

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

Aunque la recuperación de la demanda mundial y el considerable estímulo fiscal están apoyando la actividad mundial y de la zona del euro, las perspectivas económicas a corto plazo continúan ensombrecidas por la incertidumbre sobre el rebrote de la pandemia y el avance de las campañas de vacunación. Las tasas persistentemente elevadas de contagio de coronavirus (COVID-19) y la consiguiente ampliación y endurecimiento de las medidas de contención continúan limitando la actividad económica a corto plazo. A más largo plazo, los progresos en las campañas de vacunación y la relajación gradual prevista de las medidas de contención refuerzan la expectativa de un firme repunte de la actividad económica durante 2021. La inflación ha aumentado en los últimos meses, debido a diversos factores idiosincrásicos y temporales, así como a la subida de los precios de la energía. Paralelamente, las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo contenidas en un contexto de considerable holgura de la economía y de una demanda todavía débil.

El mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables durante el período de la pandemia sigue siendo esencial para reducir la incertidumbre y fomentar la confianza y, con ello, respaldar la actividad económica y salvaguardar la estabilidad de precios a medio plazo. Las condiciones de financiación en la zona del euro se han mantenido prácticamente estables recientemente tras el aumento de los tipos de interés del mercado en meses anteriores del año, pero sigue habiendo riesgos para las condiciones de financiación en general. En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió reconfirmar la orientación muy acomodaticia de su política monetaria.

La actividad económica mundial se mantuvo en una senda de recuperación sólida a finales de 2020 y principios de 2021, pese a la reintensificación de la pandemia. Los plazos de entrega de los proveedores se han alargado como consecuencia de la vigorosa demanda global. El comercio también siguió recuperándose: el de mercancías volvió a ser el que más contribuyó y el de servicios mostró signos de mejora. Las condiciones financieras globales continuaron siendo muy acomodaticias, dado que los mercados de renta variable se vieron respaldados por el optimismo sobre las perspectivas de crecimiento mundial y el mantenimiento del apoyo de la política monetaria.

Durante el período analizado (del 11 de marzo al 21 de abril de 2021), la curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se mantuvo prácticamente sin variación, lo que sugiere que los mercados no esperan una subida o una bajada inminente de los tipos de interés oficiales. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro experimentaron un ligero incremento, aunque, en general, desde marzo se han

mantenido relativamente estables. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras aumentaron a ambos lados del Atlántico y alcanzaron nuevos máximos no observados desde el final de la crisis financiera. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se apreció ligeramente.

El PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,7 % en el cuarto trimestre de 2020 y se situó un 4,9 % por debajo de su nivel anterior a la pandemia un año antes. Los últimos datos económicos, la información procedente de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia sugieren que la actividad económica se habría contraído de nuevo en el primer trimestre de este año, aunque apuntan a una reanudación del crecimiento en el segundo. Las encuestas de opinión empresarial indican que el sector manufacturero sigue recuperándose, apoyado por la sólida demanda mundial. Paralelamente, las restricciones a la movilidad y a la interacción social siguen limitando la actividad en los servicios, si bien se observan señales de que se ha tocado fondo. Las medidas de política fiscal continúan respaldando a los hogares y a las empresas, pero los consumidores se mantienen cautos en vista de la situación epidemiológica y de su impacto en el empleo y las ganancias. Pese a la mayor debilidad de los balances de las empresas y a la elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas, la inversión empresarial ha mostrado capacidad de resistencia. De cara al futuro, el avance de las campañas de vacunación, que debería permitir una relajación gradual de las medidas de contención, tendría que allanar el camino para un firme repunte de la actividad económica durante 2021. A medio plazo, se espera que la recuperación de la demanda interna y mundial, sustentada en unas condiciones de financiación favorables y en el estímulo fiscal, impulse la recuperación de la economía de la zona del euro.

La inflación interanual de la zona del euro aumentó hasta el 1,3 % en marzo de 2021, desde el 0,9 % de febrero, debido al fuerte incremento de los precios de la energía atribuible a un importante efecto base alcista y a una subida intermensual. Este aumento compensa con creces el descenso de la inflación de los precios de los alimentos y del IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Es probable que la inflación general continúe aumentando en los próximos meses, si bien se espera cierta volatilidad a lo largo del año como reflejo de la dinámica cambiante de factores idiosincrásicos y temporales. Cabe esperar que estos factores desaparezcan progresivamente de las tasas de inflación interanual a principios del próximo año. Las presiones inflacionistas subyacentes crecerán ligeramente este año, debido a las restricciones de oferta a corto plazo y a la recuperación de la demanda interna, aunque siguen siendo débiles, en general, en parte como reflejo de las bajas presiones salariales en un contexto de holgura de la economía, y de la apreciación del euro. Una vez que el impacto de la pandemia desaparezca, la absorción del elevado nivel de holgura, respaldada 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 más largo plazo se mantienen en niveles reducidos, aunque los indicadores de mercado han continuado registrando un aumento gradual.

En febrero de 2021, el crecimiento monetario fue vigoroso, impulsado por la expansión del crédito interno, especialmente a través de las compras de activos por

parte del Eurosistema. Si bien el crecimiento de los préstamos concedidos a empresas apenas ha variado desde junio de 2020, los flujos de crédito señalan una moderación de la dinámica del crédito en los últimos meses, dado que la demanda de préstamos ha disminuido, al tiempo que han aparecido también algunas señales de contracción de la oferta de crédito. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al primer trimestre de 2021 indica un ligero endurecimiento de los criterios de concesión de créditos a las empresas, tras un endurecimiento más significativo en los dos trimestres anteriores. Los tipos de interés del crédito bancario han continuado rondando niveles próximos a sus mínimos históricos.

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

En primer lugar, el Consejo de Gobierno ha decidido 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.

En segundo lugar, el Consejo de Gobierno seguirá 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 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. Dado que la información más reciente ha confirmado la evaluación conjunta de las condiciones de financiación y de las perspectivas de inflación llevada a cabo en la reunión de política monetaria de marzo, el Consejo de Gobierno espera que las compras en el marco del PEPP durante el actual trimestre continúen a un ritmo significativamente más elevado que en los primeros meses del 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 PEPP durante el horizonte de las compras netas del programa, no será necesario utilizar su dotación íntegramente. Asimismo, esta dotación puede recalibrarse si es necesario para mantener unas condiciones de financiación favorables que contribuyan a contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la senda de la inflación.

El Consejo de Gobierno continuará reinvertiendo el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2023. En todo caso, la futura extinción de la cartera PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

En tercer lugar, las compras netas en el marco del programa de compras de activos (APP) continuarán a un ritmo mensual de 20 mm de euros. El Consejo de Gobierno sigue esperando que las compras mensuales netas en el marco del APP prosigan durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de sus tipos oficiales y que finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

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

Por último, el Consejo de Gobierno continuará proporcionando liquidez abundante a través de sus operaciones de financiación. En particular, la operación más reciente de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) ha registrado un nivel de adjudicación de fondos muy elevado. La financiación obtenida mediante las TLTRO III es fundamental para apoyar el crédito bancario a las empresas y a los hogares.

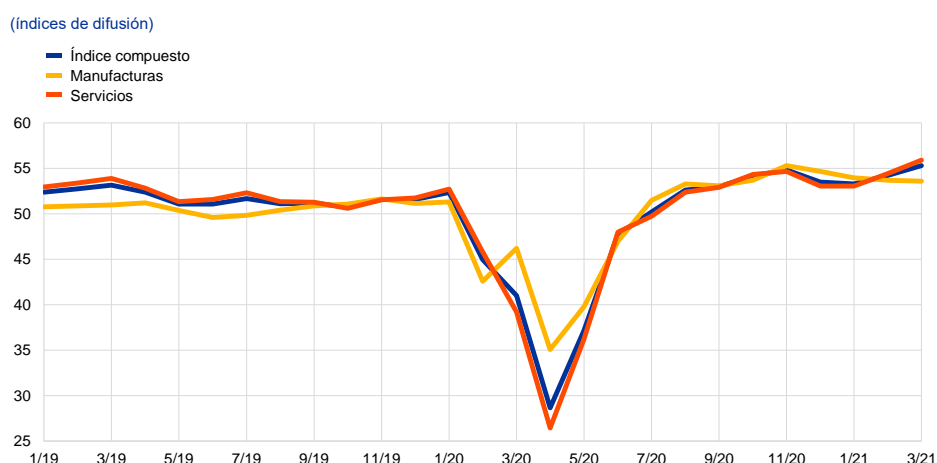
El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a su compromiso de simetría.

1 Entorno exterior

La actividad económica mundial continuó creciendo a un ritmo sólido a principios de 2021, tras alcanzar los niveles previos a la pandemia al final de 2020. Los datos de las cuentas nacionales confirman que la actividad global (excluida la zona del euro) se recuperó por completo en el último trimestre de 2020 hasta alcanzar los niveles anteriores a la pandemia, pese al recrudecimiento de esta. Además, el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) de actividad compuesta global (excluida la zona del euro) se mantuvo por encima de sus medias de largo plazo en el primer trimestre de 2021. Los valores más recientes del PMI también apuntan a que la reactivación de la actividad mundial se ha extendido en mayor medida, ya que el dinamismo del crecimiento de los servicios superó el firme avance de las manufacturas (gráfico 1).

Gráfico 1

PMI de actividad global (excluida la zona del euro)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2021.

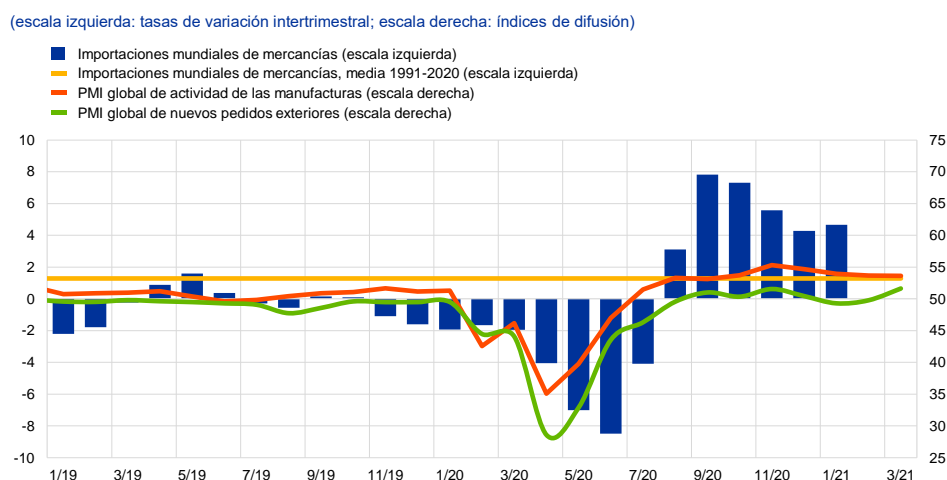
La persistencia de cuellos de botella en la oferta representa un riesgo a corto plazo para la actividad global. A medida que la economía mundial se recupera de la perturbación generada por la actual pandemia de coronavirus (COVID-19), los plazos de entrega de los proveedores se han alargado y actualmente son similares a los observados en el momento álgido de la pandemia, la primavera pasada, en particular en las economías avanzadas, aunque en esta ocasión también señalan un aumento de la demanda mundial. Asimismo, el PMI global de precios de los insumos se ha incrementado de forma notable, lo que refleja principalmente la subida de los precios de las materias primas impulsada por la demanda a principios de 2021.

La mejora adicional de las perspectivas de crecimiento mundial y el mantenimiento del apoyo de las políticas sustentaron el optimismo en los mercados financieros internacionales, con unas condiciones financieras que siguieron siendo muy acomodaticias. Tras la reunión del Consejo de Gobierno de mediados de marzo de 2021, los mercados de renta variable internacionales

registraron un alza moderada, los diferenciales de los valores de renta fija privada se redujeron y el índice Cboe Volatility Index (VIX) continuó acercándose a los niveles registrados antes de la pandemia como consecuencia de unas perspectivas de crecimiento mundial más alentadoras. Gran parte del optimismo imperante en los mercados financieros internacionales estuvo asociado a los desarrollos en Estados Unidos, donde, según los sólidos datos disponibles y los planes de gasto fiscal adicional, se espera una recuperación. Asimismo, la política monetaria mantuvo una orientación muy acomodaticia en las economías avanzadas. En consecuencia, las condiciones financieras globales continuaron siendo muy favorables e incluso volvieron a relajarse ligeramente en estas economías en términos agregados.

Los datos disponibles apuntan a la continuación de la recuperación del comercio internacional. Los flujos comerciales de mercancías sorprendieron al alza en enero y siguieron impulsando la recuperación de los intercambios comerciales internacionales (gráfico 2). El comercio de servicios mostró signos de mejora, pero se mantuvo en niveles moderados al final de 2020 por los confinamientos y las restricciones a los desplazamientos. La herramienta interna del BCE de seguimiento del comercio, basada en indicadores semanales y mensuales del comercio a corto plazo, señala que la recuperación de la actividad comercial mundial continuó en el primer trimestre de 2021.

Gráfico 2
Encuestas y comercio mundial (excluida la zona del euro) de bienes



Fuentes: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2021 (importaciones mundiales de mercancías) y a marzo de 2021 (PMI).

La inflación mundial aumentó en enero. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo aumentó hasta situarse en el 1,5 % en enero, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se elevó hasta el 1,7 %. A corto plazo se espera que se produzcan efectos base positivos de carácter transitorio como consecuencia de la reacción inicial de los precios a la perturbación generada por la pandemia en la primavera de 2020, en particular de los precios de las materias primas. De cara al futuro se prevé que las presiones globales sobre los

salarios y los precios se mantengan relativamente contenidas, dado que la mayoría de las economías todavía disponen de amplio exceso de capacidad productiva.

Los precios de las materias primas se han mantenido mayormente estables desde la reunión del Consejo de Gobierno de mediados de marzo, tras las subidas sostenidas registradas en los meses anteriores. Habida cuenta de que la reintroducción de medidas de confinamiento en Europa está afectando a las perspectivas de demanda a corto plazo y de que las nuevas variantes del coronavirus están generando nuevas incertidumbres, los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas se han mantenido prácticamente estables desde mediados de marzo. Sin embargo, como las perspectivas de demanda para 2021 siguen siendo optimistas, aumentaron las presiones sobre el grupo de países que integran la OPEP+ para que ajustaran sus objetivos de producción y ampliaran la oferta en los mercados. Esta alianza respondió a principios de abril anunciando un incremento de la oferta en los próximos meses que incluirá la eliminación progresiva de los recortes voluntarios de producción de un millón de barriles diarios por parte de Arabia Saudí.

En Estados Unidos, la recuperación se está acelerando, en un contexto de rápido ritmo de vacunación y de un importante estímulo fiscal. Se espera que la intensa recuperación haya continuado en el primer trimestre de 2021, tras la pronunciada tasa de crecimiento intertrimestral anualizada, del 4,3 %, registrada en el cuarto trimestre de 2020. La agilización de las vacunaciones, el apoyo de las políticas monetaria y fiscal, así como la reapertura progresiva de la economía, han respaldado la actividad. El Weekly Economic Index (un indicador semanal de la actividad económica) del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, que realiza un seguimiento del crecimiento del PIB utilizando indicadores de alta frecuencia, sugiere que el dinamismo del crecimiento ha cobrado un impulso significativo desde principios de marzo. En concreto, la renta disponible y el gasto en consumo aumentaron sustancialmente en enero, favorecidos por los cheques de estímulo del Gobierno de carácter extraordinario distribuidos en el marco del paquete de apoyo fiscal de diciembre de 2020, y se moderaron en febrero. Se prevé que los cheques de estímulo adicional enviados desde mediados de marzo como parte del plan de rescate estadounidense (*American Rescue Plan*) fomenten el consumo en mayor medida en los próximos meses.

En Japón, la actividad económica sigue mostrando capacidad de resistencia, en un contexto de crecientes restricciones de oferta. Los datos de alta frecuencia disponibles señalan que la segunda declaración del estado de emergencia afectó a la movilidad y a la actividad en torno al cambio de año, sobre todo en el sector servicios. Después de tocar fondo a principios de 2021, parece que la actividad económica se está fortaleciendo de manera gradual, y que también se está beneficiando de la capacidad de resistencia relativa de las manufacturas. En lo que respecta al entorno exterior, la recuperación de las exportaciones reales de bienes se mantuvo prácticamente estable a comienzos del año, favorecida por la fortaleza de las exportaciones de tecnología. Las importaciones reales de bienes han crecido a un ritmo bastante vigoroso, lo que probablemente refleje la sólida reactivación de la demanda interna.

En el Reino Unido, la economía está mostrando signos de una modesta recuperación, pese a las rigurosas medidas de confinamiento. El crecimiento intermensual del PIB aumentó en febrero, lo que sugiere que los hogares y las empresas se han adaptado mejor a las restricciones asociadas al COVID-19 que en los confinamientos anteriores. En un contexto de rápido avance de las vacunaciones que ha permitido relajar gradualmente las restricciones de movilidad, las encuestas de opinión de las empresas, la confianza de los consumidores y los indicadores de movilidad han mejorado, incluso antes de la reapertura de los establecimientos comerciales no esenciales y de la hostelería el 12 de abril.

En China, el PIB real creció un 18,3 %, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2021. El extraordinario avance interanual del PIB se debe, en gran parte, a efectos base, pero confirma la sólida recuperación de la economía tras la pandemia de COVID-19. La aplicación de una medida bruta para extraer los efectos base da como resultado una tasa de crecimiento implícita anualizada de más del 5 % entre el primer trimestre de 2019 y el mismo trimestre de 2021, próxima a la tendencia observada antes de la pandemia. A escala sectorial, el sector secundario superó al resto de la economía, en un contexto de intensa demanda de exportaciones, mientras que los datos sobre ventas del comercio minorista correspondientes a marzo, publicados junto con los relativos al PIB, apuntan al fortalecimiento de la recuperación del consumo.

2 Evolución financiera

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -48 y -57 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado (del 11 de marzo al 21 de abril de 2021)¹. El exceso de liquidez aumentó en unos 339 mm de euros y se situó en torno a los 4.030 mm de euros. Este incremento reflejó, principalmente, las adquisiciones de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como los 330,5 mm de euros adjudicados en la operación TLTRO III.7. Los fondos adjudicados en esta operación se vieron compensados, en parte, con los factores autónomos y con la finalización de las operaciones TLTRO II.

La curva de tipos *forward* del eonia se mantuvo prácticamente sin variación durante el período analizado. El mínimo de la curva, que se sitúa 2 puntos básicos por debajo del nivel actual del eonia (-48 puntos básicos, el 21 de abril), se alcanza en mayo de 2022. En la actualidad, la curva de tipos *forward* no sugiere que los mercados esperen una subida o una bajada inminente de los tipos de interés oficiales, y los tipos *forward* del eonia siguen siendo inferiores a cero para horizontes hasta mediados de 2026. Esto refleja que los mercados continúan esperando un período prolongado de tipos de interés negativos².

A largo plazo, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se incrementaron ligeramente, aunque, en general, continuaron en niveles reducidos (gráfico 3). El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el de la deuda soberana de Alemania aumentaron en 9 y 7 puntos básicos, hasta situarse en el 0,08 % y el -0,26 %, respectivamente, mostrando una escasa reacción a la reunión de marzo del Consejo de Gobierno o a las noticias negativas relacionadas con la pandemia, por ejemplo, el repunte de contagios por COVID-19, las nuevas medidas de confinamiento adoptadas en muchos países de la zona del euro y los contratiempos transitorios en las campañas nacionales de vacunación. Los rendimientos de la deuda soberana a diez años del Reino Unido se mantuvieron sin cambios en el 0,74 %, mientras que los de Estados Unidos registraron un alza marginal, de 2 puntos básicos, y se situaron en el 1,56 %, después de haber alcanzado el 1,74 % a principios de abril.

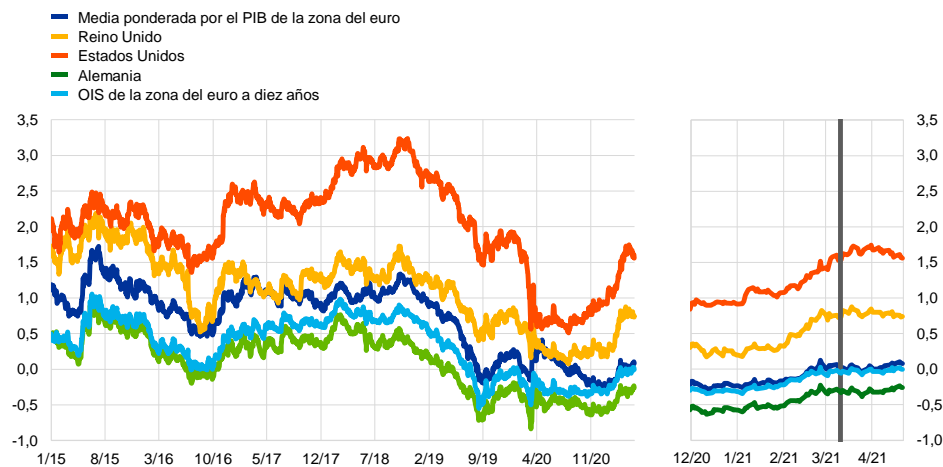
¹ La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019, y ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

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

Gráfico 3

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de marzo de 2021). La ventana ampliada muestra la evolución de los rendimientos soberanos desde el 1 de diciembre de 2020. Las últimas observaciones corresponden al 21 de abril de 2021.

Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro con respecto a los tipos libres de riesgo se mantuvieron relativamente estables.

En concreto, los diferenciales a diez años de Alemania, Francia y España variaron 1, 3 y 3 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en $-0,26$, $-0,01$ y $0,40$ puntos porcentuales, mientras que el diferencial italiano se incrementó 9 puntos básicos y se situó en $0,76$ puntos porcentuales. Por consiguiente, el diferencial soberano a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB aumentó 3 puntos básicos, hasta los $0,08$ puntos porcentuales —nivel que sigue estando por debajo del observado antes de la pandemia, en febrero de 2020—. En general, todos los diferenciales de la zona del euro experimentaron un ligero descenso en las semanas inmediatamente posteriores a la reunión de marzo del Consejo de Gobierno antes de ampliarse de nuevo hacia el final del período analizado.

Los precios de las acciones de las sociedades no financieras alcanzaron nuevos máximos no observados desde el final de la crisis financiera a ambos lados del Atlántico, mientras que las cotizaciones del sector bancario de la zona del euro registraron una reversión de las ganancias previas hacia el final del período considerado.

A pesar de las noticias negativas relacionadas con la pandemia procedentes de varios países de la zona del euro, los índices bursátiles de las sociedades no financieras de la zona registraron un avance del $3,8$ % y ahora se sitúan ligeramente por encima de las cotas prepandemia y en los valores más altos observados tras la crisis financiera. En cambio, las cotizaciones bancarias de la zona del euro disminuyeron un $1,5$ % después de haber alcanzado nuevos máximos en el período considerado. Los precios de las acciones estadounidenses, que han llegado a niveles sin precedentes en varias ocasiones desde mediados de 2020, siguieron subiendo, un $5,3$ % los de las sociedades no financieras y un $0,6$ % los del sector bancario.

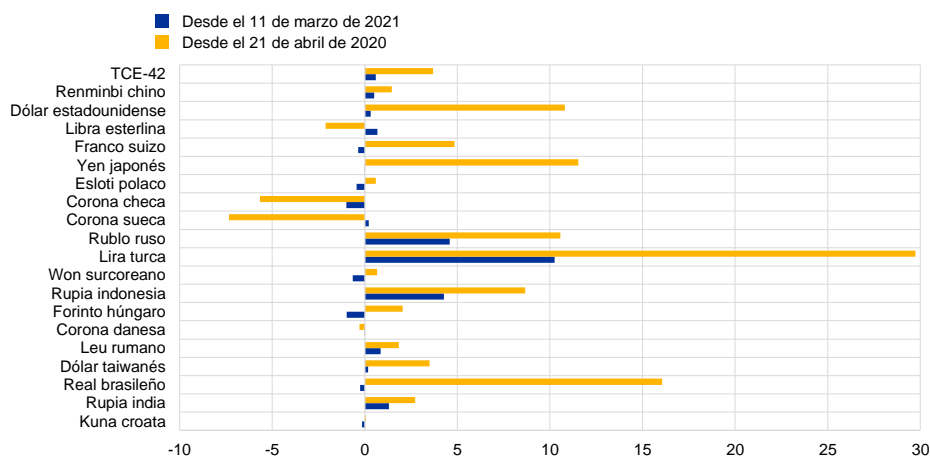
Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro siguieron retrocediendo hasta situarse en los niveles previos a la pandemia en todos los sectores. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y de la deuda del sector financiero (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) se redujeron unos 10 puntos básicos, hasta situarse en 50 y 60 puntos básicos, respectivamente.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció ligeramente (gráfico 4). En el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se apreció un 0,6 %. Esta evolución reflejó una apreciación moderada frente a varias de las monedas principales, entre ellas la libra esterlina (0,7 %), el renminbi chino (0,5 %) y el dólar estadounidense (0,3 %). Durante el período considerado, el euro se depreció primero frente al dólar estadounidense, como consecuencia de la fortaleza generalizada de esta moneda, pero se recuperó posteriormente debido a que el dólar perdió valor en paralelo a los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos. La moneda única se apreció con fuerza frente a la lira turca (10,3 %) y el rublo ruso (4,6 %) en un contexto de reciente volatilidad general. En cambio, perdió algo de valor frente al franco suizo (0,4 %) y a las monedas de varios de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, como el forinto húngaro, la corona checa y el esloti polaco.

Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 21 de abril de 2021.

3 Actividad económica

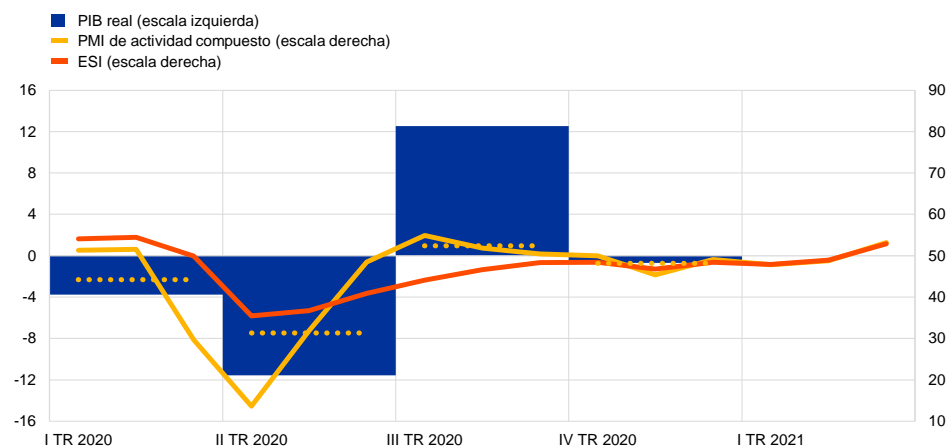
Tras el intenso repunte que registró el producto de la zona del euro en el tercer trimestre de 2020, el crecimiento económico volvió a ser negativo en el cuarto, y las perspectivas continuaron siendo débiles en el primer trimestre de 2021. La actividad económica total se contrajo un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2020, después de experimentar un fuerte rebote, del 12,5 %, en el tercero (gráfico 5). La desagregación del gasto muestra que la caída del producto se concentró principalmente en los componentes de la demanda interna, en particular en el consumo. La demanda interna (excluidas las existencias) restó 1,3 puntos porcentuales al crecimiento intertrimestral del PIB, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue neutral. La variación de existencias contribuyó positivamente —con 0,6 puntos porcentuales—, lo que reflejó, sobre todo, la recuperación más rápida de lo previsto de la demanda de bienes manufacturados en el tercer trimestre, que se tradujo en la reposición de existencias en el cuarto. En conjunto, la información cuantitativa, los resultados de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia apuntan a la posibilidad de que el PIB haya vuelto a descender en el primer trimestre de este año —una evolución que, en general, sería acorde con las expectativas— como consecuencia de la intensificación de las medidas de contención asociada al nuevo aumento de las tasas de contagio³. Es probable que la fortaleza relativa del producto en comparación con la primera ola de la pandemia sea atribuible a la combinación de unas medidas de contención menos estrictas y a un mayor aprendizaje y adaptación por parte de los hogares y de las empresas. En la zona del euro se espera que persista la dinámica de crecimiento desigual en los distintos sectores y que los servicios continúen siendo los más perjudicados por la pandemia, debido, en parte, a su sensibilidad a las medidas de distanciamiento social. Lo mismo puede decirse de los distintos países, en los que la trayectoria del producto dependerá de las tasas de contagio y de los esfuerzos por contener la pandemia, así como de la composición sectorial de cada economía.

³ El PIB real volvió a disminuir un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2021, según la estimación preliminar de avance de Eurostat, que se publicó el 30 de abril de 2021, es decir, después de la fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico.

Gráfico 5

PIB real de la zona del euro, PMI de actividad compuesto y ESI

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



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés). Las líneas discontinuas muestran las medias trimestrales de las observaciones mensuales del PMI. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020 para el PIB real y a marzo de 2021 para el ESI y el PMI.

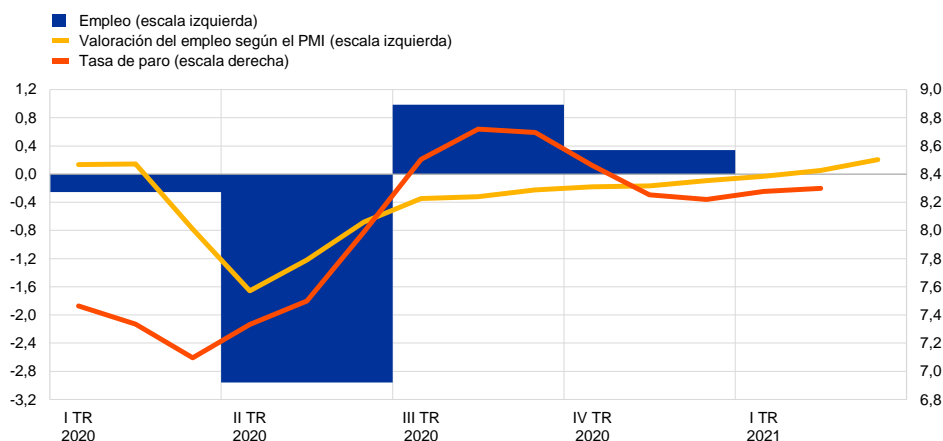
La tasa de paro de la zona del euro no varió en febrero, ya que el elevado número de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo contribuyó a que el desempleo se mantuviera contenido. La tasa de paro fue del 8,3 % en febrero, sin cambios con respecto al mes anterior (gráfico 6) y todavía se sitúa en torno a 1 punto porcentual por encima de la observada en febrero de 2020. Estos programas continuaron suavizando la evolución del mercado de trabajo, con una cobertura estimada del 5,6 % de la población activa en febrero, frente a alrededor del 5 % en octubre, en respuesta a las medidas de confinamiento más recientes⁴. El empleo creció un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2020, tras registrar un retroceso del 1 % en el tercero. Pese a esa mejora, aún permanecía un 1,9 % por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2019. El total de horas trabajadas volvió a descender un 1,7 % en el cuarto trimestre, después de experimentar un repunte del 14,5 % en el tercero y de reducirse un 13,6 % y un 3,9 % en el segundo y el primer trimestre, respectivamente. Las sustanciales caídas observadas en el total de horas trabajadas en la primera mitad y en el cuarto trimestre de 2020 reflejan el impacto de las medidas de confinamiento vigentes en esos períodos. El total de horas trabajadas se mantuvo un 6,5 % por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2019.

⁴ Véase el artículo titulado «The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo han continuado mejorando. El PMI mensual relativo al empleo aumentó hasta situarse en 52 en marzo, desde un nivel de 50,5 en febrero (gráfico 6), y se mantuvo por encima del umbral de 50 —indicativo de una expansión del empleo— durante dos meses consecutivos. El último registro superior a este umbral se remonta a febrero de 2020. Este indicador se ha recuperado sustancialmente desde el mínimo histórico observado en abril de 2020.

Tras la debilidad mostrada inicialmente, el gasto en consumo seguía siendo poco dinámico al final del primer trimestre. En febrero de 2021, el volumen de ventas del comercio minorista aumentó un 3 %, en tasa intermensual, mientras que las matriculaciones de automóviles continuaron descendiendo —un 1,1 %, en términos intermensuales— y se mantuvieron en las cotas más bajas observadas desde junio de 2020. La confianza de los consumidores mejoró en marzo y se situó en -10,8, frente a un valor de -14,8 en febrero, principalmente como consecuencia de las preguntas de carácter prospectivo de la encuesta. Así, por ejemplo, los planes de gasto en grandes compras de los hogares aumentaron, aunque permanecieron en niveles muy inferiores a los observados antes de la crisis. El hecho de que las medidas de contención volvieran a endurecerse en torno a la Semana Santa anticipa una nueva caída del gasto en consumo al principio del segundo trimestre que retrasará la recuperación esperada. Aunque las rentas del trabajo se han visto muy afectadas por la crisis del coronavirus, las transferencias fiscales han absorbido la mayor parte de su impacto sobre la renta disponible de los hogares de la zona del euro. La disminución del consumo en el cuarto trimestre de 2020 tuvo su reflejo en el incremento de la tasa de ahorro de este sector, que se elevó hasta el 20 % en ese trimestre, desde el 17 % observado en el tercero. De cara al futuro, es probable que la tasa de ahorro se mantenga por encima del nivel previo a la pandemia a corto plazo y que posteriormente se normalice de forma

gradual, como sugieren también las moderadas expectativas de realización de grandes compras por parte de los hogares en los próximos doce meses.

Es probable que la inversión empresarial haya crecido ligeramente en el primer trimestre de 2021, pero la elevada incertidumbre y la debilidad de los balances pueden pesar en las decisiones de inversión más avanzado el año.

Tras registrar una tasa de crecimiento intertrimestral robusta del 3,1 % en el cuarto trimestre de 2020 —impulsada, en gran medida, por la inversión en productos de propiedad intelectual—, la inversión, excluida la construcción, parece haber mantenido su capacidad de resistencia en el primer trimestre de 2021. Aunque la producción industrial de bienes de equipo disminuyó en febrero, su valor medio de enero y febrero se situó un 2 % por encima del observado en el cuarto trimestre. Además, tanto el PMI como los indicadores de opinión relativos al sector de bienes de equipo de la Comisión Europea tendieron a mejorar en el primer trimestre con respecto al cuarto. Los indicadores de opinión por tipos de activo sugieren que la inversión en activos tangibles, como maquinaria, bienes de equipo y transporte, se ha recuperado con fuerza tras la intensa caída registrada en el segundo trimestre de 2020. Con todo, el repunte sigue siendo incompleto si se compara con los niveles previos a la pandemia. La inversión en activos intangibles evolucionó de forma relativamente más favorable durante la crisis, y en el cuarto trimestre de 2020 casi alcanzó el mismo nivel que en el cuarto trimestre del año anterior (si no se considera la volatilidad trimestral relacionada con la contabilidad de las actividades de propiedad intelectual de algunas empresas globales, que afecta particularmente a países como Irlanda y los Países Bajos). Esta evolución confirma la evidencia —procedente de contactos con empresas— de una tendencia continuada hacia la digitalización. Entretanto, la incertidumbre todavía es elevada y los balances de las empresas siguen bajo presión, lo que podría lastrar la inversión más avanzado el año. Los datos de las cuentas nacionales correspondientes al cuarto trimestre de 2020 indican que el excedente bruto de explotación de las empresas de la zona del euro se redujo un 2,7 %, en tasa interanual, y que el endeudamiento aumentó.

Se espera que la inversión en vivienda haya mantenido su capacidad de resistencia en el primer trimestre de 2021, en un contexto de incertidumbre considerable provocada por el nuevo endurecimiento de las restricciones relacionadas con la pandemia.

Tras experimentar un fuerte repunte en el tercer trimestre de 2020, la inversión residencial siguió aumentando en el cuarto, aunque su ritmo de crecimiento se ralentizó de forma acusada. Los indicadores coyunturales y de opinión recientes sugieren un patrón de moderación continuada del crecimiento en el primer trimestre de 2021. El índice de producción de la construcción descendió en febrero, y su valor medio en enero y febrero se situó un 0,4 % por debajo del observado en el cuarto trimestre de 2020. Al mismo tiempo, el PMI de actividad del sector de la construcción mejoró en el primer trimestre de 2021, sobre todo en el segmento residencial, aunque permaneció en terreno contractivo. El indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea también superó el nivel registrado en el trimestre anterior y se situó muy por encima de su media de largo plazo en el primer trimestre del año. Según datos procedentes de encuestas de la Comisión Europea sobre los factores que limitan la producción, los factores de oferta —como las condiciones meteorológicas y la disponibilidad de trabajo y de

materiales— dificultaron la actividad de la construcción al comienzo del año. Sin embargo, las restricciones de demanda fueron menos relevantes, lo que también está en consonancia con una nueva mejora de las valoraciones que efectúan las empresas de los niveles de sus carteras de pedidos exteriores. Con todo, según la encuesta sobre préstamos bancarios (BLS, por sus siglas en inglés), la demanda de préstamos para adquisición de vivienda se moderó en el primer trimestre de 2021, aunque se espera que vuelva a aumentar en el segundo trimestre.

La recuperación del comercio de la zona del euro se ha ralentizado, debido, en parte, al Brexit. El comercio de bienes en términos nominales refleja una divergencia entre los intercambios comerciales de bienes con países pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro al comienzo de 2021, dado que las repercusiones de la salida del Reino Unido de la Unión Europea incidieron negativamente en el comercio con países de fuera de la zona. Los intercambios comerciales bilaterales entre la zona del euro y el Reino Unido disminuyeron de forma considerable en enero, como consecuencia de la reversión del acopio de existencias registrada en diciembre y de la imposición de cargas administrativas adicionales a las exportaciones y las importaciones. Pese a que el comercio con el Reino Unido experimentó un repunte parcial, las exportaciones a países no pertenecientes a la zona siguieron siendo reducidas en febrero. En cambio, las exportaciones dentro de la zona del euro experimentaron un crecimiento robusto en los dos primeros meses de 2021. La recuperación de la actividad comercial con los principales mercados de exportación hacia niveles previos a la pandemia continúa, mientras que el resto del mundo ha seguido constituyendo un lastre para las exportaciones totales. Las exportaciones de la zona del euro a China mantuvieron su intenso dinamismo, impulsadas principalmente por las exportaciones de automóviles, pero también por otras categorías de bienes, al tiempo que las destinadas a Estados Unidos han retornado al nivel prepandemia gracias a las exportaciones de automóviles y de bienes de consumo. Los datos más recientes de indicadores adelantados apuntan a la reanudación de la dinámica de los intercambios comerciales de bienes, mientras que la recuperación del comercio de servicios sigue dilatándose en el tiempo. El turismo, la rama de los servicios más afectada por la pandemia, muestra señales incipientes de recuperación con respecto a los mínimos de finales de 2020. Aunque los vuelos internacionales siguieron siendo escasos en marzo, las reservas anticipadas y la confianza de los servicios de alojamiento han empezado a mejorar de nuevo.

Como reflejo de las medidas de contención vigentes, los indicadores económicos señalan que el producto mostró falta de dinamismo y posiblemente se redujo en el primer trimestre de 2021, así como que el crecimiento se reanudó en el segundo. En febrero, la producción industrial (excluida la construcción) disminuyó un 1 %, en tasa intermensual, aunque el nivel medio de producción de los dos primeros meses del primer trimestre seguía estando un 1 % por encima de la media del cuarto trimestre de 2020. Los indicadores de opinión más recientes muestran un fortalecimiento gradual de la actividad económica en todos los sectores en los próximos meses. Por ejemplo, el PMI de actividad compuesto aumentó hasta situarse en 49,9 en el primer trimestre de 2021, desde un valor de 48,1 en el cuarto trimestre de 2020. Esta mejora se debió a la

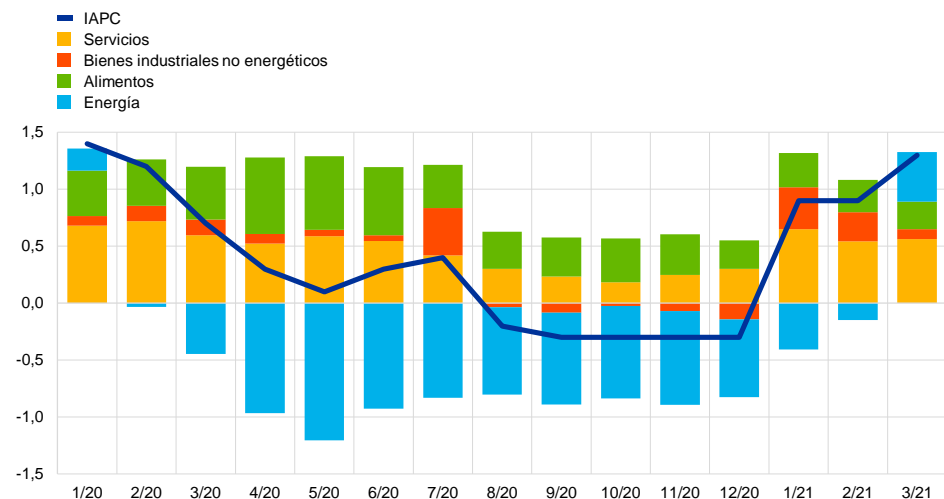
evolución tanto de las manufacturas como de los servicios. Los indicadores económicos correspondientes al primer trimestre señalan que el crecimiento continuó siendo débil, y posiblemente negativo, por la intensificación de las medidas de contención en algunos países hacia el final del trimestre. En conjunto, los indicadores de alta frecuencia también apuntan a que, en el futuro, el crecimiento seguirá falto de dinamismo, aunque mejorará levemente.

De cara al futuro, en un contexto de elevada incertidumbre, el actual avance de las campañas de vacunación debería allanar el camino para una recuperación de la actividad económica a lo largo de 2021, aun cuando la recuperación completa todavía quede algo lejos. El calendario para relajar las medidas de contención aún no está claro y no pueden descartarse nuevos desarrollos adversos relacionados con la pandemia. Aunque es probable que esta incertidumbre en torno al COVID-19 frene la reactivación del mercado de trabajo y lastre el consumo y la inversión, la recuperación económica de la zona del euro debería verse respaldada por unas condiciones de financiación favorables, por un tono expansivo de las políticas fiscales y por la reactivación de la demanda interna y mundial a medida que se levanten las medidas de contención y disminuya la incertidumbre. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#), realizada a principios de abril, muestran que las previsiones del sector privado relativas al crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2021 y al alza para 2022 con respecto a la encuesta anterior (que se llevó a cabo a principios de enero). Los expertos anticipan una caída del PIB del 0,6 % en el primer trimestre de 2021, seguida de un repunte del 1,4 % en el segundo. Este pronóstico es básicamente acorde con las perspectivas a corto plazo de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2021, que preveían una contracción del 0,4 % en el primer trimestre de 2021 seguida de un incremento del 1,3 % en el segundo trimestre. Este perfil de crecimiento a corto plazo es coherente con la situación actual atendiendo a las medidas de contención y al avance de las campañas de vacunación. A medio plazo, se espera que la recuperación de la zona del euro se vea impulsada por la demanda tanto interna como mundial, respaldada por unas condiciones de financiación favorables y por las medidas de estímulo fiscal.

La inflación medida por el IAPC experimentó un fuerte incremento a principios de 2021 con respecto al final del año pasado (gráfico 7). Después de situarse durante cuatro meses consecutivos en el $-0,3\%$ hacia finales del año pasado, la inflación medida por el IAPC creció al comienzo de este año y en marzo se situó en el $1,3\%$, tras aumentar el $0,9\%$ en enero y febrero. La subida de la inflación general en marzo reflejó un nuevo y acusado avance de la tasa de variación de los precios de la energía, que compensó con creces los descensos de la inflación de los alimentos y de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX). Esta última cayó hasta el $0,9\%$ en marzo, desde el $1,1\%$ de febrero y el $1,4\%$ de enero, aunque se mantuvo muy por encima del $0,2\%$ registrado en los cuatro últimos meses de 2020 (gráfico 9).

Gráfico 7
Inflación general y componentes

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a marzo de 2021.

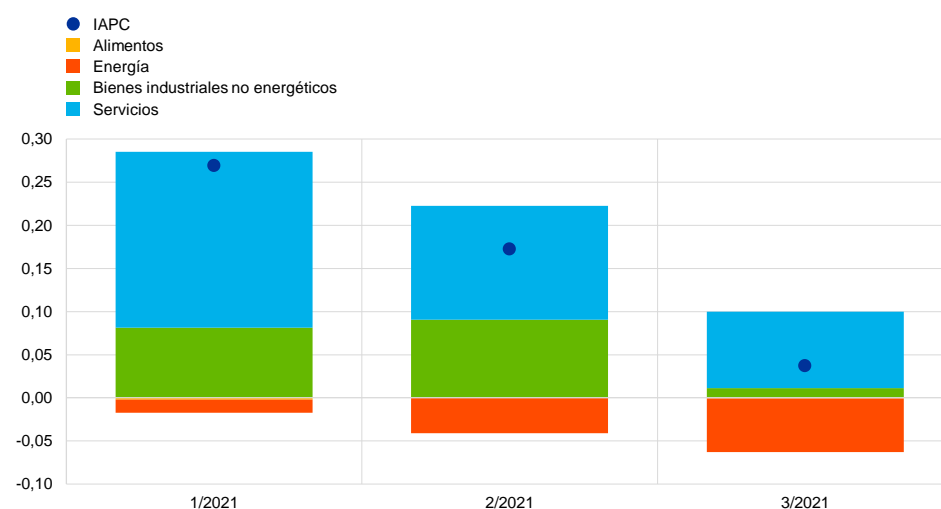
El repunte de la inflación general en los últimos meses reflejó varios factores que pueden considerarse transitorios en su mayoría y son, en parte, de carácter estadístico. El mayor impacto al alza estuvo asociado a una tasa de variación de los precios de la energía que fue gradualmente menos negativa y después muy positiva. Esta evolución obedeció a un considerable efecto base alcista y a subidas intermensuales relativamente considerables de los precios energéticos. Si los precios actuales de los futuros se mantienen, cabe esperar que este impacto al alza siga reflejándose en los datos durante la mayor parte de 2021 y que disminuya a principios del año siguiente (recuadro 4). Otro efecto alcista estuvo relacionado con la reversión de la rebaja temporal del IVA en Alemania en enero, que seguirá afectando a las tasas de inflación a lo largo de 2021. Por último, hubo otros dos factores particularmente importantes en enero, aunque para marzo habían remitido. El primero se refiere a los cambios en las fechas y la magnitud de las

rebajas en algunos países de la zona del euro, que generaron un aumento sustancial de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos. El segundo es 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. En concreto, esto elevó la inflación de algunos servicios en enero y en febrero, que en marzo se redujo notablemente (gráfico 8).

Gráfico 8

Descomposición del impacto del cambio en las ponderaciones

(contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El impacto de los cambios en las ponderaciones se basa en estimaciones del BCE. La última observación corresponde a marzo de 2021.

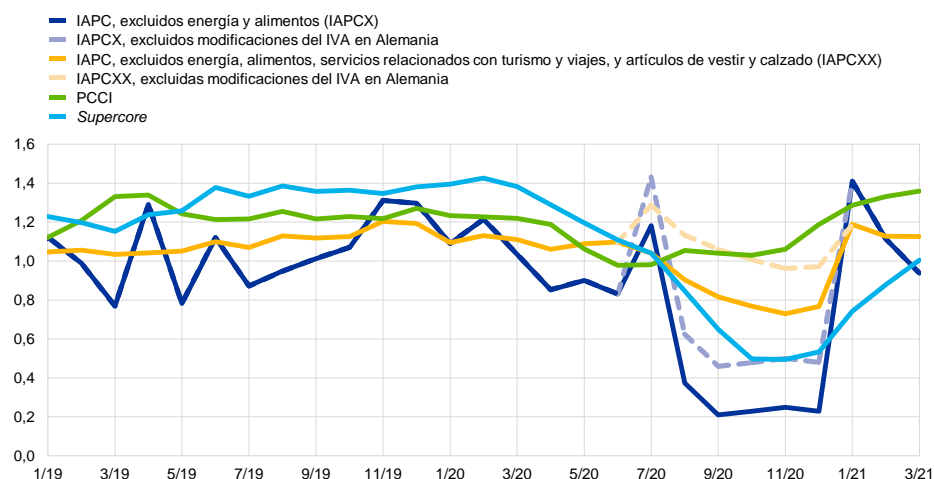
La incertidumbre en torno a las señales de presiones inflacionistas continuó siendo relativamente elevada, debido a que las imputaciones de precios también siguieron predominando en febrero y en marzo. El porcentaje de imputaciones de precios de componentes del IAPC se redujo algo en marzo, hasta el 10 % para el IAPC general y el 15 % para el IAPCX, debido, sobre todo, a la disminución de las imputaciones correspondientes a los bienes industriales no energéticos, mientras que en los servicios aumentaron levemente. En concreto, el porcentaje de imputaciones de los bienes industriales no energéticos descendió de manera notable (y se situó solo en el 4 % en marzo, frente al 15 % de febrero), mientras que en los servicios siguió siendo elevado (21 % en marzo y 20 % en febrero).

Los indicadores de la inflación subyacente aumentaron en enero, antes de debilitarse en cierta medida en febrero y en marzo (gráfico 9). La mayoría de las medidas de inflación se vieron afectadas por los factores transitorios analizados anteriormente y, por tanto, están sujetas a cierta incertidumbre en cuanto a su capacidad de señalización. En febrero y marzo, los indicadores de la inflación basados en la exclusión de componentes —el IAPCX y el IAPCXX (que excluye también los artículos de vestir y los servicios relacionados con turismo y viajes)— retrocedieron con respecto al repunte observado en enero y retornaron a los niveles registrados en la primavera de 2020, antes de que se notase el impacto de la rebaja

del IVA en Alemania. Otros indicadores de la inflación subyacente han mostrado una recuperación más continuada desde finales de 2020, aunque partían de niveles relativamente reducidos y, en general, los indicadores disponibles no exhiben señales generalizadas de un incremento sostenido de las presiones inflacionistas subyacentes.

Gráfico 9
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2021.

Las presiones inflacionistas se mantuvieron estables en las últimas fases de la cadena de producción de bienes industriales no energéticos, pese al nuevo aumento de las presiones globales de costes.

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 febrero, ligeramente inferior a la de enero, pero siguió fluctuando en niveles próximos a su media de largo plazo. La inflación de los precios de importación de estos bienes continuó siendo reducida en febrero y apenas varió con respecto a los dos meses anteriores. Es probable que esta evolución también refleje la estabilidad del tipo de cambio efectivo nominal. En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la tasa de variación de los precios de producción y la de los precios de importación de los bienes intermedios siguieron aumentando en febrero. Esta evolución posiblemente se debió al acusado incremento que experimentaron las tasas de crecimiento interanual de los precios del petróleo y de las materias primas industriales, y, en cierto modo, a los costes asociados a las fricciones observadas en las cadenas de producción. Sin embargo, las expectativas empresariales sobre los precios de venta en los próximos meses no apuntan a una subida generalizada de los precios en las cadenas de producción y de precios en el futuro.

Parece que las presiones salariales son débiles y que continúan difuminadas por el impacto de los programas de apoyo público.

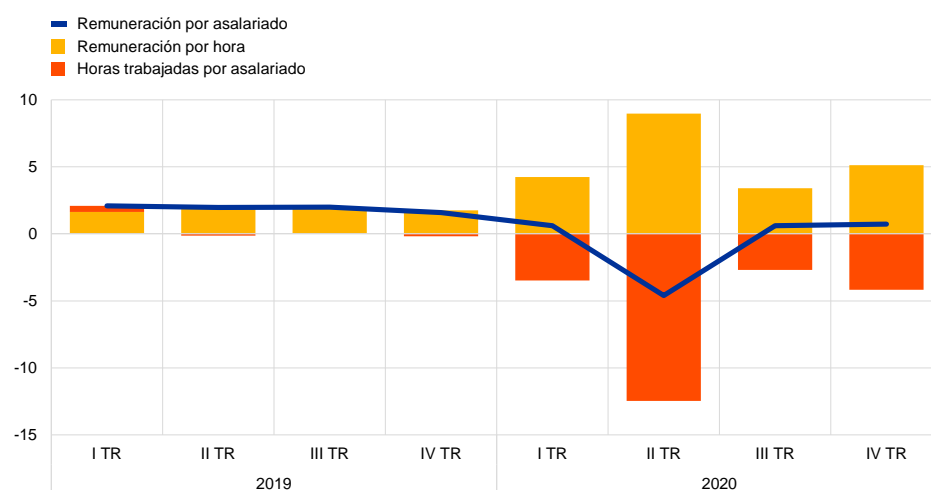
Esto se refleja, por ejemplo, en la divergencia entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y el de la remuneración por hora. La diferencia entre estas dos variables volvió a crecer en el

cuarto trimestre de 2020, ya que el recurso a los programas de regulación temporal de empleo aumentó como resultado de las nuevas medidas de confinamiento introducidas a finales de año. Por un lado, 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. Por otro, la tasa de avance interanual de la remuneración por hora repuntó hasta el 5,1 % en el cuarto trimestre de 2020, frente al 3,4 % del tercero (gráfico 10).

Gráfico 10

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.

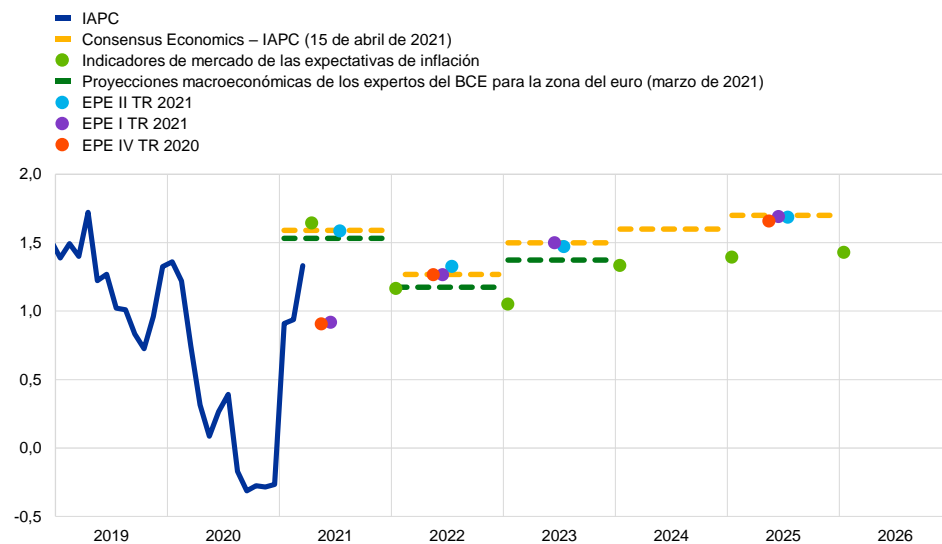
Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020.

Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron estables, mientras que los indicadores de mercado de las expectativas de inflación siguieron aumentando. La mejora de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a corto y a largo plazo de la zona del euro, que comenzó a principios de 2021, continuó después de la reunión de marzo del Consejo de Gobierno, pese al incremento de los casos de COVID-19 en Europa y a los contratiempos transitorios en el proceso de vacunación. El tipo *forward* de *swaps* de inflación más importante —el *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años— se sitúa actualmente en el 1,53 %, 8 puntos básicos por encima del registrado a principios del período analizado. En lo que respecta a los indicadores de opinión, según la [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#), las expectativas medias de inflación a más largo plazo para 2025 permanecieron sin variación en abril, en el 1,7 %. Las expectativas a más largo plazo indicadas en las previsiones de abril de 2021 de Consensus Economics tampoco variaron y se mantuvieron en el 1,7 % para 2025 (gráfico 11).

Gráfico 11

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, proyecciones macroeconómicas para la zona del euro elaboradas por los expertos del BCE (marzo de 2021), encuesta EPE del BCE y cálculos del BCE.

Notas: La encuesta EPE correspondiente al segundo trimestre de 2021 se realizó entre el 31 de marzo y el 12 de abril de 2021. La curva implícita en los mercados se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 21 de abril de 2021.

5 Dinero y crédito

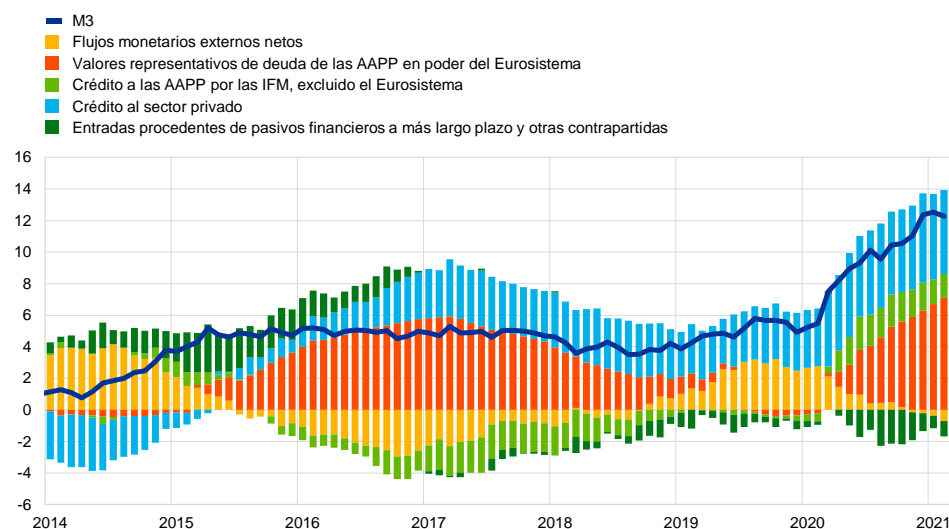
El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo estable en febrero de 2021. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió ligeramente y se situó en el 12,3 % en febrero, desde el 12,5 % observado en enero (gráfico 12), por lo que continuó siendo elevada, dado que todavía incorpora el impacto de la extraordinaria expansión monetaria de las primeras fases de la pandemia de coronavirus (COVID-19). La dinámica de este agregado monetario amplio a más corto plazo, como muestran los flujos mensuales, se ha moderado, pero aún implica un ritmo vigoroso de creación de dinero gracias al apoyo proporcionado por las políticas monetaria, fiscal y prudencial. El avance de M3 estuvo impulsado, principalmente, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 apenas varió y se mantuvo en el 16,4 % en febrero. Esta evolución fue atribuible, sobre todo, a las empresas y a los hogares, que incrementaron sus depósitos a un fuerte ritmo, similar a lo ocurrido en el segundo semestre de 2020. La contribución de otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables al crecimiento interanual de M3 fue reducida, lo que obedece al bajo nivel de los tipos de interés y a la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

El factor impulsor de la creación de dinero continuó siendo la expansión del crédito interno, principalmente a través de las compras de activos por parte del Eurosistema. En febrero de 2021, la mayor contribución al crecimiento de M3 procedió de nuevo de 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) (parte de color rojo de las barras del gráfico 12). El crédito al sector privado (parte de color azul de las barras del gráfico 12) y, en una medida menor y cada vez más reducida, el crédito a las Administraciones Públicas concedido por las entidades de crédito (parte de color verde claro de las barras del gráfico 12) también contribuyeron al avance de M3. Los flujos monetarios externos netos continuaron teniendo escasa incidencia en la creación de dinero (parte de color amarillo de las barras del gráfico 12). Los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas siguieron frenando el crecimiento del agregado monetario amplio. Este efecto ha disminuido con respecto a la segunda mitad de 2020, ya que la emisión neta de bonos bancarios a largo plazo, que reduce el crecimiento de M3, fue moderada debido al recurso de las entidades de crédito a las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) en vista de sus atractivas condiciones.

Gráfico 12

M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

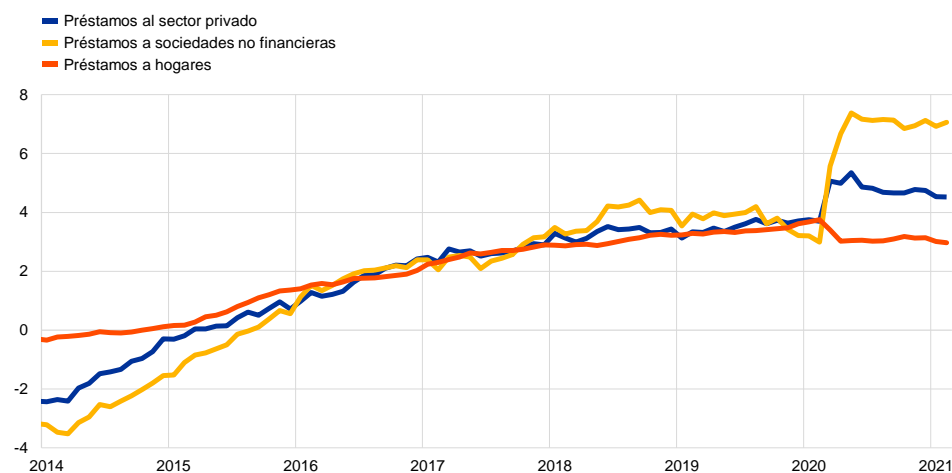
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado y las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores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

El crecimiento de los préstamos al sector privado se mantuvo prácticamente sin variación en febrero de 2021. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado se situó en el 4,5 % en febrero, básicamente sin cambios desde el verano y muy por encima del nivel previo a la pandemia (gráfico 13). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a empresas fue del 7,1 % en febrero, frente al 6,9 % registrado en enero, mientras que la de los préstamos a los hogares permaneció inalterada en el 3 %. Aunque estos ritmos de avance han sido estables, en general, desde junio de 2020, los datos sobre flujos apuntan a una moderación de la dinámica del crédito, ya que la demanda de préstamos por parte de las empresas ha disminuido, al tiempo que han aparecido también algunas señales de contracción de 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. Al mismo tiempo, el crédito hipotecario continuó impulsando el endeudamiento de los hogares en febrero, mientras que el avance de los préstamos para consumo siguió siendo débil, pues el endurecimiento de las restricciones relacionadas con el COVID-19 limitó las oportunidades de consumo.

Gráfico 13

Préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2021 mostró un moderado endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas en el primer trimestre de 2021 (gráfico 14).

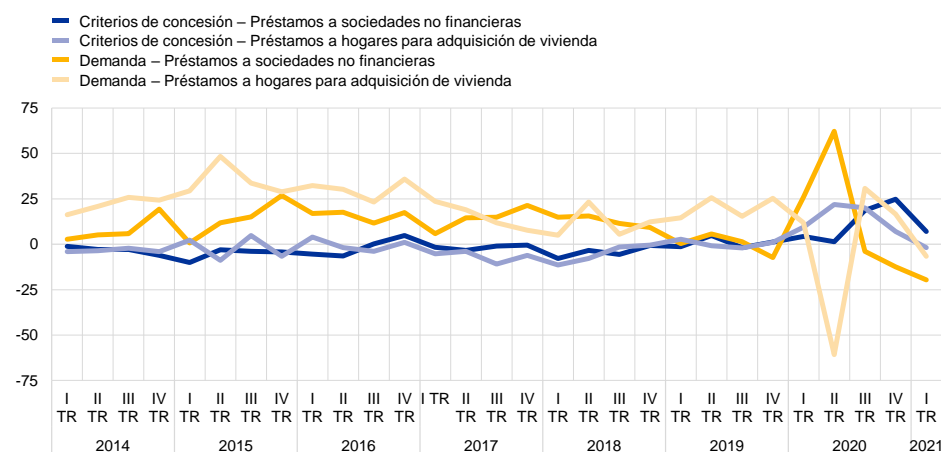
Este endurecimiento neto se produjo tras un endurecimiento significativo en los dos trimestres anteriores y obedeció a la mayor percepción de riesgos y a la menor tolerancia al riesgo de las entidades, aunque en menor grado que durante los dos trimestres previos. El endurecimiento neto más moderado puede estar relacionado con la prolongación de las medidas de apoyo fiscal, con el respaldo continuado de las medidas de política monetaria y supervisoras, y con la mejora más amplia de la percepción de riesgos en el primer trimestre de 2021. La demanda de préstamos y la disposición de líneas de crédito por parte de las empresas volvieron a disminuir en el primer trimestre de 2021, principalmente debido a la persistencia del efecto moderador de la demanda de financiación para inversión en capital fijo, ya que las empresas, sobre todo en los sectores más afectados por la pandemia, tendieron a posponer sus decisiones de inversión. Para el segundo trimestre de 2021, las entidades esperan un repunte de la demanda de préstamos de las empresas y un modesto endurecimiento adicional de los criterios de aprobación del crédito a este sector. Los bancos señalaron una relajación muy ligera de los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda y un endurecimiento moderado de los aplicados a los préstamos para consumo en el primer trimestre de 2021. La relajación neta de los primeros se vio respaldada por la competencia de otros prestamistas, mientras que la percepción de riesgos relacionados con la solvencia de los prestatarios y la tolerancia al riesgo de las entidades de crédito continuaron contribuyendo al endurecimiento de todas las modalidades de préstamos a hogares. La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda descendió en el primer trimestre. La escasa confianza de los consumidores y el reducido gasto en bienes de consumo duradero contribuyeron negativamente a la demanda neta, mientras que el bajo nivel general de los tipos de interés y las sólidas perspectivas del

mercado de la vivienda tuvieron una aportación positiva. Las entidades de crédito esperan un endurecimiento neto de los criterios de aprobación y un aumento de la demanda de préstamos a hogares en el segundo trimestre de 2021. Además, los bancos indicaron que el APP, el PEPP y la tercera serie de operaciones TLTRO (TLTRO III) seguían teniendo un impacto positivo en su situación de liquidez y en sus condiciones de financiación en los mercados. Estas medidas, junto con el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito, propiciaron la relajación de las condiciones del crédito bancario e incidieron positivamente en los volúmenes de crédito concedido. Al mismo tiempo, las entidades señalaron que las compras de activos por parte del BCE y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito continuaban afectando adversamente a su margen de intermediación, mientras que el sistema de dos tramos del BCE para la remuneración del exceso de liquidez ayudaba a la rentabilidad bancaria.

Gráfico 14

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

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



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

Notas: En las preguntas sobre los criterios de concesión de préstamos de la encuesta sobre préstamos bancarios, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que han contestado «se han endurecido considerablemente» o «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» o «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que han respondido que la demanda «ha aumentado considerablemente» o «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que han contestado que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» o «ha disminuido considerablemente». Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021.

Los tipos de interés del crédito bancario continuaron rondando niveles próximos a sus mínimos históricos.

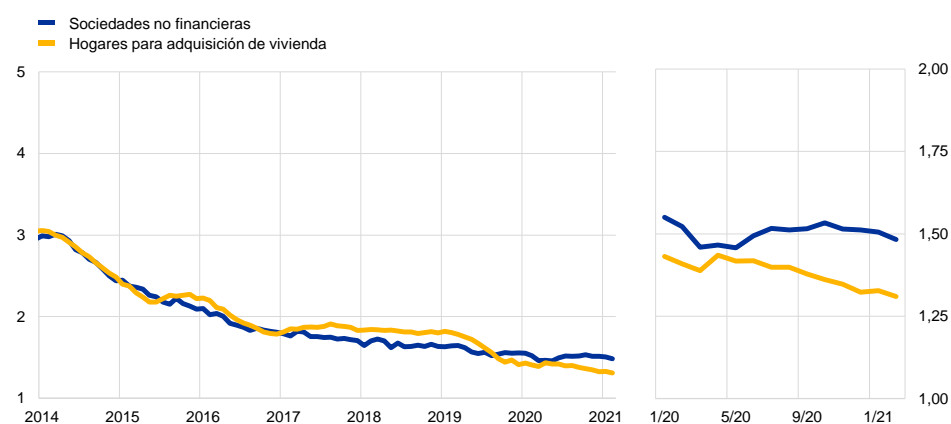
En febrero de 2021, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente sin variación en el 1,48 %, y el de los préstamos a hogares registró un nuevo mínimo histórico del 1,31 % (gráfico 15). Esta evolución refleja el impacto continuado de las medidas adoptadas por el BCE, las autoridades supervisoras y los Gobiernos nacionales para respaldar las condiciones de oferta del crédito, que fue generalizado en todos los países de la zona del euro. El coste real de la financiación bancaria de las empresas retrocedió hacia el nivel de principios de 2020, sostenido por el repunte reciente de las expectativas de inflación. Además, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de

hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se estabilizó en los niveles observados antes de la pandemia. Asimismo, la incertidumbre relativa al impacto duradero de la pandemia sobre la economía y, por tanto, también sobre la solvencia de los prestatarios y los balances bancarios, continúa siendo elevada. Todas las medidas de apoyo actuales siguen siendo esenciales para evitar que esta incertidumbre precipite un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación que intensifique el impacto económico de la pandemia.

Gráfico 15

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2021.