

Evolución económica y monetaria

Rasgos básicos

Tras la contracción del primer trimestre de este año, se está produciendo una reapertura gradual de la economía de la zona del euro a medida que la situación de la pandemia de coronavirus (COVID-19) mejora y las campañas de vacunación progresan significativamente. Los últimos datos señalan una recuperación de los servicios y la continuación del dinamismo de la producción de las manufacturas. Se espera una aceleración de la actividad económica en el segundo semestre de este año a medida que se vayan retirando más medidas de contención. Un repunte del gasto en consumo, una demanda mundial sólida y la orientación acomodaticia de las políticas fiscales y monetaria prestarán un apoyo crucial a la recuperación. Al mismo tiempo, siguen existiendo incertidumbres, dado que las perspectivas económicas a corto plazo continúan dependiendo de la evolución de la pandemia y de la forma en que la economía responda tras la reapertura. La inflación ha aumentado durante los últimos meses, debido principalmente a efectos de base, a factores transitorios y al incremento de los precios de la energía. Se espera que experimente un nuevo ascenso en el segundo semestre del año y que descienda más adelante cuando los factores temporales desaparezcan. Las últimas proyecciones apuntan a un incremento gradual de las presiones sobre la inflación subyacente durante el horizonte temporal considerado, si bien permanecen contenidas en el contexto del todavía considerable exceso de capacidad productiva sin utilizar, que se absorberá gradualmente a lo largo de dicho horizonte. Se espera que la inflación general se mantenga por debajo del objetivo del Consejo de Gobierno durante el horizonte de proyección.

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 para las empresas y los hogares han permanecido estables, en términos generales, desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada en marzo. No obstante, los tipos de interés de mercado han aumentado en mayor medida. Aunque en parte refleje una mejora de las perspectivas económicas, un incremento sostenido de los tipos de mercado podría traducirse en un endurecimiento de las condiciones de financiación en general que son importantes para el conjunto de la economía. Dicho endurecimiento sería prematuro y representaría un riesgo para la recuperación económica en curso y para las perspectivas de inflación. 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 decidió confirmar la orientación muy acomodaticia de su política monetaria.

Análisis económico y monetario en el momento de la reunión del Consejo de Gobierno del 10 de junio de 2021

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2021 sugieren que la actividad económica mundial continuó recuperándose en torno al cambio de año, a pesar de la intensificación de la pandemia, y las economías emergentes pasaron a ser el epicentro de los nuevos contagios a escala mundial. Pese a que, en el cuarto trimestre de 2020, la actividad resultó ser algo más vigorosa de lo previsto en las proyecciones anteriores, la economía mundial inició el año mostrando una mayor debilidad, en un contexto de nuevos repuntes de los contagios y de medidas de contención más estrictas. Encuestas recientes apuntan a un intenso dinamismo de la actividad mundial, aunque cada vez son más evidentes señales de divergencia entre las economías avanzadas y las emergentes, así como entre las manufacturas y los servicios. Se espera que los amplios paquetes de estímulo fiscal aprobados por la Administración Biden fortalezcan la recuperación en Estados Unidos y que tengan algunos efectos positivos a escala global. Con este trasfondo, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial apenas han variado con respecto a las proyecciones de marzo. El PIB real mundial (excluida la zona del euro) crecerá un 6,2 % este año, y posteriormente se desacelerará hasta situarse en el 4,2 % y el 3,7 % en 2022 y 2023, respectivamente. Sin embargo, la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza en relación con el anterior ejercicio de proyección y se incrementará el 8,6 % este año y el 5,2 % y el 3,4 % en 2022 y 2023, respectivamente. Esto refleja principalmente el aumento de la demanda de Estados Unidos y del Reino Unido, los principales socios comerciales de la zona del euro. Los precios de exportación de los competidores de la zona del euro se han revisado al alza para este año, en un entorno de subidas de los precios de las materias primas y de mayor fortaleza de la demanda. Los riesgos para las proyecciones de referencia globales están relacionados, sobre todo, con la evolución futura de la pandemia. Se considera que otros riesgos para las perspectivas de la actividad mundial están, en general, equilibrados, mientras que los riesgos para la inflación a escala global están orientados al alza.

Las condiciones financieras de la zona del euro han seguido endureciéndose ligeramente desde la última reunión del Consejo de Gobierno, en un contexto de percepción de riesgos positiva. Durante el período de referencia (del 11 de marzo al 9 de junio de 2021), los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro y sus diferenciales con respecto al tipo *swap* del eonia experimentaron un aumento moderado, principalmente debido a la mejora de las perspectivas económicas en vista del avance de las campañas de vacunación en toda la zona, así como del apoyo continuado de las políticas. La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un leve desplazamiento al alza en los tramos a medio y largo plazo, mientras que en el tramo corto se ha mantenido prácticamente sin variación, lo que sugiere que no se espera una modificación inminente de los tipos de interés a muy corto plazo. Los precios de las acciones también subieron, respaldados por la firme recuperación de las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales, mientras que los tipos de descuento permanecieron en cotas relativamente bajas. Como reflejo de estos

precios, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro continuaron disminuyendo y se sitúan en niveles no observados con anterioridad a marzo de 2020. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se apreció ligeramente.

En el primer trimestre de este año, el PIB real de la zona del euro descendió un 0,3 % adicional hasta situarse un 5,1 % por debajo del nivel registrado antes de la pandemia en el cuarto trimestre de 2019. Las encuestas de consumidores y

empresas, así como los indicadores de alta frecuencia, apuntan a una mejora considerable de la actividad en el segundo trimestre de este año. Las encuestas de opinión empresarial indican una fuerte recuperación de la actividad de los servicios debido al descenso de los contagios, lo que permitirá una normalización gradual de las actividades intensivas en contacto. La producción manufacturera sigue siendo sólida, respaldada por la fortaleza de la demanda mundial, si bien los cuellos de botella por el lado de la oferta podrían frenar, en cierta medida, la actividad industrial a corto plazo. Los indicadores de confianza de los consumidores están mejorando, lo que sugiere un fuerte repunte del consumo privado en los próximos meses. La inversión empresarial muestra capacidad de resistencia, pese a la mayor debilidad de los balances de las empresas y a la incertidumbre que aún pesa sobre las perspectivas económicas. De cara al futuro, se espera que el crecimiento siga mejorando significativamente en el segundo semestre de 2021 cuando el progreso de las campañas de vacunación permita una mayor relajación de las medidas de contención. A medio plazo se espera que la recuperación de la economía de la zona del euro se vea estimulada por el mayor vigor de la demanda mundial y de la zona, así como por el apoyo continuado de las políticas fiscales y monetaria.

Esta valoración se refleja, en términos generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2021. Estas proyecciones prevén

un crecimiento anual del PIB real del 4,6 % en 2021, el 4,7 % en 2022 y el 2,1 % en 2023. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2021, las perspectivas para la actividad económica se han revisado al alza para 2021 y 2022, mientras que se han mantenido inalteradas para 2023.

En conjunto, los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados. Por una parte, podría esperarse una

recuperación incluso más fuerte sobre la base de perspectivas más optimistas para la demanda mundial y de una reducción más rápida de lo esperado de los ahorros de los hogares una vez que se hayan retirado las restricciones sociales y a los viajes. Por otra, 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.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 2 % en mayo de 2021, desde el 1,3 % registrado en marzo y el 1,6 % de abril. Este aumento se debió fundamentalmente

a un fuerte incremento de los precios de la energía (que reflejó importantes efectos de base alcistas, así como incrementos intermensuales), y, en menor medida, a un ligero aumento de los precios de los bienes industriales no energéticos. La inflación

general probablemente seguirá aumentando hacia el otoño, debido principalmente al final de la rebaja temporal del IVA en Alemania, y se espera que vuelva a disminuir a principios del próximo año a medida que los factores temporales desaparezcan y los precios mundiales de la energía se moderen. Se espera que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten ligeramente este año debido a restricciones de oferta temporales y a la recuperación de la demanda interna. No obstante, es probable que, en conjunto, las presiones sobre los precios sigan siendo contenidas, en parte como reflejo de las bajas presiones salariales, en el contexto del todavía considerable exceso de capacidad productiva sin utilizar y de la apreciación del tipo de cambio 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 fiscales y monetaria, contribuirá a un aumento gradual de la inflación subyacente a medio plazo. Los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen en niveles bajos, aunque los indicadores de mercado han continuado aumentando.

Esta valoración se refleja, en líneas generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2021, que sitúan la inflación anual en el 1,9 % en 2021, el 1,5 % en 2022 y el 1,4 % en 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021, 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, cuando el descenso esperado de la inflación de los precios de la energía compense gran parte del aumento de la inflación subyacente. Se proyecta que el IAPC excluidos la energía y los alimentos se eleve desde el 1,1 % en 2021 hasta el 1,3 % en 2022 y el 1,4 % en 2023, tras revisarse al alza en comparación con el ejercicio de marzo de 2021 para todo el horizonte considerado.

La creación de dinero en la zona del euro se moderó en abril de 2021, mostrando algunas señales incipientes de normalización tras la ingente expansión monetaria asociada a la crisis del coronavirus. El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se situó en el 9,2 % en abril de 2021, frente al 10 % de marzo. La desaceleración de marzo y abril se debió, en parte, a fuertes efectos de base negativos, dado que los importantes flujos de entrada en la fase inicial de la crisis provocada por la pandemia desaparecieron de las estadísticas de crecimiento interanual. También refleja una moderación de la dinámica monetaria a más corto plazo, que obedece fundamentalmente a una evolución más débil de los depósitos de los hogares y las empresas en abril y a las menores necesidades de liquidez a medida que mejora la situación de la pandemia. Las compras de activos por el Eurosistema siguen siendo la principal fuente de creación de dinero. Aunque el agregado monetario estrecho (M1) también se desaceleró, volvió a ser el componente que más contribuyó al crecimiento del agregado monetario amplio. Su fuerte contribución es coherente con una preferencia aún elevada por la liquidez en el sector tenedor de dinero y con el bajo coste de oportunidad de mantener sus formas más líquidas.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se redujo hasta el 3,2 % en abril, tras el 3,6 % registrado en marzo y el 4,5 % observado en febrero. Este descenso tuvo lugar en un contexto de dinámicas opuestas de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se redujo hasta el 3,2 % en abril, tras el 5,3 % registrado en marzo y el 7 % observado en febrero. Esta contracción refleja importantes efectos de base negativos y cierto adelanto en la creación de crédito en marzo con respecto a abril. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares aumentó hasta el 3,8 % en abril, tras el 3,3 % de marzo y el 3 % de febrero, apoyada por unos sólidos flujos mensuales y efectos de base positivos. 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 de la enérgica respuesta fiscal, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó con fuerza y se situó en el 7,3 % del PIB en 2020, desde el 0,6 % de 2019. Este año, como los países de la zona del euro se han visto afectados por nuevas olas de la pandemia, la vigencia de muchas medidas de emergencia se ha prolongado y se han introducido otras de apoyo a la recuperación. Por consiguiente, en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021 se prevé solo una mejora marginal del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro, que se situará en el -7,1 % del PIB en 2021. Sin embargo, a medida que la pandemia vaya remitiendo y la recuperación económica se afiance, se espera que la ratio de déficit disminuya con mayor celeridad, hasta situarse en el 3,4 % en 2022 y en el 2,6 % al final del horizonte de proyección, en 2023. La deuda de la zona del euro alcanzaría un máximo justo por debajo del 100 % del PIB en 2021 y descendería hasta el entorno del 95 % del PIB en 2023, unos 11 puntos porcentuales por encima del nivel anterior a la crisis del coronavirus. Con todo, una orientación fiscal ambiciosa y coordinada sigue siendo crucial, ya que una retirada prematura del apoyo fiscal podría debilitar la recuperación y agravar las secuelas a largo plazo. Por tanto, las políticas fiscales nacionales deben continuar ofreciendo un respaldo fundamental y oportuno a las empresas y hogares más expuestos a la pandemia y a las medidas de contención asociadas. Paralelamente, las medidas fiscales deberían seguir siendo de naturaleza temporal y anticíclica y, al mismo tiempo, tener un objetivo suficientemente específico para abordar las vulnerabilidades de manera efectiva y favorecer una rápida recuperación de la economía de la zona del euro. Como complemento de las medidas fiscales nacionales, se espera que el programa «Next Generation EU» (NGEU) desempeñe un papel esencial contribuyendo a una recuperación más rápida, sólida y uniforme. Este programa debería aumentar la capacidad de resistencia y el potencial de crecimiento de las economías de la UE, en especial 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 junio, la combinación de las subvenciones y los préstamos del NGEU debería proporcionar un estímulo adicional de alrededor del 0,5 % del PIB al año entre 2021 y 2023.

Las decisiones de política monetaria

El 10 de junio de 2021, el Consejo de Gobierno decidió reconfirmar la orientación muy acomodaticia de su política monetaria para preservar unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores de la economía, que son necesarias para una recuperación sostenida de la economía y para salvaguardar la estabilidad de precios.

1. El Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Se espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hacia un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.
2. El Consejo de Gobierno 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 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 las compras netas en el marco del PEPP durante el próximo trimestre continúen a un ritmo 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 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. 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.
3. 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 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.

4. Por último, el Consejo de Gobierno continuará proporcionando liquidez abundante a través de sus operaciones de financiación. La financiación obtenida mediante la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) es fundamental para apoyar 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

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021 sugieren que la actividad económica mundial continuó recuperándose en torno al cambio de año. Pese a que, en el cuarto trimestre de 2020, la actividad resultó ser algo más vigorosa de lo previsto en las proyecciones anteriores, la economía global inició este año mostrando una mayor debilidad, en un contexto de nuevos repuntes de los contagios y de medidas de contención más estrictas. Encuestas recientes apuntan a un intenso dinamismo de la actividad mundial, aunque cada vez son más evidentes señales de divergencia entre las economías avanzadas y las emergentes, así como entre las manufacturas y los servicios. Se espera que los amplios paquetes de estímulo fiscal aprobados por la Administración Biden fortalezcan la recuperación en Estados Unidos y que tengan algunos efectos positivos a escala global. Con este trasfondo, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial apenas han variado en comparación con las proyecciones de marzo. El PIB real mundial (excluida la zona del euro) crecerá un 6,2 % este año y posteriormente se desacelerará hasta situarse en el 4,2 % en 2022 y en el 3,7 % en 2023. Sin embargo, la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza en relación con el anterior ejercicio de proyección y se incrementará el 8,6 % este año y el 5,2 % y el 3,4 % en 2022 y 2023. Esto refleja principalmente el aumento de la demanda de Estados Unidos y del Reino Unido, los principales socios comerciales de la zona del euro. Los precios de exportación de los competidores de la zona del euro se han revisado al alza para este año, en un entorno de subidas de los precios de las materias primas y de mayor fortaleza de la demanda. Los riesgos para las proyecciones de referencia globales están relacionados, sobre todo, con la evolución futura de la pandemia. Se considera que otros riesgos para las perspectivas de la actividad mundial están, en general, equilibrados, mientras que los riesgos para la inflación a escala global están orientados al alza.

Actividad económica y comercio mundiales

La actividad económica mundial continuó recuperándose en torno al cambio de año, pese a la intensificación de la pandemia. El crecimiento intertrimestral del PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumentó un 2,6 % en el cuarto trimestre de 2020, más de lo previsto en las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2021. Con todo, la economía global inició el año mostrando una mayor debilidad, ya que el nuevo repunte de los contagios llevó a los Gobiernos a endurecer las medidas de contención. En consecuencia, se estima que el avance del PIB real mundial (excluida la zona del euro) experimentó una marcada desaceleración, hasta el 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2021. Este patrón refleja una moderación del crecimiento, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Al mismo tiempo, en las primeras, la actividad fue más resistente de lo señalado en las proyecciones anteriores porque los hogares y las empresas se adaptaron mejor a los confinamientos, y se aplicaron medidas de estímulo adicional.

En cambio, la ralentización observada en las economías emergentes resultó ser más acusada.

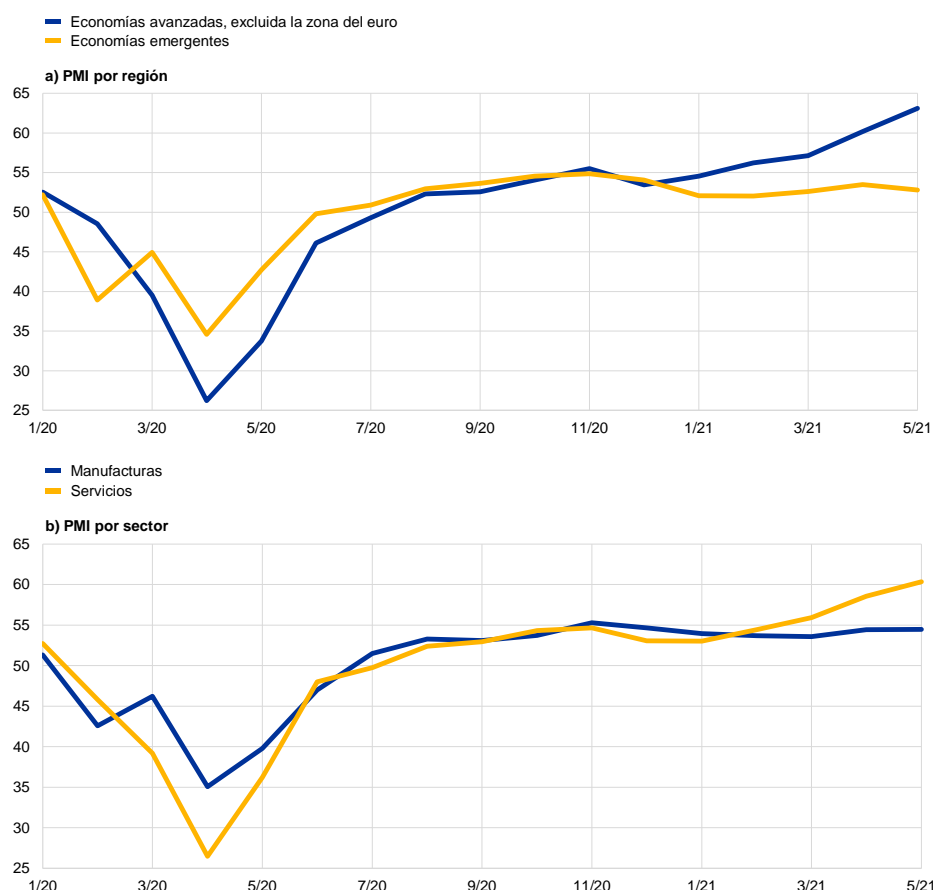
La pandemia se intensificó en las economías emergentes, al tiempo que la situación mejoró notablemente en las economías avanzadas gracias al avance de las campañas de vacunación. En meses anteriores de este año, la situación también empeoró en Europa, mientras que el rápido ritmo de vacunación en el Reino Unido y en Estados Unidos contribuyó a reducir el número de nuevos contagios en las economías avanzadas en su conjunto. En los países emergentes, la situación epidemiológica sigue siendo precaria y continúa constituyendo el principal factor determinante de la evolución económica en los distintos países.

En la coyuntura actual, los datos procedentes de encuestas apuntan a un intenso dinamismo de la actividad mundial, en un contexto de señales más evidentes de divergencia entre países y sectores. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de actividad aumentó hasta situarse en 58,8 en mayo, bastante por encima de su media de largo plazo y también fuera de su rango intercuartílico histórico. Aunque el intenso dinamismo de la actividad es visible, en general, tanto en las manufacturas como en los servicios, recientemente se han hecho más palpables algunas diferencias en los distintos países y sectores. Primero, en las economías avanzadas, el ritmo de crecimiento es sólido y últimamente se ha fortalecido más. Esta evolución contrasta con la de los países emergentes, en los que la actividad sigue mejorando con más lentitud (panel superior del gráfico 1). Segundo, la expansión económica repuntó a una velocidad notable en los servicios a medida que se retiraron las restricciones. La rápida expansión debe considerarse asimismo en el contexto de una recuperación que partía de niveles reducidos, en especial en los servicios intensivos en contacto. En cambio, la producción de las manufacturas, que demostró mayor capacidad de resistencia durante la fase más aguda de la pandemia, continúa creciendo a un ritmo más pausado, aunque sigue siendo vigoroso, en un entorno en el que se observaron algunos factores adversos generados por las restricciones de oferta (panel inferior del gráfico 1).

Gráfico 1

PMI compuesto global (excluida la zona del euro) de actividad por regiones y sectores

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2021.

La recuperación mundial se ha visto respaldada por unas condiciones financieras muy holgadas.

Tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, las condiciones financieras siguen siendo favorables, ya que el aumento de los rendimientos de los valores de renta fija se vio compensado por la subida de los precios de las acciones y por la reducción de los diferenciales de los valores de renta fija privada.

A corto plazo, las perspectivas de la economía mundial siguen estando determinadas por la posible evolución de la pandemia.

En las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro, la rápida administración de las vacunas es una señal alentadora de que es posible contener la pandemia, de que las economías pueden reabrirse gradualmente y luego recuperarse con bastante rapidez. Esto contrasta con la situación epidemiológica en varias economías emergentes importantes, en las que la actividad económica habría seguido debilitándose, pese a las restricciones de movilidad relativamente limitadas impuestas por las autoridades hasta ahora.

Se espera que los amplios paquetes de estímulo fiscal aprobados por la Administración Biden tengan algunos efectos positivos para la economía mundial, lo que fortalecerá la recuperación en Estados Unidos. El plan de rescate estadounidense (*American Rescue Plan*, ARP), que asciende a un total de 1,9 billones de dólares (8,9 % del PIB), incluye la renovación de las prestaciones por desempleo, pagos extraordinarios adicionales a los hogares y un aumento del gasto local y estatal para financiar medidas de salud pública y la educación. Se prevé que los cheques de estímulo adicional enviados desde que el ARP se convirtió en ley, a mediados de marzo, estimulen el consumo privado en los próximos trimestres, lo que generaría efectos positivos en otros países a través de los vínculos comerciales. Entretanto, la Administración Biden anunció dos nuevos planes fiscales a medio plazo, el plan estadounidense de empleo (*American Jobs Plan*) y el plan estadounidense para las familias (*American Families Plan*). El primero plantea realizar una serie de inversiones en infraestructuras que en parte se financiarán con aumentos del impuesto de sociedades, mientras que el segundo se centra en el gasto en prestaciones sociales y en créditos fiscales, y se financiará prácticamente en su totalidad mediante subidas del impuesto sobre la renta de las personas físicas. Se estima que, en conjunto, el impacto de los dos planes en la actividad económica será más limitado que el del ARP, debido a que se pondrán en práctica a lo largo de una década y al hecho de que está previsto que se financien mediante incrementos impositivos.

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial apenas han cambiado con respecto a las proyecciones anteriores. El PIB real mundial (excluida la zona del euro) crecerá un 6,2 % este año, y posteriormente se desacelerará hasta situarse en el 4,2 % en 2022 y en el 3,7% en 2023. Esta previsión se ha revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2021 y al alza en 0,3 puntos porcentuales para 2022 en comparación con el ejercicio de proyección anterior, y para 2023 no se ha modificado. Este perfil refleja una interacción de factores, como el agravamiento de la pandemia en las economías avanzadas a principios de este año y en las economías emergentes más recientemente, así como el impacto macroeconómico de los amplios paquetes de estímulo fiscal en Estados Unidos y la mejora de las perspectivas en otras economías avanzadas gracias al rápido avance de la vacunación. Entre las economías emergentes, las perspectivas a corto plazo de la India empeoraron de forma significativa, debido al deterioro de la situación epidemiológica. Con todo, los indicadores económicos y de movilidad sugieren que es posible que las consecuencias de la ola actual no sean tan graves como las observadas durante la primavera.

En Estados Unidos se prevé que la actividad económica aumente como resultado del firme apoyo público y de la reapertura gradual de la economía. Después de registrar una sólida tasa de crecimiento intertrimestral anualizada (el 6,4 %) en el primer trimestre de 2021, se espera que la actividad haya seguido repuntando en el segundo, en un contexto de vigoroso gasto en consumo respaldado por el desembolso de las ayudas públicas directas a las rentas de los hogares. Mientras tanto, en el mercado de trabajo, la tasa de vacantes permaneció en niveles elevados, al tiempo que la tasa de paro continuó siendo relativamente alta. Esto apunta a la posibilidad de que los desajustes entre la oferta y la demanda

de cualificaciones, así como la falta de trabajadores en sectores de servicios intensivos en contacto, generen algunos efectos adversos a medida que se produzca la reapertura de la economía. Las encuestas sobre empleo indican que el crecimiento del salario por hora se aceleró en abril y que el número de horas semanales trabajadas aumentó hasta alcanzar un máximo histórico, en particular en sectores con un número considerable de vacantes, como la hostelería. La inflación general medida por los precios de consumo se incrementó hasta el 4,2 % en abril. Aunque este incremento fue resultado, sobre todo, del acusado avance interanual del componente energético, la inflación subyacente también registró un alza significativa, ya que los sectores que se han visto muy afectados por la pandemia han subido los precios sustancialmente en paralelo a la reapertura de la economía, como ha sido el caso de los precios de los billetes de avión y de los servicios de alojamiento. Las interrupciones en las cadenas globales de suministro lastraron la producción de automóviles en Estados Unidos, y es probable que hayan contribuido al aumento de los precios de los vehículos de segunda mano en abril.

En el Reino Unido se espera que el gasto fiscal y la prórroga de las importantes medidas adoptadas en respuesta al coronavirus brinden apoyo a la economía. El crecimiento del PIB real se redujo un 1,5 % en el primer trimestre de 2021, en el que estuvo vigente un confinamiento estricto. Esta contracción relativamente suave sugiere que las empresas y los hogares se adaptaron bien a las restricciones impuestas por el Gobierno. Con todo, la contribución del consumo privado fue negativa, al igual que la de la sustancial reversión del acopio de existencias registrado en 2020 en respuesta a los temores de un Brexit «sin acuerdo». Sin embargo, hacia el final del primer trimestre, a medida que la vacunación avanzaba y las restricciones de movilidad se fueron relajando, la actividad económica empezó a recuperarse. Las encuestas a empresas, la confianza de los consumidores y los indicadores de movilidad señalan un intenso repunte en el segundo trimestre. La inflación interanual medida por los precios de consumo aumentó hasta situarse en el 1,5 % en abril, desde el 0,7 % del mes anterior, mientras que la inflación subyacente se incrementó hasta el 1,3 % en abril, frente al 1,1 % de marzo. El aumento de la inflación estuvo impulsado, en su mayor parte, por los precios energéticos, ya que la reciente subida de los precios del petróleo comenzó a transmitirse a los precios que pagan los hogares por la energía, contribuyendo al alza de los precios del transporte. De cara al futuro, se prevé que la inflación general siga elevándose hacia el objetivo del 2 % del Banco de Inglaterra durante los próximos meses, debido principalmente a efectos base atribuibles a las débiles presiones inflacionistas registradas en la primavera de 2020 y al impacto de las subidas recientes de los precios energéticos.

En China se espera que la actividad económica continúe creciendo a un ritmo sostenido durante el horizonte de proyección. En mayo, los datos procedentes de encuestas apuntaban a un ritmo de avance sostenido, tras unos datos más débiles de lo esperado sobre el crecimiento de la producción industrial y de las ventas del comercio minorista el mes anterior, mientras que el crecimiento de las exportaciones fue sólido en abril y se está generalizando más en un contexto de mayor fortaleza de la demanda mundial. Las políticas expansivas también continuaron respaldando la recuperación, aunque su orientación se está

equilibrando gradualmente. De cara al futuro, se prevé que el principal factor impulsor de la actividad económica se traslade de la inversión al consumo privado a medida que se afiancen las perspectivas de empleo y de ingresos. La inflación general interanual medida por los precios de consumo registró un aumento moderado en mayo, hasta el 1,3 %, desde el 0,9 % de abril. La tasa de variación de los precios de consumo sigue siendo débil, en general. Aunque los precios de la energía se incrementaron notablemente, la recuperación de la oferta de carne de porcino, tras la irrupción de la peste porcina africana el año pasado, mantiene la inflación de los precios de los alimentos en niveles contenidos. Mientras tanto, la tasa de variación interanual de los precios de producción avanzó hasta el 9 % en mayo.

En Japón se prevé una reanudación más firme de la recuperación en meses posteriores de este año, y que después prosiga a un ritmo moderado. La mayor fortaleza de la demanda interna tras la relajación de las medidas de contención, así como la continuación del apoyo fiscal y la mejora de la demanda externa, contribuirán a una recuperación gradual, pero sostenida. El PIB real retrocedió un 1,3 % en el primer trimestre de 2021, ya que el segundo estado de emergencia, vigente desde principios de enero hasta mediados de marzo, incidió en el consumo privado y en la inversión empresarial. Es probable que el tercer estado de emergencia anunciado a finales de abril y los limitados progresos en la vacunación posterguen una recuperación más sólida al segundo semestre de este año. La inflación general interanual medida por los precios de consumo se situó en el -0,4 % en abril, ya que el impacto de la subida de los precios de la energía se vio superado por el acusado descenso de las tarifas de telefonía móvil. Se prevé que la inflación interanual medida por los precios de consumo aumente paulatinamente durante el horizonte de proyección, pero que se mantenga por debajo del objetivo del Banco de Japón.

En los Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental, la recuperación se frenó de forma significativa en torno al cambio de año, y se espera que siga desacelerándose a corto plazo porque el empeoramiento de la situación epidemiológica continúa lastrando la actividad. Cuando se relajen las medidas de confinamiento y se avance en la vacunación, se prevé que la actividad recobre impulso de manera gradual, favorecida por unas políticas acomodaticias en los ámbitos monetario y fiscal.

En los grandes países exportadores de materias primas, la actividad económica se está recuperando a medida que se fortalece la demanda mundial. En Rusia, tras experimentar una recesión relativamente leve el año pasado, se estima que la actividad registró un ligero avance en el primer trimestre. De cara al futuro, se espera que la mayor fortaleza de la demanda mundial de petróleo, junto con el repunte del consumo y de la inversión, respalden la actividad durante el horizonte de proyección. En cuanto a Brasil, la actividad siguió recuperándose en el primer trimestre y se situó próxima a los niveles anteriores a la pandemia, pese al nuevo repunte de los contagios. En adelante se prevé que el mayor vigor de la demanda externa y del consumo privado impulsen la recuperación. En cambio, la política monetaria se ha endurecido recientemente, mientras que el margen de maniobra fiscal continúa siendo limitado.

En Turquía, la demanda interna está desacelerándose, en un contexto de retirada gradual de las medidas de estímulo al crédito.

Además, la mayor incertidumbre sobre las políticas y el debilitamiento de la confianza de los mercados continúan afectando a las perspectivas económicas a corto plazo. El impacto de la menor absorción interna en la actividad económica se ha visto compensado por el mejor comportamiento de las exportaciones en el primer trimestre de 2021. De cara al futuro, es probable que el crecimiento del PIB real siga siendo moderado, aunque más equilibrado, siempre que se mantenga el cambio reciente de las políticas, que ahora están orientadas a la estabilidad macroeconómica.

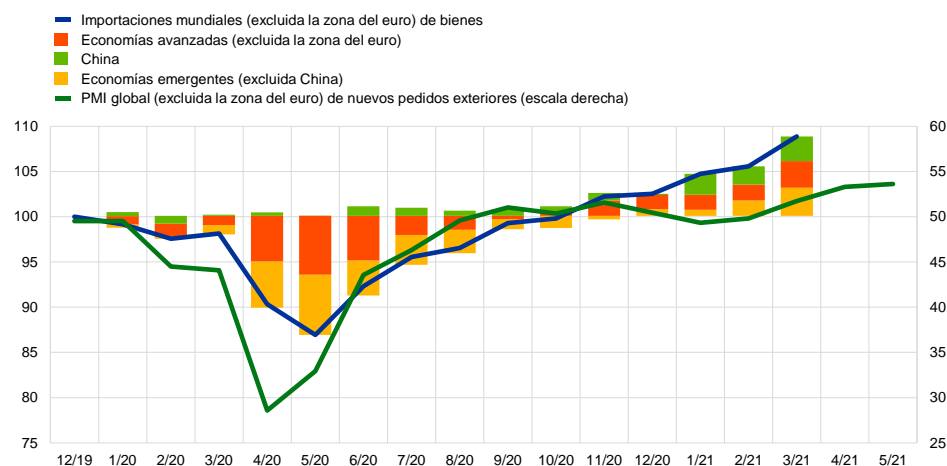
La recuperación del comercio internacional se mantiene a un ritmo sostenido a medida que la demanda interna se fortalece en las economías avanzadas y en China.

Tras la dinámica recuperación de las importaciones mundiales de bienes (excluida la zona del euro) a finales de 2020, el dinamismo del crecimiento ha experimentado una leve desaceleración recientemente. La recuperación está impulsada, sobre todo, por la mejora de la absorción interna en economías avanzadas importantes y en China, pese al ligero aumento de la volatilidad en torno al período de vacaciones del Año Nuevo lunar (gráfico 2). Aunque el comercio internacional de servicios está cobrando ímpetu, su mejora con respecto al mínimo registrado a finales de la primavera de 2020 sigue siendo gradual, ya que continúan vigentes medidas de contención y restricciones a los desplazamientos. A corto plazo se espera que el repunte de los intercambios comerciales continúe a un ritmo sostenido. El PMI de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas siguió aumentando en mayo y se mantuvo en niveles bastante por encima de su media de largo plazo, lo que apunta a que el comercio mundial continuará acelerándose en el corto plazo. Con todo, las disrupciones registradas en las cadenas globales de suministro siguen generando efectos adversos para la recuperación de los flujos comerciales internacionales. Indicadores de alta frecuencia de la existencia de cuellos de botella en las cadenas de suministro, como los PMI de trabajos acumulados, se han incrementado hasta alcanzar los valores más elevados observados desde el final de la crisis financiera global, mientras que el PMI de plazos de entrega de los proveedores señaló plazos de entrega más largos y actualmente se sitúa próximo al máximo histórico registrado en la fase más aguda de la pandemia. Por otra parte, el elevado nivel del PMI de nuevos pedidos en relación con las existencias y el PMI de trabajos acumulados indican que la producción está tratando de satisfacer la vigorosa y creciente demanda, en especial en los sectores tecnológico y de automoción.

Gráfico 2

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

(escala izquierda: índice, diciembre de 2019 = 100; escala derecha: índice de difusión)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2021 (PMI) y a marzo de 2021 (importaciones mundiales de mercancías).

La mejora de las perspectivas de los principales socios comerciales de la zona del euro dio lugar a un aumento de la demanda interna de la zona. Se prevé que dicha demanda crezca el 8,6 % este año y el 5,2 % y el 3,4 % en 2022 y 2023, respectivamente, lo que supone una revisión al alza para los tres años en comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021. Las revisiones reflejan principalmente una aceleración de la demanda procedente de Estados Unidos y del Reino Unido más intensa de lo previsto, pese a unos datos más débiles de lo esperado en el primer trimestre. En general, los datos más positivos a principios del año y la mejora de las perspectivas en algunos de los principales socios comerciales de la zona del euro implican que la brecha en la trayectoria del comercio internacional con respecto a la senda anterior a la pandemia ha seguido estrechándose. Las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) también se revisaron al alza en el horizonte de las proyecciones, y se prevé un crecimiento del 10,8 % en 2021 y una desaceleración hasta el 4,9 % en 2022 y el 3,7 % en 2023.

Se considera que los riesgos para las proyecciones de referencia relativas al crecimiento mundial están equilibrados, en general, mientras que los relacionados con la inflación a escala global están orientados al alza. 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 contención¹. Otros riesgos para las perspectivas de actividad a escala global están relacionados con una reversión más rápida de lo esperado del exceso de ahorro acumulado durante

¹ Para más detalles, véase la sección 5, titulada «Escenarios alternativos de las perspectivas económicas de la zona del euro», en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021 para la zona del euro.

la pandemia en las economías avanzadas. Esto podría llevar a un aumento del consumo privado en estas economías y, en consecuencia, de la actividad y de la inflación. Las perspectivas de una recuperación más intensa y rápida en los países avanzados pueden alterar las expectativas de los participantes en los mercados sobre las perspectivas relativas a la política monetaria a nivel mundial y acrecentar el riesgo de que se produzca una corrección de precios en los mercados financieros internacionales. Este tipo de corrección suele afectar más a las economías emergentes, en especial a aquellas con fundamentos económicos débiles, y agudizaría los riesgos asociados al elevado endeudamiento tanto de los países avanzados como de los emergentes. En caso de que las interrupciones en las cadenas globales de suministro se prolonguen más de lo previsto actualmente, podrían generar mayores presiones inflacionistas y efectos adversos para la recuperación de la actividad y el comercio mundiales.

Evolución mundial de los precios

Los precios mundiales de las materias primas han seguido aumentando desde las proyecciones anteriores. La escalada de precios que ya había comenzado el verano pasado se interrumpió temporalmente en marzo, en un contexto de volatilidad en el clima de los mercados ante el aumento de los rendimientos de la deuda soberana. Esto dio lugar a una ligera corrección de los precios del crudo, mientras que los de los alimentos y los metales se han mantenido estables, en general. No obstante, desde entonces, los precios han subido, ya que las políticas acomodaticias, unidas a la administración en curso de las vacunas y las expectativas de que se levanten las medidas de contención se han traducido en la mejora de las perspectivas de demanda de materias primas. La Agencia Internacional de la Energía espera que la demanda mundial de petróleo recupere la mayor parte del volumen perdido durante la pandemia para finales de 2021. Con este trasfondo, el grupo de países que integran la OPEP+ ha revisado gradualmente al alza sus objetivos de producción, lo que también incluye la retirada progresiva de los recortes unilaterales de la producción por parte de Arabia Saudí. En líneas generales, los precios del crudo en los mercados internacionales se están viendo condicionados por la mayor fortaleza de la demanda y por el aumento paulatino de la oferta, y también se ven respaldados por una percepción del riesgo positiva a escala global.

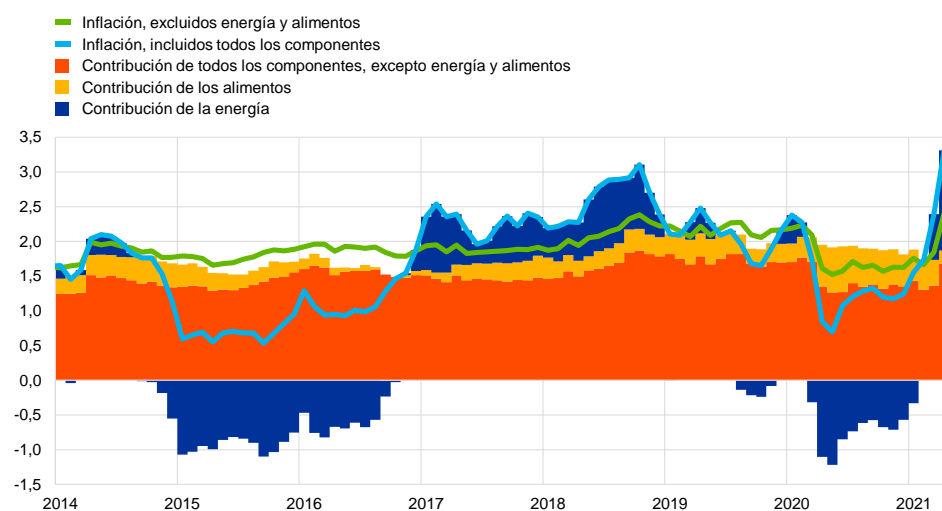
Se prevé un aumento de la inflación mundial medida por los precios de consumo, en un contexto de subida de los precios de las materias primas y de recuperación de la demanda. Con todo, es probable que el incremento esperado de la inflación sea transitorio, dado el grado de holgura de la economía mundial y el anclaje de las expectativas de inflación. 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 3,3 % en abril, desde el 2,4 % de marzo (gráfico 3). Los precios de la energía subieron considerablemente, mientras que la tasa de variación de los precios de los alimentos siguió disminuyendo en abril. La inflación subyacente medida por el índice de precios de consumo, excluidos la energía y los alimentos, avanzó hasta el 2,4 %

en abril, frente al 1,8 % registrado el mes precedente. La inflación general interanual medida por los precios de consumo aumentó en todas las economías avanzadas, aunque en Japón permaneció en territorio negativo. En las principales economías emergentes no pertenecientes a la OCDE, la inflación general interanual retornó con más firmeza a territorio positivo en China, después de dos trimestres en los que la inflación permaneció en niveles muy cercanos a cero.

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 abril de 2021.

El aumento de la inflación observado este año y la previsión de desaceleración gradual posteriormente también se incluyen en las proyecciones de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro. Se prevé que estos precios (en moneda nacional) se incrementen de forma significativa durante este año. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021, los precios de exportación de los competidores de la zona del euro se han revisado al alza para 2021, en un contexto de subida de los precios de las materias primas y de mayor fortaleza de la demanda. A más largo plazo, dichos precios son similares, en general, a los de proyecciones anteriores.

2 Evolución financiera

La curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un leve desplazamiento al alza en los tramos a medio y largo plazo, mientras que en el tramo corto se ha mantenido prácticamente sin variación, lo que sugiere que no se espera una modificación inminente de los tipos de interés a muy corto plazo. Durante el período de referencia (del 11 de marzo al 9 de junio de 2021), los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro experimentaron un aumento moderado, principalmente debido a la mejora de las perspectivas económicas en vista del avance de las campañas de vacunación en toda la zona, así como del apoyo continuado de las políticas. El incremento más reciente de los diferenciales soberanos con respecto al tipo swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) en las distintas jurisdicciones puede estar relacionado, en parte, con las especulaciones sobre una reducción (tapering) temprana de las compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). Los precios de las acciones también subieron, respaldados por la firme recuperación de las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales, mientras que los tipos de descuento permanecieron en cotas relativamente bajas. Como reflejo de estos precios, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro continuaron disminuyendo y se sitúan en niveles no observados con anterioridad a marzo de 2020. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se apreció ligeramente.

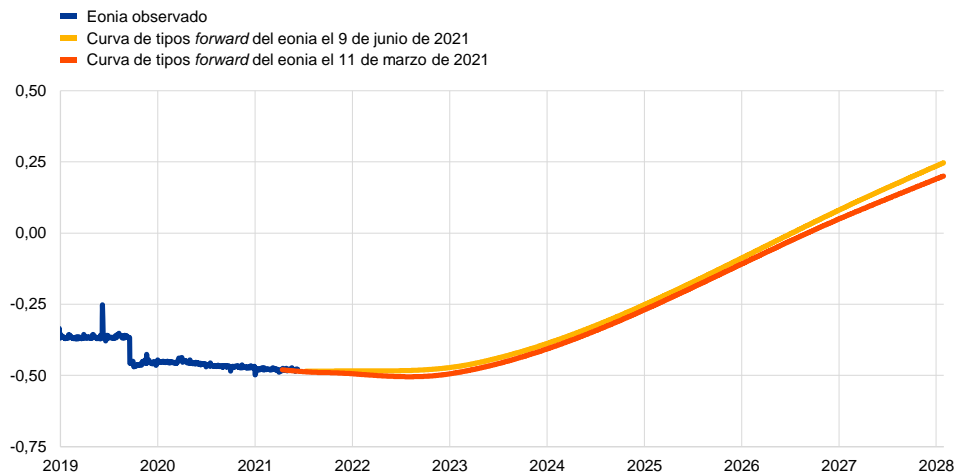
El eonia y el tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -48 y -57 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado². El exceso de liquidez aumentó en unos 516 mm de euros y se situó en torno a los 4.207 mm de euros. Este incremento reflejó, principalmente, las adquisiciones de activos en el marco del PEPP y del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como los 330,5 mm de euros adjudicados en la operación TLTRO III.7. Estas inyecciones de liquidez se vieron compensadas parcialmente por la evolución de los factores autónomos y por la finalización de las operaciones TLTRO II.

La curva de tipos forward del eonia se desplazó ligeramente al alza en los tramos a medio y largo plazo durante el período analizado, mientras que en el tramo corto se mantuvo prácticamente sin variación y continúa indicando que no se espera una modificación inminente del tipo de interés de la facilidad de depósito (gráfico 4). En los plazos cortos, esta curva es, en la actualidad, casi completamente plana, lo que sugiere que los participantes en los mercados financieros no están descontando un recorte o subida inminente de los tipos de interés. El tipo al contado del eonia a diez años aumentó 6,2 puntos básicos.

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

Gráfico 4 Tipos *forward* del eonia

(porcentajes)



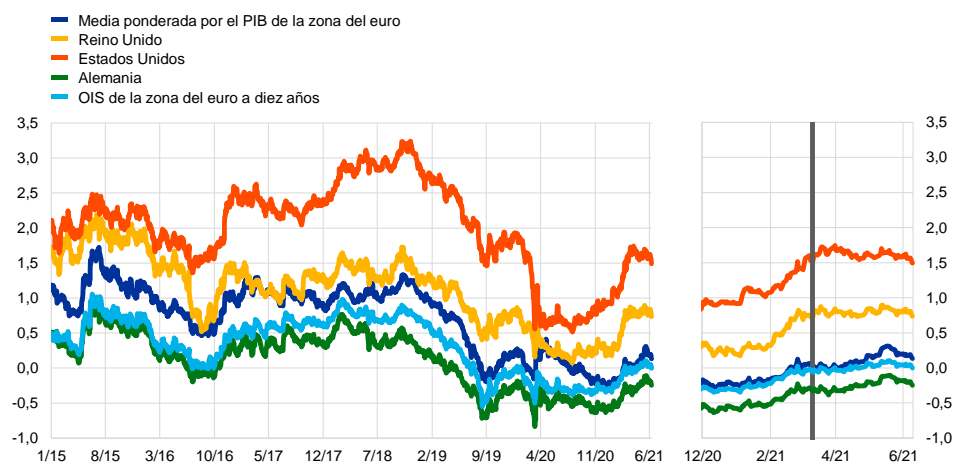
Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro experimentaron un ligero aumento durante el período considerado (gráfico 5). Estos rendimientos se incrementaron de forma notable cuando las primas por plazo se situaron en niveles menos negativos. A ello contribuyeron las perspectivas más alentadoras sobre la situación sanitaria y la consiguiente mejora de la valoración de las perspectivas económicas por parte de los participantes en los mercados. En concreto, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó en 14 puntos básicos, hasta el 0,13 %. Al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido registraron un leve descenso y se situaron en el 1,49 % y el 0,73 %, respectivamente.

Gráfico 5

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

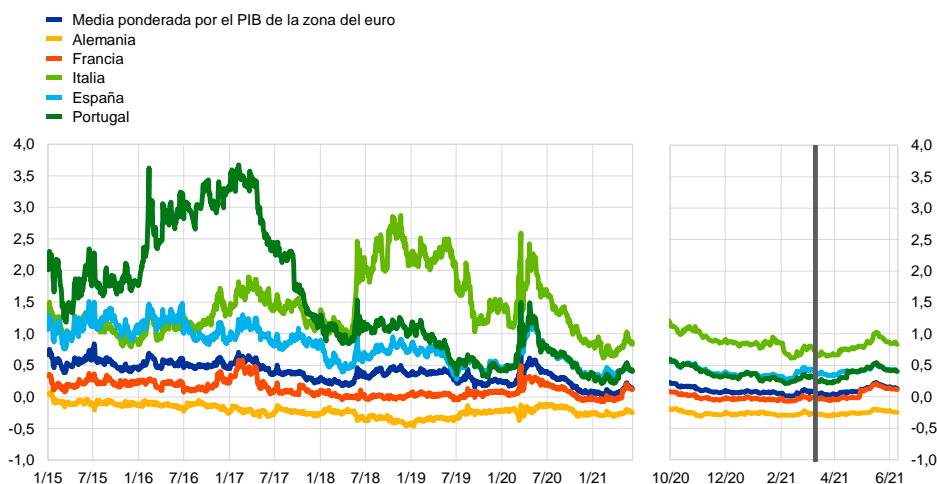
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de marzo de 2021). La última observación corresponde al 9 de junio de 2021.

Los diferenciales a largo plazo de la deuda soberana de la zona del euro con respecto a los tipos OIS registraron un aumento moderado (gráfico 6). Aunque la ampliación de los diferenciales de rendimiento durante el período de referencia puede atribuirse, en parte, al incremento de las primas de riesgo de crédito, las fluctuaciones más recientes también pueden estar relacionadas con las especulaciones sobre ajustes del ritmo de compras del PEPP, así como con la significativa oferta de bonos soberanos. En conjunto, los diferenciales soberanos a diez años han crecido de forma generalizada en los distintos países. En Italia, Portugal y Francia se incrementaron en 16, 15 y 15 puntos básicos, hasta situarse en el 0,83 %, el 0,40 % y el 0,11 %, respectivamente. En el mismo período, los correspondientes a Alemania y a España registraron subidas respectivas de 3 y 4 puntos básicos, y se situaron en el -0,25 % y el 0,41 %.

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.

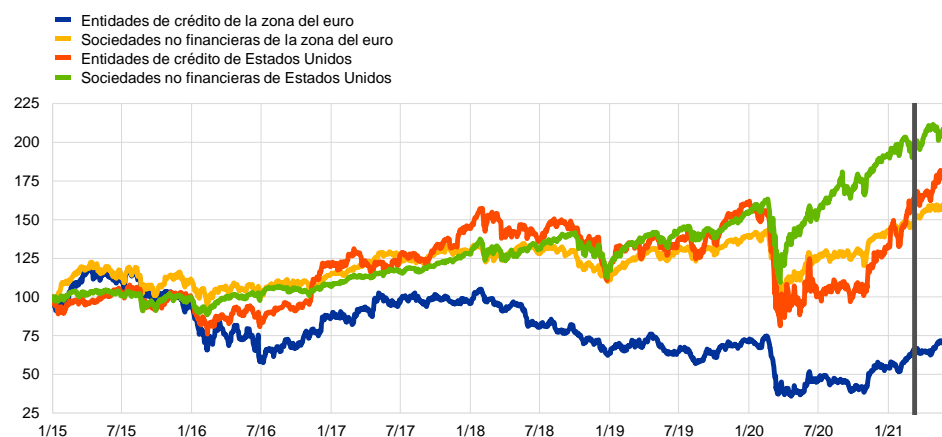
Notas: El diferencial se calcula restando el tipo OIS a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de marzo de 2021). La última observación corresponde al 9 de junio de 2021.

Los precios de las acciones subieron a ambos lados del Atlántico y alcanzaron máximos históricos en Estados Unidos, como resultado de las expectativas de mayor crecimiento de los beneficios y del mantenimiento de los tipos de descuento en niveles relativamente bajos (gráfico 7). Las cotizaciones de la zona del euro aumentaron de nuevo en un contexto de tipos de descuento persistentemente reducidos y, en particular, de firme recuperación de las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales. Con todo, los mercados de renta variable siguen señalando una recuperación desigual por sectores y países. Al mismo tiempo, no se observan signos evidentes de sobrevaloración o de asunción de riesgos excesivos. En general, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos se incrementaron en un 7,9 % y un 5,4 %, respectivamente, mientras que las cotizaciones del sector bancario de estas dos áreas económicas crecieron un 11 % y un 8,6 %.

Gráfico 7

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de marzo de 2021). La última observación corresponde al 9 de junio de 2021.

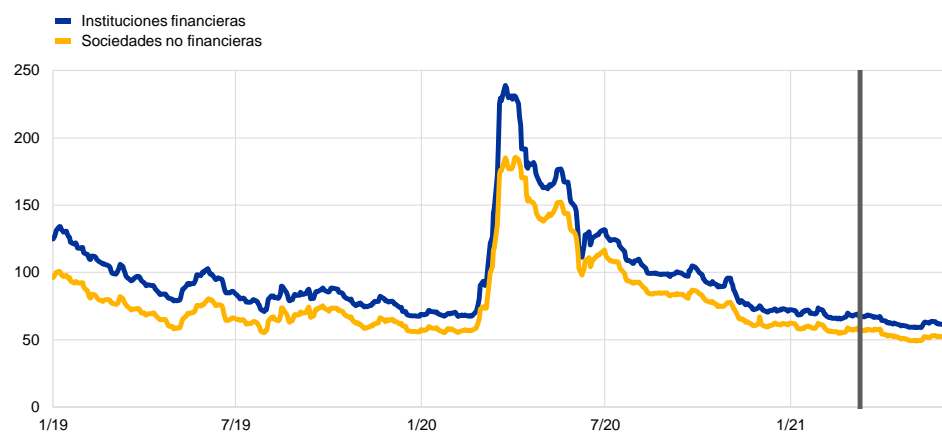
Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro continuaron estrechándose ligeramente hasta situarse en niveles no observados con anterioridad a marzo de 2020 (gráfico 8).

Como reflejo de la subida de las cotizaciones, estos diferenciales siguieron disminuyendo. Durante el período de referencia, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y el correspondiente a los bonos del sector financiero (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) se redujeron 8 y 9 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en cotas previas a la pandemia. Es probable que este estrechamiento continuado esté relacionado, entre otras razones, con la mejora adicional de las perspectivas macroeconómicas, así como con las medidas de apoyo sin precedentes y con la actual valoración de las agencias de calificación crediticia, relativamente optimista, de los riesgos de crédito a corto plazo. Pese a ello, siguen existiendo focos de vulnerabilidad y el nivel actual de los diferenciales parece reflejar el respaldo que están proporcionando las políticas.

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 son la diferencia entre los tipos de los *asset swaps* y el 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 (11 de marzo de 2021). La última observación corresponde al 9 de junio de 2021.

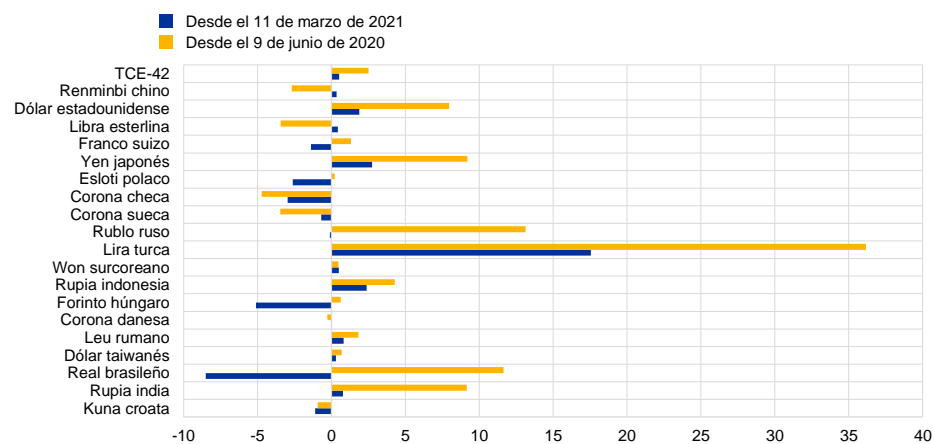
En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció ligeramente (gráfico 9) en un contexto de mejora de las perspectivas económicas de la zona del euro.

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 0,5 %. La moneda única se fortaleció frente al dólar estadounidense (1,9 %), como consecuencia de la mejora de las expectativas para la economía de la zona del euro a medida que repuntó el ritmo de vacunación, unida al debilitamiento del dólar, que perdió valor a partir de finales de marzo en paralelo a los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos. El euro también se apreció frente al yen japonés (2,7 %), la libra esterlina (0,4 %) y el renminbi chino (0,3 %). La moneda única se apreció considerablemente (17,5 %) frente a la lira turca —que exhibió una amplia debilidad—, pero se depreció de forma notable (8,5 %) frente al real brasileño, que se fortaleció en general como consecuencia del repunte de los precios de las materias primas. Asimismo, el euro perdió valor frente al franco suizo (1,4 %) 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 9

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 9 de junio de 2021.

3 Actividad económica

En el primer trimestre de 2021, el PIB experimentó un descenso adicional del 0,3 % y se situó un 5,1 % por debajo del nivel registrado antes de la pandemia, en el cuarto trimestre de 2019. La contribución de la demanda interna al crecimiento fue negativa en el primer trimestre de 2021, mientras que la demanda exterior neta contribuyó de forma ligeramente positiva. La variación de existencias tuvo un fuerte impacto positivo en el crecimiento. Las encuestas de consumidores y empresas, así como los indicadores de alta frecuencia, apuntan a una mejora considerable de la actividad en el segundo trimestre de este año. La producción manufacturera sigue siendo sólida, respaldada por la fortaleza de la demanda mundial, si bien los cuellos de botella por el lado de la oferta podrían frenar, en cierta medida, la actividad industrial a corto plazo. Asimismo, las encuestas de opinión empresarial indican una fuerte recuperación de la actividad de los servicios debido al descenso de los contagios, lo que permitirá una normalización gradual de las actividades intensivas en contacto. Los indicadores de confianza de los consumidores están mejorando, lo que sugiere un intenso repunte del consumo privado en los próximos meses. La inversión empresarial muestra capacidad de resistencia, pese a la mayor debilidad de los balances de las empresas y a la incertidumbre que aún pesa sobre las perspectivas económicas. Se espera que el crecimiento siga mejorando de forma significativa en el segundo semestre de 2021 cuando el progreso de las campañas de vacunación debería permitir una mayor relajación de las medidas de contención. A medio plazo, se prevé que la recuperación de la economía de la zona del euro se vea impulsada por la mayor fortaleza de la demanda interna y mundial, así como por el apoyo continuado de las políticas fiscales y monetaria.

Esta valoración se refleja, en términos generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2021, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 4,6 % en 2021, el 4,7 % en 2022 y el 2,1 % en 2023. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2021, las perspectivas para la actividad económica se han revisado al alza para 2021 y 2022, mientras que se han mantenido inalteradas para 2023.

En conjunto, se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados. Por una parte, podría esperarse una recuperación aún más intensa sobre la base de perspectivas más optimistas para la demanda mundial y de una reducción más rápida de lo esperado de los ahorros de los hogares una vez que se hayan retirado las restricciones sociales y a los viajes. Por otra, 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.

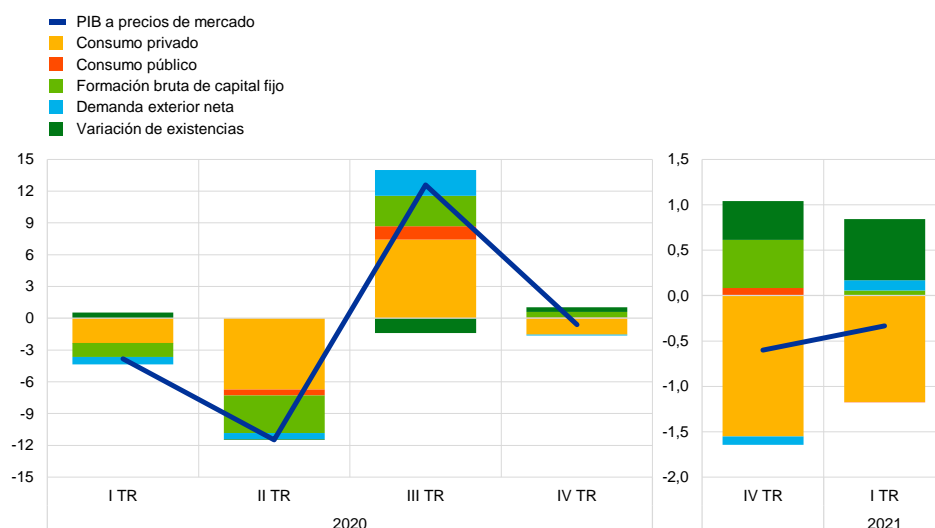
Tras una nueva contracción del producto en el primer trimestre de 2021, se prevé que la actividad económica de la zona del euro repunte en el segundo trimestre. El PIB real experimentó un descenso intertrimestral adicional del 0,3 % en el primer trimestre de 2021 —después de caer un 0,6 % en el cuarto trimestre del

año pasado (gráfico 10)—, algo menos que la contracción del 0,4 % contemplada en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021. La caída del producto en el primer trimestre fue atribuible a la demanda interna, en particular al consumo privado, mientras que la variación de existencias tuvo un fuerte impacto positivo y la contribución de la demanda exterior neta también fue ligeramente positiva. En cuanto a la producción, su evolución en el primer trimestre continuó variando de forma sustancial entre los distintos sectores. Aunque el valor añadido de los servicios siguió disminuyendo, la producción del sector industrial (excluida la construcción) volvió a aumentar.

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuente: Eurostat.

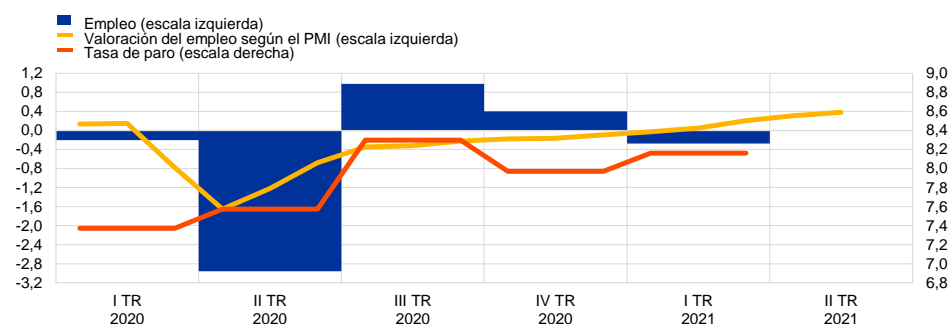
El mercado de trabajo de la zona del euro sigue beneficiándose de un apoyo público sustancial que está mitigando el impacto de la pandemia. Según el dato preliminar de avance publicado, el empleo retrocedió un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2021, tras registrar un incremento del 0,3 % en el cuarto trimestre de 2020 (gráfico 11). En consecuencia, la tasa de paro en ese trimestre aumentó hasta el 8,2 %, frente al 8 % del trimestre anterior. En el primer trimestre de 2021, el empleo se situó un 2,2 % por debajo del nivel registrado en el cuarto trimestre de 2019, antes de la irrupción de la pandemia. Las horas trabajadas continúan desempeñando un papel importante en el ajuste de los mercados de trabajo de la zona del euro y en las respuestas de las políticas públicas a los retos planteados por la pandemia. El total de horas trabajadas descendió un 1,5 %, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre de 2020 —el último dato disponible—, después de crecer un 14,7 % en el tercero, y se mantiene en una cota un 6,4 % inferior a la observada al cierre de 2019. Entretanto, la tasa de paro descendió hasta el 8 % en abril de 2021, desde el 8,1 % del mes precedente y por debajo del máximo del 8,7 % alcanzado durante la crisis pandémica, en agosto de 2020. Con todo, esta tasa supera el nivel previo a la pandemia correspondiente a febrero de 2020 (7,3 %). Según las estimaciones, el porcentaje de trabajadores

acogidos a programas de mantenimiento del empleo era de alrededor del 6 % de la población activa en marzo de 2021, frente a casi un 20 % en abril de 2020. Con todo, el número de trabajadores sujetos a estos programas ha ido aumentando desde octubre de 2020 como resultado de las nuevas medidas de contención adoptadas en algunos países. De cara al futuro, el sustancial número de trabajadores que siguen acogidos a programas de mantenimiento del empleo plantea riesgos al alza para la tasa de paro.

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: El PMI de empleo se representa en datos mensuales; el empleo y el desempleo, en datos intertrimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021 para el empleo, a mayo de 2021 para el PMI y a abril de 2021 para la tasa de paro.

Pese a la mejora de los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo, las expectativas de desempleo de los hogares continúan siendo elevadas. En mayo de 2021, el PMI compuesto de empleo correspondiente a la zona del euro siguió adentrándose más en terreno expansivo. Este indicador señala que el empleo ha crecido desde febrero de este año. Más recientemente, las expectativas de los hogares sobre las futuras condiciones de desempleo han mejorado. Aunque las expectativas de desempleo han disminuido desde marzo de 2021, se mantienen significativamente por encima de los niveles anteriores a la pandemia.

Después de que el consumo privado registrara una caída en el primer trimestre, los consumidores han empezado a sentirse paulatinamente más optimistas, aunque su situación financiera sigue siendo frágil. Tras la debilidad que mostró el consumo privado durante el primer trimestre, en el que disminuyó un 2,3 %, se espera que el gasto en consumo se recupere en el transcurso del segundo trimestre, aunque esta mejora no sea aún del todo evidente en una serie de indicadores publicados al principio de ese trimestre. En abril de 2021, el volumen de ventas del comercio minorista se redujo un 3,1 %, en tasa intermensual, pero se situó un 0,3 % por encima de su media en el primer trimestre. Las matriculaciones de automóviles descendieron ligeramente en abril (un 0,4 %, en tasa intermensual), hasta situarse más de un 20 % por debajo de los niveles de febrero de 2020. Entre los aspectos positivos cabe señalar que la confianza de los consumidores retornó al nivel anterior a la pandemia en mayo (-5,1, frente a -8,1 en abril y -10,8 en marzo). Las últimas mejoras son atribuibles, en gran medida, al repunte de las expectativas de los

hogares sobre la situación económica general, mientras que la valoración que hacen de su situación financiera personal actual todavía se mantiene muy por debajo de los niveles previos a la crisis. Conforme la economía se recupere, las rentas del trabajo deberían proporcionar un respaldo creciente a los ingresos de los hogares, lo que reduciría su dependencia del apoyo fiscal. En abril, los consumidores también comenzaron a ahorrar menos en depósitos bancarios, en consonancia con una recuperación gradual del consumo privado (véase también la sección 5). La encuesta de opinión de los consumidores que elabora la Comisión Europea sugiere que el gasto en consumo seguirá aumentando a lo largo de los próximos doce meses, aunque sin mostrar signos de exuberancia.

La inversión empresarial, excluida la construcción, disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2021, pero se espera que repunte con fuerza en el segundo trimestre y durante el resto del año. Los cuellos de botella en las cadenas de suministro y el endurecimiento de las medidas de contención en algunos países de la zona del euro contribuyeron a que la inversión, excluida la construcción, se contrajera un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2021, tras experimentar un crecimiento intertrimestral elevado en el último trimestre de 2020. La disminución del primer trimestre obedece a un descenso acusado de la inversión en vehículos de motor y a una reversión sustancial de la vigorosa actividad inversora en productos de propiedad intelectual observada en el último trimestre de 2020, que contrarrestó con creces el intenso incremento de la inversión en otra maquinaria. En el segundo trimestre de 2021, los indicadores coyunturales sugieren un fortalecimiento pronunciado y generalizado en los distintos países. Concretamente, los datos de las encuestas publicados hasta principios de mayo muestran un aumento notable de la confianza del sector de bienes de equipo, reflejo de la pujanza de la demanda y la fortaleza de los pedidos exteriores después de que las expectativas de producción alcanzaran máximos históricos en abril. Por el lado de la oferta, la utilización de la capacidad productiva en el sector de bienes de equipo también se situó en niveles muy superiores a los anteriores a la pandemia al principio del segundo trimestre y los límites a la producción derivados de la escasez de bienes de equipo han aumentado de forma notable. Para el conjunto del año, los datos de las encuestas avalan la opinión de que la inversión empresarial experimentará un crecimiento más vigoroso en adelante. La última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE³, por sus siglas en inglés), realizada en marzo y abril de 2021, apunta a una estabilización de la inversión en capital fijo de las empresas, pese a una incertidumbre todavía elevada y a la mayor debilidad de los balances empresariales⁴. Según la encuesta semestral de inversión de la Comisión Europea de abril de 2021, la inversión industrial crecerá un 7 % en 2021 —en torno al doble de la tasa prevista en la encuesta de noviembre de 2020—, principalmente con fines de ampliación y sustitución, más que para racionalizar la producción.

La inversión en vivienda siguió creciendo en el primer trimestre de 2021 y se espera que esta tendencia positiva, en términos generales, continúe en el

³ Véase «[Survey on the Access to Finance of Enterprises](#)», BCE, 1 de junio de 2021.

⁴ Véase también la sección titulada «[Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors](#)», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2021.

futuro. La inversión residencial aumentó en el primer trimestre —un 0,5 % en tasa intertrimestral — y se situó un 1,2 % por debajo del nivel registrado en el último trimestre de 2019, antes de la crisis. A largo plazo, se espera que la inversión en vivienda en la zona del euro continúe mostrando una tendencia positiva, aunque es probable que, a corto plazo, la intensidad de este movimiento al alza se vea limitada por las restricciones de oferta. Por el lado de la demanda, los datos procedentes de encuestas de la Comisión Europea señalan que las intenciones de compra o de construcción de vivienda a corto plazo de los consumidores se han situado en el nivel más alto desde principios de 2003, mientras que las de renovación de vivienda han alcanzado un máximo histórico. Por el lado de la oferta, la confianza del sector de la construcción siguió mejorando en abril y mayo. El fuerte incremento de la valoración del nivel total de pedidos de las empresas apunta a una sólida demanda de vivienda. Al mismo tiempo, sin embargo, la preocupación por la oferta se ha intensificado. Según los indicadores de opinión de la Comisión Europea, las empresas de construcción se enfrentaron a límites a la producción históricamente elevados en los dos primeros meses del segundo trimestre, debido a la escasez de materiales y de mano de obra. Las restricciones de oferta también se reflejaron en las encuestas PMI del sector de la construcción, lo que sugiere que, en abril y mayo, los plazos de entrega de los proveedores se incrementaron notablemente, en promedio, con respecto al primer trimestre de 2021. Además, las expectativas de negocio de las empresas para el próximo año disminuyeron algo, pero se mantuvieron en territorio expansivo.

El crecimiento del comercio de la zona del euro disminuyó en el primer trimestre de 2021 y se plasmó en una contribución ligeramente positiva de la demanda exterior neta al PIB. Después de registrar tasas de crecimiento sostenido en la segunda mitad de 2020, la recuperación de las exportaciones de la zona del euro se desaceleró en el primer trimestre de 2021 (+1 %, en tasa intertrimestral). Las disrupciones derivadas del Brexit, junto con las restricciones relacionadas con el transporte y los insumos, constituyeron un lastre. Los datos sobre el comercio de bienes en términos nominales revelan que los intercambios comerciales con el Reino Unido se recuperaron solo en parte del desplome de enero de 2021 asociado al Brexit. Las importaciones nominales se vieron especialmente afectadas y en marzo de 2021 se situaron en un nivel equivalente al 75 % del alcanzado en diciembre de 2020. En cuanto a otros destinos, China contribuyó positivamente al crecimiento de las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro. Desde una perspectiva sectorial, la desaceleración es evidente en todas las categorías, excepto en la de bienes de equipo. Los largos plazos de entrega y el aumento de las tarifas de flete, así como la escasez de insumos intermedios (como productos químicos, madera, plástico, metales y semiconductores), aumentaron la presión sobre el crecimiento de las exportaciones de manufacturas de la zona del euro (recuadro 6). Con todo, los indicadores adelantados basados en pedidos señalan un intenso dinamismo en las exportaciones de bienes en adelante. El comercio de servicios muestra algunos indicios de mejora con la llegada de la estación estival y las expectativas de relajación de la movilidad que favorecerían las exportaciones de servicios de turismo y viajes. Las importaciones crecieron prácticamente al mismo ritmo que las exportaciones en el primer trimestre de 2021 (+0,9 %, en tasa intertrimestral) y se

espera que se vean respaldadas por la recuperación de la demanda interna en los próximos trimestres.

La información más reciente apunta a una mejora sustancial de la actividad de la zona del euro en el segundo trimestre de 2021. Los datos de las encuestas han mejorado, en consonancia con la reactivación de un crecimiento vigoroso en el segundo trimestre de 2021. Este reciente fortalecimiento ha sido generalizado en los distintos sectores y países. El PMI compuesto de actividad, que aumentó hasta situarse en 49,9 en el primer trimestre de 2021 —desde un nivel de 48,1 en el cuarto trimestre de 2020—, ha vuelto a ascender recientemente y en abril y mayo se situó en un valor medio de 55,4. Esta mejora refleja la evolución de las manufacturas y los servicios, y los resultados de las encuestas para ambos sectores son ahora coherentes con el crecimiento. El avance de las campañas de vacunación parece haber impulsado la confianza en mayor medida, sobre todo en los servicios. La confianza se ha incrementado en todas las ramas de los servicios, aunque en las actividades intensivas en contacto permanece en niveles sustancialmente inferiores a los registrados antes de la pandemia. El aumento de la confianza es una buena señal para la recuperación esperada de los servicios, pero la enorme brecha con respecto a los niveles de actividad previos a la crisis en sectores intensivos en contacto sugiere que estos siguen afectados por una abundante capacidad productiva sin utilizar.

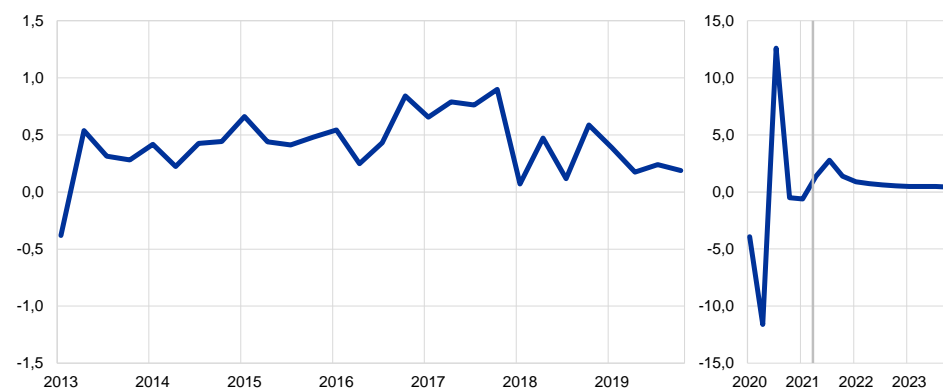
Aunque la pandemia de COVID-19 ha debilitado el crecimiento en los últimos meses, la recuperación es inminente, y se espera un fuerte repunte a partir de la segunda mitad de 2021. Pese a la prolongación de las estrictas medidas de contención durante buena parte del primer semestre de 2021, los efectos de aprendizaje, la capacidad de resistencia de la producción de manufacturas y de la demanda externa, así como el apoyo de las medidas de política monetaria y fiscal, han contenido las pérdidas de producción en mayor medida que en la primera ola de la pandemia, aunque los cuellos de botella en la oferta están lastrando la producción en algunos sectores. A corto plazo, la aceleración de la vacunación y la consiguiente disminución de las tasas de contagio deberían permitir una relajación más rápida de lo esperado anteriormente de las medidas de contención con respecto a su mayor severidad en el primer semestre de 2021. Esta evolución se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2021, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 4,6 % en 2021, el 4,7 % en 2022 y el 2,1 % en 2023 (gráfico 12). Se espera que el crecimiento de la actividad de la zona del euro se reanude en el segundo trimestre de 2021 y que, impulsada por un intenso repunte del consumo privado y la reducción de las actuales disrupciones en las cadenas de suministro, se recupere con firmeza en el segundo semestre del año, lo que permitiría que el PIB real supere su nivel anterior a la crisis a partir del primer trimestre de 2022⁵.

⁵ Véase el recuadro 4 de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicadas en la web del BCE el 10 de junio de 2021.

Gráfico 12

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

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicadas en la web del BCE el 10 junio 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 aumentó hasta situarse en el 2 % en mayo de 2021, desde el 1,3 % registrado en marzo y el 1,6 % de abril. Este incremento se debió fundamentalmente a una fuerte subida de los precios de la energía (que reflejó importantes efectos de base alcistas, así como incrementos intermensuales), pero también, en menor medida, a un ligero avance de los precios de los bienes industriales no energéticos. Es probable que la inflación general siga aumentando hacia el otoño, debido, sobre todo, a la reversión de la reducción temporal del IVA en Alemania, y se espera que vuelva a disminuir a principios del próximo año a medida que desaparezca el impacto de los factores temporales y se moderen las presiones mundiales sobre los precios de la energía. Se espera que las presiones inflacionistas subyacentes aumenten ligeramente este año como consecuencia de restricciones de oferta temporales y de la recuperación de la demanda interna. No obstante, en conjunto, se prevé que las presiones sobre los precios sigan siendo contenidas, en parte como reflejo de las bajas presiones salariales, en un contexto de exceso considerable de capacidad productiva sin utilizar y de los efectos de la reciente apreciación de los tipos de cambio del euro. Cuando el impacto de la pandemia desaparezca, la absorción de los elevados niveles de holgura, apoyada por la orientación acomodaticia de las políticas fiscales y monetaria, contribuirá a un aumento gradual de la inflación subyacente 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 mejorando.

Esta valoración se refleja, en líneas generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2021, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 1,9 % en 2021, el 1,5 % en 2022 y el 1,4 % en 2023. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021, 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, cuando el descenso esperado de la inflación de los precios de la energía compense gran parte del aumento de la inflación subyacente. Se proyecta que el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 1,1 % en 2021, el 1,3 % en 2022 y el 1,4 % en 2023, y se ha revisado al alza en todos los horizontes de proyección con respecto a las proyecciones de marzo de 2021.

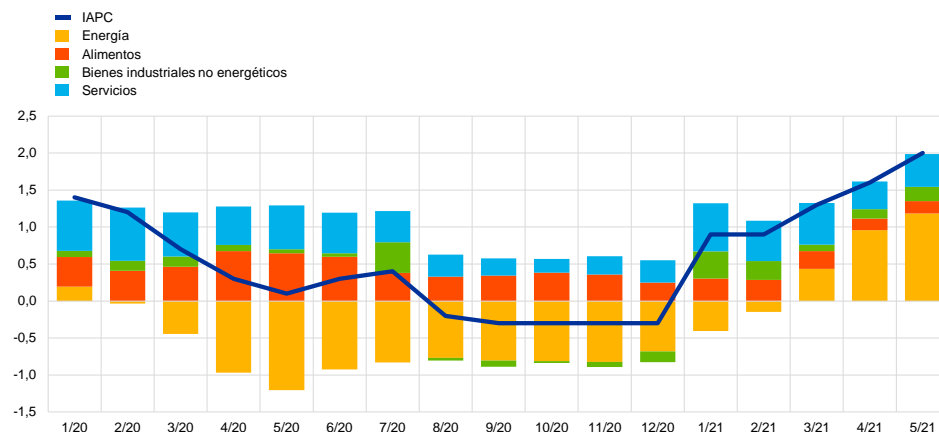
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC siguió aumentando en mayo. Ese mes se situó en el 2 %, frente al 1,6 % de abril y el 1,3 % de marzo, sobre todo como reflejo del fortalecimiento adicional de la tasa de avance de los precios de la energía (gráfico 13). Los efectos de base alcistas asociados a los acusados descensos observados en los precios del petróleo y de la energía en la primavera de 2020 fueron el origen de aproximadamente la

mitad del incremento total de la inflación general registrado entre diciembre de 2020 y mayo de 2021⁶.

Gráfico 13

Inflación general y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2021 (estimaciones de avance).

La evolución de la inflación general en los últimos meses también refleja la influencia de otros factores transitorios.

Por ejemplo, los cambios en las ponderaciones del IAPC a comienzos de este año se tradujeron en fuertes aumentos de la inflación en enero, pero ese efecto remitió hasta cierto punto en los meses siguientes (abril es el mes más reciente para el que se puede hacer el cálculo)⁷. Del mismo modo, el repunte temporal de los precios de los alimentos no elaborados en abril de 2020 generó un efecto base a la baja en abril de 2021, que compensó algunas de las presiones alcistas derivadas de los efectos base relacionados con la energía (gráfico 14). Los efectos de calendario también han afectado a las tasas de inflación de los últimos meses. Por ejemplo, la tasa de variación de los precios de los servicios se incrementó hasta el 1,1 % en mayo, desde el 0,9 % registrado el mes anterior, debido, en parte, a las fechas de la Semana Santa y de otros días festivos en ese período. Al mismo tiempo, los cambios en las fechas y en la magnitud de los períodos de rebajas de los establecimientos comerciales tuvieron un fuerte impacto al alza en la inflación de los bienes industriales no energéticos en enero y febrero, pero desde entonces ese efecto ha revertido, y el 0,7 % registrado en mayo —ligeramente superior a la media de largo plazo del 0,6 %— puede indicar mejor la medida en la que los costes de los insumos han aumentado en toda la cadena de suministro en los últimos meses.

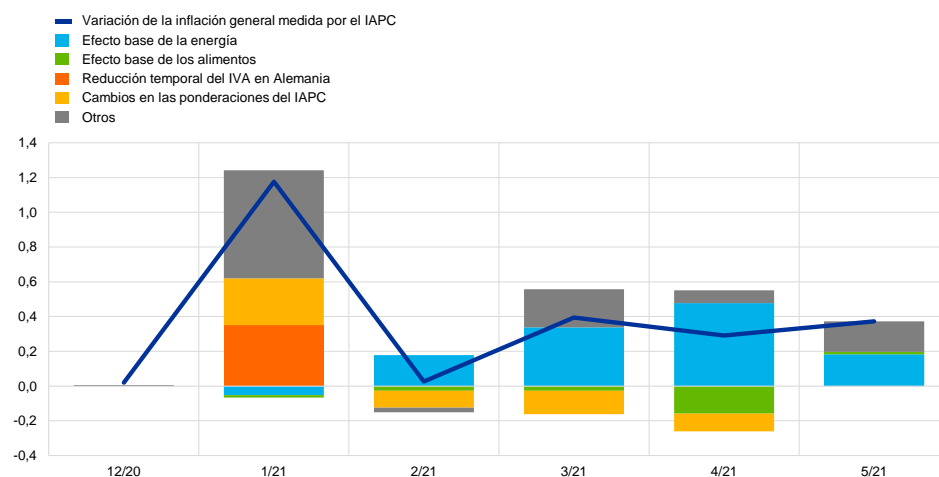
⁶ Para más información sobre el impacto de los efectos base en la inflación de los precios de la energía, véase el recuadro titulado «La evolución reciente de la inflación de la energía: el papel de los efectos base y de los impuestos», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021.

⁷ La pandemia de coronavirus (COVID-19) provocó cambios significativos en el gasto de los hogares en 2020, que se reflejan en las ponderaciones del IAPC de 2021 y, por tanto, en las tasas de inflación interanual resultantes. Para un análisis de la complejidad de este impacto, véase el recuadro titulado «Ponderaciones del IAPC para 2021 y sus implicaciones para la medición de la inflación», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

Gráfico 14

Contribuciones de los efectos base y otros factores temporales a las variaciones mensuales de la inflación interanual medida por el IAPC

(contribuciones y variaciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Deutsche Bundesbank y cálculos del BCE.

Notas: La contribución de la reducción temporal del IVA en Alemania se basa en las estimaciones presentadas en el [informe mensual de noviembre de 2020](#) del Deutsche Bundesbank. No es posible calcular la contribución de los cambios en las ponderaciones del IAPC para mayo de 2021 (dado que no se dispone aún de los datos necesarios) y, por tanto, se excluye del componente «otros». Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2021 (estimación de avance).

Las imputaciones de precios implican que persiste la incertidumbre en torno a las señales de presiones inflacionistas subyacentes.

Según datos provisionales de Eurostat, entre enero y mayo el porcentaje de imputaciones disminuyó solo de forma moderada, del 13 % al 10 % en el caso del IAPC, y del 18 % al 13 % en el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Esta evolución obedece, sobre todo, al porcentaje de imputaciones de los servicios, que se ha mantenido bastante estable en torno a un 20 % desde noviembre del año pasado como resultado de los elevados porcentajes correspondientes a los servicios recreativos y los relacionados con turismo y viajes. En cambio, el porcentaje de imputaciones de los bienes industriales no energéticos se ha reducido considerablemente hasta situarse en el 6 % en mayo, desde el 17 % registrado en enero. Sin embargo, dado el mayor peso atribuido a los servicios, esta evolución sigue implicando un grado elevado de incertidumbre en torno a las señales de presiones inflacionistas subyacentes.

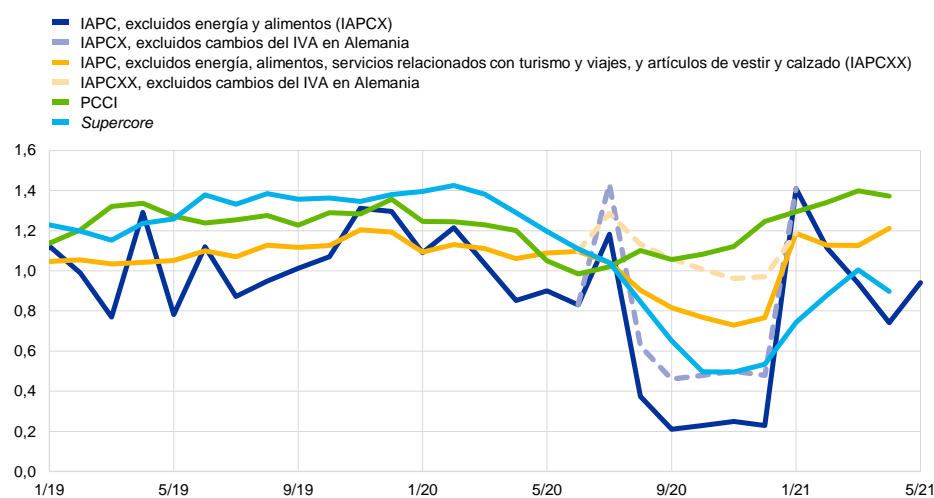
Los indicadores de la inflación subyacente no proporcionan señales generalizadas que sugieran un aumento sostenido de las presiones inflacionistas (gráfico 15).

Después de incrementarse con fuerza en enero, la inflación medida por el IAPCX disminuyó de forma considerable hasta situarse en el 0,9 % en marzo y el 0,7 % en abril, y posteriormente aumentó hasta el 0,9 % en mayo. Estos patrones observados en los primeros meses de 2021 fueron atribuibles, sobre todo, a la evolución de los artículos de vestir, del calzado y de los servicios relacionados con turismo y viajes (incluidos los paquetes turísticos, los servicios de

alojamiento y el transporte aéreo de pasajeros)⁸. La inflación medida por el IAPCXX, que excluye los artículos de vestir y turismo y viajes, ha sido más estable que el IAPCX y fue del 1,2 % en abril (último dato disponible). Si se analizan otros indicadores de la inflación subyacente, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) se situó en torno al 1,4 % en abril, prácticamente sin variación con respecto a marzo, mientras que el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») registró un descenso moderado (se redujo del 1 % al 0,9 %) en el mismo período.

Gráfico 15
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2021 para el indicador IAPCX (estimación de avance) y a abril de 2021 para el resto.

Las presiones inflacionistas latentes sobre los bienes industriales no energéticos continúan creciendo de forma considerable, aunque, por el momento, afectan principalmente a las primeras fases del proceso de formación de precios. A este respecto, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios ha seguido aumentando y en abril se situó en el 6,9 %, 2,5 puntos porcentuales y 4,4 puntos porcentuales por encima de las tasas de marzo y febrero, respectivamente. Asimismo, la inflación de los precios de importación de estos bienes ha registrado un incremento sustancial y en abril fue del 7,1 %, frente al 4,6 % de marzo y el 1,5 % de febrero. Esta evolución refleja probablemente presiones al alza derivadas de los costes del transporte, de los cuellos de botella en la oferta y de la elevada tasa de variación de los precios de las materias primas. Estas presiones son menos visibles en fases posteriores del proceso de formación de precios, en consonancia con la experiencia pasada de moderación sustancial a lo largo del proceso. Con todo, la inflación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio, que fue del 0,9 % en

⁸ Para información detallada de las posibles similitudes en los servicios relacionados con turismo y viajes afectados por los confinamientos asociados al COVID-19, véase el recuadro titulado «Los precios de los servicios de turismo y viajes durante la pandemia de COVID-19: ¿hay similitudes entre países y componentes?», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

marzo y del 1 % en abril, se ha incrementado por encima de su media de largo plazo (0,6 %). El impacto de los precios de producción internos en la inflación de los bienes de consumo está siendo contenido, en parte, por las tasas de crecimiento interanual negativas de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio (-0,8 % en abril, frente al -0,5 % de marzo), que siguen en niveles reducidos como consecuencia del efecto de la anterior apreciación del tipo de cambio⁹.

El crecimiento de los salarios negociados se debilitó considerablemente en el primer trimestre de 2021 (gráfico 16). El crecimiento interanual del 1,4 % observado en ese trimestre constituye una moderación sustancial con respecto a las tasas registradas en el cuarto trimestre de 2020 (2 %) y en el conjunto de ese año (1,8 %). Como se había previsto, el impacto del COVID-19 sobre los salarios negociados no fue evidente hasta que los convenios colectivos firmados antes del comienzo de la pandemia dejaron de estar vigentes y los nuevos se retrasaron o se concluyeron utilizando tarifas salariales más reducidas¹⁰. Dados los posibles problemas de cobertura y de tiempo, el incremento de los salarios negociados observado en el primer trimestre no necesariamente señala aumentos de los salarios reales. Los indicadores del crecimiento de los salarios reales, como la remuneración por asalariado o la remuneración por hora, siguen estando muy afectados por los programas de mantenimiento del empleo y de regulación temporal de empleo, que influyen en los salarios y en las horas trabajadas, y tienden a reducir el primer indicador y a incrementar el segundo. En el primer trimestre de 2021, la diferencia entre las tasas de avance de los dos indicadores descendió, pero siguió siendo significativa. En el primer trimestre de este año, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó hasta situarse en el 1,9 % (frente al 1 % del cuarto trimestre de 2020), mientras que la tasa correspondiente a la remuneración por hora se redujo del 5,2 % al 3,2 % en el mismo período.

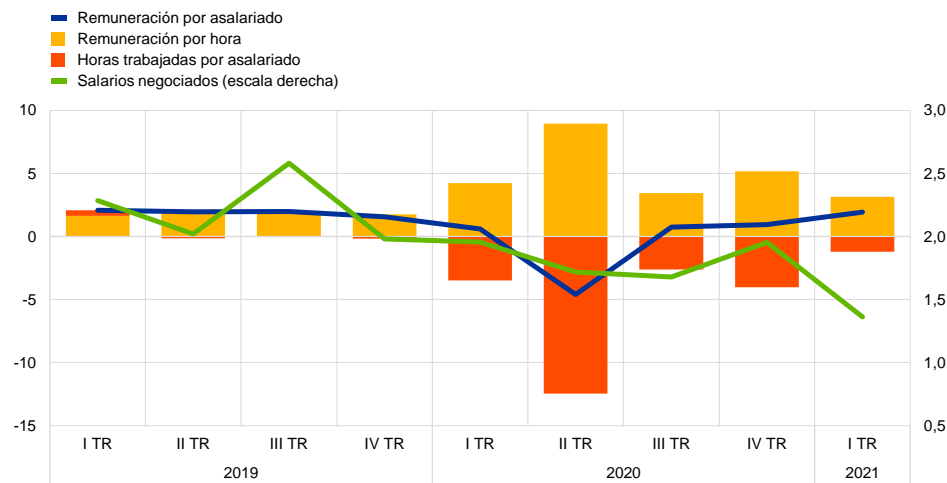
⁹ Para una descripción general del proceso de formación de precios del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC, véase recuadro titulado «[La evolución reciente de la inflación de la energía: el papel de los efectos base y de los impuestos](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

¹⁰ Para un análisis pormenorizado del indicador de salarios negociados, incluida información detallada de la evolución reciente y el papel que desempeña el indicador en el análisis y en las previsiones de evolución salarial en la coyuntura actual, véase el recuadro titulado «[¿Pueden los datos sobre salarios negociados contribuir al análisis de la dinámica salarial durante la pandemia de Covid-19?](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

Gráfico 16

Contribución de los componentes de la remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021.

Los indicadores de mercado de la compensación por inflación continuaron

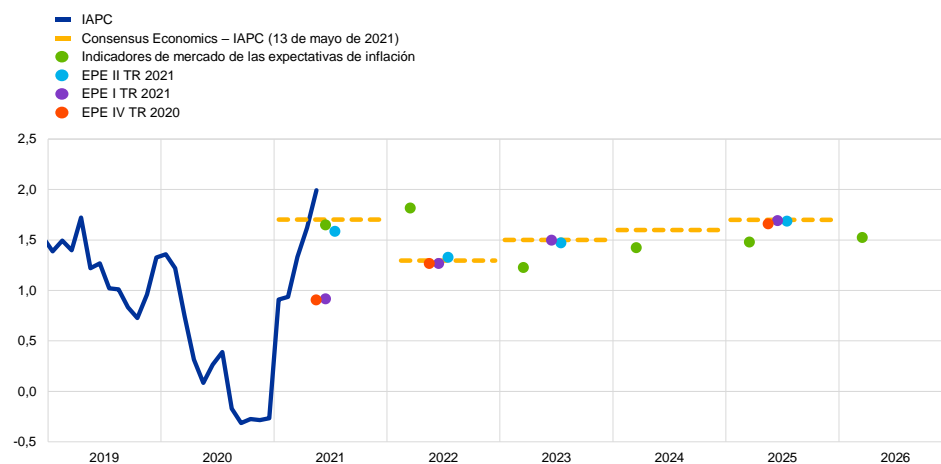
augmentando. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto y a largo plazo permanecen en una senda ascendente, en un contexto de mejora de la percepción de riesgos y de las expectativas de reversión del gasto embalsado en consumo, así como de medidas de estímulo fiscal desplegadas en todo el mundo.

Se estima que las primas de riesgo de inflación a largo plazo han aumentado considerablemente en los últimos meses, por lo que explican el grueso del incremento total observado en la compensación por inflación a largo plazo. La mejora de las expectativas ha sido mayor para los horizontes más cortos, lo que se plasmó en el aplanamiento de la curva de tipos *forward* de la inflación (gráfico 17). El tipo *forward* de *swaps* de inflación más importante —el *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años— se situó en el 1,56 % el 9 de junio, frente al 1,52 % observado el 20 de abril. En lo que respecta a los indicadores de opinión, los datos extraídos de la [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#) y de Consensus Economics indican que las expectativas medias de inflación a largo plazo para 2025 se mantuvieron sin variación en el 1,7 % en abril.

Gráfico 17

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, BCE (EPE) 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 la compensación por inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 9 de junio de 2021.

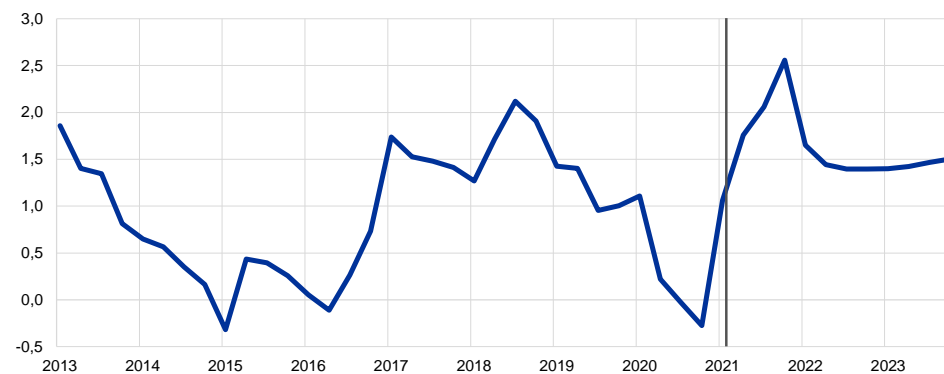
Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2021, la inflación aumentará de forma sustancial durante 2021, volverá a caer a principios de 2022 y se mantendrá prácticamente estable hasta finales de 2023.

La inflación interanual medida por el IAPC se situará, en promedio, en el 1,9 % en 2021, con un máximo del 2,6 % en el cuarto trimestre, y registrará una media del 1,5 % y el 1,4 % en 2022 y 2023, respectivamente. El fuerte crecimiento proyectado para 2021 refleja presiones al alza procedentes de varios factores temporales, entre ellos la reversión de la reducción del IVA en Alemania, el fuerte repunte de la inflación de la energía (debido a efectos de base alcistas) y el aumento de los costes de los insumos como consecuencia de las restricciones de oferta. Según las proyecciones, cuando se haya disipado el impacto de esos efectos transitorios, la inflación medida por el IAPC se mantendrá prácticamente estable en 2022 y 2023. Se espera que las previsiones de recuperación económica y de reducción del exceso de capacidad productiva tengan como resultado un incremento gradual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, desde el 1,1 % en 2021 hasta el 1,4 % en 2023. Entretanto, también se prevé que la inflación del componente de alimentos del IAPC crezca ligeramente durante el horizonte de proyección. No obstante, se espera que las presiones al alza que ejercen esos dos componentes sobre la inflación general se vean compensadas, en general, en 2022 y 2023 por los descensos previstos de la tasa de variación de los precios de la energía, dada la pendiente descendente de la curva de futuros sobre el precio del petróleo.

Gráfico 18

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2021», publicado en el sitio web del BCE el 10 de junio de 2021.

Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2023 (proyecciones). La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones fue el 26 de mayo de 2021 (y el 18 de mayo de 2021 para los supuestos utilizados).

5 Dinero y crédito

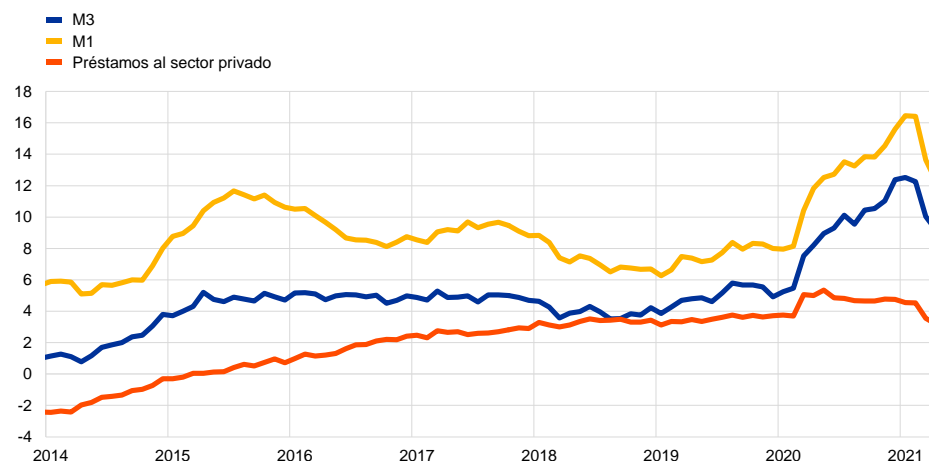
La creación de dinero en la zona del euro se moderó en abril de 2021, mostrando algunas señales incipientes de normalización tras la sustancial expansión monetaria asociada a la crisis del coronavirus (COVID-19). El crédito interno continuó siendo la principal fuente de creación de dinero, y las compras del Eurosistema fueron las que más contribuyeron. Aunque 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, el crecimiento de los préstamos al sector privado se redujo y retornó a los niveles anteriores a la pandemia, impulsado por el crédito a empresas. El volumen total de financiación externa de las empresas repuntó en el primer trimestre de 2021. Entretanto, el coste total de dicha financiación aumentó ligeramente en los cuatro primeros meses del año, sobre todo como consecuencia del mayor coste de las acciones, al tiempo que el coste de los valores de renta fija y de la financiación bancaria también registró un incremento marginal.

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se moderó en abril de 2021. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 9,2 % en abril, frente al 10 % de marzo (gráfico 19), como consecuencia de una entrada mensual relativamente reducida y del menor crecimiento de los depósitos a la vista. Además de un efecto base considerablemente negativo, dado que los importantes flujos de entrada registrados en la fase inicial de la pandemia desaparecieron de los datos de crecimiento interanual, la caída del crecimiento de M3 también reflejó la disminución de las entradas en los depósitos de los hogares y las salidas de los depósitos de las empresas. La menor acumulación de depósitos por parte de los hogares coincidió con un repunte de la confianza de los consumidores y respalda las expectativas de aumento del gasto en consumo. Aunque la dinámica a más corto plazo del agregado monetario amplio continuó atemperándose, el ritmo de creación de dinero siguió siendo elevado, gracias al apoyo proporcionado por las políticas monetaria, fiscal y prudencial. Por lo que se refiere a los componentes, el avance de M3 estuvo impulsado, sobre todo, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 retrocedió hasta el 12,3 % en abril, desde el 13,6 % de marzo, principalmente como resultado de la evolución de los depósitos de las empresas y los hogares. La contribución de otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables al crecimiento interanual de M3 continuó siendo limitada, lo que obedece al bajo nivel de los tipos de interés y a la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

Gráfico 19

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

El crecimiento de los depósitos a la vista volvió a moderarse. La tasa de crecimiento interanual de estos depósitos disminuyó hasta el 12,7 % en abril, frente al 14,2 % de marzo, debido principalmente a los depósitos de las empresas y los hogares. Los primeros crecieron de forma dispar entre países en abril, como consecuencia de las diferentes necesidades de liquidez de las empresas y de las medidas de apoyo adoptadas por los Gobiernos nacionales. Mientras, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo estable, en general, en el 9,8 %. En conjunto, la marcada preferencia de los tenedores de dinero por los depósitos a la vista durante la pandemia refleja motivos de precaución, así como el nivel muy bajo de los tipos de interés, que reduce el coste de oportunidad de mantener estos instrumentos.

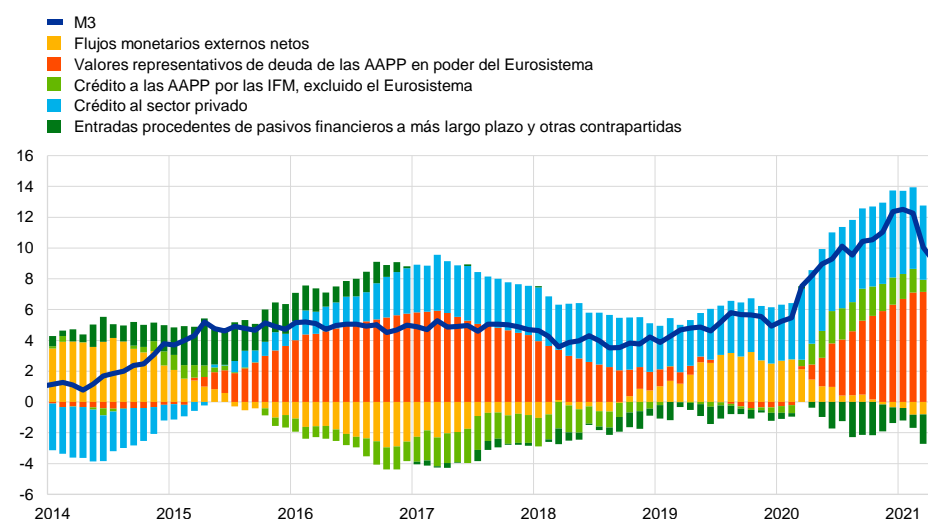
La creación de dinero siguió estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema. En abril, las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la 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 20). El crédito al sector privado (parte de color azul de las barras) también contribuyó al crecimiento de M3. La aportación a la creación de dinero procedente del crédito a las Administraciones Públicas concedido por las entidades de crédito dejó de ser positiva, debido a las ventas de deuda pública y a la reducida actividad emisora de este tipo de valores (parte de color verde claro de las barras). Los flujos monetarios externos netos continuaron causando un ligero efecto moderador en la creación de dinero (parte de color amarillo de las barras). Del mismo modo, los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas también siguieron frenando el crecimiento del agregado monetario amplio (parte de color verde oscuro de las barras), principalmente como consecuencia de la evolución de otras contrapartidas, al tiempo que la contribución

al avance de M3 con origen en las condiciones favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), que siguieron respaldando la sustitución de la financiación bancaria, fue limitada.

Gráfico 20

M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

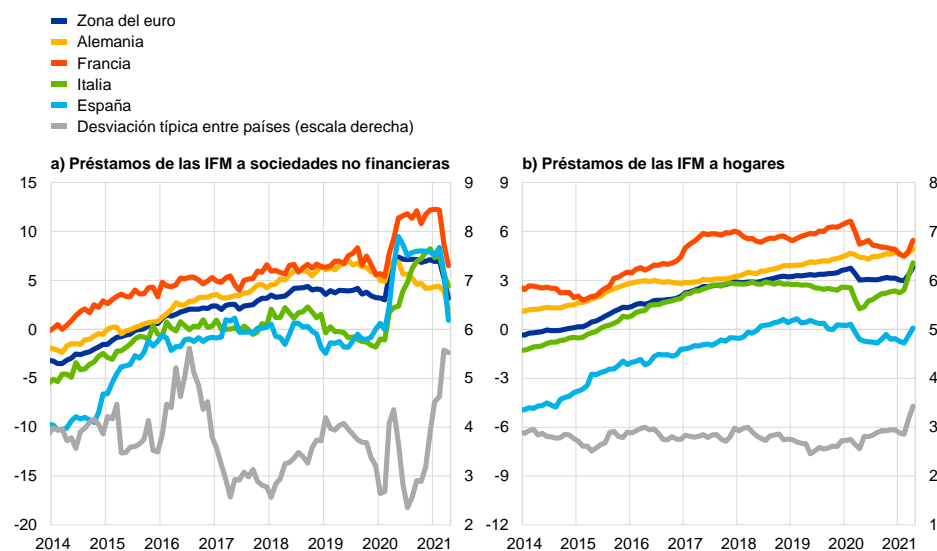
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) a este sector y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las 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 (CSPP). Las últimas observaciones corresponden a abril de 2021.

El crecimiento de los préstamos al sector privado descendió en abril, retornando a los niveles más bajos observados antes de la pandemia. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado se redujo hasta situarse en el 3,2 % en abril, desde el 3,6 % de marzo (gráfico 19). Esta evolución tuvo su origen, principalmente, en el descenso de la tasa de avance interanual de los préstamos a empresas, que cayó hasta el 3,2 % en abril, frente a 5,3 % observado en marzo, mientras que la de los préstamos a hogares aumentó hasta el 3,8 % en abril, tras haber permanecido en torno al 3 % desde junio de 2020 (gráfico 21). La moderación del crédito empresarial observado en abril debe interpretarse a la luz de varias circunstancias. Puede haber obedecido a la disminución de las necesidades de liquidez, ya que los sectores más afectados por la pandemia están mostrando señales de recuperación. Otro factor fueron los elevados flujos de crédito registrados en marzo 2021, atribuibles, en parte, a que algunas entidades de crédito concedieron préstamos de forma anticipada para tratar de alcanzar los valores de referencia para la concesión de crédito en las TLTRO con el fin de beneficiarse de las atractivas condiciones que ofrecen. El recurso de las empresas a los préstamos a más largo plazo motivado por el COVID siguió aumentando en detrimento de los préstamos a más corto plazo.

Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias; en el caso de las sociedades no financieras, también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2021.

El crédito total a los hogares repuntó en abril (gráfico 21). Este repunte fue atribuible, principalmente, a los préstamos para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual (5,4 %) fue la más elevada desde el inicio de la crisis financiera global. Al mismo tiempo, la tasa de avance interanual del crédito para consumo volvió a ser positiva —reflejo de la mejora de la confianza de los consumidores y de las posibilidades de gasto— y se situó en el 0,3 % en abril, desde el -1,7 % de marzo. Con todo, parece que los hogares han aumentado su gasto recurriendo sobre todo a los depósitos acumulados durante el año pasado. Mientras, en abril, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para otros fines permaneció, en general, estable en el 1,5 %. La evolución 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 contenida pese a las leves mejoras observadas en los últimos meses. Aunque los Gobiernos han ayudado a las pequeñas empresas a cubrir sus necesidades de financiación, dichas empresas se han visto particularmente afectadas por la desaceleración de la actividad económica.

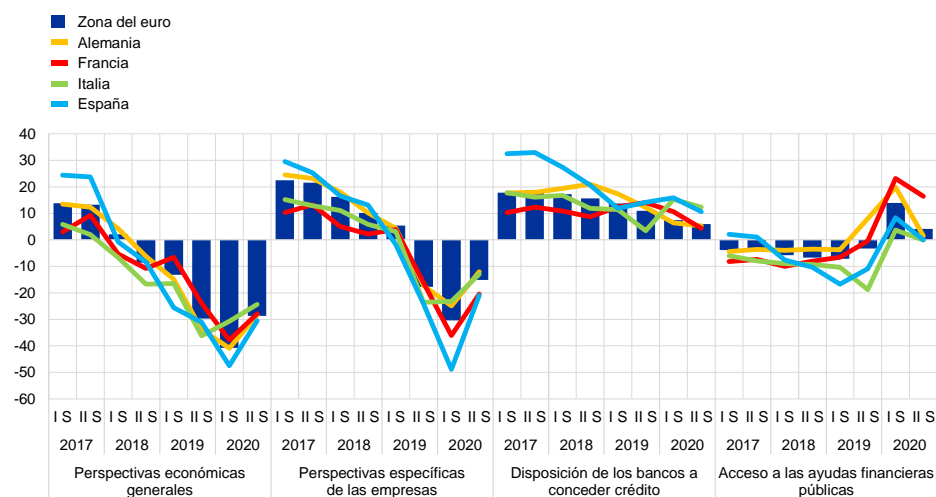
La moderación observada, en general, en el crecimiento del crédito a empresas oculta cierta heterogeneidad. Según la última [encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro](#) (SAFE, por sus siglas en inglés) del BCE, referida al período comprendido entre octubre de 2020 y marzo de 2021, un menor número de pequeñas y medianas empresas (pymes) señalaron mejoras en la disponibilidad de préstamos en ese período. En términos netos, el 3 % de las pymes de la zona del euro participantes en la encuesta indicaron mejoras en la disponibilidad de préstamos bancarios (frente al 6 % de la encuesta anterior). Las

microempresas fueron las más pesimistas en su valoración de la situación. De hecho, por primera vez desde mediados de 2015, comunicaron un deterioro en la disponibilidad de préstamos bancarios, mientras que las respuestas de grandes empresas sugerían que dicha disponibilidad había retornado a los niveles anteriores al COVID-19. Al mismo tiempo, un porcentaje neto más reducido de pymes consideraron que el entorno macroeconómico había incidido negativamente en su acceso a la financiación (gráfico 22). Ese porcentaje neto era comparable a los observados justo antes de la irrupción de la pandemia, y puede reflejar los efectos positivos de las medidas de apoyo público vigentes. Asimismo, un porcentaje neto ligeramente más bajo de pymes manifestaron una mejora en la disposición de los bancos a conceder crédito. Del mismo modo, un porcentaje neto menor de pymes señalaron mejoras en el acceso a las ayudas financieras públicas, lo que probablemente se deba a la disminución del uso de avales observada hacia finales de 2020. A la pregunta específica sobre los programas de apoyo público introducidos en respuesta a la pandemia, la mayoría de las pymes participantes en la encuesta confirmaron que habían accedido a estos programas en los últimos doce meses y que las habían ayudado a cumplir con sus obligaciones inmediatas y a corto plazo (véase también el [recuadro 2](#) de este Boletín Económico).

Gráfico 22

Cambios en los factores que afectan a la disponibilidad de financiación externa para las pymes de la zona del euro

(en los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuente: BCE.

Notas: Este gráfico se refiere a la siguiente pregunta de la encuesta SAFE: «Considerando cada uno de los siguientes factores, ¿diría que han mejorado, no han variado o han empeorado durante los seis meses anteriores?». Los porcentajes netos se calculan como la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican que un factor ha mejorado y el de aquellas que señalan que ha empeorado. Las cifras se refieren a las olas 17 (abril-septiembre de 2017) a 24 (octubre de 2020-marzo de 2021) de la encuesta.

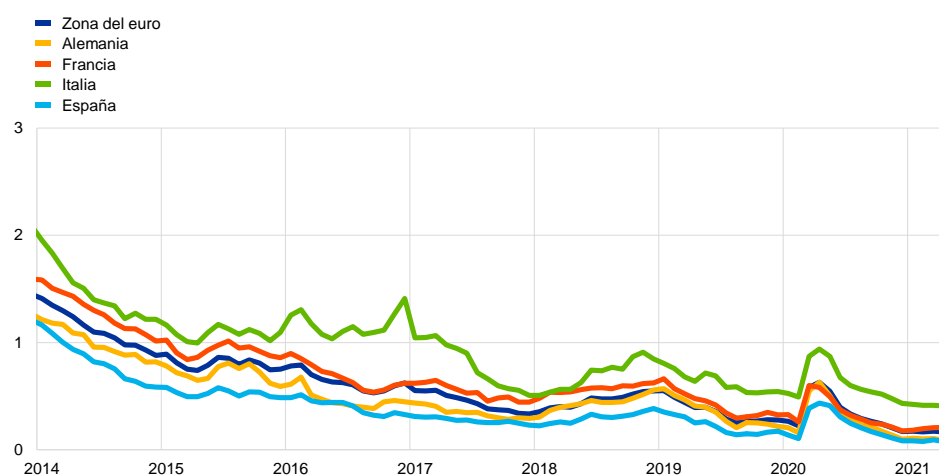
Las entidades de crédito han seguido beneficiándose de unas condiciones de financiación favorables, mientras que el aumento del riesgo de crédito está incidiendo en su capacidad de intermediación. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se mantiene por debajo del nivel previo a la pandemia, debido al sustancial apoyo de la política monetaria y al respaldo continuado de los Gobiernos y de las autoridades de regulación (gráfico 23), pese al incremento de los rendimientos de los bonos

bancarios observado desde principios de 2021. Los programas APP y PEPP del BCE han ejercido presión a la baja sobre los rendimientos, y las entidades de crédito han sustituido parte de la financiación de mercado por las operaciones TLTRO con condiciones muy favorables. Ambos factores han sustentado 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. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro permanecieron prácticamente sin variación en mínimos históricos en abril de 2021, contribuyendo así a las favorables condiciones de financiación de la deuda, en un contexto de transmisión efectiva de los tipos negativos. De hecho, desde el comienzo de la pandemia, las entidades de crédito de la zona del euro han aplicado de manera creciente tipos de interés negativos a los depósitos de las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, la capacidad de las entidades para aplicar tipos de interés negativos depende de su poder de mercado, y los tipos de los depósitos minoristas de los hogares han tendido a permanecer en cero o en niveles superiores, lo que comprime los márgenes de intermediación de los bancos. Pese a que las entidades continuaron reforzando su capacidad de absorción de pérdidas en el cuarto trimestre de 2020 incrementando su capitalización, el mayor riesgo de crédito y la reducida rentabilidad bancaria pueden limitar la capacidad de los bancos para conceder crédito. Como muestra la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) correspondiente a abril de 2021, las entidades de crédito siguieron endureciendo los criterios de concesión de préstamos en el primer trimestre de 2021 (si bien solo los de los préstamos a empresas y en menor medida que en los dos trimestres precedentes), lo que refleja su mayor percepción de riesgos y su menor tolerancia al riesgo como consecuencia de la pandemia.

Gráfico 23

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 la 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. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2021.

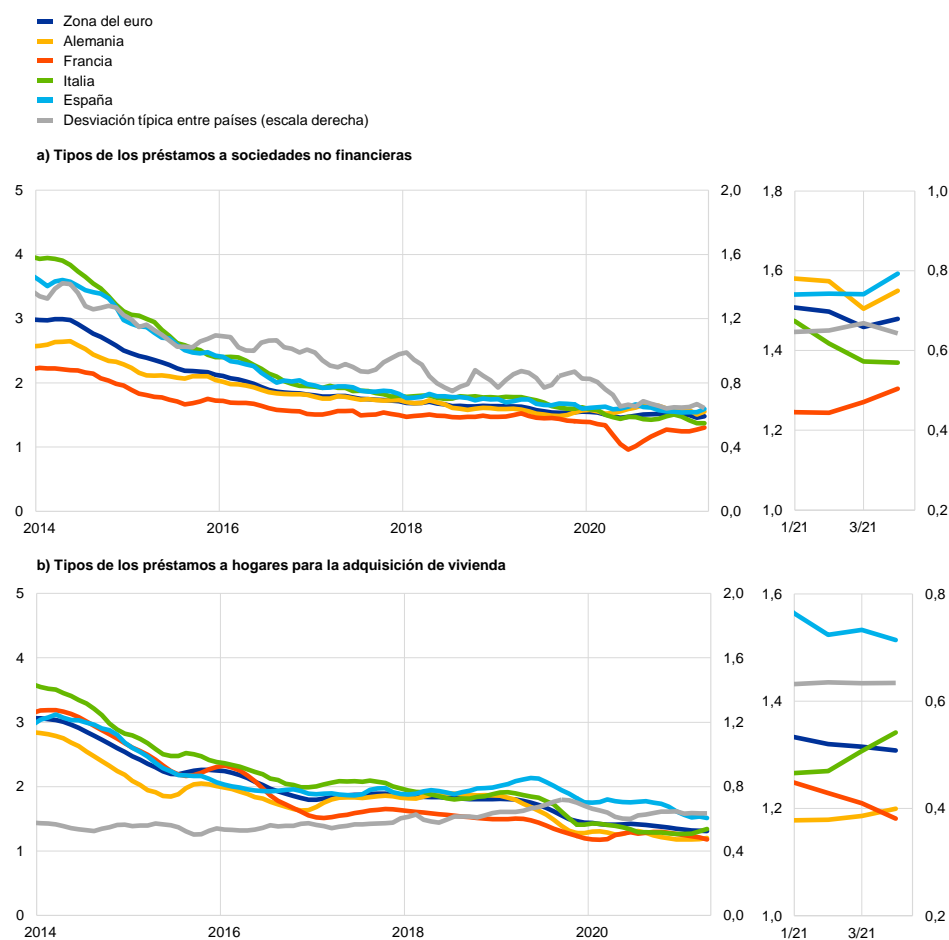
Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras aumentaron, pero se mantuvieron en niveles reducidos.

En abril de 2021, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios otorgados a estas sociedades se incrementó en 17 puntos básicos, hasta el 1,56 %, tras descender en el primer trimestre del año, mientras que el aplicado a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo sin variación en el mínimo histórico del 1,31 % (gráfico 24). Esta evolución refleja el impacto que están teniendo las medidas adoptadas por el BCE, las autoridades supervisoras y los Gobiernos nacionales para respaldar las condiciones de oferta del crédito, en particular a las empresas que se han visto más afectadas por la pandemia. 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 ha estabilizado en los niveles registrados antes de la pandemia. Asimismo, la incertidumbre acerca de los efectos a más largo plazo de la pandemia en la economía —y, por tanto, en la solvencia de los prestatarios y en los balances bancarios— continúa siendo elevada. Todas las medidas de respaldo vigentes 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 24

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

(porcentajes [medias móviles de tres meses]; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: Los indicadores del coste total de financiación bancaria se calculan 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 abril de 2021.

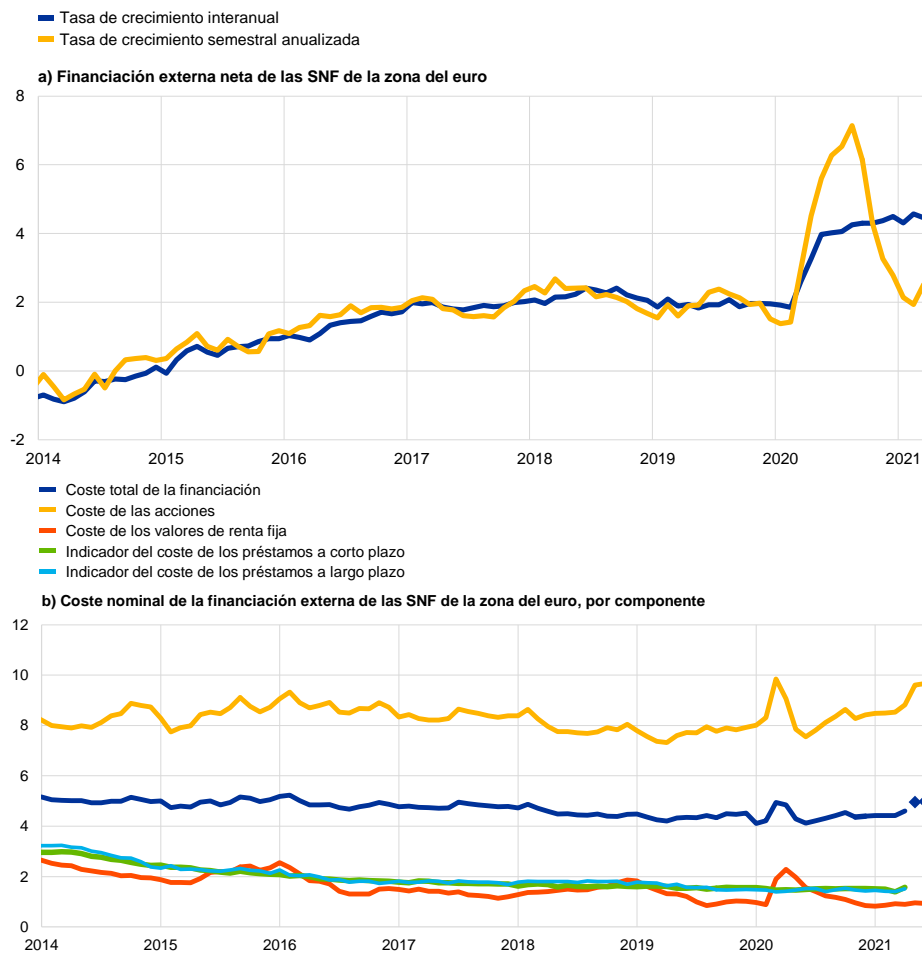
El volumen total de financiación externa de las empresas aumentó ligeramente en el primer trimestre de 2021. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa se situó en el 4,5 % en marzo 2021, y la dinámica a más corto plazo de la financiación ha revertido la tendencia a la baja que comenzó a observarse al final del verano pasado. Los factores impulsores de estos flujos han sido, sobre todo, la financiación bancaria y, en menor medida, las emisiones netas de acciones cotizadas (panel a del gráfico 25). Las empresas han reducido su recurso a la financiación de mercado, mientras que los flujos de financiación externa han seguido beneficiándose de unas condiciones de financiación favorables. Los motivos que explican el uso de la financiación bancaria son heterogéneos en los distintos sectores: es probable que aquellos orientados a la exportación hayan aprovechado la mejora de las condiciones globales, y la actividad de la construcción ha sido pujante en algunos países, mientras que otros sectores más expuestos a las repercusiones de la pandemia han necesitado más liquidez.

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 mantuvo en cotas reducidas, pero aumentó ligeramente. Este coste se situó en el 4,6 % al final de abril (panel b del gráfico 25), unos 30 puntos básicos por debajo del máximo de marzo de 2020 y 50 puntos básicos por encima del mínimo histórico registrado en junio del mismo año. El leve incremento del coste total de la financiación observado en los cuatro primeros meses de 2021 estuvo asociado con el mayor coste de las acciones, que reflejó alzas de los tipos de interés libres de riesgo y de la prima de riesgo de las acciones. Asimismo, la compresión adicional de los diferenciales de los valores de renta fija compensó los incrementos de los tipos libres de riesgo, por lo que el coste de los valores de renta fija se mantuvo prácticamente invariable, en líneas generales. El coste de la financiación bancaria —principalmente el del crédito a largo plazo— también experimentó un leve aumento. Según las estimaciones, entre el final de abril y el 9 de junio de 2021, el coste total de la financiación se incrementó en otros 35 puntos básicos, aproximadamente, sobre todo como consecuencia del mayor coste de las acciones. Esto se debió a un ligero incremento de la prima de riesgo de estos valores, tras un crecimiento excepcionalmente acusado de las expectativas de beneficios empresariales a largo plazo (como también ponen de manifiesto las encuestas a empresas), mientras que los tipos de descuento continuaron siendo reducidos, en general. Habida cuenta de la pronunciada mejora de las expectativas de beneficios y de unos tipos de descuento que siguen siendo bajos, normalmente, los modelos habrían sugerido un incremento de los precios de las acciones algo mayor que el observado, lo que, por consiguiente, se refleja automáticamente en una prima de riesgo un poco más alta. En ese mismo período, el coste de los valores de renta fija experimentó una subida solo marginal, ya que el aumento de los tipos libres de riesgo se vio compensado casi por completo por la reducción adicional de los diferenciales de los valores de renta fija privada tanto en los segmentos de grado de inversión como en los de alta rentabilidad (*high-yield*).

Gráfico 25

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

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



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

Notas: Panel a: la financiación externa neta es la suma de los préstamos de las IFM, las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de IFM están ajustados de titulaciones, 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 mayo y junio de 2021, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de abril de 2021. Las últimas observaciones del panel a corresponden a marzo de 2021. Las últimas observaciones del panel b se refieren al 9 de junio de 2021 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 4 de junio de 2021 para el coste de las acciones (datos semanales) y a abril de 2021 para el coste de los préstamos (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 de la enérgica respuesta fiscal, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó con fuerza y se situó en el 7,3 % del PIB en 2020, desde el 0,6 % de 2019. Este año, como los países de la zona del euro se han visto afectados por nuevas olas de la pandemia, la vigencia de muchas medidas de emergencia se ha prolongado y se han introducido otras de apoyo a la recuperación. Por consiguiente, en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021 se prevé solo una mejora marginal del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro, que se situará en el -7,1 % del PIB en 2021. Sin embargo, a medida que la pandemia vaya remitiendo y la recuperación económica se afiance, se espera que la ratio de déficit disminuya con mayor celeridad, hasta situarse en el 3,4 % en 2022 y en el 2,6 % al final del horizonte de proyección, en 2023. La deuda de la zona del euro alcanzaría un máximo justo por debajo del 100 % del PIB en 2021 y descendería hasta el entorno del 95 % del PIB en 2023, unos 11 puntos porcentuales por encima del nivel anterior a la crisis del coronavirus. Con todo, una orientación fiscal ambiciosa y coordinada sigue siendo crucial, puesto que una retirada prematura del apoyo fiscal podría debilitar la recuperación y agravar las secuelas a largo plazo. Por tanto, las políticas fiscales nacionales deben continuar ofreciendo un respaldo fundamental y oportuno a las empresas y hogares más expuestos a la pandemia y a las medidas de contención asociadas. Paralelamente, las medidas fiscales deberían seguir siendo de naturaleza temporal y anticíclica y, al mismo tiempo, tener un objetivo suficientemente específico para abordar las vulnerabilidades de manera efectiva y favorecer una rápida recuperación de la economía de la zona del euro. Como complemento de las medidas fiscales nacionales, se espera que el programa «Next Generation EU» (NGEU) desempeñe un papel esencial contribuyendo a una recuperación más rápida, sólida y uniforme. Este programa debería aumentar la capacidad de resistencia y el potencial de crecimiento de las economías de la UE, en especial 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 junio, la combinación de las subvenciones y los préstamos del NGEU debería proporcionar un estímulo adicional de alrededor del 0,5 % del PIB al año entre 2021 y 2023.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2021, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará solo de forma marginal en 2021, pero debería recuperarse con fuerza a partir de 2022¹¹. La ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó desde el 0,6 % del PIB en 2019 hasta el 7,3 %¹² del PIB en 2020, el mayor déficit registrado desde la

¹¹ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2021](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 10 de junio de 2021.

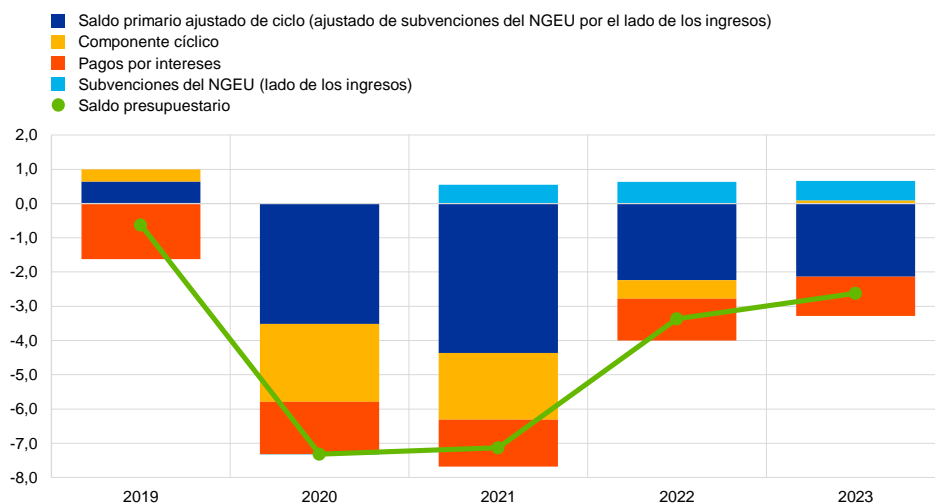
¹² El saldo presupuestario de la zona del euro para 2020 se ha actualizado con respecto al dato publicado por Eurostat el 22 de abril de 2021 (la primera notificación lo situaba en el -7,2 % del PIB), a raíz de una actualización del dato correspondiente a Alemania.

introducción del euro. Se prevé que descienda solo ligeramente, hasta el $-7,1\%$, en 2021, pero de manera más intensa después, hasta situarse en el $3,4\%$ en 2022 y el $2,6\%$ en 2023 (gráfico 26). El mayor déficit presupuestario en 2020 fue atribuible, en gran parte, al deterioro del saldo primario ajustado de ciclo como consecuencia de las medidas de apoyo económico adoptadas en respuesta a la pandemia por un importe equivalente a aproximadamente el 4% del PIB. En la actualidad, se prevé que el apoyo para afrontar la crisis y para la recuperación aumente hasta alrededor del $4,5\%$ del PIB en 2021. Este aumento refleja el hecho de que los Gobiernos han prolongado la vigencia de sus medidas de emergencia, han incrementado progresivamente su importe o han adoptado otras nuevas para respaldar la recuperación, entre ellas las que se financiarán a través del NGEU. El aumento del déficit el año pasado también obedeció, en parte, a un importante componente cíclico negativo, que se espera que empiece a disminuir en 2021, aunque solo de forma marginal. A tenor de las proyecciones, la mejora más sustancial del saldo presupuestario a partir de 2022 estará impulsada por un saldo primario ajustado de ciclo más elevado, ya que buena parte de las medidas de emergencia (que no se financian con las subvenciones del NGEU) expirarán. Además, se espera que la contribución del ciclo económico aumente con rapidez desde ese año. A lo largo de todo el horizonte de proyección, la mejora del saldo presupuestario también se verá favorecida por la disminución gradual de las aportaciones de los pagos por intereses, pero en menor medida.

Gráfico 26

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021.

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

Las proyecciones para la zona del euro incorporan subvenciones del NGEU por importe de alrededor del $0,6\%$ del PIB en cada año del horizonte de proyección, que, junto con préstamos limitados, se prevé que financien un estímulo adicional del $0,5\%$ del PIB al año. Las subvenciones del NGEU incorporadas en las proyecciones ascienden al $1,75\%$ del PIB, aproximadamente, en el período 2021-2023. Se supone que el NGEU, junto con préstamos por un

importe equivalente a alrededor del 0,3 % del PIB, financiará un gasto cercano al 1,9 % del PIB, del que algo más del 1,5 % se destinaría a proporcionar estímulo adicional, mientras que el resto se utilizaría para financiar los planes existentes.

La orientación general de la política fiscal fue muy expansiva en 2020 y se prevé que mantenga este tono en 2021¹³. En 2022 se espera un endurecimiento de la orientación de la política fiscal desde unos niveles de apoyo muy elevados a medida que el respaldo fiscal desaparezca en paralelo a la finalización de las medidas de apoyo de naturaleza temporal y las adoptadas frente a la pandemia. La orientación de la política fiscal sería prácticamente neutral en 2023¹⁴. Pese a ello, el respaldo fiscal a la recuperación económica sigue siendo sustancial durante todo el horizonte de proyección, lo que se refleja en la persistencia de un saldo presupuestario primario total claramente negativo que mejorará solo de forma gradual, desde el -5,8 % del PIB en 2021 hasta el -1,5 % en 2023.

Además de prestar apoyo fiscal a sus economías, los países de la zona del euro han proporcionado sustanciales avales públicos para préstamos, con el fin de reforzar la liquidez de las empresas. En total, estos avales ascienden a alrededor del 19 % del PIB para la zona del euro en 2021, pero su importe y tasa de utilización varían considerablemente de unos países a otros. Los avales para préstamos constituyen pasivos contingentes para los Gobiernos y, por tanto, su ejecución supondrá un incremento del gasto público que elevará la deuda pública.

En la actualidad se prevé que el saldo presupuestario en 2021 sea sustancialmente inferior al previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021, y las perspectivas para 2022 y 2023 también se han revisado algo a la baja. En concreto, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado a la baja en 1 punto porcentual para 2021, y en 0,2 y 0,3 puntos porcentuales, respectivamente, para los dos años siguientes. Estas revisiones obedecen al mayor alcance de las medidas fiscales discrecionales adoptadas en respuesta a la pandemia, sobre todo en 2021, que se compensan solo en parte por una contribución más elevada del ciclo económico. Los pagos por intereses proyectados son prácticamente iguales a los de las proyecciones de marzo.

La ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro experimentó un aumento acusado en 2020, y se prevé que alcance un máximo justo por debajo del 100 % del PIB en 2021 y que descienda de forma gradual

¹³ 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. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. Asimismo, cabe señalar que las proyecciones fiscales para la zona del euro a las que se refiere esta sección no incluyen el déficit y la deuda supranacionales europeos relacionados con las subvenciones del NGEU. 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.

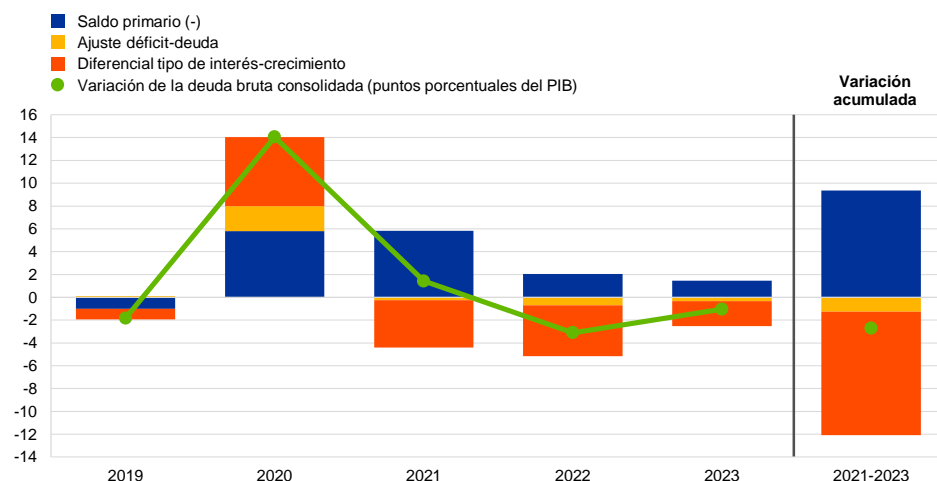
¹⁴ Se considera que el impacto de la orientación de la política fiscal fue de -4,2 puntos porcentuales del PIB en 2020, y se prevé que sea de -1, +2,1 y +0,1 puntos porcentuales del PIB en 2021, 2022 y 2023, respectivamente, tras ajustar por los ingresos relacionados con las subvenciones del NGEU.

hasta situarse aproximadamente en el 95 % en 2023. El incremento de 14 puntos porcentuales de esta ratio en 2020 refleja la combinación de un déficit primario elevado y de un diferencial tipo de interés-crecimiento muy negativo, pero también un ajuste sustancial entre déficit y deuda debido, entre otros factores, al apoyo a la liquidez proporcionado en respuesta a la pandemia. En 2021, el déficit primario, todavía elevado, se verá contrarrestado solo en parte por una importante contribución del diferencial tipo de interés-crecimiento a la reducción de la deuda. Sin embargo, en 2022 y 2023, la ratio de deuda empezará a descender, ya que la disminución de los déficits primarios se compensará con creces con las contribuciones favorables de los diferenciales tipo de interés-crecimiento y, en menor medida, con los ajustes negativos entre déficit y deuda (gráfico 27). Por consiguiente, se espera que al final del horizonte de proyección, en 2023, la ratio de deuda se sitúe unos 11 puntos porcentuales por encima de su nivel previo a la crisis. Con todo, cabe señalar que el impacto negativo de la crisis del coronavirus en la trayectoria de la deuda ha sido algo menor de lo previsto, en general, en su fase inicial.

Gráfico 27

Factores determinantes de la variación de la deuda pública de la zona del euro

(porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021.

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

Las políticas fiscales nacionales deben continuar ofreciendo un respaldo fundamental y oportuno a las empresas y hogares más expuestos a la pandemia y a las medidas de contención asociadas.

Una retirada prematura del apoyo fiscal podría debilitar la recuperación y agravar las secuelas a largo plazo. Paralelamente, las medidas fiscales deberían seguir siendo de naturaleza temporal y anticíclica y, al mismo tiempo, tener un objetivo suficientemente específico para abordar las vulnerabilidades de manera efectiva y promover una rápida recuperación de la economía de la zona del euro. La sostenibilidad de las finanzas públicas se verá propiciada por la recuperación económica prevista, pero también, de manera importante, por las condiciones de financiación, que deberían continuar siendo holgadas. 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 hacia una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento y reformas estructurales que aumenten el potencial de crecimiento de las economías de la zona del euro, como también se señala en las recomendaciones de política fiscal de la Comisión publicadas el 2 de junio (para información detallada, véase el recuadro titulado «[Implicaciones de los programas de estabilidad de 2021 para las políticas fiscales de la zona del euro](#)», en este Boletín Económico). El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia del NGEU puede proporcionar un apoyo sustancial a este respecto, especialmente acelerando las transiciones ecológica y digital.