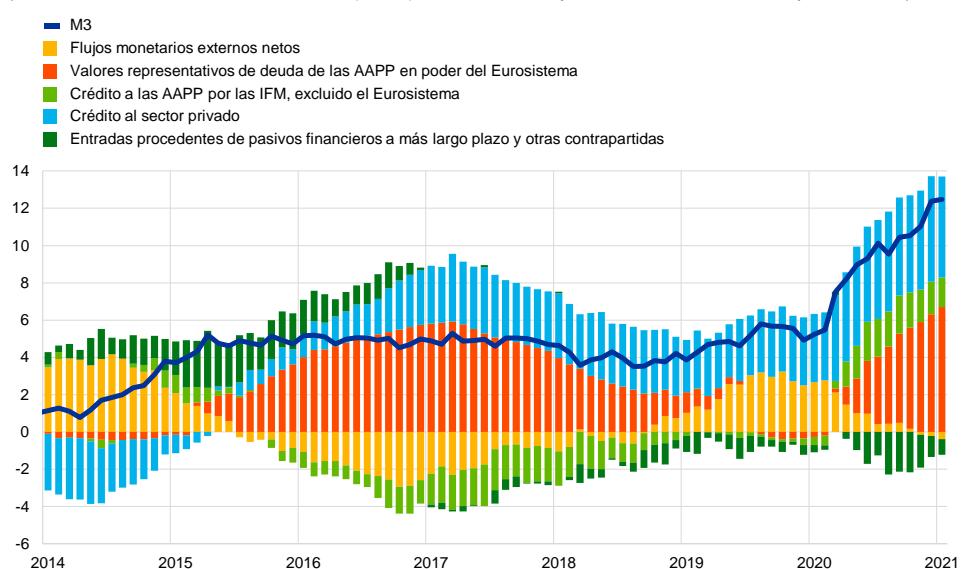
**Los depósitos a la vista continuaron siendo el componente que más contribuyó al crecimiento de M3.** La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista aumentó hasta el 17,1 % en enero, desde el 16,3 % de diciembre. La preferencia de los tenedores del dinero por los depósitos a la vista reflejó motivos de precaución y el nivel muy bajo de los tipos de interés, que reduce el coste de oportunidad de mantener estos instrumentos. El avance de los depósitos estuvo impulsado, principalmente, por los depósitos de las empresas y de los hogares. Los primeros crecieron de forma dispar entre países, como consecuencia de las diferentes necesidades de liquidez de las empresas y de las medidas de apoyo adoptadas por los Gobiernos nacionales. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se incrementó desde el 11,3 % observado en diciembre hasta el 12,3 % en enero. En comparación, la contribución de otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables al crecimiento interanual de M3 siguió siendo moderada, lo que obedece al bajo nivel de los tipos de interés y a la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

**El crédito interno continuó siendo la principal fuente de creación de dinero, siendo las compras del Eurosistema las que más contribuyeron.** Desde octubre de 2020, las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema en el marco del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) del BCE fueron las que más contribuyeron al avance de M3 (parte de color rojo de las barras del gráfico 19). El crecimiento del crédito al sector privado fue el segundo componente que más peso tuvo en dicho avance, con una contribución considerable, aunque decreciente (parte de color azul de las barras del gráfico 19). El flujo de crédito del sector bancario (excluido el Eurosistema) al sector público se moderó en los últimos meses (parte de color verde claro de las barras del gráfico 19). Los flujos monetarios externos netos fueron equilibrados, en general, en 2020 (parte de color amarillo de las barras del gráfico 19), mientras que los pasivos

financieros a más largo plazo y otras contrapartidas tuvieron un impacto negativo en el crecimiento del agregado monetario amplio (parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 19). Ello se debió principalmente a la evolución de otras contrapartidas (en particular las cesiones temporales), al tiempo que las condiciones favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) siguieron respaldando la sustitución de la financiación de las entidades de crédito, lo que dio lugar a amortizaciones netas de bonos bancarios a largo plazo.

**Gráfico 19**  
M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos y del PEPP. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2021.

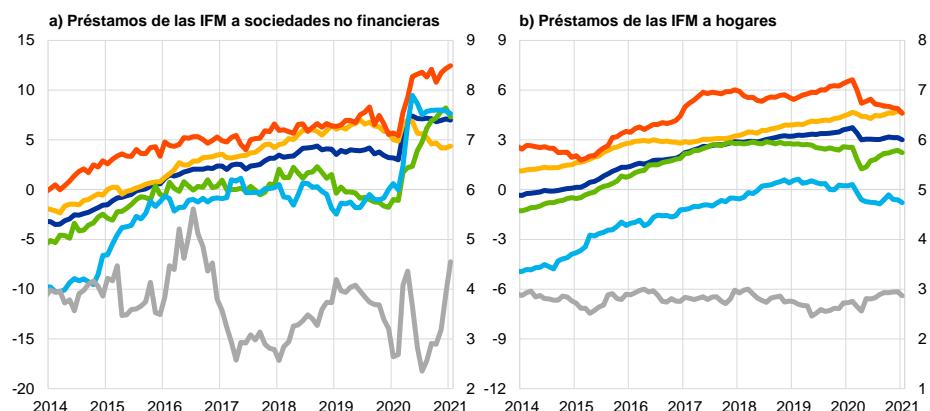
**El crecimiento de los préstamos al sector privado se moderó.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado disminuyó hasta el 4,5 % en enero, tras el 4,7 % observado en diciembre, pero se mantuvo muy por encima del nivel registrado antes de la pandemia (gráfico 18). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a empresas se situó en el 7 % en enero, frente al 7,1 % de diciembre, mientras que la de los préstamos a hogares descendió desde el 3,1 % hasta el 3 % durante ese período (gráfico 20). El avance a más corto plazo de los préstamos a empresas continuó moderándose, y el flujo mensual de crédito pasó a ser ligeramente negativo en enero, reflejando la acumulación previa de colchones de liquidez, la baja demanda de préstamos con fines de inversión y señales incipientes de una intensificación de la presión sobre la oferta de crédito. El recurso de las empresas a los préstamos a más largo plazo ha seguido aumentando, en detrimento de los préstamos a más corto plazo.

## Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Desviación típica entre países (escala derecha)



Fuente: BCE.

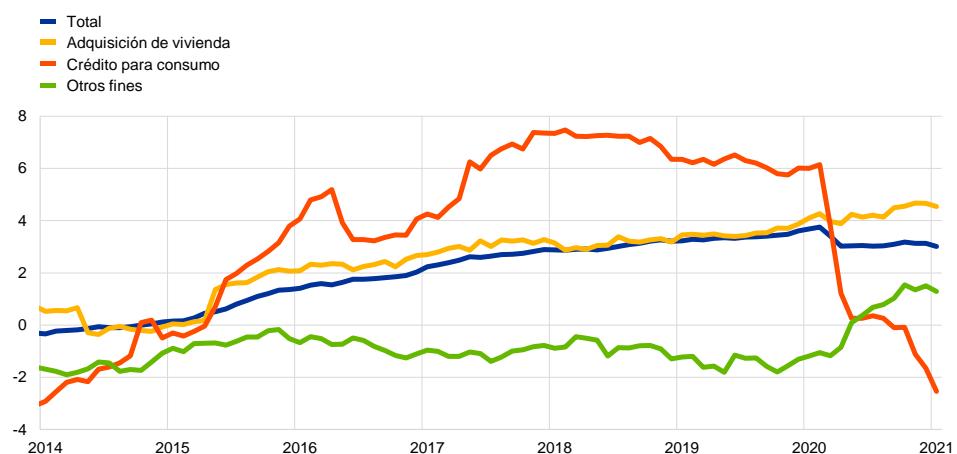
Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias; en el caso de las sociedades no financieras, también se han ajustado de centralización nocial de tesorería (*national cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2021.

**El crédito total a los hogares también se moderó.** Mientras que los préstamos a hogares para adquisición de vivienda permanecieron básicamente estables desde septiembre de 2020, con una tasa de crecimiento interanual del 4,5 % en enero, el crédito para consumo continuó registrando una acusada caída, cuyo principio coincidió con el comienzo de la pandemia (gráfico 21). La tasa de crecimiento interanual del crédito para consumo disminuyó hasta el -2,5 % en enero, desde el -1,7 % de diciembre. El fuerte descenso de esta modalidad de préstamo está relacionado con la intensificación de las medidas de confinamiento desde noviembre de 2020. En cambio, el crecimiento interanual de los préstamos a hogares para otros fines se situó en el 1,3 % en enero, frente al 1,5 % registrado en diciembre. Pese a la ligera mejora observada desde mayo de 2020, el avance de esta categoría de préstamos, que obedeció en gran medida al crédito concedido a las pequeñas empresas (empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica), se mantuvo contenido. Aunque las pequeñas empresas se vieron especialmente afectadas por la desaceleración de la actividad económica, también se beneficiaron del apoyo público para satisfacer sus necesidades de financiación.

## Gráfico 21

### Préstamos de las IFM a los hogares, por finalidad

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



Fuente: BCE.

Notas: La serie del total de préstamos a hogares está ajustada de titulizaciones y otras transferencias. La última observación corresponde a enero de 2021.

**En la zona del euro, la deuda bruta de los hogares —calculada como la deuda total en relación con la renta disponible— siguió aumentando en los últimos trimestres y superó significativamente el nivel registrado antes de la pandemia.** Aunque esta evolución refleja las consecuencias económicas de la pandemia, que ha tendido a comprimir la renta disponible, se observó heterogeneidad entre países. Al mismo tiempo, la tasa de ahorro de los hogares registró un incremento acusado, como consecuencia de la combinación del ahorro forzoso, debido al menor consumo causado por los cierres, y del ahorro por motivo precaución, a raíz del desplome de la confianza de los consumidores y la mayor incertidumbre.

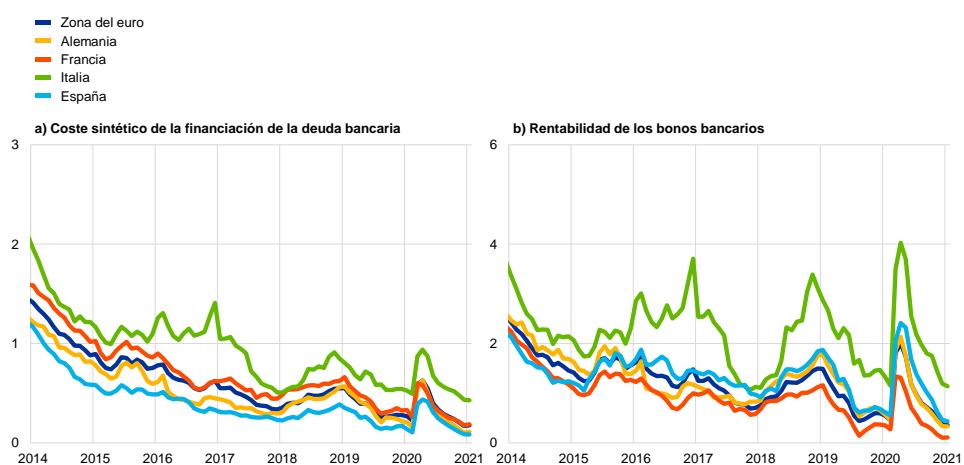
**Las entidades de crédito siguieron beneficiándose de unas condiciones de financiación favorables, mientras que el mayor riesgo de crédito está afectando negativamente a su balance y a su rentabilidad.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvo por debajo del nivel previo a la pandemia, debido también al apoyo de la política monetaria (gráfico 22). El APP y el PEPP del BCE han ejercido presión a la baja sobre los rendimientos, y las entidades de crédito han sustituido parcialmente la financiación de mercado por las operaciones TLTRO con condiciones muy favorables. Ambos factores sustentaron asimismo las condiciones de los bonos bancarios en los mercados. Además, los precios de los bonos bancarios garantizados cuentan con el respaldo directo del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés) del BCE. Adicionalmente, los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro, que representan el grueso de su financiación, permanecieron sin variación en mínimos históricos en enero de 2021, contribuyendo así a las favorables condiciones de financiación de la deuda de los bancos, en un entorno de transmisión efectiva de los tipos negativos. De hecho, cada vez más, las entidades de crédito de la zona del euro han aplicado tipos de interés negativos a los

depósitos de las sociedades no financieras desde el comienzo de la crisis del COVID-19. Al mismo tiempo, los tipos de interés de gran parte de la financiación mediante depósitos de los bancos, en particular los depósitos minoristas, tienden a permanecer en cero o en niveles superiores, lo que comprime sus márgenes de intermediación. Es probable que las perspectivas de pérdidas crediticias como consecuencia del deterioro de la solvencia de los prestatarios y de la baja rentabilidad bancaria afecte a la intermediación de los bancos y a su capacidad de absorción de pérdidas. Como muestra la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) correspondiente a enero de 2021, las entidades de crédito volvieron a endurecer los criterios de concesión de préstamos en el cuarto trimestre de 2020, lo que refleja su mayor percepción de riesgos debido a la pandemia.

### Gráfico 22

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

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



Fuentes: BCE, Markit iBoxx y cálculos del BCE.

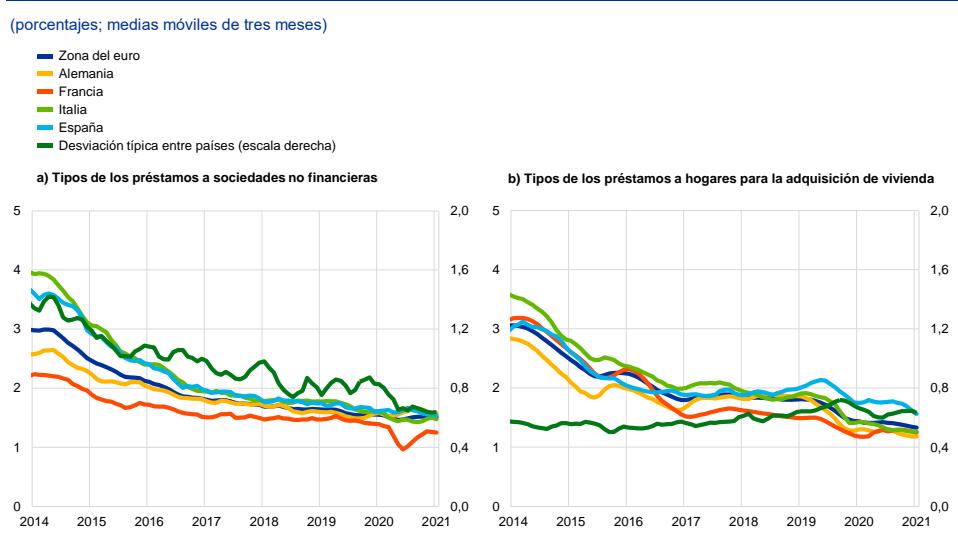
Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La «rentabilidad de los bonos bancarios» corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos senior. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2021.

**Los tipos de interés del crédito bancario se mantuvieron en niveles próximos a sus mínimos históricos.** En diciembre, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las empresas se situaron en el 1,51 %, mientras que los de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda cayeron hasta un nuevo mínimo histórico del 1,33 % (gráfico 23). Esta evolución fue generalizada en los distintos países de la zona del euro. Sin embargo, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se amplió, aunque permaneció en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. Existe preocupación acerca de que los graves y prolongados efectos económicos de la pandemia en los ingresos de las empresas, las perspectivas de empleo de los hogares y la solvencia general de los prestatarios ejerzan presión al alza sobre los tipos de los préstamos bancarios. Dos factores explican la reacción favorable frente a la pandemia que han mostrado estos tipos hasta ahora. El primero es que las medidas adoptadas por el BCE, los supervisores bancarios y los Gobiernos han compensado el efecto procíclico de la perturbación de la pandemia sobre la oferta de crédito. A este respecto, las TLTRO seguirán

contribuyendo a ejercer presión a la baja sobre los tipos de interés de los préstamos bancarios. El segundo factor es que estos tipos tienden a ser menos sensibles a corto plazo, ya que los bancos absorben temporalmente las fluctuaciones de los componentes de sus costes en un intento por mantener las relaciones con los clientes.

### Gráfico 23

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



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2021.

### El volumen total de financiación externa de las empresas continuó

**estabilizándose en el cuarto trimestre de 2020.** El crecimiento interanual de la financiación externa siguió aumentando ligeramente en los últimos meses, hasta situarse en el 4,5 % en diciembre de 2020, mientras que su crecimiento a más corto plazo continuó disminuyendo con respecto al pico observado en el verano de 2020 (panel a del gráfico 24). Esta evolución se explica por el avance más moderado de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras y por las menores emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las empresas. Al mismo tiempo, las emisiones netas de acciones cotizadas y no cotizadas se mantuvieron prácticamente estables. La ralentización obedeció a dos factores principales: el primero es que las empresas acumularon colchones de liquidez considerables en la primera ola de la pandemia, lo que redujo su necesidad de financiación de emergencia adicional; el segundo es que sus necesidades de financiación inmediata disminuyeron, debido al aplazamiento de la inversión en capital fijo prevista ante el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Al mismo tiempo, los flujos de financiación externa continuaron beneficiándose de unas condiciones de financiación favorables. El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras, que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones, se situó en el 4,4 % a finales de enero (panel b del gráfico 24). Este nivel fue aproximadamente 60 puntos básicos más bajo que el máximo local de marzo de

2020 y 20 puntos básicos más alto que el mínimo histórico registrado en junio del mismo año. Desde finales de octubre de 2020, el coste total de la financiación disminuyó en torno a 20 puntos básicos, principalmente como consecuencia del menor coste de los valores de renta fija y de las acciones. El coste a largo plazo de los préstamos bancarios también se redujo varios puntos básicos. Se estima que, entre finales de enero y el final del período de referencia (10 de marzo de 2021), el coste total de la financiación permaneció estable, ya que el ligero aumento del coste de los valores de renta fija —atribuible al tipo de interés libre de riesgo más elevado y a la disminución solo ligera de los diferenciales de los bonos corporativos— se compensó con un descenso del coste de las acciones.

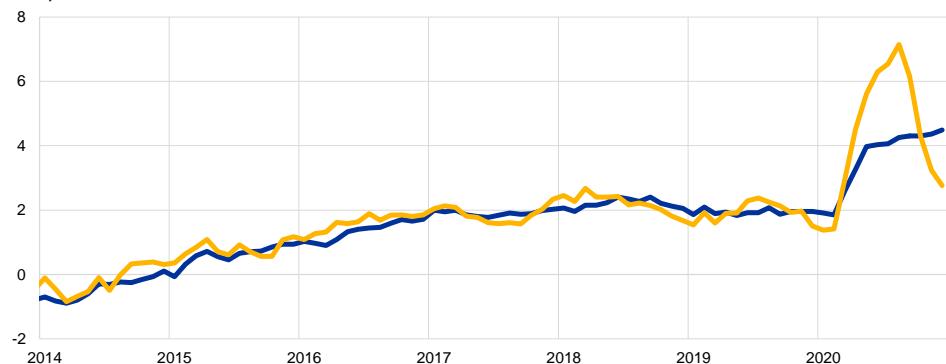
#### Gráfico 24

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

(tasas de variación - panel a; porcentajes - panel b)

- Tasa de crecimiento interanual
- Tasa de crecimiento semestral anualizada

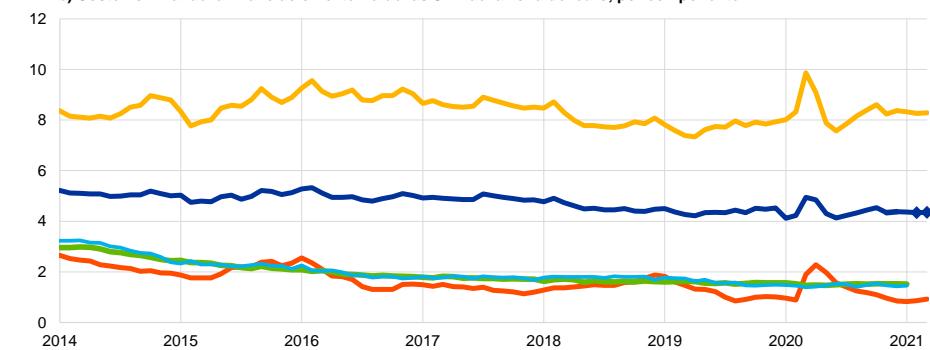
##### a) Financiación externa neta de las SNF de la zona del euro



##### Coste total de la financiación

- Coste de las acciones
- Coste de los valores de renta fija
- Indicador del coste de los préstamos a corto plazo
- Indicador del coste de los préstamos a largo plazo

##### b) Coste nominal de la financiación externa de las SNF de la zona del euro, por componente



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

Notas: Panel a: La financiación externa neta es la suma de los préstamos de las IFM, las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de IFM están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Panel b: El coste total de la financiación de las SNF se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Los rombos de color azul oscuro indican el coste total de financiación previsto actualmente para febrero y marzo de 2021, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de enero de 2021. Las últimas observaciones del panel a corresponden a diciembre de 2020. Las últimas observaciones del panel b se refieren al 10 de marzo de 2021 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 5 de marzo de 2021 para el coste de las acciones (datos semanales) y a enero de 2021 para el coste del crédito (datos mensuales).

## 6

## Evolución de las finanzas públicas

*Como resultado de la desaceleración económica muy pronunciada registrada durante la pandemia de coronavirus (COVID-19) y la enérgica respuesta fiscal, se estima que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó hasta el 7,2 % del PIB en 2020, desde el 0,6 % de 2019.*

*Posteriormente, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021 prevén un descenso de la ratio de déficit hasta situarse en el 6,1 % en 2021 y en el 2,4 % al final del horizonte de proyección, en 2023. Aunque esta senda elevaría la ratio de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro hasta alrededor del 95 % del PIB en 2023, es decir, unos 11 puntos porcentuales por encima del nivel previo a la crisis, es probable que la posición fiscal se vea algo menos afectada de lo que se esperaba, en general, en la fase inicial de la pandemia. Con todo, seguirá siendo fundamental una orientación ambiciosa y coordinada de las políticas fiscales. A este fin, el apoyo de las políticas fiscales nacionales continúa siendo necesario, dada la debilidad de la demanda de las empresas y los hogares en el contexto de la continuación de la pandemia y de las medidas de contención asociadas. Como complemento, el programa «Next Generation EU» (NGEU) desempeñará un papel esencial contribuyendo a que la recuperación sea más rápida, fuerte y uniforme. Este instrumento aumentará la capacidad de resistencia y el potencial de crecimiento de las economías de la UE, especialmente si los fondos se destinan a un gasto público productivo y se acompañan de políticas estructurales dirigidas a incrementar la productividad.*

**Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro experimentó un deterioro acusado en 2020, pero se prevé que mejore de forma gradual posteriormente<sup>11</sup>.** Se estima que la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona aumentó desde el 0,6 % del PIB en 2019 hasta el 7,2 % del PIB en 2020 y, atendiendo a las proyecciones, descenderá hasta situarse en el 6,1 % en 2021 y en el 3,1 % y el 2,4 % en 2022 y 2023, respectivamente (gráfico 25). El incremento del déficit presupuestario en 2020 es atribuible, en buena medida, al empeoramiento del saldo primario ajustado de ciclo resultante de las medidas de apoyo económico por un importe equivalente a alrededor del 4,25 % del PIB, del que la mayor parte fue gasto adicional, en concreto en forma de transferencias y subsidios a empresas y hogares, como los programas de regulación temporal de empleo. Este aumento también obedece a un importante componente cíclico negativo, en línea con una contracción acusada del producto de la zona del euro<sup>12</sup>. Inicialmente, la mejora posterior del saldo presupuestario estaría impulsada por una recuperación del saldo primario ajustado de ciclo, ya que se prevé que parte de las medidas de emergencia tengan un coste menor que en 2020 y que las medidas de recuperación adicionales se financien con

<sup>11</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2021» publicadas en el sitio web del BCE el 11 de marzo de 2021.

<sup>12</sup> Cabe señalar que el nivel de incertidumbre en torno a la descomposición en ciclo y tendencia de la evolución presupuestaria es inusualmente elevado en la actualidad.

las subvenciones del NGEU<sup>13</sup>. En 2021, los Gobiernos han prolongado las medidas de emergencia a la luz de la nueva ronda de restricciones relacionadas con los confinamientos, han ampliado su alcance o han adoptado nuevas medidas de respaldo, que se estiman en un total del 3,25 % del PIB. Los menores pagos por intereses y la mejora del componente cíclico también contribuyen al incremento del saldo presupuestario previsto para 2021. Con todo, se espera que la aportación del ciclo económico solo aumente de forma significativa a partir de 2022, y seguiría siendo negativa durante el horizonte de proyección. Como la mayoría de las medidas de emergencia adicionales relacionadas con la pandemia aprobadas para 2021 son temporales y se prevé que se reviertan, propiciarían la mejora del saldo primario ajustado de ciclo en 2022.

**Gráfico 25**  
Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2021.

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

Con todo, estas proyecciones fiscales están sujetas a una incertidumbre excepcional, sobre todo con respecto al tamaño, el calendario y la composición del gasto del NGEU, pero también, en términos más generales, porque las políticas económicas reaccionan en función de la evolución de la pandemia.

**La orientación general de la política fiscal fue muy expansiva en 2020 y debería ser prácticamente neutral en 2021 después de ajustar por el efecto esperado de aumento de los ingresos como consecuencia de las subvenciones del NGEU a los países.** Según las estimaciones, la orientación de la política fiscal fue muy acomodaticia (4,2 % del PIB) en 2020 y se mantiene la previsión de que será prácticamente neutral en 2021, tras los ajustes por las

<sup>13</sup> Las medidas fiscales adicionales para impulsar la recuperación, equivalentes a alrededor de un 0,5 % del PIB en 2021 (que básicamente se mantendrán durante el horizonte de proyección), se financiarán con las subvenciones del NGEU, que mejoran los ingresos presupuestarios de los países de la UE beneficiarios. En conjunto, el impacto en el saldo presupuestario será neutral en los años en los que se desembolsen las subvenciones, ya que el aumento del gasto tendrá un efecto compensatorio. Estas subvenciones proporcionan un estímulo fiscal adicional en comparación con 2020.

subvenciones del NGEU por el lado de los ingresos<sup>14</sup>. Así pues, el endurecimiento previsto de la orientación de la política fiscal desde unos niveles de apoyo muy elevados se aplazará a 2022 (unos 1,5 puntos porcentuales del PIB) e irá seguido de una evolución neutral en 2023, en un escenario de mantenimiento de las políticas fiscales basado en las medidas consideradas en las proyecciones. Pese a ello, el respaldo fiscal a la recuperación económica sigue siendo sustancial durante el horizonte de proyección, como refleja el hecho de que el saldo presupuestario primario total continúe siendo considerablemente negativo, y mejorará solo de forma gradual hasta situarse en el -1,3 % del PIB en 2023.

**Además de prestar apoyo fiscal a sus economías, los países de la zona del euro han proporcionado un respaldo sustancial con la concesión de avales públicos para préstamos, con el fin de reforzar la liquidez de las empresas.** En total, estos avales ascendieron a alrededor del 17 % del PIB para la zona del euro en su conjunto en 2020, y se prevé que sigan proporcionando apoyo en forma de liquidez este año, pero con variaciones sustanciales entre países en cuanto a su importe y a las tasas de utilización. Los avales para préstamos constituyen pasivos contingentes para los Gobiernos y, por tanto, todo importe por el que se ejecuten supondrá un incremento del gasto público que elevará la deuda pública.

**Según las estimaciones, el saldo presupuestario en 2020 fue más favorable de lo previsto anteriormente, pero las perspectivas para 2021 no se han revisado.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado al alza en 0,8 puntos porcentuales para 2020. Esto se debe principalmente a que el alcance de las medidas fiscales discrecionales adoptadas en respuesta a la pandemia fue algo menor de lo previsto inicialmente, así como a las revisiones de otras partidas de gasto y factores no discretionales (como refleja un saldo ajustado de ciclo menos negativo), y también a un efecto algo menos adverso del ciclo económico. El saldo correspondiente a 2021 no se ha revisado, y el impacto ligeramente más favorable del ciclo económico compensará el coste presupuestario adicional del aumento del gasto de emergencia (como refleja la corrección a la baja del saldo primario ajustado de ciclo). Para 2022 y 2023, el saldo se ha revisado sustancialmente al alza como resultado de las contribuciones más positivas previstas tanto del ciclo económico como del saldo primario ajustado de ciclo.

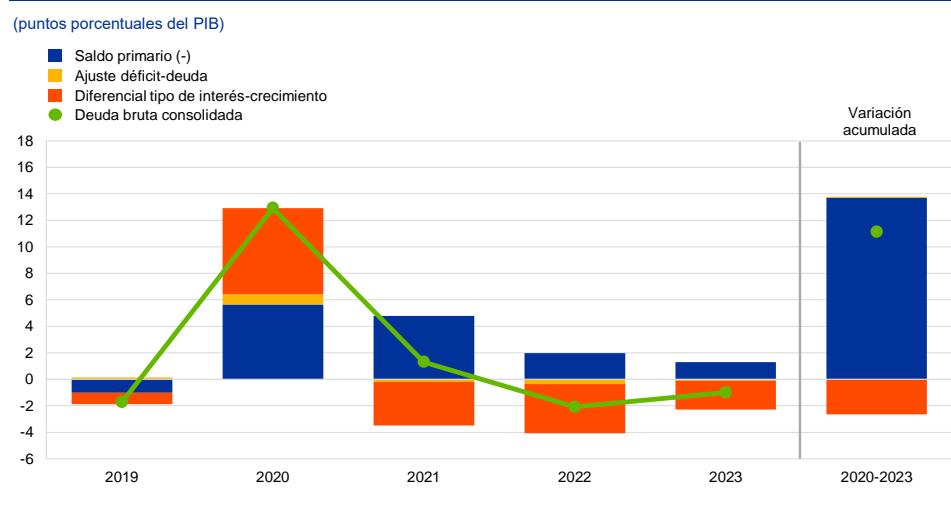
**La ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro aumentó de forma acusada en 2020, y se prevé que alcance un máximo de alrededor del 98 % del PIB en 2021 y que descienda de forma gradual hasta situarse aproximadamente en el 95 % en 2023.** Los aumentos de la ratio de deuda de 12,9 y 1,3 puntos porcentuales en 2020 y 2021, respectivamente, reflejan,

<sup>14</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. La orientación de la política fiscal deberá ajustarse para reflejar el impacto de las subvenciones del NGEU por el lado de los ingresos (véase también la nota a pie de página anterior). En el artículo titulado «[The euro area fiscal stance](#)», Boletín Económico, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

sobre todo, unos déficits primarios elevados y, en 2020, unos diferenciales tipo de interés-crecimiento muy negativos. El incremento registrado en 2020 también es atribuible a un ajuste sustancial entre déficit y deuda debido a las medidas relacionadas con la pandemia, como el apoyo de liquidez a las empresas y los hogares. En 2022 y 2023, la reducción de los déficits primarios, que, no obstante, seguirán siendo significativos, se verá contrarrestada con creces por la contribución favorable del aumento de los diferenciales tipo de interés-crecimiento, ya que se espera que la actividad económica se recupere (gráfico 26). Por consiguiente, al final del horizonte de proyección, en 2023, la ratio de deuda se situaría unos 11 puntos porcentuales por encima de su nivel previo a la crisis (84 % del PIB en 2019). Con todo, cabe señalar que el impacto negativo de la crisis en la posición fiscal ha sido algo menor de lo previsto, en general, en su fase inicial. Por ejemplo, las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2020 situaban el nivel máximo de la ratio de deuda más de 3 puntos porcentuales por encima del contemplado en las últimas proyecciones de los expertos del BCE.

#### Gráfico 26

#### Factores determinantes de la variación de la deuda pública



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2021.  
Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro.

**Una coordinación continuada de la política fiscal sigue siendo fundamental para garantizar que la zona del euro se adentre en una fase de recuperación sostenida.** Para contener el impacto sobre las posiciones fiscales subyacentes de los países, las medidas fiscales deberían continuar siendo de naturaleza temporal, en la medida de lo posible, y tener un objetivo aún más específico para limitar las secuelas permanentes en la economía de la zona del euro. La sostenibilidad de las finanzas públicas se verá favorecida por la recuperación prevista en 2021, sobre todo cuando las vacunas contra el COVID-19 se administren progresivamente a un porcentaje más amplio de la población, pero también, de manera importante, por las condiciones de financiación, que deberían continuar siendo propicias. Con todo, sigue siendo esencial que los Estados miembros reduzcan sus desequilibrios presupuestarios de forma gradual cuando la actividad económica se haya recuperado suficientemente. Este proceso puede verse amplificado por un cambio

decisivo en favor de una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento y de reformas estructurales que aumenten el potencial de crecimiento de las economías de la zona del euro. El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia del NGEU puede proporcionar un apoyo sustancial a este respecto, especialmente acelerando las transiciones ecológica y digital.