

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

Actividad económica

El ritmo de recuperación continúa siendo sólido a escala global, en un contexto de restricciones de oferta persistentes. Los datos del índice de directores de compras correspondiente a junio muestran unos niveles históricamente elevados en el segundo trimestre de 2021 en su conjunto. Al mismo tiempo, el dinamismo del crecimiento se ralentizó algo en junio, ya que la actividad se normalizó, en cierta medida, en varias economías importantes. El comercio de bienes mantiene su vigor, pese a los crecientes factores adversos asociados a los cuellos de botella en la oferta. Por lo que respecta a la dinámica de la inflación mundial, las presiones inflacionistas volvieron a aumentar, debido fundamentalmente a factores transitorios, como los efectos de base y las restricciones de oferta relacionadas con la pandemia. De cara al futuro, la evolución de la pandemia sigue constituyendo una fuente de incertidumbre para la recuperación económica mundial y puede desembocar en una senda de crecimiento cada vez más desigual en los distintos países.

La economía de la zona del euro se recuperó en el segundo trimestre del año y, a medida que se van relajando las restricciones, se mantiene en la senda adecuada para registrar un fuerte crecimiento en el tercer trimestre. El número de personas vacunadas aumenta sin parar y las restricciones asociadas a los confinamientos se han suavizado en la mayoría de los países de la zona del euro. Se espera que la actividad del sector manufacturero sea vigorosa, pese a los cuellos de botella en la oferta que están lastrando la producción a corto plazo. La reapertura de grandes partes de la economía está apoyando una fuerte recuperación en los servicios, pero la variante delta del coronavirus (COVID-19) podría frenarla, especialmente en el turismo y en la hostelería.

El gasto en consumo está creciendo, dado que las personas están acudiendo de nuevo a las tiendas y a los restaurantes y están volviendo a viajar. Las mejores perspectivas de empleo, el aumento de la confianza y el mantenimiento de las ayudas públicas están reforzando el gasto. La actual recuperación de la demanda interna y mundial está promoviendo el optimismo entre las empresas, lo que favorece la inversión. Por primera vez desde el inicio de la pandemia, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro indica que la financiación de la inversión en capital fijo es un factor importante que está impulsando la demanda de préstamos a empresas.

Se espera que la actividad económica retorne a su nivel anterior a la crisis en el primer trimestre del próximo año, pero aún queda un largo camino por recorrer hasta que se contrarresten los daños causados por la pandemia en la economía. El número de personas acogidas a programas de mantenimiento del empleo se ha reducido, pero continúa siendo elevado. En conjunto, todavía hay 3,3 millones de empleados menos que antes de la pandemia, principalmente jóvenes y trabajadores menos cualificados. Es esencial que las políticas continúen prestando un apoyo significativo. Un plan de política fiscal ambicioso y coordinado debe seguir complementando la política monetaria para sostener la confianza y apoyar el gasto. El programa *Next Generation EU* también está desempeñando un papel fundamental, dado que debería contribuir a lograr una recuperación más fuerte y más uniforme en toda la zona del euro.

Inflación

La inflación de la zona del euro se situó en el 1,9 % en junio. Se espera que siga subiendo en los próximos meses y que vuelva a disminuir el próximo año. El actual aumento se debe principalmente a la subida de los precios de la energía y a efectos de base derivados de la acusada caída de los precios del petróleo al inicio de la pandemia y del impacto de la reducción temporal del IVA en Alemania el año pasado. El efecto de estos factores debería desaparecer a principios de 2022 cuando se eliminen del cálculo de la inflación interanual. A corto plazo, la considerable capacidad productiva sin utilizar en la economía está frenando las presiones inflacionistas subyacentes. El fortalecimiento de la demanda y las presiones temporales de costes en la cadena de suministro ejercerán cierta presión al alza sobre los precios, pero el débil crecimiento de los salarios y la anterior apreciación del euro indican que esas presiones probablemente seguirán siendo contenidas durante algún tiempo.

Aún queda camino por recorrer antes de que los efectos de la pandemia sobre la inflación desaparezcan. A medida que la economía se recupera, respaldada por las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, se espera que la inflación aumente a medio plazo, aunque se mantendrá por debajo del objetivo del BCE. Pese a que los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo han aumentado, aún continúan a cierta distancia del objetivo del BCE del 2 %.

Evaluación de riesgos

El Consejo de Gobierno considera que los riesgos para las perspectivas económicas están, en general, equilibrados. La actividad económica podría superar las expectativas del BCE si los consumidores gastan más de lo actualmente esperado y utilizan con más rapidez el ahorro que han acumulado durante la pandemia. Una mejora más rápida de la situación de la pandemia también podría dar lugar a una expansión más vigorosa de lo previsto en la actualidad. Sin embargo, el crecimiento

podría ser inferior al esperado si la pandemia se intensifica o si la escasez de oferta resulta más persistente y frena la producción.

Condiciones financieras y monetarias

La recuperación del crecimiento y de la inflación sigue dependiendo de unas condiciones de financiación favorables. Los tipos de interés de mercado se han reducido desde la última reunión de política monetaria de junio. Las condiciones de financiación de la mayoría de las empresas y hogares se mantienen en niveles favorables.

La creación de dinero en la zona del euro siguió normalizándose en mayo de 2021 —y se situó en el 8,4 %, en términos de crecimiento interanual—, reflejo de la moderación de los flujos monetarios y de crédito en un contexto de mejora de la situación de la pandemia de coronavirus. Mientras que el ritmo de acumulación de depósitos por parte de los hogares y las empresas se normalizó, las compras de activos por parte del Eurosistema continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero. El crecimiento de los préstamos al sector privado retornó a los niveles previos a la pandemia (2,7 % en tasa interanual) debido a la contención del crédito empresarial. Además, según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares prácticamente no variaron en el segundo trimestre de 2021, al tiempo que la demanda de préstamos de ambos sectores se incrementó.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares permanecen en mínimos históricos. En mayo de 2021, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras descendió hasta el 1,46 %, mientras que apenas varió en el caso de los préstamos a hogares y se situó en el 1,32 %. Las empresas siguen contando con fondos suficientes procedentes de los créditos obtenidos en la primera ola de la pandemia, lo que explica en parte la ralentización del crédito a las empresas. En cambio, los préstamos a los hogares se mantienen. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro más reciente muestran que las condiciones de los préstamos a las empresas y a los hogares se han estabilizado. La liquidez sigue siendo abundante.

Paralelamente, el coste de emisión de acciones de las empresas es todavía elevado. Muchas empresas y hogares han asumido más deuda para afrontar la pandemia. Por tanto, un empeoramiento de la economía podría poner en peligro su salud financiera, lo que podría acabar afectando a la calidad de los balances de los bancos. Sigue siendo esencial impedir que las tensiones en los balances y el endurecimiento de las condiciones de financiación se refuercen mutuamente.

Declaración de política monetaria

Con este trasfondo, en la reunión de política monetaria celebrada en julio, el Consejo de Gobierno se centró en dos temas principales: en primer lugar, las implicaciones de la revisión de su estrategia para sus indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales del BCE y, en segundo lugar, su evaluación de la economía y sus medidas frente a la pandemia.

En la reciente revisión de la estrategia del BCE, el Consejo de Gobierno acordó un objetivo de inflación simétrico del 2 % a medio plazo. Los tipos de interés oficiales del BCE se han situado en niveles próximos a su límite inferior durante algún tiempo y las perspectivas de inflación a medio plazo están aún muy por debajo del objetivo del BCE. En estas condiciones, el Consejo de Gobierno ha revisado sus indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés con el fin de subrayar su compromiso con el mantenimiento de una orientación de política monetaria persistentemente acomodaticia para cumplir su objetivo de inflación

Para apoyar su objetivo simétrico de inflación del 2 % y en línea con su estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE continúen en sus niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observe que la inflación se sitúa en el 2 % bastante antes del final del horizonte de proyección y de forma duradera en el resto de dicho horizonte, y considere que el progreso observado en la inflación subyacente está suficientemente avanzado para ser compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo. Ello también podría implicar un período transitorio en el que la inflación sea moderadamente superior al objetivo.

El Consejo de Gobierno consideró que la recuperación de la economía de la zona del euro avanza por buen camino, pero la pandemia sigue ensombreciendo el panorama, en especial debido a que la variante delta genera cada vez más incertidumbre. La inflación ha aumentado, aunque se espera que este aumento sea fundamentalmente temporal. Las perspectivas de inflación a medio plazo siguen siendo débiles.

Es necesario preservar unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores de la economía durante el período de la pandemia. Ello es esencial para que la actual recuperación se convierta en una expansión duradera y contrarreste el impacto negativo de la pandemia sobre la inflación. En consecuencia, habiendo confirmado la evaluación del Eurosistema de junio relativa a las condiciones de financiación y a las perspectivas de inflación, el Consejo de Gobierno sigue esperando que el ritmo de las compras en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) durante el actual trimestre sea significativamente más elevado que en los primeros meses de este año.

El Consejo de Gobierno también ha confirmado sus demás medidas para apoyar el mandato de estabilidad de precios del BCE, es decir, el nivel de los tipos de interés oficiales del BCE, las compras del Eurosistema en el marco del programa de compras de activos (APP), las políticas de reinversión del Consejo de Gobierno y sus operaciones de financiación a plazo más largo.

Asimismo, está preparado para ajustar todos sus instrumentos, según proceda, para asegurar que la inflación se estabilice en el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo.

Entorno exterior

El ritmo de recuperación continúa siendo sólido a escala global, en un contexto de restricciones de oferta. Los datos del índice de directores de compras correspondiente a junio muestran unos niveles históricamente elevados en el segundo trimestre de 2021 en su conjunto. Al mismo tiempo, el dinamismo del crecimiento se ralentizó algo en junio, ya que la actividad se normalizó en varias economías importantes. El comercio de bienes mantiene su vigor, pese a los crecientes factores adversos asociados a los cuellos de botella en la oferta. Por lo que respecta a la dinámica de la inflación, las presiones inflacionistas volvieron a aumentar, en parte como resultado de efectos de base y de las restricciones de oferta, que se consideran de carácter transitorio. De cara al futuro, la evolución de la pandemia de coronavirus (COVID-19) sigue constituyendo una fuente de incertidumbre para la recuperación económica mundial y puede desembocar en una senda de crecimiento cada vez más desigual en los distintos países.

El ritmo de recuperación global continúa siendo sólido, en un contexto de evolución divergente de la pandemia.

El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se incrementó un 0,9 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2021. Se espera que el dinamismo del crecimiento haya mantenido su vigor en el segundo trimestre, dado que tanto los países avanzados como los emergentes siguen reabriendo sus economías en un entorno de divergencias en la evolución de la pandemia. La nueva variante delta del coronavirus está provocando un aumento de los contagios en varias economías. Con todo, en los países con tasas de vacunación relativamente elevadas, las presiones sobre los sistemas sanitarios han seguido siendo limitadas, pese al incremento de los casos de COVID-19. En general, la evolución de la pandemia sigue constituyendo uno de los factores que están influyendo en las diferentes perspectivas de crecimiento de los países.

La recuperación mundial también se refleja en los sólidos datos obtenidos de las encuestas.

En el segundo trimestre de 2021, el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto (excluida la zona del euro) de actividad aumentó hasta alcanzar su nivel más alto en los quince últimos años. La actividad económica continúa siendo vigorosa en las manufacturas y está cobrando fuerza en los servicios. Los datos procedentes de encuestas registraron una ligera moderación hacia el final del citado trimestre, ya que los elevados valores del PMI se normalizaron hasta cierto punto en varios países, entre ellos Estados Unidos y China.

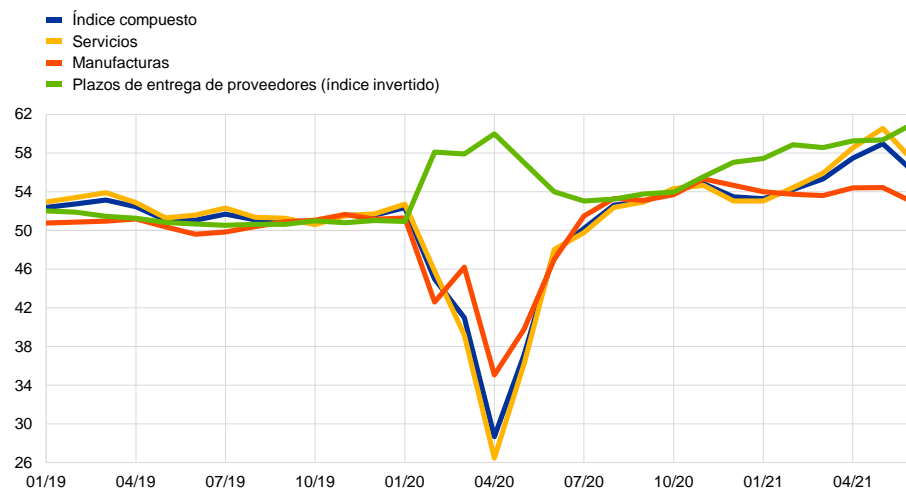
Al mismo tiempo, las restricciones de oferta están generando efectos adversos para la actividad económica y el comercio mundiales.

En junio, los plazos de entrega de los proveedores (excluida la zona del euro) superaron el máximo observado durante el parón global de la actividad en abril del año pasado (gráfico 1). Las restricciones de oferta producen disrupciones en las cadenas globales de valor, en particular escasez de chips, lo que está retrasando la producción y la entrega de vehículos y de diversos productos eléctricos.

Gráfico 1

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

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2021. Un aumento de los «plazos de entrega de proveedores (índice invertido)» implica mayores plazos de entrega de bienes manufacturados.

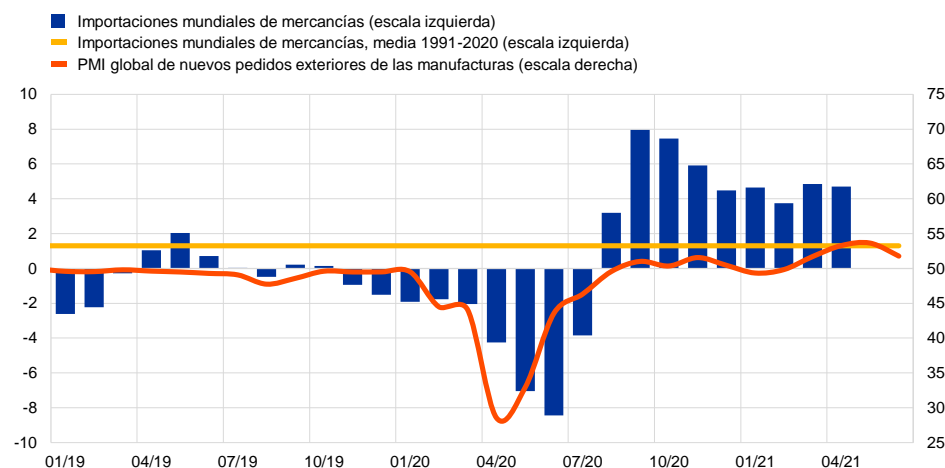
Pese a las fricciones observadas en las cadenas de suministro, el comercio mundial se mantuvo sólido en la primera mitad de 2021. Las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) de mercancías permanecieron estables en abril, en términos intertrimestrales.

Por otra parte, en el segundo trimestre de 2021, el PMI global (excluida la zona del euro) de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas alcanzó su nivel más elevado en los once últimos años, aunque en junio se moderó ligeramente (gráfico 2). Sin embargo, el comercio de servicios sigue deprimido, sobre todo como consecuencia de la continuada debilidad de los flujos de turismo.

Gráfico 2

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

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



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

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

La inflación mundial volvió a aumentar en mayo, debido, en gran parte, a factores transitorios. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo se incrementó hasta situarse en el 3,8 % en mayo, desde el 3,3 % de abril. La contribución de las subidas de los precios de las materias primas —que se vieron impulsados adicionalmente por efectos de base anuales— a esta evolución fue significativa, mientras que los cuellos de botella en la oferta y los estímulos fiscales también favorecieron las presiones inflacionistas. Por otra parte, la inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) creció hasta el 2,9 % en mayo, frente al 2,4 % del mes precedente. Con todo, las tasas actuales de la mediana de la inflación subyacente en las economías avanzadas y en las emergentes se mantienen próximas a los niveles medios observados desde el año 2000. Parte del avance de la inflación mundial tiene su origen en factores de carácter temporal. Es probable que el acusado impacto del componente energético disminuya en los próximos meses, ya que el efecto de base derivado del desplome de los precios del petróleo el año pasado desaparece de la comparación interanual. A medida que se reduzcan las fricciones en las cadenas globales de suministro, las presiones inflacionistas sobre productos asociados (y sus sustitutos) probablemente se desvanezcan también.

Los precios del petróleo continuaron subiendo, debido a factores de demanda y de oferta. Los precios del crudo han vuelto a aumentar desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio favorecidos por la rápida recuperación económica mundial, y actualmente fluctúan en torno a su nivel más elevado desde octubre de 2018. La demanda de petróleo se ha incrementado de manera sustancial tras el repunte de la movilidad en las últimas semanas, en particular del transporte aéreo, en un contexto de rápida reapertura de algunas economías. Aunque los países que integran la OPEP+ alcanzaron recientemente un acuerdo para ampliar su producción, la oferta no está aumentando al mismo ritmo. La consecuencia ha sido la aparición de tensiones en los mercados de petróleo que han propiciado subidas de los precios a medida que el consumo se recupera. En cambio, los precios de los metales se han estabilizado desde la última reunión del Consejo de Gobierno, mientras que los de los alimentos han descendido a escala mundial.

La economía estadounidense continúa recuperándose con fuerza. Los datos procedentes de encuestas mostraron que la actividad en las manufacturas y en los servicios se mantuvo en niveles muy elevados en junio. Al mismo tiempo, las restricciones de oferta están obstaculizando la recuperación, con una creciente acumulación de pedidos y mayores plazos de entrega de los proveedores. Aunque el mercado de trabajo continúa mejorando, los desajustes entre la oferta y la demanda de cualificaciones en algunos sectores están generando tensiones a corto plazo en este mercado. En conjunto, sin embargo, la recuperación del mercado laboral sigue siendo incompleta, y hay 7 millones de empleados menos que antes de la crisis del COVID-19. La inflación medida por los precios de consumo se incrementó de forma sustancial en junio, hasta el 5,4 % en tasa interanual, reflejo de la fortaleza de la demanda y de las restricciones de oferta. Con todo, es probable que este avance de la inflación sea transitorio en gran medida, ya que se debe, en parte, al impacto de los efectos de base. Factores idiosincrásicos relacionados con

la reapertura de la economía y las fricciones en las cadenas de suministro también desempeñaron un papel importante, como se reflejó en las significativas subidas de los precios de los billetes de avión, de los servicios de alojamiento en hoteles y de los automóviles de segunda mano.

En el Reino Unido, la economía está repuntando, aunque el aumento de los casos de COVID-19 plantea crecientes riesgos a la baja. El crecimiento intermensual del PIB observado en mayo sigue señalando una recuperación intensa en el segundo trimestre. Del mismo modo, las encuestas empresariales, la confianza de los consumidores y los indicadores de movilidad indican una fuerte expansión de la actividad, sobre todo en los servicios. Al mismo tiempo, la escasez de chips ha alterado la producción de automóviles, lo que ha lastrado la producción de las manufacturas. La nueva variante delta del coronavirus ha provocado un fuerte aumento de los nuevos contagios diarios, pero el impacto sobre el sistema sanitario está siendo limitado gracias al significativo avance de las vacunaciones. En consecuencia, también se espera que su incidencia en el crecimiento del PIB siga siendo escasa. Por otra parte, la inflación medida por los precios de consumo se incrementó de forma acusada en mayo, hasta el 2,1 %. Aunque los factores determinantes de la inflación están relacionados principalmente con factores transitorios que afectan a los precios de la energía y del transporte, los indicadores de opinión también apuntan a un aumento más generalizado de los costes de producción, incluidos los salarios, así como a una transmisión a los precios cobrados.

En Japón, el ritmo de la actividad económica se ralentizó en el segundo trimestre, en parte debido a las restricciones de oferta y a la evolución de la pandemia. El crecimiento del PIB real habría seguido siendo débil en ese trimestre, ya que el nuevo aumento de los casos de COVID-19 provocó un endurecimiento de las medidas de contención. En consecuencia, la actividad de los servicios se mantuvo retraída. Al mismo tiempo, la producción industrial disminuyó en mayo, ya que hasta cierto punto se vio afectada por la escasez de semiconductores, lo que también se señalaba en los datos de las encuestas del PMI de las manufacturas correspondiente a junio. Se espera una recuperación más firme en la segunda mitad del año, en la que una mejora significativa del ritmo de vacunación y un entorno exterior más favorable probablemente sostengan el crecimiento. La inflación general aumentó hasta el -0,1 % en mayo, impulsada por la subida de los precios de la energía, aunque sigue viéndose contenida por factores idiosincrásicos, entre ellos las acusadas reducciones de las tarifas de telefonía móvil.

En China, la recuperación está avanzando, aunque las presiones sobre los precios de producción siguen siendo intensas. Los datos mensuales apuntan a que el vigoroso crecimiento continuó durante el segundo trimestre de 2021, pese a la moderación observada en junio. Por otra parte, la tasa de variación interanual de los precios de producción se estabilizó en el 8,8 % en junio, por lo que se mantiene próxima al nivel máximo de los doce últimos años, el 9 %, registrado en mayo. A medida que desaparezcan los efectos de base y el impacto de los precios de las materias primas, se espera que los precios de producción se normalicen. La inflación interanual medida por los precios de consumo descendió ligeramente en junio y se situó en el 1,1 %, debido, sobre todo, a la normalización en curso de la

tasa de variación de los precios de los alimentos, que compensó la subida de los precios de los combustibles. En conjunto, la disminución de las presiones inflacionistas intermensuales indica que es posible que la inflación interanual haya alcanzado un máximo en China. En julio, el Banco Central de la República Popular de China redujo en 50 puntos básicos sus exigencias de reservas, pero señaló que la orientación de su política monetaria no se ha modificado. Varios de los principales tipos de interés aplicados a los préstamos permanecieron sin variación ese mismo mes.

2 Evolución financiera

El tramo largo de la curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) y los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo se redujeron durante el período de referencia, en un contexto de propagación de la variante delta del coronavirus (COVID-19) y de publicación de datos macroeconómicos peores de lo esperado a escala mundial. Con todo, los diferenciales soberanos se mantuvieron estables, en general, mientras que los de los valores de renta fija privada siguieron estrechándose ligeramente. Las cotizaciones de las sociedades no financieras registraron un descenso marginal y las del sector bancario una caída más significativa. Por último, el tipo de cambio efectivo del euro experimentó una leve depreciación.

El eonia y el nuevo tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -48 y -57 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado (del 10 de junio al 21 de julio de 2021). El

exceso de liquidez aumentó en unos 18 mm de euros y se situó en torno a los 4.224 mm de euros, como resultado de las adquisiciones de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia y del programa de compras de activos, así como de los 109,83 mm de euros adjudicados en la operación TLTRO III.8. Este incremento se vio limitado sustancialmente por la disminución —por importe de alrededor de 234 mm de euros— de los otros activos netos durante el período analizado.

En el período de referencia, la curva de tipos *forward* del eonia apenas varió en el tramo corto, mientras que se desplazó a la baja en los plazos más largos.

El tramo corto de la curva se mantiene estable, en general, en el nivel actual del eonia. En consecuencia, actualmente, la curva de tipos *forward* no sugiere que se espere una subida o bajada inminente de los tipos de interés oficiales y descuenta que la primera subida (eonia + 10 puntos básicos) tendrá lugar en el tercer trimestre de 2024. Los tipos *forward* del eonia continúan siendo inferiores a cero para horizontes hasta 2027, lo que indica que los mercados siguen anticipando un período prolongado de tipos de interés negativos¹.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro disminuyeron, lo que revirtió, en parte, la tendencia al alza observada en los últimos meses (gráfico 3). El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el de la deuda soberana de Alemania se redujeron en unos 15 puntos básicos, hasta situarse en el -0,01 % y el -0,40 %, respectivamente. Pese a los avances continuados en la administración de las vacunas contra el COVID-19 y la publicación de indicadores de opinión, en general, positivos —que respaldaron las expectativas de recuperación económica—, los tipos a largo plazo descendieron. Este descenso se produjo en un contexto de noticias preocupantes sobre la propagación de la variante delta del coronavirus, en un

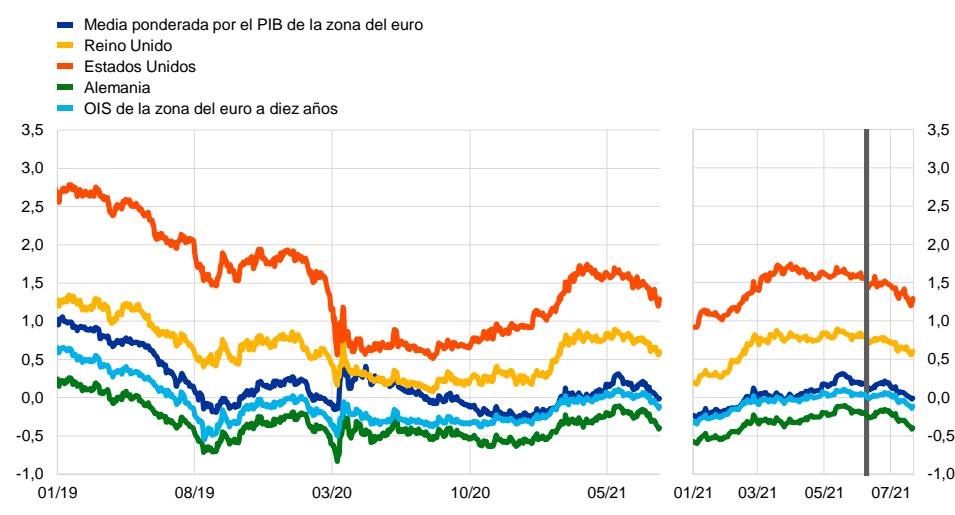
¹ Esta valoración refleja la información procedente de los resultados de las últimas encuestas y estimaciones empíricas de expectativas «genuinas» relativas a los tipos de interés, es decir, tipos *forward* netos de primas por plazo.

entorno de ralentización reciente de la vacunación en Estados Unidos y de publicación a escala global de datos macroeconómicos peores de lo esperado por los mercados. Esta situación puede haber llevado a los inversores a evaluar de nuevo las perspectivas de riesgos en torno a la recuperación mundial. A raíz de esta reevaluación y de que ya no se anticipa una reducción (*tapering*) inminente de las compras de activos por parte de la Reserva Federal, el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a diez años se redujo en 15 puntos básicos durante el período analizado, hasta situarse en el 1,29 %. En el Reino Unido se produjo un descenso similar y el rendimiento de la deuda soberana a diez años se situó en el 0,61 %. Los rendimientos soberanos de la zona del euro no mostraron una reacción significativa al anuncio de los resultados de la revisión de la estrategia del BCE y de la reformulación de las indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales del BCE, ni tampoco a las emisiones recientes del programa *Next Generation EU*, que fueron absorbidas de manera fluida por los mercados de deuda soberana.

Gráfico 3

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico se basa en datos diarios. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de junio de 2021). La ventana ampliada muestra la evolución de los rendimientos soberanos desde el 1 de enero de 2021. La última observación corresponde al 21 de julio de 2021.

Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos libres de riesgo no variaron sustancialmente. En particular, el diferencial a diez años de España se incrementó 7 puntos básicos, hasta los 46 puntos básicos, mientras que el diferencial italiano se mantuvo sin variación en 80 puntos básicos. En cambio, los diferenciales a diez años de Alemania y Francia se redujeron en 3 y 7 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en -28 y 6 puntos básicos. En consecuencia, el diferencial soberano a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB disminuyó en 3 puntos básicos, hasta los 10 puntos básicos —un nivel inferior al observado antes de la pandemia, en febrero de 2020—.

Los precios de las acciones de las sociedades no financieras experimentaron un descenso marginal, mientras que los de las acciones del sector bancario

revirtieron las ganancias anteriores. Las cotizaciones de las sociedades no financieras de la zona del euro descendieron alrededor de medio punto porcentual y, en general, se mantienen por encima de los niveles previos a la pandemia. En Estados Unidos —donde los precios de las acciones han registrado máximos históricos en repetidas ocasiones desde mediados de 2020—, los índices bursátiles de las sociedades no financieras se revalorizaron un 3,3 %. En cambio, tras subir al comienzo del período analizado, las cotizaciones del sector bancario de la zona del euro y de Estados Unidos cayeron un 7,1 % y un 5,1 %, respectivamente, en un contexto de aplanamiento de la curva de rendimientos. Las caídas más intensas de los precios en este segmento del mercado de renta variable pueden reflejar la exposición relativamente mayor de estos valores a los cambios en la percepción de riesgos, dado que la volatilidad implícita del mercado bursátil aumentó ligeramente durante el período de referencia, así como la sensibilidad a la publicación de datos económicos peores que las expectativas del consenso del mercado.

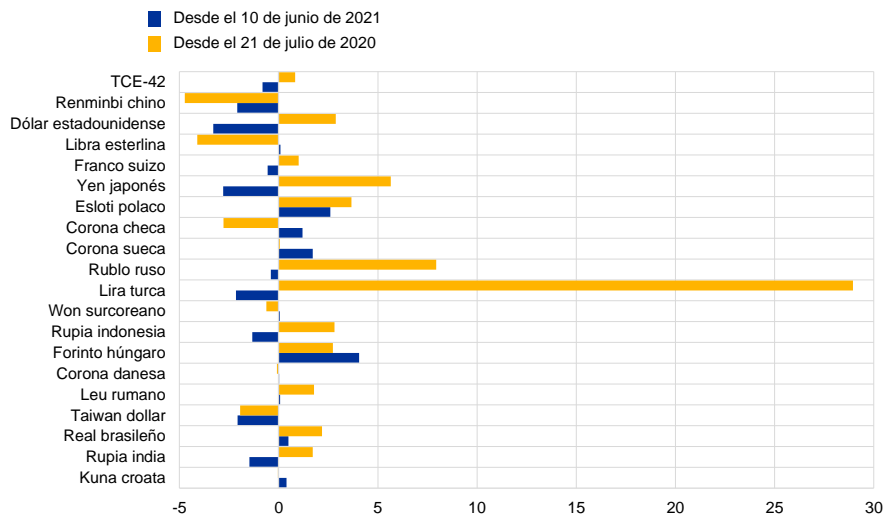
Tanto los diferenciales de los valores de renta fija del sector financiero como los de las sociedades no financieras siguieron retrocediendo y se mantienen por debajo de los niveles previos a la pandemia. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión del sector financiero y de las sociedades no financieras (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) se redujeron en unos 5 puntos básicos, hasta situarse en 42 y 53 puntos básicos, respectivamente.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció (gráfico 4). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 0,8 %. El euro perdió valor frente al dólar estadounidense (3,3 %), principalmente como consecuencia de la ampliación del diferencial de expectativas de tipos de interés a corto plazo entre la zona del euro y Estados Unidos, debido al cambio percibido en cuanto al momento de la normalización de la política monetaria estadounidense. El euro también se debilitó frente a otras monedas importantes, como el renminbi chino (2,1 %), el yen japonés (2,8 %) y el franco suizo (0,6 %), así como frente a las monedas de algunas de las principales economías emergentes. En el mismo período, el euro siguió apreciándose frente a las monedas de varios de los Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes a la zona del euro, como el forinto húngaro (4,1 %), el esloti polaco (2,6 %) y la corona checa (1,2 %).

Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

El PIB real habría repuntado en el segundo trimestre de 2021, después de registrar una contracción del 0,3 % en el primero². La disminución de las tasas de contagio y la reapertura gradual de los sectores que conllevan más interacción social han impulsado la confianza de las empresas y los hogares. Con todo, actualmente, los cuellos de botella en la oferta están frenando el ritmo de expansión de las manufacturas. Aunque las perspectivas son más alentadoras, la incertidumbre continúa siendo elevada, en particular en relación con la rápida propagación de las mutaciones del coronavirus en algunos países de la UE, lo que podría dar lugar a un endurecimiento de las medidas de contención.

Las perspectivas relativas a la actividad económica a medio plazo siguen estando estrechamente vinculadas al avance continuado de las campañas de vacunación, a la mejora de la demanda mundial y a la aplicación de medidas expansivas a escala nacional. Las condiciones de financiación favorables, el estímulo fiscal y el aumento de la confianza deberían proporcionar un respaldo adicional a la recuperación. Es esencial que las políticas continúen prestando un apoyo significativo. Una política fiscal ambiciosa, bien enfocada y coordinada debería seguir complementando la política monetaria para sostener la confianza y apoyar el gasto. El programa Next Generation EU también desempeña un papel fundamental, ya que debería contribuir a una recuperación más sólida y uniforme en todos los países de la zona del euro.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento están, en general, equilibrados. Entre los riesgos a la baja destacan la preocupación sobre la pandemia y la posibilidad de una escasez de oferta más persistente. Al mismo tiempo, los riesgos al alza para el crecimiento proceden, sobre todo, de una recuperación del consumo privado más vigorosa de lo previsto a medida que los hogares dispongan del ahorro acumulado durante la pandemia con mayor celeridad.

Tras una contracción moderada del producto en el primer trimestre de 2021, se estima que el PIB real repuntó en el segundo trimestre. En el primer trimestre, la actividad económica total siguió contrayéndose, un 0,3 % en tasa intertrimestral, con lo que lo situó un 5,1 % por debajo del máximo previo a la pandemia observado a finales de 2019 (gráfico 5). La desagregación del gasto muestra una contribución negativa de la demanda interna al crecimiento en el primer trimestre, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue positiva. Al mismo tiempo, la variación de existencias contribuyó sustancialmente al crecimiento en ese trimestre. Esta evolución reflejó, sobre todo, un mayor acopio de existencias, debido en parte a la prevalencia de niveles bajos de existencias, así como a las expectativas de aumento de la demanda. Las fuertes fluctuaciones de la actividad durante la pandemia han

² Según la estimación de avance publicada por Eurostat el 30 de julio, el PIB real de la zona del euro aumentó un 2 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2021. Esta estimación, que no estaba disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de julio, confirma, en términos generales, el repunte esperado de la actividad económica, que es superior al de las [proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema](#) para el segundo trimestre, publicadas en junio de 2021.

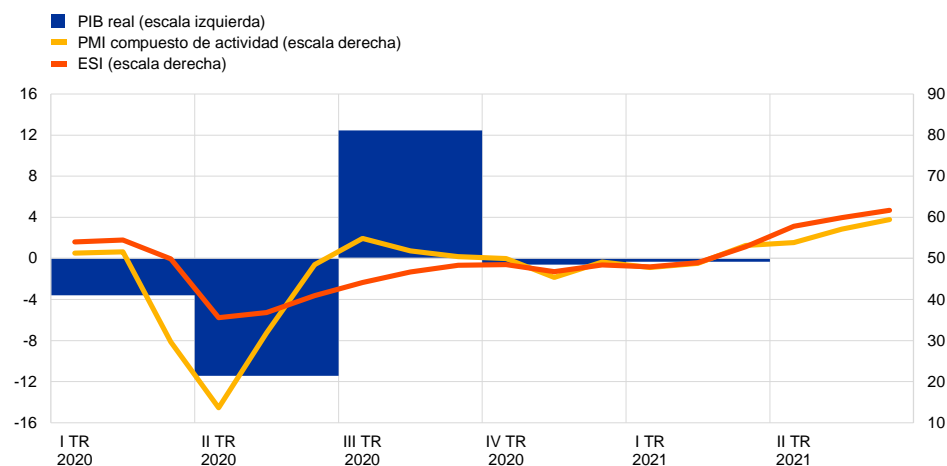
sido de diferente magnitud en los distintos países, sectores y grupos de renta (véase [recuadro 3](#)).

En el segundo trimestre de este año, la información cuantitativa, los resultados de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia apuntan, en general, a un repunte del crecimiento del PIB. Ello refleja la relajación de las medidas de contención y la disminución de las tasas de contagio gracias al fuerte avance de las campañas de vacunación en curso. Según las estimaciones, la reanudación del crecimiento en el segundo trimestre estuvo impulsada, principalmente, por los servicios, mientras que el sector manufacturero se ha visto afectado por cuellos de botella en la oferta. La producción industrial disminuyó un 1 % en mayo, en tasa intermensual, tras registrar un aumento moderado en abril. El estancamiento de la producción en los dos primeros meses del segundo trimestre se debió a la escasa producción de bienes de equipo derivada de los cuellos de botella mencionados. Aunque los datos de producción sugieren que la contribución del sector industrial al avance del producto fue relativamente discreta en el segundo trimestre, aún se espera que la actividad general se recupere de forma significativa, dado que es probable que la contribución de los servicios al crecimiento haya sido positiva, en consonancia con la relajación de las medidas de contención. Así, por ejemplo, el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto de actividad aumentó hasta situarse en 56,8 en el segundo trimestre de 2021 —desde un valor de 49,9 en el primero—, lo que reflejó incrementos tanto en las manufacturas (62,7) como en los servicios (54,7). El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea también creció con fuerza entre el primer y el segundo trimestre, y terminó situándose muy por encima del nivel previo a la pandemia observado en febrero del año pasado. Este ascenso fue generalizado en los distintos componentes, y los servicios registraron el mayor incremento. Las empresas que operan en el sector no financiero corroboran esta narrativa sobre las perspectivas a corto plazo (véase [recuadro 5](#)).

Gráfico 5

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

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



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

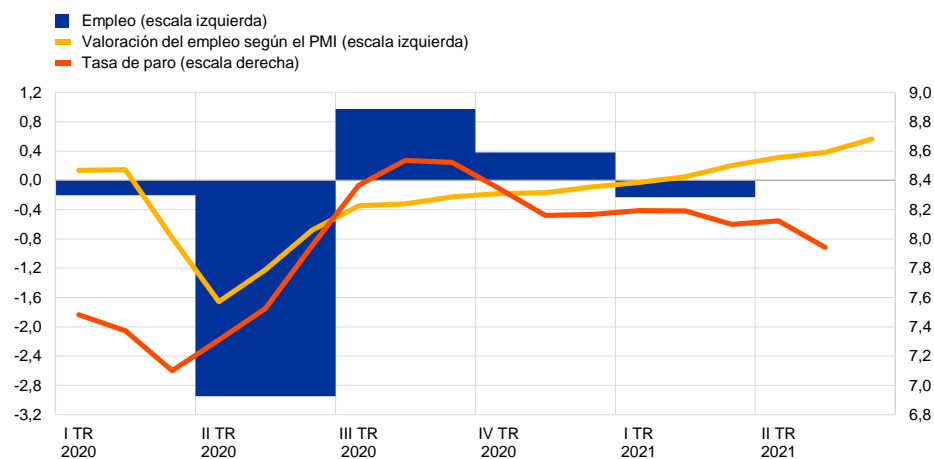
Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El ESI se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el PMI. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021 para el PIB real, y a junio de 2021 para el PMI y el ESI.

La tasa de paro de la zona del euro descendió en mayo, y siguió estando respaldada por los programas de mantenimiento del empleo. La tasa de paro se situó en el 7,9 % en mayo, 0,2 puntos porcentuales por debajo de la de abril (gráfico 6), pero todavía fue unos 0,6 puntos porcentuales superior a la observada antes de la pandemia, en febrero de 2020. El número de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo está disminuyendo, pero se mantiene en niveles elevados, en torno al 5 % de la población activa en mayo. El empleo retrocedió un 0,2 % en el primer trimestre de 2021, tras experimentar un avance del 0,4 % en el cuarto trimestre de 2020. En el primer trimestre de 2021, el nivel de empleo era un 2,1 % inferior al del cuarto trimestre de 2019. El total de horas trabajadas volvió a descender —un 0,6 % en el primer trimestre de 2021— después de caer un 1,6 % en el cuarto trimestre de 2020. Estas intensas caídas reflejan el impacto de las restricciones relacionadas con la pandemia impuestas en esos períodos. El total de horas trabajadas se mantuvo un 6,8 % por debajo del registrado en el cuarto trimestre de 2019.

Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo han continuado mejorando. El PMI mensual compuesto de empleo, que engloba a la industria y a los servicios, aumentó hasta situarse en 55,6 en junio —desde un valor de 53,8 en mayo—, con lo que se ha mantenido por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. Este indicador se ha recuperado de forma sustancial desde su mínimo histórico de abril de 2020 y actualmente se sitúa en el nivel más alto registrado desde enero de 2018.

El optimismo de los consumidores ha aumentado de forma paulatina conforme las medidas de contención se han relajado y las campañas de vacunación han avanzado. Tras un sombrío primer trimestre de 2021, en el que el consumo privado se redujo un 2,2 % en tasa intertrimestral, parece que el gasto en consumo se intensificó en el segundo trimestre. Así, por ejemplo, el volumen de ventas minoristas de la zona del euro registró una tasa de crecimiento intermensual del 4,6 % en mayo y se situó por encima del nivel previo a la pandemia observado en febrero del año pasado. Al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles se incrementaron un 0,3 % en el segundo trimestre, pero aún se mantuvieron un 20 % por debajo de la cota anterior a la pandemia. La confianza de los consumidores aumentó con fuerza en el segundo trimestre y superó ligeramente su nivel de antes de la pandemia. Este aumento es atribuible, en gran parte, a la mejora de las expectativas de los hogares sobre la situación económica general. Más allá del corto plazo, a medida que la economía se recupere, las rentas del trabajo deberían contribuir cada vez más a los ingresos totales de los hogares, lo que reducirá la dependencia de la economía del apoyo fiscal. Aunque la propensión al ahorro de los hogares alcanzó un máximo durante la pandemia de coronavirus (COVID-19), ha sido mayormente involuntario y se ha mantenido en activos líquidos. En general, los determinantes subyacentes del acusado incremento reciente del ahorro de los hogares no sugieren que el repunte esperado del consumo privado vaya a recibir un

impulso adicional significativo el próximo año (en el [recuadro 4](#) se presenta un análisis exhaustivo del ahorro de los hogares desde la irrupción de la pandemia).

Las perspectivas de inversión empresarial son favorables, gracias a las expectativas de una recuperación continuada de los ingresos y a la tendencia hacia la digitalización. La inversión, excluida la construcción, se contrajo un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2021, debido fundamentalmente al material de transporte y a los cuellos de botella en las cadenas de suministro. Entre las economías de mayor tamaño, la inversión se redujo en Alemania y los Países Bajos, pero mostró un crecimiento robusto en Francia, Italia y España. La producción industrial y los nuevos pedidos de bienes de equipo disminuyeron en mayo como consecuencia de la escasez de insumos y de los mayores plazos de entrega de los proveedores. Al mismo tiempo, tanto el PMI como los indicadores de opinión de la Comisión Europea relativos al sector de bienes de equipo siguieron mejorando en el segundo trimestre. Además, parece que los ingresos de las empresas se están recuperando, dado que los préstamos a las sociedades no financieras continuaron descendiendo en mayo, mientras que los depósitos bancarios y las amortizaciones de deuda de las empresas aumentaron. La información sobre empresas cotizadas sugiere que la pandemia sigue teniendo un impacto desigual en las ventas y en los gastos de capital de los distintos sectores. La dispersión entre sectores de las expectativas de beneficios empresariales también ha crecido (véase [recuadro 2](#)). Aunque la ratio de apalancamiento (pasivos distintos del capital sobre activos totales a precio de mercado) apenas varió en el primer trimestre de 2021, la deuda en relación con el PIB registró un incremento adicional y la acumulación de colchones de liquidez continuó. Gracias al apoyo de las políticas y a las moratorias concursales, las insolvencias se han mantenido relativamente contenidas hasta ahora, en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. Con todo, como muestran los resultados de la encuesta [2021 Economic Policy Survey](#) de Business at OECD (BIAC), las empresas prevén un aumento de las insolvencias en los dos próximos años, sobre todo en las ramas de servicios que requieren un alto grado de interacción social. Por tanto, conforme avance la recuperación, cuando se retiren las medidas de apoyo se deberá actuar con cautela para evitar efectos «acantilado» (en el [artículo 3](#) se presenta una descripción general del apoyo prestado por los Gobiernos al sector de sociedades no financieras durante la crisis del COVID-19).

Se espera que la recuperación de la inversión en vivienda continúe a corto plazo, pese a la elevada incertidumbre asociada a los cuellos de botella en la oferta y a la evolución de la pandemia. En el primer trimestre de 2021, la inversión residencial de la zona del euro volvió a situarse casi en su nivel previo a la pandemia (un 0,3 % por debajo del observado en el cuarto trimestre de 2019). Con todo, siguieron apreciándose diferencias importantes entre las economías de mayor tamaño de la zona del euro, y en Alemania, Italia y Países Bajos —a diferencia de Francia y España— se alcanzaron niveles muy superiores a los registrados antes de la pandemia. Los indicadores coyunturales y de opinión recientes apuntan a la continuación del dinamismo de la inversión residencial de la zona del euro en el segundo trimestre, con un mayor impulso en los países que actualmente se encuentran en una posición más fuerte en términos relativos. En abril y mayo, el

índice de producción de la construcción de la zona del euro se situó, en promedio, un 2 % por encima de la media del primer trimestre de 2021, lo que reflejó mejoras en Alemania, Italia y Países Bajos, así como retrocesos en Francia y España que fundamentalmente se debieron a la severidad de las restricciones relacionadas con la pandemia en el caso de Francia y a restricciones de demanda en ambos países. Al mismo tiempo, el PMI de actividad del sector de la construcción se adentró en territorio expansivo, en promedio, en el segundo trimestre de 2021, mientras que el indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea siguió mejorando en ese mismo período. No obstante, los cuellos de botella en la oferta —debidos a la escasez de materias primas en un contexto de pujanza de la demanda de nuevos proyectos de construcción en la zona del euro y en otras economías— ejercieron presiones al alza sobre los precios de la construcción. La persistencia de las restricciones de oferta, junto con la reintensificación de la pandemia resultante de la aparición de nuevas variantes del coronavirus, pueden lastrar la recuperación de la actividad en el sector de la vivienda en algunos países de la zona del euro.

La recuperación del comercio de la zona del euro volvió a cobrar impulso al final del primer trimestre. Después de registrar unas tasas sostenidas de crecimiento en la segunda mitad de 2020, la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro se desaceleró en el primer trimestre de 2021 (+0,6 %, en tasa intertrimestral). Las restricciones relacionadas con el transporte y los insumos siguieron constituyendo un lastre. En marzo, las contribuciones positivas al crecimiento de las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro correspondieron principalmente a Asia. Desde una perspectiva sectorial, la desaceleración es evidente en todas las categorías, excepto en la de bienes de equipo. Los largos plazos de entrega de bienes manufacturados finales, como automóviles, y el incremento de las tarifas de flete, junto con la escasez de insumos intermedios (por ejemplo, productos químicos, madera, plástico, metales y semiconductores), agudizaron las presiones sobre el crecimiento de las exportaciones de bienes de la zona del euro. Tras la reanudación del crecimiento al final del primer trimestre, los indicadores prospectivos basados en pedidos relativos a las exportaciones de bienes señalan un ligero debilitamiento del dinamismo en el segundo trimestre. En cambio, el indicador adelantado sobre pedidos exteriores del sector de servicios alcanzó su nivel más alto desde el inicio de la pandemia. Las reservas anticipadas de servicios turísticos y los vuelos internacionales apuntan a una recuperación en el segundo trimestre hasta niveles superiores a los registrados en el mismo período de 2020. Las importaciones se estancaron en el primer trimestre de 2021 (+0,1 %, en tasa intertrimestral) y se espera que se vean respaldadas por la recuperación de la demanda interna en los próximos trimestres.

Más allá del corto plazo, se prevé que la economía de la zona del euro registre una recuperación sostenida que continúe viéndose respaldada por las políticas fiscales y monetaria. La rápida propagación de las mutaciones del coronavirus es una fuente de riesgo importante para la reapertura de la economía. Con todo, el avance continuado de las campañas de vacunación y la considerable experiencia adquirida por los hogares y las empresas sobre cómo responder ante confinamientos focalizados reduce la probabilidad de que se produzca una

evolución muy adversa. La recuperación se verá respaldada por sustanciales medidas de política fiscal —como los fondos del programa *Next Generation EU*— y por la mejora de la demanda externa. Además, se espera que las medidas de política monetaria, fiscal y macroprudencial logren evitar graves efectos de amplificación financiera y limiten las secuelas económicas de la crisis. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#) (realizada a principios de julio), muestran una revisión al alza significativa de las previsiones relativas al crecimiento del PIB para 2021, 2022 y, aunque en menor medida, para 2023, en comparación con la encuesta anterior llevada a cabo a principios de abril.

4 Precios y costes

Según los datos publicados por Eurostat el 16 de julio de 2021, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro experimentó un leve descenso y se situó en el 1,9 % en junio, frente al 2 % observado en mayo. Con todo, es probable que la inflación vuelva a aumentar en los próximos meses, principalmente como consecuencia de los efectos base derivados de la reducción temporal del IVA en Alemania. Se espera que las presiones inflacionistas subyacentes crezcan ligeramente este año, como consecuencia de las restricciones de oferta temporales y de la recuperación de la demanda interna. No obstante, en conjunto, se prevé que las presiones sobre los precios se mantengan contenidas, en parte como reflejo de las bajas presiones salariales, en el contexto de un exceso de capacidad productiva sin utilizar considerable y de los efectos de la anterior apreciación del euro. A principios de 2022, se espera que la inflación disminuya de nuevo a medida que se reduzca el impacto de los factores temporales. Cuando el efecto de la pandemia se disipe, la absorción de los elevados niveles de holgura, apoyada por la orientación acomodaticia de las políticas fiscales y monetaria, debería contribuir a un aumento gradual de la inflación subyacente a medio plazo. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo se mantuvieron prácticamente sin variación, mientras que los indicadores de opinión más recientes registraron un incremento.

La inflación interanual medida por el IAPC experimentó un ligero descenso en junio, después de aumentar de forma sucesiva desde que comenzó el año.

Este indicador se redujo hasta situarse en el 1,9 % en junio, desde el 2 % registrado en mayo (gráfico 7). El componente energético del IAPC siguió siendo elevado, situándose en el 12,6 %, y representó en torno a 1,2 puntos porcentuales de la inflación general de junio³. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), descendió levemente, desde el 1 % de mayo hasta el 0,9 % de junio. La tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos siguió incrementándose en mayo y en junio, mientras que la de los precios de los servicios cayó en junio. La proporción de componentes con precios imputados disminuyó de forma notable en junio, lo que redujo la incertidumbre en relación con las señales de presiones inflacionistas subyacentes⁴.

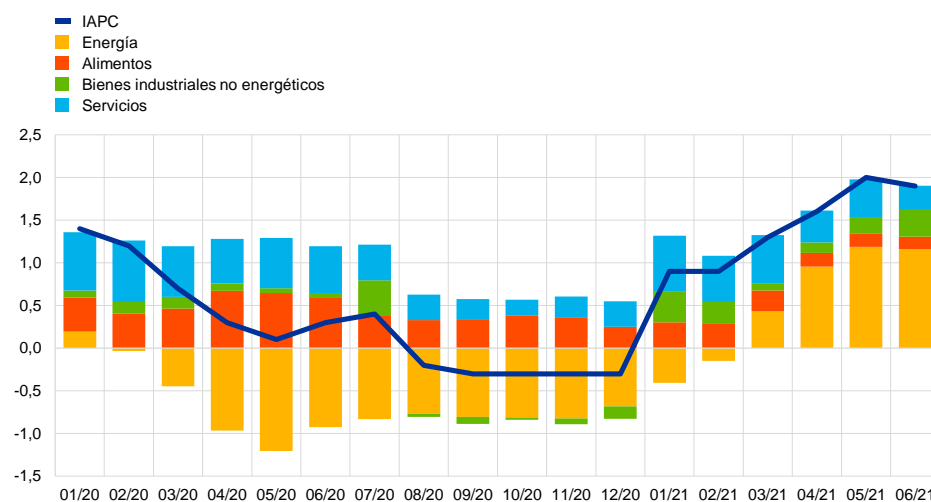
³ Para más información, véase el recuadro titulado «[La evolución reciente de la inflación de la energía: el papel de los efectos base y de los impuestos](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021.

⁴ El porcentaje de precios imputados de los componentes del IAPC fue del 4 % en junio, frente al 13 % de enero, y, en el caso del IAPCX, las imputaciones de precios se redujeron hasta el 5 % en junio, desde el 18 % de enero.

Gráfico 7

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 junio de 2021.

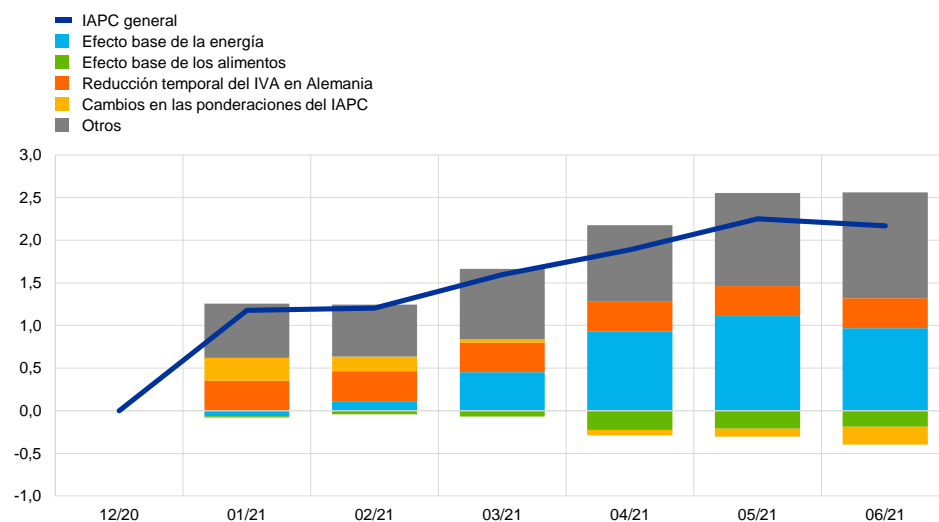
La inflación general continuó estando influida por factores transitorios además de los relacionados con efectos base en la tasa de variación de los precios de la energía.

El cambio de las ponderaciones del IAPC de 2021 tuvo un impacto al alza sobre la inflación en enero que se disipó en febrero y en marzo, y en abril pasó a ser negativo. En junio, el efecto ponderación representó alrededor de $-0,2$ puntos porcentuales de la inflación general (gráfico 8). Si se realizasen cálculos contrafactuales con las ponderaciones de 2020, tanto la inflación general como la medida por el IAPCX habrían permanecido inalteradas entre mayo y junio. Se espera que los efectos ponderación generen cierta volatilidad en los próximos meses. Los efectos de calendario también han afectado a las tasas de inflación en los últimos meses. Por ejemplo, la tasa de variación de los precios de los servicios se incrementó hasta el 1,1 % en mayo y posteriormente cayó al 0,7 %, debido, en parte, a las fechas de la Semana Santa y a 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 alcista en la inflación de los bienes industriales no energéticos en junio (1,2 %, frente al 0,7 % de mayo), que se situó firmemente por encima de su media de largo plazo (0,6 %). Alrededor de dos terceras partes del incremento registrado entre mayo y junio en la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos fue consecuencia de las subidas de los precios del calzado y de los artículos de vestir.

Gráfico 8

Contribuciones de los efectos base y otros factores temporales a las variaciones de la inflación interanual medida por el IAPC desde diciembre de 2020

(contribuciones y variaciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Deutsche Bundesbank y cálculos del BCE.

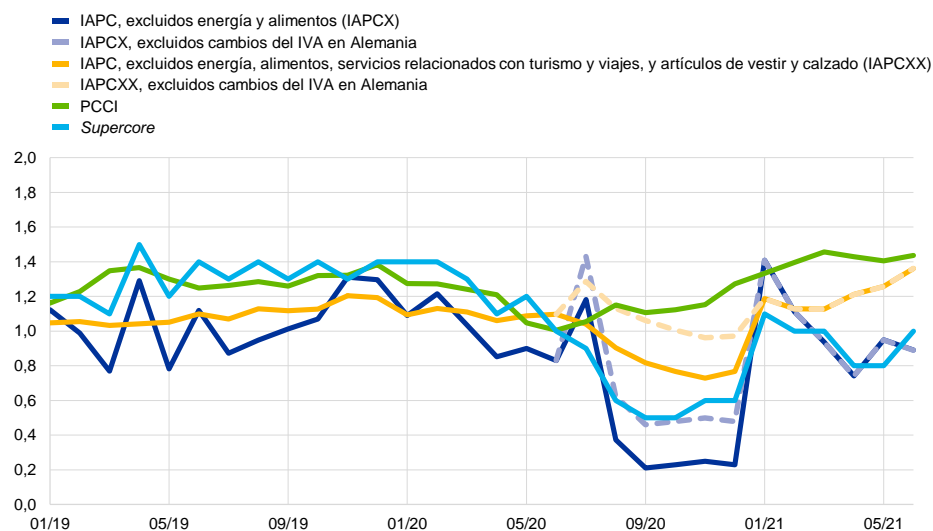
Notas: La contribución de la reducción temporal del IVA en Alemania se basa en las estimaciones presentadas en el [informe mensual de noviembre de 2020](#) del Deutsche Bundesbank. Todos los efectos se muestran acumulados a partir de diciembre de 2020, tomando como referencia el mismo mes. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2021.

La mayor parte de los indicadores de la inflación subyacente señalaron un ligero aumento en junio. La inflación medida por el IAPCXX, que también excluye los artículos de vestir, el calzado y los servicios relacionados con turismo y viajes, continuó con la tendencia al alza observada desde febrero y se situó en el 1,4 % en junio. Si se analizan otras medidas de la inflación subyacente, el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») registró un incremento y pasó del 0,8 % en mayo al 1 % en junio, mientras que el PCCI (componente persistente y común de la inflación) se mantuvo prácticamente estable en el 1,4 %.

Gráfico 9

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2021.

Las presiones inflacionistas latentes sobre los bienes industriales no energéticos han vuelto a aumentar en los últimos meses, aunque en mayor medida en las primeras fases del proceso de formación de precios.

La tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios se situó en el 9,2 % en mayo, 2,3 puntos porcentuales y 4,8 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en abril y en marzo, respectivamente. Asimismo, la inflación de los precios de importación de estos bienes siguió incrementándose de manera sustancial hasta situarse en el 9,8 % en mayo, frente al 7,7 % de abril y el 4,7 % de marzo. Estas presiones sobre los costes de los insumos tienen su origen en el aumento de la tasa de variación de los precios de las materias primas, en los considerables incrementos de los costes de transporte y en la oferta insuficiente de algunas materias primas y productos intermedios. Las presiones son menos visibles en fases posteriores del proceso de formación de precios, pero la inflación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio volvió a aumentar hasta el 1,3 % en mayo, frente al 1,1 % de abril, por lo que alcanzó niveles considerablemente superiores a 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 mayo, frente al -0,7 % de abril), que se han mantenido en niveles reducidos como consecuencia del efecto de la anterior apreciación del euro. Si bien es posible que las subidas de los costes de los insumos desde el otoño de 2020 ya hayan contribuido, hasta cierto punto, al aumento de la inflación de los bienes industriales no energéticos, en los próximos meses siguen esperándose presiones al alza adicionales sobre la tasa de variación de los precios de estos bienes derivadas de la

evolución reciente de los costes de los insumos⁵. Sin embargo, el momento y el grado de transmisión a la inflación de los bienes industriales no energéticos dependerán de lo persistentes que sean las perturbaciones globales en los costes de los insumos en los próximos trimestres.

Las presiones salariales se mantuvieron reducidas en la zona del euro. Aunque la mayoría de los indicadores salariales siguen viéndose afectados por el impacto de los programas de regulación temporal de empleo introducidos desde que comenzó la pandemia, la información reciente procedente de estos indicadores sugiere, en general, un crecimiento salarial moderado en la zona del euro. Después de registrar una subida del 1 % en el cuarto trimestre de 2020, el crecimiento de la remuneración por asalariado aumentó hasta situarse en el 1,9 % en el primer trimestre de 2021, nivel próximo a su media de largo plazo desde 1999 (2 %). El avance fue generalizado en los distintos sectores, incluidas las manufacturas y los servicios, aunque este resultado debe interpretarse con cierta cautela dado el impacto de los programas de mantenimiento del empleo sobre la remuneración por asalariado. De hecho, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por hora cayó hasta situarse en el 3,2 % en el primer trimestre de 2021, frente al 5,2 % del trimestre anterior, reflejo del aumento de las horas trabajadas a medida que disminuyó el recurso a los programas de regulación temporal de empleo. El ritmo de avance de los salarios negociados, que se ven menos afectados por dichos programas, descendió y pasó del 2 % del cuarto trimestre de 2020 al 1,4 % en el primer trimestre de 2021, lo que sugiere que la tendencia subyacente del crecimiento salarial se mantiene contenida. Esta evolución también es acorde con los resultados principales de los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras, que señalaron perspectivas salariales moderadas⁶.

La tasa de variación de los precios de producción, medida por el deflactor del PIB, aumentó en el primer trimestre de 2021. La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se incrementó hasta el 1,5 % en el primer trimestre de 2021, frente al 1,3 % del trimestre anterior. Esto se debió principalmente a la contribución positiva de los márgenes empresariales, tras una aportación negativa el año pasado. En cambio, los costes laborales unitarios aumentaron menos porque el avance positivo de la productividad del trabajo fue mayor que el crecimiento de la remuneración por asalariado. Dado que, en algunos casos, las medidas de apoyo público se registran como subvenciones, el componente de impuestos menos subvenciones (que se refleja en los impuestos indirectos netos en el gráfico 10) tuvo un efecto moderador sobre la tasa de crecimiento del deflactor del PIB.

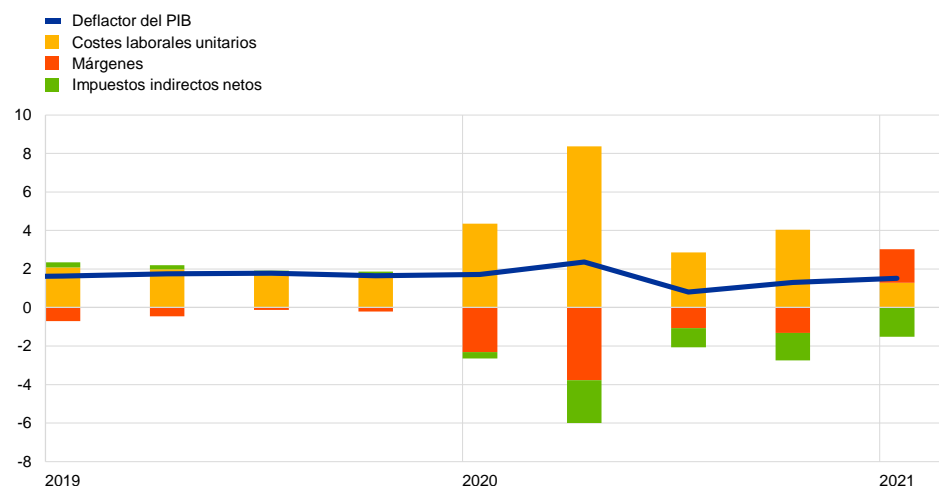
⁵ Para una descripción más detallada de la evolución reciente y futura de las presiones latentes y su impacto sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos en la zona del euro» en este Boletín Económico.

⁶ Para un análisis completo de los contactos recientes con sociedades no financieras, véase el recuadro titulado «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras» en este Boletín Económico.

Gráfico 10

Contribución de los componentes del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

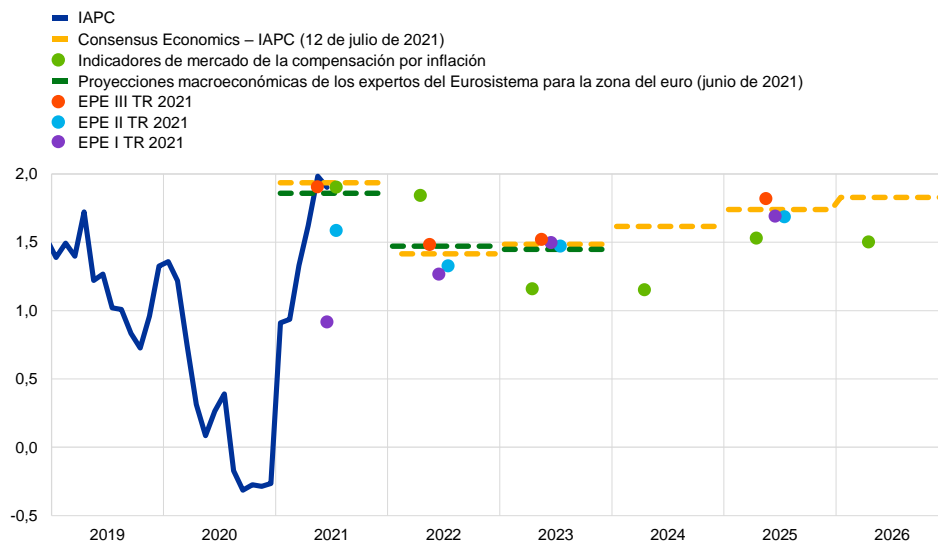
Notas: Los márgenes se calculan como la diferencia entre el deflactor del PIB y la suma de los impuestos unitarios y los costes laborales unitarios. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021.

Los indicadores de mercado de la compensación por inflación se mantienen prácticamente sin variación, mientras que los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a corto y a largo plazo se han revisado al alza. La tendencia ascendente de los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto y a largo plazo observada en el período comprendido entre finales de 2020 y mayo de este año se ha estancado recientemente. Lo anterior refleja la evolución de Estados Unidos, donde los indicadores de mercado de la compensación por inflación mostraron una tendencia al alza durante varios meses y más recientemente experimentaron ligeros altibajos. El tipo *forward* de *swaps* de inflación más importante —el *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años— se sitúa actualmente en el 1,59 %, 2 puntos básicos por encima del registrado al principio del período analizado. En cuanto a los indicadores de opinión, Consensus Economics señaló una revisión al alza de las expectativas de inflación, que se situaría en el 1,9 % en 2021, el 1,4 % en 2022 y el 1,5 % en 2023. Las estimaciones relativas a las expectativas de inflación a más largo plazo la sitúan en el 1,8 % en 2026. Estos resultados coinciden, en términos generales, con la última [encuesta a expertos en previsión económica \(EPE\) del BCE](#), que también supuso una revisión al alza de las expectativas de inflación en los distintos horizontes temporales.

Gráfico 11

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 serie de los indicadores de mercado de la compensación por inflación 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 los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 21 de julio de 2021.

El crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales ha mostrado una tendencia al alza desde 2015 y siguió acelerándose en el primer trimestre de 2021. Según el índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, los precios de la vivienda en la zona del euro aumentaron a una tasa interanual del 6,2 % —la más elevada desde mediados de 2007— en el primer trimestre de 2021, frente a la subida del 6 % registrada en el último trimestre de 2020. La dinámica de los precios de la vivienda continuó manteniendo su capacidad de resistencia en los distintos países⁷.

⁷ Para información más detallada sobre la evolución de los precios de la vivienda, véase el recuadro titulado «Evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021.

5 Dinero y crédito

La creación de dinero en la zona del euro siguió normalizándose en mayo de 2021, reflejo de la moderación de los flujos monetarios y de crédito en un contexto de mejora de la situación de la pandemia de coronavirus (COVID-19). Mientras que el ritmo de acumulación de depósitos por parte de los hogares y las empresas se ralentizó, las compras de activos por parte del Eurosistema continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero. El crecimiento de los préstamos al sector privado retornó a los niveles previos a la pandemia, debido a la contención del crédito empresarial. Además, según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares prácticamente no variaron en el segundo trimestre de 2021, al tiempo que la demanda de préstamos de ambos sectores se incrementó.

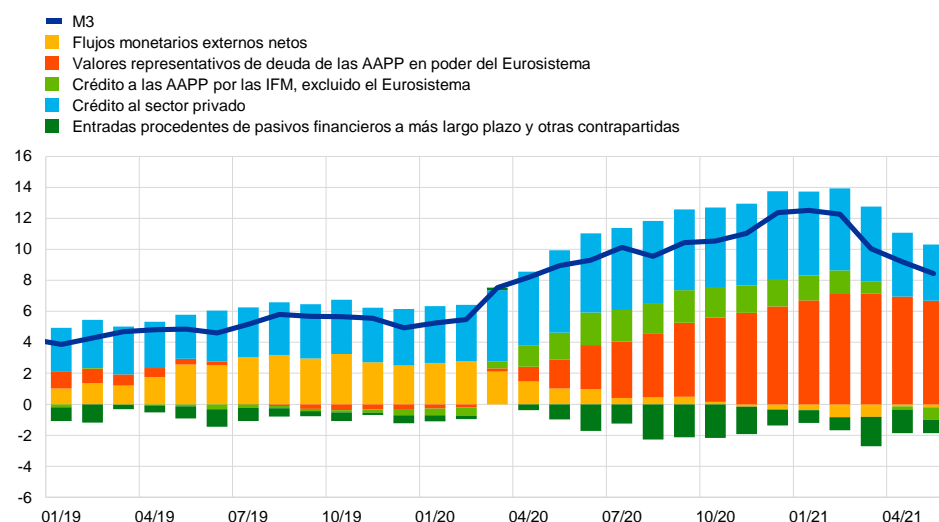
El crecimiento del agregado monetario amplio siguió moderándose en mayo de 2021. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió con respecto al máximo local del 12,5 % de enero de 2021 y se situó en el 8,4 %, desde el 9,2 % registrado en abril (gráfico 12). Esta evolución refleja un pronunciado efecto de base negativo asociado a las necesidades de liquidez excepcionalmente elevadas de las empresas y los hogares cuando comenzó la pandemia, a principios de 2020. La dinámica a más corto plazo de este agregado implica un ritmo vigoroso de creación de dinero gracias al apoyo proporcionado por las políticas monetaria, fiscal y prudencial. El avance de M3 estuvo impulsado sobre todo por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. Su tasa de crecimiento interanual se redujo en relación con el máximo del 16,5 % de enero de 2021 y fue del 11,6 % en mayo, frente al 12,3 % de abril, debido a que el ritmo de acumulación de depósitos por parte de las empresas y los hogares continuó normalizándose. La contribución de otros depósitos a corto plazo a la expansión de M3 pasó a ser negativa en mayo, en línea con la incipiente recuperación de la confianza de los consumidores y con el aumento del gasto en consumo. Los instrumentos negociables contribuyeron poco, pero de forma positiva, al crecimiento interanual de M3, en un contexto de tipos de interés bajos y de búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

La creación de dinero continuó estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema. Al igual que en meses anteriores, la mayor contribución al crecimiento de M3 procedió de las compras netas de deuda pública realizadas por el 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) (parte de color rojo de las barras del gráfico 12). El crédito al sector privado (parte de color azul de las barras del gráfico 12) también contribuyó al avance de M3. Como antes de la pandemia, la aportación del crédito bancario concedido a las Administraciones Públicas a la creación de dinero fue marginalmente negativa, debido a las ventas netas de deuda pública y a la reducida actividad emisora de este tipo de valores (parte de color verde claro de las barras del gráfico 12). Los flujos monetarios externos netos tuvieron un efecto

prácticamente neutral en la creación de dinero, reflejo de que, en general, los inversores no residentes vendieron valores públicos y de que los residentes en la zona del euro aumentaron sus inversiones en activos exteriores (parte de color amarillo de las barras del gráfico 12). Por otra parte, los pasivos financieros a más largo plazo y otras contrapartidas continuaron frenando el crecimiento del agregado monetario amplio (parte de color verde oscuro de las barras del gráfico 12), sobre todo como consecuencia de la evolución de otras contrapartidas. Las condiciones favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) siguieron respaldando la sustitución de la financiación bancaria en detrimento de los pasivos a más largo plazo, por lo que su contribución al avance de M3 fue reducida.

Gráfico 12 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) 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 y del PEPP. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2021.

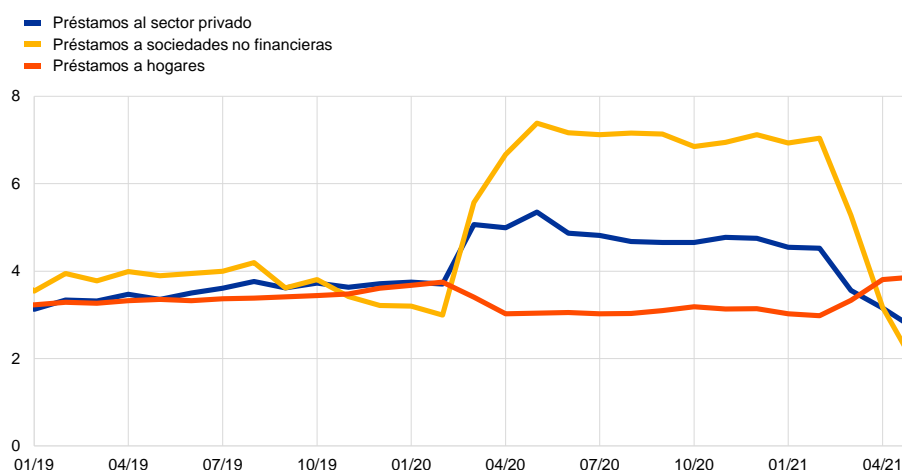
El crecimiento de los préstamos al sector privado siguió moderándose en mayo de 2021. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a este sector se redujo hasta situarse en el 2,7 % en mayo, desde el 3,2 % de abril, debido a la evolución del crédito empresarial (gráfico 13), cuya tasa de avance interanual descendió hasta el 1,9 % en mayo, frente al 3,2 % de abril, tras haber fluctuado en torno al 7 % en fases anteriores de la pandemia. El debilitamiento del crecimiento de los préstamos coincidió con la mejora de los indicadores de confianza y de la actividad económica, lo que sugiere que los beneficios podrían estar recuperándose, con lo que los abundantes colchones de liquidez de las empresas se incrementarían. El menor avance de los préstamos a este sector también obedeció a un efecto de base, ya que los considerables flujos de crédito que recibieron las empresas en la primera fase de la pandemia desaparecieron de las cifras interanuales. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de los préstamos a hogares se

BCE – Boletín Económico, Número 5/2021 – Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria – Dinero y crédito

incrementó ligeramente en mayo, hasta el 3,9 %, y se estabilizó en niveles de antes de la pandemia. El aumento del crédito hipotecario fue el que más contribuyó al endeudamiento de este sector, mientras que la expansión del crédito al consumo se mantuvo retraída, pese a que es probable que la recuperación de la confianza de los consumidores refleje la acumulación de ahorro durante el período de la pandemia.

Gráfico 13 Préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2021 mostró que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares apenas habían variado en el segundo trimestre de 2021 (gráfico 14).

Esta evolución se produjo tras un endurecimiento neto significativo de dichos criterios en el segundo semestre de 2020 y un endurecimiento moderado de los aplicados a los préstamos a empresas en el primer trimestre de 2021. Es un reflejo de la mejora general de la situación de la economía de la zona del euro conforme se retiran las medidas de contención y se mantiene el apoyo prestado por las autoridades monetarias, fiscales y supervisoras. En la primera mitad de 2021, las ratios de préstamos dudosos (NPL, por sus siglas en inglés) de las entidades de crédito contribuyeron de forma moderada al endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos a empresas y tuvieron un impacto prácticamente neutral en el caso de los préstamos a hogares. Las entidades participantes en la encuesta señalaron que los avales públicos relacionados con el COVID-19 eran importantes para respaldar las condiciones aplicadas al crédito otorgado a las empresas. El efecto del coste de financiación y de la situación patrimonial de las entidades de crédito en los criterios de aprobación fue neutral en su mayor parte, debido a la solidez de las ratios de capital y a unos costes de financiación favorables de las entidades. El impacto del significativo endurecimiento previo —asociado a la percepción de riesgos relacionada con un aumento de los riesgos de crédito— disminuyó en todas las modalidades de préstamo: en el caso de los préstamos a empresas, en el segundo trimestre fue neutral, mientras que en el de los préstamos

BCE – Boletín Económico, Número 5/2021 – Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria – Dinero y crédito

para adquisición de vivienda propició una leve relajación neta de los criterios. Para el tercer trimestre de 2021, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de concesión de los préstamos a empresas experimenten un ligero endurecimiento neto y que los aplicados a los préstamos a hogares se mantengan prácticamente sin cambios.

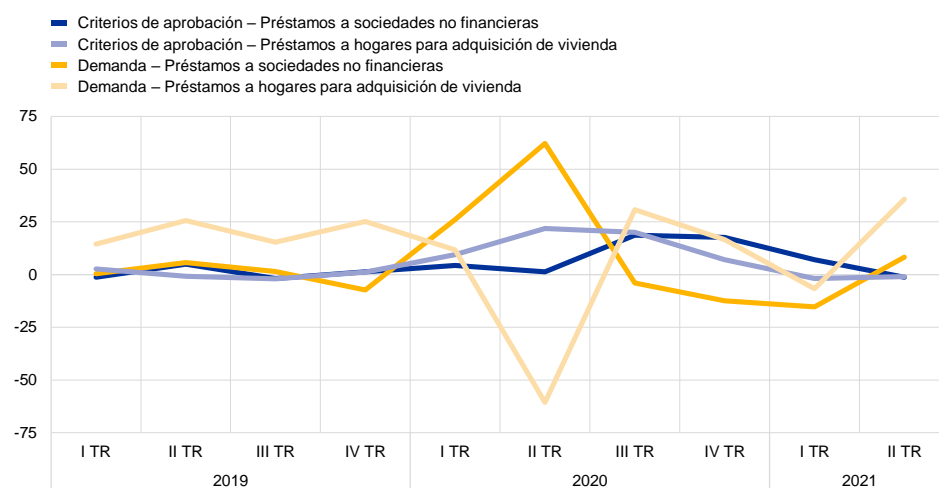
De acuerdo con los resultados de la encuesta, la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares aumentó en el segundo trimestre de 2021 y, por primera vez desde el tercer trimestre de 2019, las necesidades de financiación para inversión en capital fijo contribuyeron positivamente a la demanda de préstamos de las empresas.

Esta evolución estuvo impulsada por el bajo nivel general de los tipos de interés, por la mejora de las perspectivas económicas y por las medidas orientadas a incrementar el flujo de crédito a las empresas y los hogares. En cambio, las entidades de crédito encuestadas también señalaron que las necesidades de financiación de capital circulante de las empresas no habían variado, en consonancia con la disponibilidad de abundantes colchones de liquidez y con el aumento de los ingresos. Además, la demanda de préstamos por parte de los hogares se benefició de la mejora de la confianza de los consumidores, de las perspectivas del mercado de la vivienda y del gasto en bienes duraderos. Las entidades de crédito esperan que la demanda de préstamos de las empresas y los hogares se incremente de nuevo en el tercer trimestre de 2021.

Gráfico 14

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

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



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

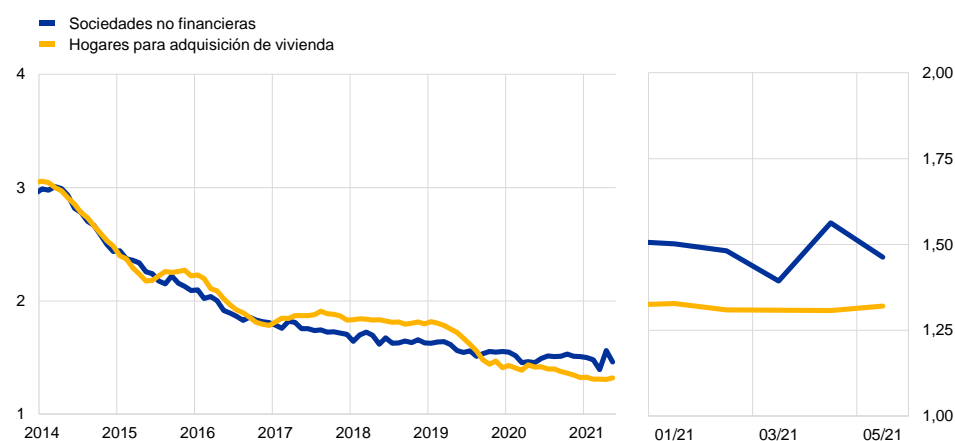
Notas: En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta sobre préstamos bancarios, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que han contestado «se han endurecido considerablemente» o «se han endurecido en cierta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

Los tipos de interés del crédito bancario permanecieron próximos a sus mínimos históricos. En mayo de 2021, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras descendió hasta el 1,46 %, después de registrar un aumento transitorio en abril, mientras que en el caso de los préstamos a hogares apenas varió y se situó en el 1,32 % (gráfico 15). La caída de los tipos de los préstamos otorgados a empresas fue generalizada en todos los países de la zona del euro y señala el retorno a los niveles registrados durante los doce meses anteriores. Además, el aumento del diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se mantuvo contenido, lo que principalmente reflejó la reducción de los tipos aplicados a los segundos. Pese a la considerable incertidumbre sobre el efecto a más largo plazo de la pandemia en la economía, las medidas de apoyo han evitado un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación que habría intensificado el impacto económico adverso de la pandemia.

Gráfico 15

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

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