

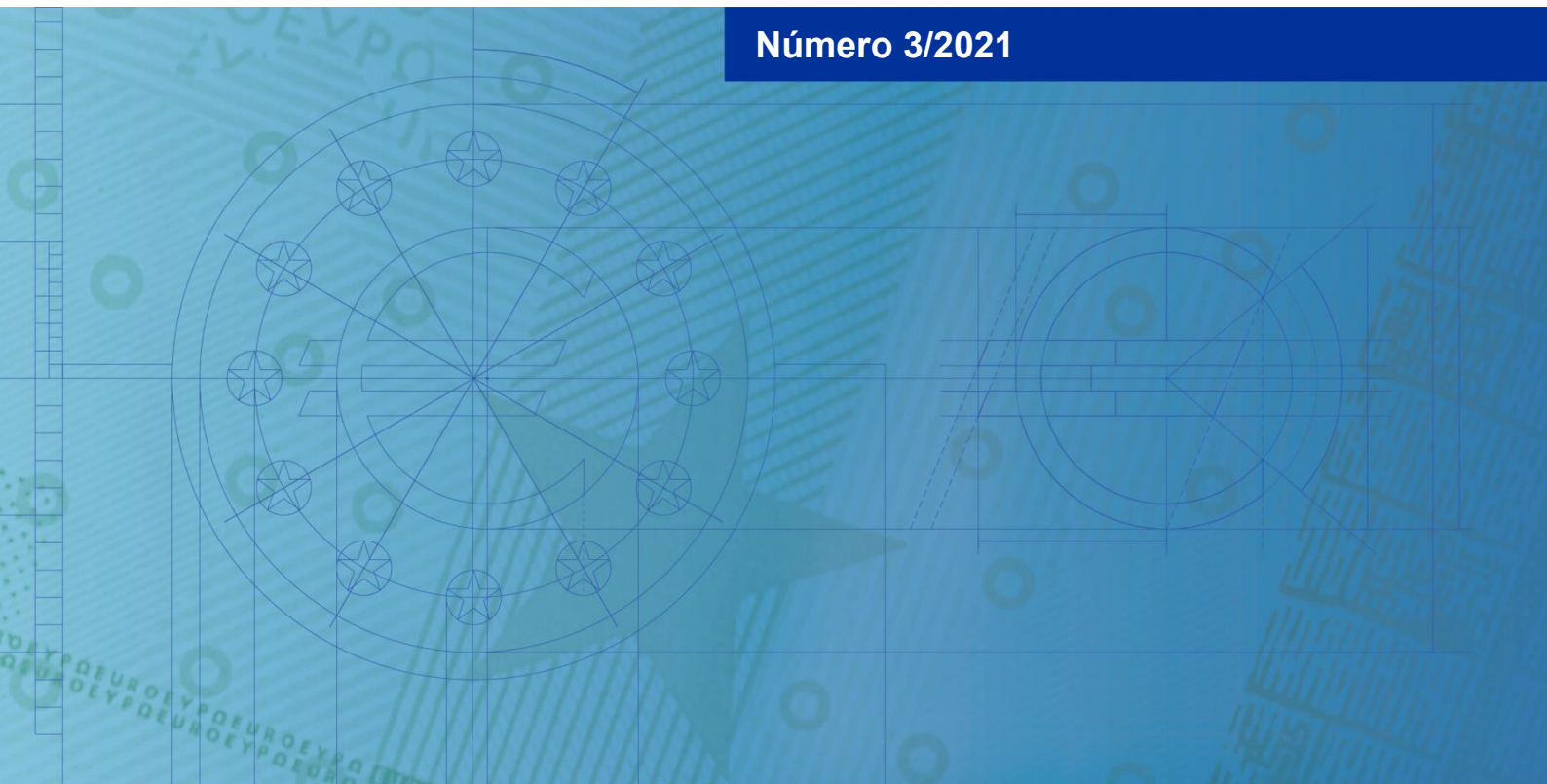


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 3/2021



Índice

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	6
2 Evolución financiera	10
3 Actividad económica	13
4 Precios y costes	19
5 Dinero y crédito	24
Recuadros	29
1 ¿Qué factores están impulsando la reciente subida de los costes de transporte?	29
2 Resultados principales de los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras	37
3 Implicaciones macroeconómicas de la heterogeneidad de las expectativas de inflación a largo plazo: simulaciones ilustrativas a través del modelo ECB-BASE	40
4 La evolución reciente de la inflación de la energía: el papel de los efectos base y de los impuestos	45
Artículos	49
1 La debilidad de la demanda de importaciones del Reino Unido tras el referéndum y los riesgos de su balanza de pagos para la zona del euro	49
2 El papel de los hogares en la financiación de la deuda pública de la zona del euro	52
3 El uso de la liquidez en TARGET2	54

Información actualizada sobre la evolución económica y monetaria

Resumen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

En primer lugar, el Consejo de Gobierno ha decidido mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Se espera que continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hacia un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente.

En segundo lugar, el Consejo de Gobierno seguirá efectuando compras netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) con una dotación total de 1.850 mm de euros al menos hasta final de marzo de 2022 y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno considere que la fase de crisis del coronavirus ha terminado. Dado que la información más reciente ha confirmado la evaluación conjunta de las condiciones de financiación y de las perspectivas de inflación llevada a cabo en la reunión de política monetaria de marzo, el Consejo de Gobierno espera que las compras en el marco del PEPP durante el actual trimestre continúen a un ritmo significativamente más elevado que en los primeros meses del año.

El Consejo de Gobierno realizará las compras con flexibilidad de acuerdo con las condiciones de mercado y con vistas a evitar un endurecimiento de las condiciones de financiación que impida contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia en la senda de inflación proyectada. Por otra parte, la flexibilidad de las compras a lo largo del tiempo, entre distintas clases de activos y entre jurisdicciones, seguirá respaldando la transmisión fluida de la política monetaria. Si las condiciones de financiación favorables pueden mantenerse con unos flujos de compras de activos que no agoten la dotación del PEPP durante el horizonte de las compras netas del programa, no será necesario utilizar su dotación íntegramente. Asimismo, esta dotación puede recalibrarse si es necesario para mantener unas condiciones de financiación favorables que contribuyan a contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la senda de la inflación.

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

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

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

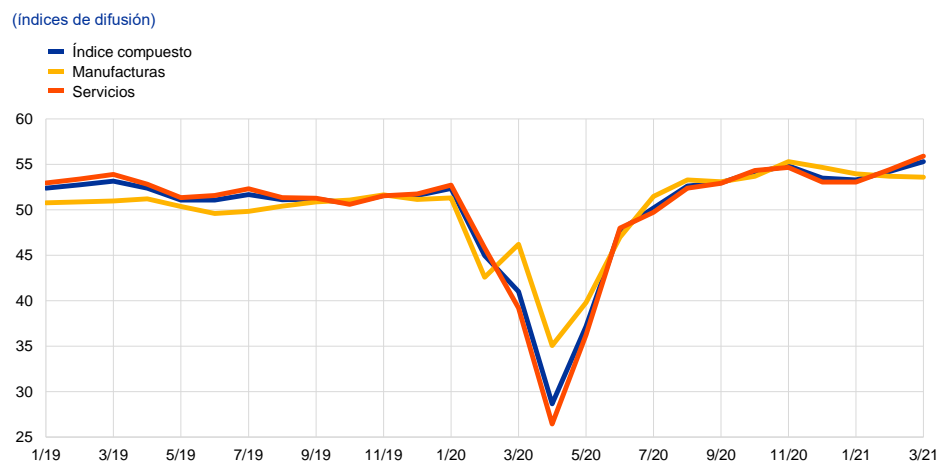
Por último, el Consejo de Gobierno continuará proporcionando liquidez abundante a través de sus operaciones de financiación. En particular, la operación más reciente de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) ha registrado un nivel de adjudicación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

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

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

Gráfico 1

PMI de actividad global (excluida la zona del euro)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2021.

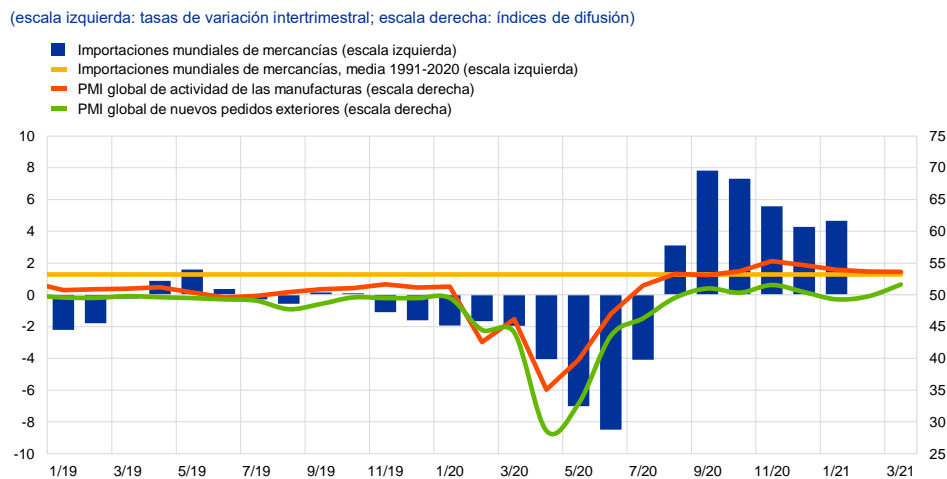
La persistencia de cuellos de botella en la oferta representa un riesgo a corto plazo para la actividad global. A medida que la economía mundial se recupera de la perturbación generada por la actual pandemia de coronavirus (COVID-19), los plazos de entrega de los proveedores se han alargado y actualmente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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

2 Evolución financiera

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

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

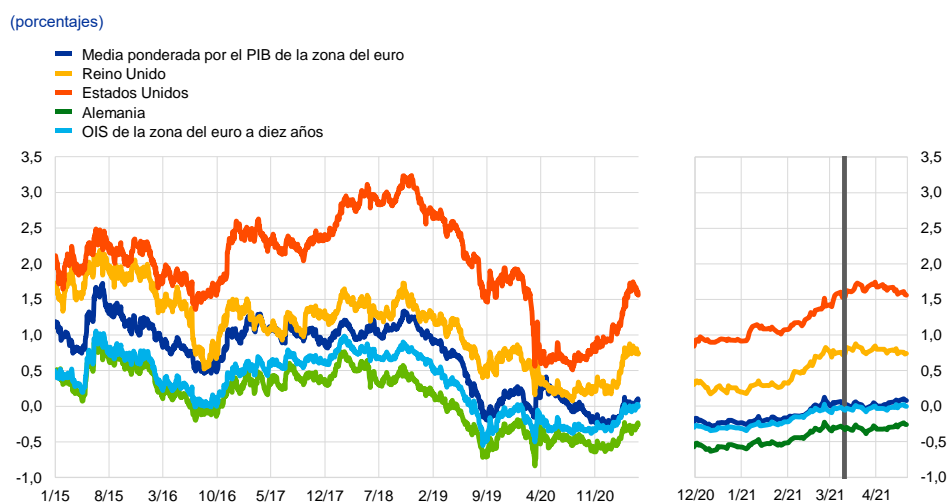
A largo plazo, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se incrementaron ligeramente, aunque, en general, continuaron en niveles reducidos (gráfico 3). El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el de la deuda soberana de Alemania aumentaron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

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

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

Gráfico 3

Rendimientos de la deuda soberana a diez años



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

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

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

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

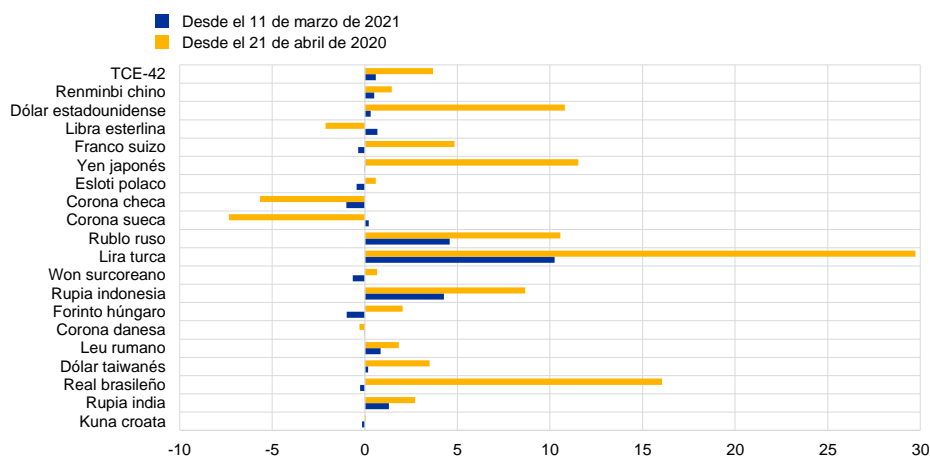
Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro siguieron retrocediendo hasta situarse en los niveles previos a la pandemia en todos los sectores. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y de la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

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

Gráfico 4

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

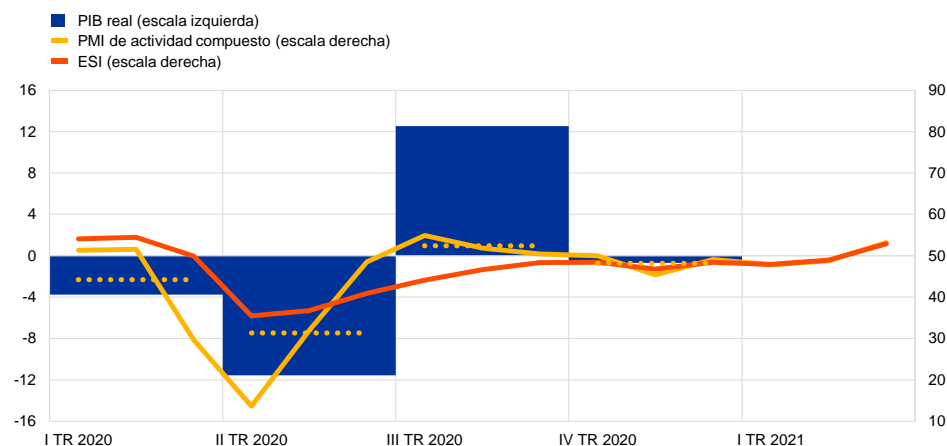
Tras el intenso repunte que registró el producto de la zona del euro en el tercer trimestre de 2020, el crecimiento económico volvió a ser negativo en el cuarto, y las perspectivas continuaron siendo débiles en el primer trimestre de 2021. La actividad económica total se contrajo un 0,7 %, en tasa intertrimestral,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

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

Gráfico 5

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

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



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

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

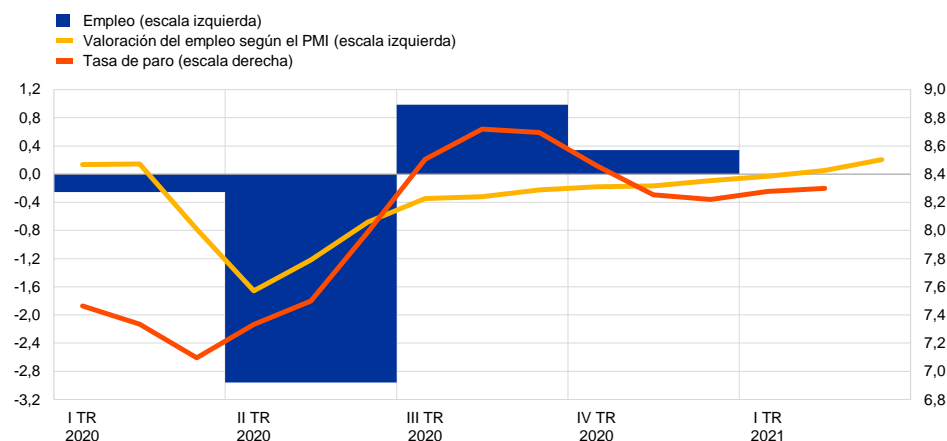
La tasa de paro de la zona del euro no varió en febrero, ya que el elevado número de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo contribuyó a que el desempleo se mantuviera contenido. La tasa de paro fue del 8,3 % en febrero, sin cambios con respecto al mes anterior (gráfico 6) y todavía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

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

Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

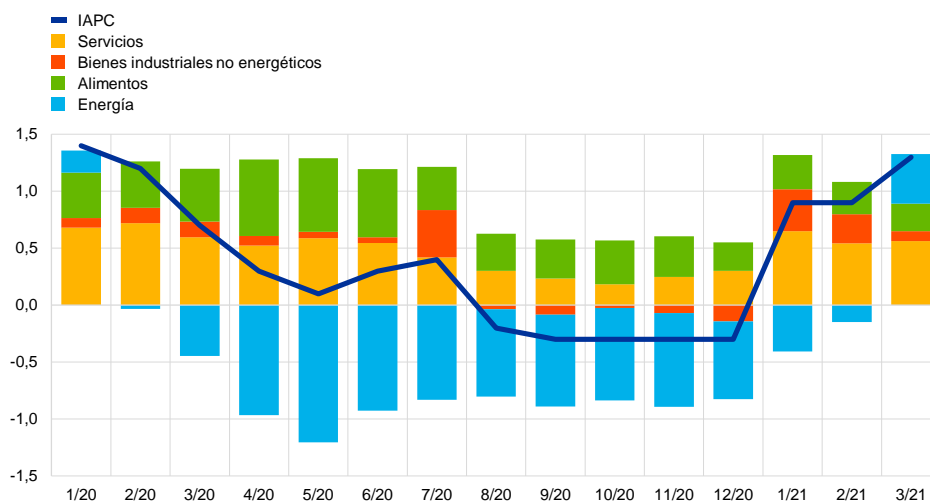
De cara al futuro, en un contexto de elevada incertidumbre, el actual avance de las campañas de vacunación debería allanar el camino para una recuperación de la actividad económica a lo largo de 2021, aun cuando la recuperación completa todavía quede algo lejos. El calendario para relajar las medidas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

4 Precios y costes

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

Gráfico 7
Inflación general y componentes

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a marzo de 2021.

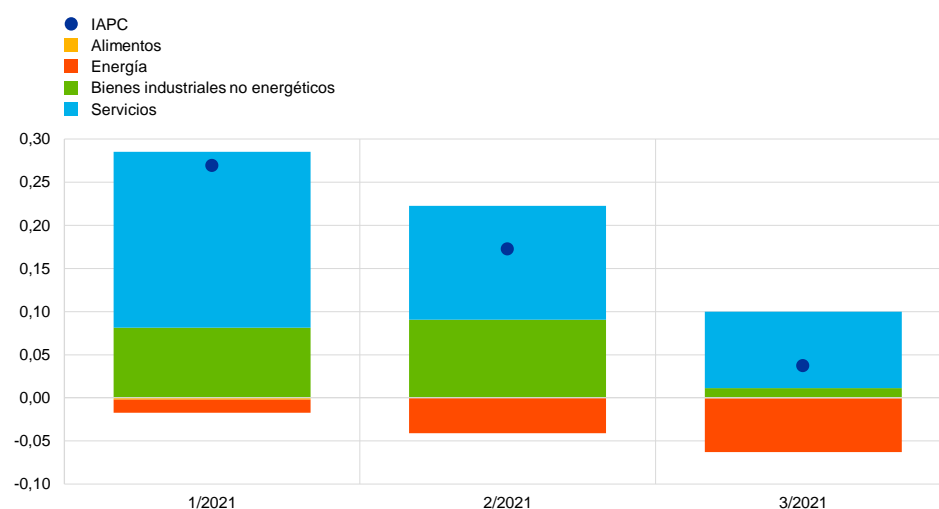
El repunte de la inflación general en los últimos meses reflejó varios factores que pueden considerarse transitorios en su mayoría y son, en parte, de carácter estadístico. El mayor impacto al alza estuvo asociado a una tasa de variación de los precios de la energía que fue gradualmente menos negativa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

rebajas en algunos países de la zona del euro, que generaron un aumento sustancial de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos. El segundo es el impacto de las actualizaciones de las ponderaciones del IAPC para 2021, que fueron mayores de lo habitual y estuvieron relacionadas con los cambios en los patrones de consumo de los hogares durante la pandemia. En concreto, esto elevó la inflación de algunos servicios en enero y en febrero, que en marzo se redujo notablemente (gráfico 8).

Gráfico 8

Descomposición del impacto del cambio en las ponderaciones

(contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

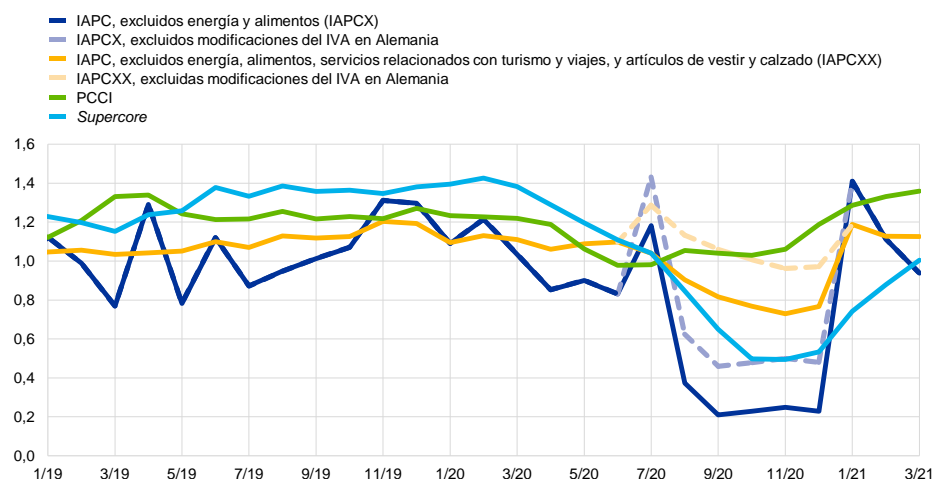
La incertidumbre en torno a las señales de presiones inflacionistas continuó siendo relativamente elevada, debido a que las imputaciones de precios también siguieron predominando en febrero y en marzo. El porcentaje de imputaciones de precios de componentes del IAPC se redujo algo en marzo, hasta el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

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

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

Gráfico 9
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2021.

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

En el caso de los bienes de consumo no alimenticio, la tasa de variación de los precios de producción internos fue del 0,6 % en febrero, ligeramente inferior a la de enero, pero siguió fluctuando en niveles próximos a su media de largo plazo. La inflación de los precios de importación de estos bienes continuó siendo reducida en febrero y apenas varió con respecto a los dos meses anteriores. Es probable que esta evolución también refleje la estabilidad del tipo de cambio efectivo nominal. En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la tasa de variación de los precios de producción y la de los precios de importación de los bienes intermedios siguieron aumentando en febrero. Esta evolución posiblemente se debió al acusado incremento que experimentaron las tasas de crecimiento interanual de los precios del petróleo y de las materias primas industriales, y, en cierto modo, a los costes asociados a las fricciones observadas en las cadenas de producción. Sin embargo, las expectativas empresariales sobre los precios de venta en los próximos meses no apuntan a una subida generalizada de los precios en las cadenas de producción y de precios en el futuro.

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

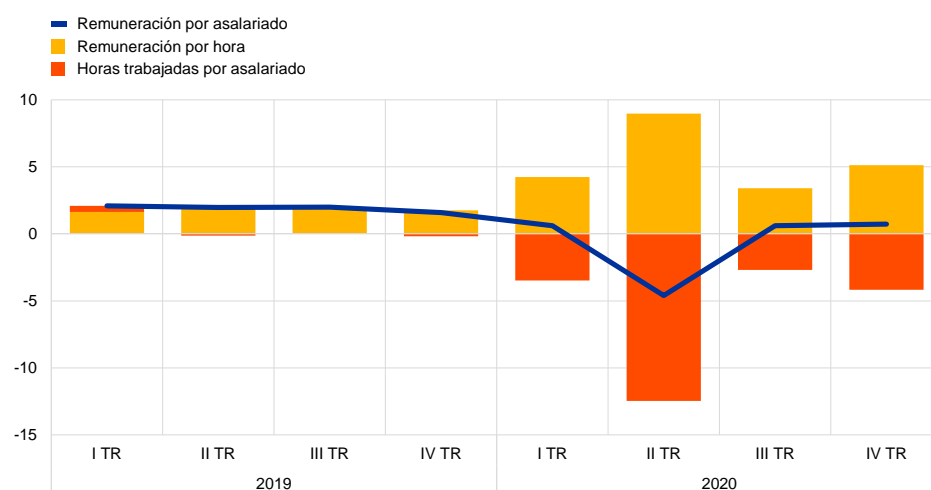
Esto se refleja, por ejemplo, en la divergencia entre el crecimiento de la remuneración por asalariado y el de la remuneración por hora. La diferencia entre estas dos variables volvió a crecer en el

cuarto trimestre de 2020, ya que el recurso a los programas de regulación temporal de empleo aumentó como resultado de las nuevas medidas de confinamiento introducidas a finales de año. Por un lado, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se incrementó ligeramente y se situó en el 0,7 % en el cuarto trimestre, frente al 0,6 % del tercero, después de registrar una tasa muy negativa del -4,5 % en el segundo trimestre. Por otro, la tasa de avance interanual de la remuneración por hora repuntó hasta el 5,1 % en el cuarto trimestre de 2020, frente al 3,4 % del tercero (gráfico 10).

Gráfico 10

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

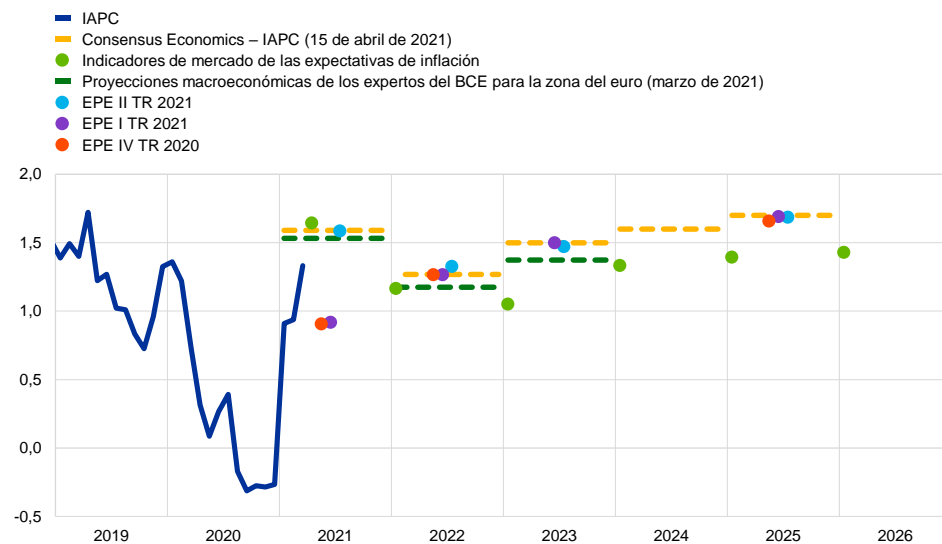
Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2020.

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

Gráfico 11

Indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



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

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

5 Dinero y crédito

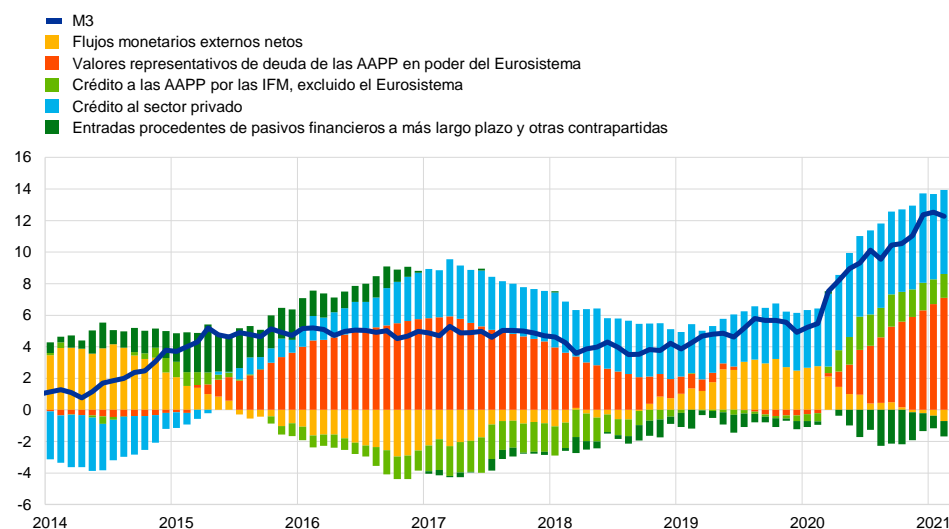
El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo estable en febrero de 2021. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió ligeramente y se situó en el 12,3 % en febrero, desde el 12,5 % observado en enero (gráfico 12), por lo que continuó siendo elevada, dado que todavía incorpora el impacto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

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

Gráfico 12

M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

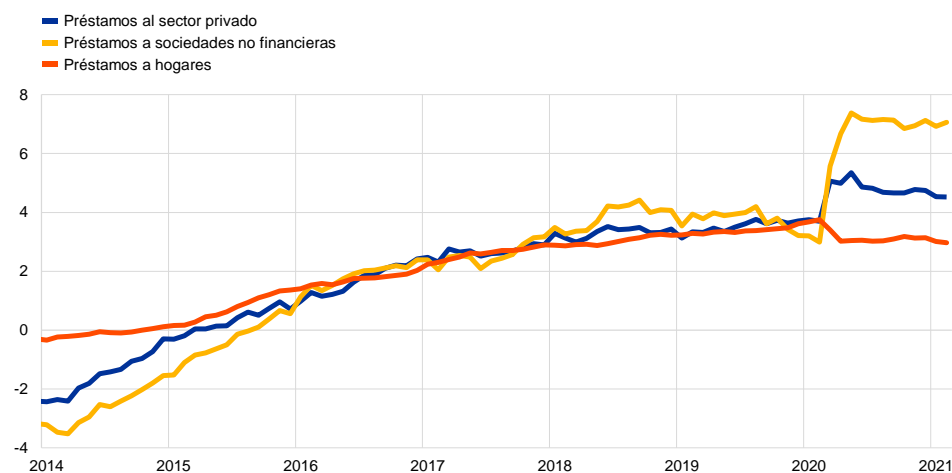
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado y las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores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

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

Gráfico 13

Préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

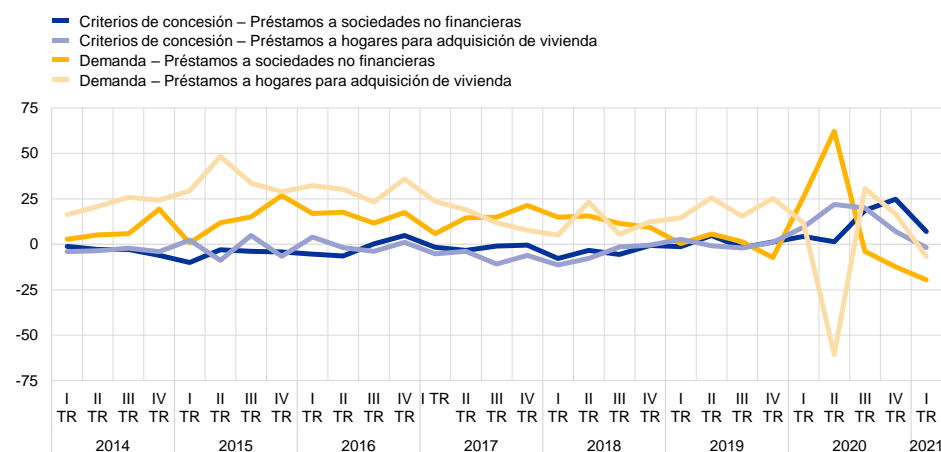
Este endurecimiento neto se produjo tras un endurecimiento significativo en los dos trimestres anteriores y obedeció a la mayor percepción de riesgos y a la menor tolerancia al riesgo de las entidades, aunque en menor grado que durante los dos trimestres previos. El endurecimiento neto más moderado puede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

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

Gráfico 14

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

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



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

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

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

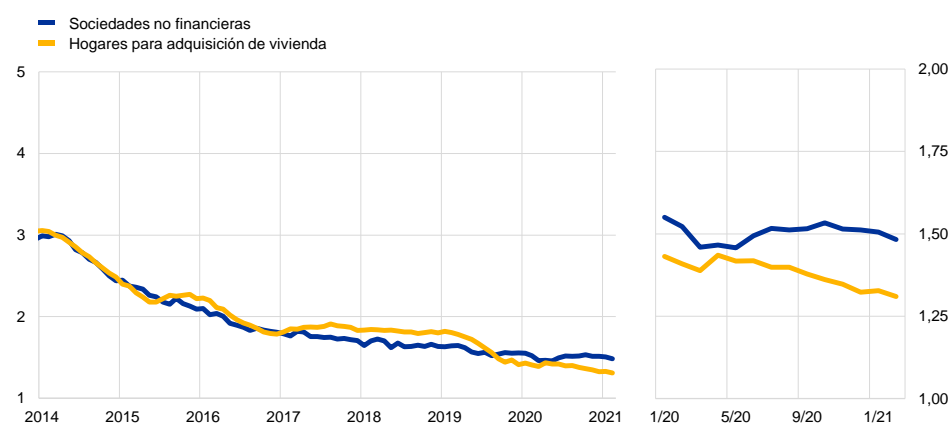
En febrero de 2021, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente sin variación en el 1,48 %, y el de los préstamos a hogares registró un nuevo mínimo histórico del 1,31 % (gráfico 15). Esta evolución refleja el impacto continuado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

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

Gráfico 15

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

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

Recuadros

1 ¿Qué factores están impulsando la reciente subida de los costes de transporte?

Maria Grazia Attinasi, Alina Bobasu y Rinalds Gerinovics

La actividad económica y el comercio mundiales experimentaron un acusado repunte en la segunda mitad de 2020 que estuvo impulsado, principalmente, por el sector de manufacturas, mientras que la actividad de los servicios fue y continúa siendo moderada. La actividad económica global se recuperó con rapidez en el tercer trimestre de 2020, como resultado de la mejora de la situación epidemiológica y de la relajación de las medidas de contención asociadas, así como del sustancial apoyo prestado por las políticas económicas en el momento álgido de la crisis. Pese a la desaceleración registrada en el último trimestre del año, que reflejó el agravamiento de la pandemia, el ritmo de la recuperación económica mundial en el segundo semestre de 2020 fue, en general, más intenso de lo estimado inicialmente (BCE, 2021; FMI, 2021)¹. Esta evolución estuvo impulsada, en gran medida, por el sector de manufacturas (panel superior del gráfico A), en el que la producción se reanudó y la demanda de bienes se recuperó. Al mismo tiempo, los servicios —y en especial aquellos más intensivos en contacto— fueron a la zaga, debido al mantenimiento de las medidas de distanciamiento social y de otras limitaciones todavía vigentes. Estas restricciones también afectaron de manera particularmente severa a los sectores de turismo y viajes. Tras el desplome del comercio internacional en la primera mitad de 2020 (BCE, 2020), las importaciones mundiales de mercancías se recuperaron y en noviembre de 2020 habían vuelto a alcanzar su cota previa a la crisis². Con todo, la recuperación ha avanzado a diferentes velocidades en los distintos países, y China —el primer país que logró controlar el virus— ya había retornado al nivel anterior a la crisis en junio de 2020 (panel inferior del gráfico A). En otras importantes economías mundiales, el repunte de los intercambios comerciales no comenzó a sentirse hasta finales del año.

¹ Véanse el recuadro 2 del artículo «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro», marzo de 2021, y «Actualización de las perspectivas de la economía mundial», enero de 2021.

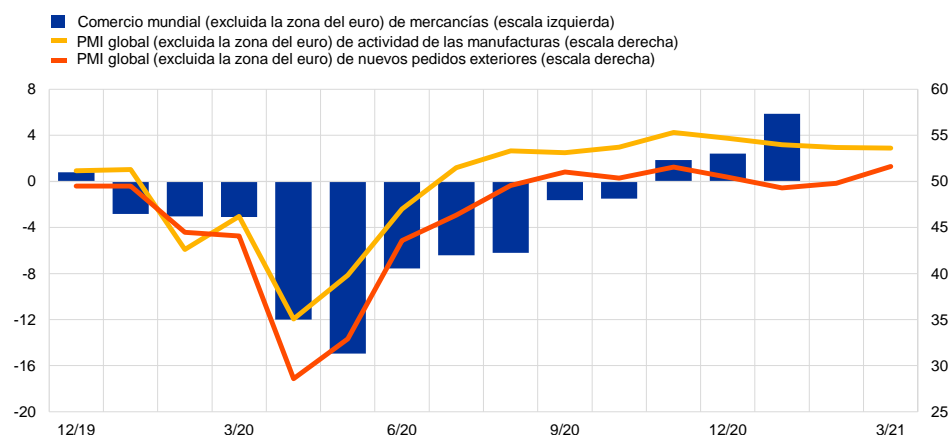
² Véase el recuadro 2, titulado «El fuerte desplome del comercio en 2020 y el papel amplificador de las cadenas globales de valor», *Boletín Económico*, número 5, BCE, julio de 2020.

Gráfico A

Evolución de la actividad económica y el comercio mundiales

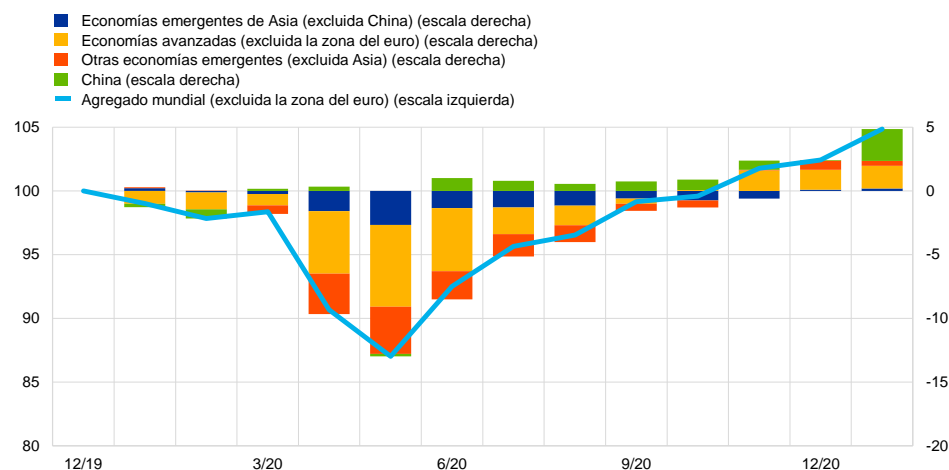
Comercio mundial de mercancías e índices PMI

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



Comercio mundial de mercancías y contribuciones por países

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



Fuentes: Markit, CPB y cálculos del BCE.

Notas: El agregado mundial excluye la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2021 (PMI) y a enero de 2021 (comercio mundial de mercancías).

El acusado repunte de la actividad manufacturera mundial dio lugar a un crecimiento notable de los pedidos internacionales y provocó algunos cuellos de botella en la oferta.

Las fricciones de oferta son evidentes en los mayores plazos de entrega de los proveedores, que a su vez se reflejan en incrementos de los costes del transporte de contenedores y, más en general, de los precios de los insumos. En concreto, los índices globales de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) de distintos subsectores de las manufacturas muestran que la fuerte recuperación de los nuevos pedidos de insumos para los procesos de producción con respecto al mínimo del segundo trimestre de 2020 ha ido acompañada de un aumento pronunciado de los plazos de entrega de los proveedores y de mayores presiones inflacionistas sobre los insumos (gráfico B). Los sectores que están experimentando disrupciones más intensas en las cadenas de suministro son los de materiales básicos, maquinaria y bienes de equipo, y

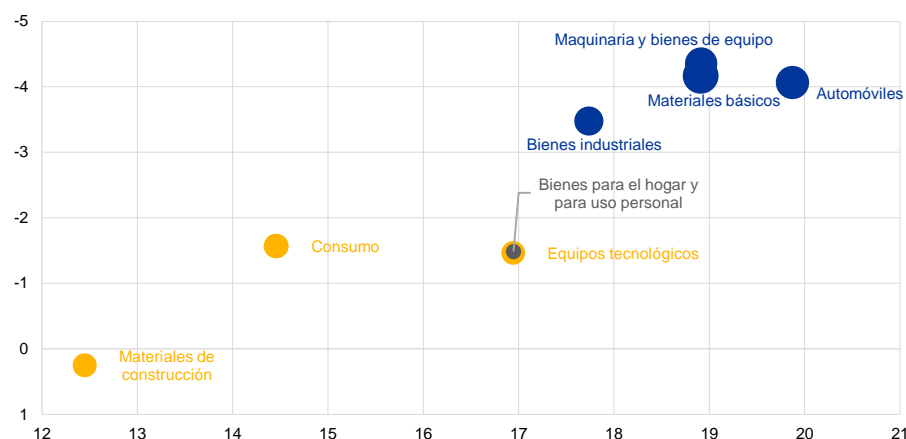
automóviles. El grave desabastecimiento de semiconductores está provocando retrasos en la producción de automóviles en todo el mundo³.

Gráfico B

Plazos de entrega de los proveedores y precios de los insumos

Índices PMI globales (índices de difusión)

(eje de ordenadas: PMI de plazos de entrega de los proveedores (índice invertido); eje de abscisas: PMI de nuevos pedidos exteriores; variación entre febrero de 2021 y el segundo trimestre de 2020)



Fuentes: IHS Markit, Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: El tamaño de los círculos es proporcional a la variación del índice PMI de precios de los insumos entre febrero de 2021 y el segundo trimestre de 2020. Los puntos de color gris indican aumentos de este índice inferiores a 10; los de color amarillo, de entre 10 y 15, y los azules, superiores a 15.

El aumento de los costes de los fletes marítimos es otra señal de cuellos de botella en la oferta (panel superior del gráfico C).

Desde la segunda mitad de 2020, los costes globales de los fletes marítimos se han recuperado de forma continuada con respecto a los mínimos registrados en plena pandemia. Sin embargo, en los últimos meses se han situado en niveles no vistos desde que concluyó la gran crisis financiera, al tiempo que las tasas de crecimiento han superado las observadas a partir de 2015. Asimismo, los costes de transporte en las rutas marítimas desde Asia y China hacia Europa y el Mediterráneo, así como hacia Estados Unidos, subieron con especial intensidad a partir de la segunda mitad del año pasado, y parece que recientemente han alcanzado un máximo (panel inferior del gráfico C). El incremento de estos costes se asocia a dos factores. Por un lado, el fuerte aumento de la demanda de insumos intermedios derivada del mayor dinamismo de la actividad manufacturera elevó la demanda de exportaciones chinas y la de transporte de contenedores. Al mismo tiempo, la escasez de contenedores en los puertos asiáticos ha agravado los cuellos de botella en la oferta y ha provocado un incremento adicional de los costes de transporte, ya que las compañías de Asia estarían pagando tarifas más elevadas por el retorno de contenedores⁴. Al parecer, los puertos europeos y estadounidenses están

³ El desabastecimiento en el sector de semiconductores también se atribuye al hecho de que, aunque la producción de automóviles se desplomó en el segundo trimestre de 2020, la demanda de semiconductores continuó siendo relativamente intensa, ya que la pandemia también generó una mayor demanda de equipos electrónicos (p. ej., ordenadores). En consecuencia, cuando la producción automovilística se recuperó, la producción de semiconductores empezó a ser insuficiente, dada la escasa capacidad ociosa del sector.

⁴ Bloomberg, «Freight-Cost Pain Intensifies as Pandemic Rocks Ocean Shipping», febrero de 2021.

congestionados, debido a las interrupciones logísticas relacionadas con la pandemia de coronavirus (COVID-19), y sigue habiendo contenedores vacíos en varios puertos como consecuencia de la recuperación desigual del comercio. Cabe destacar que los datos disponibles apuntan a una disminución del tráfico de buques portacontenedores procedentes de importantes puertos asiáticos, y el descenso más acusado ha correspondido a la ruta comercial entre Asia y la Unión Europea (como muestra el gráfico D). En este contexto, la fiabilidad en el cumplimiento de las programaciones de los servicios globales de contenedores ha caído a los niveles más bajos registrados hasta la fecha, según los datos más recientes de SealIntelligence Consulting⁵. Además, la subida de los costes del transporte marítimo se ha visto agudizada en mayor medida por las limitaciones de capacidad de carga aérea, pues los volúmenes internacionales de carga se han desplomado por las restricciones a los desplazamientos y las cancelaciones de vuelos.

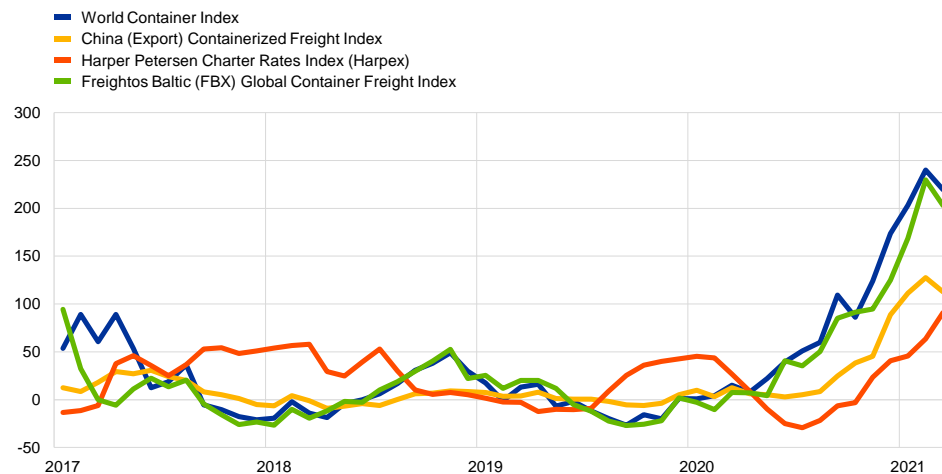
⁵ El informe de fiabilidad en el cumplimiento de las programaciones elaborado por SealIntel cubre 34 rutas comerciales diferentes y más de 60 compañías navieras. En él se señala que, durante los seis meses anteriores, el grado de fiabilidad ha sido el más bajo desde la creación del índice, en 2011.

Gráfico C

Costes globales y regionales del transporte marítimo

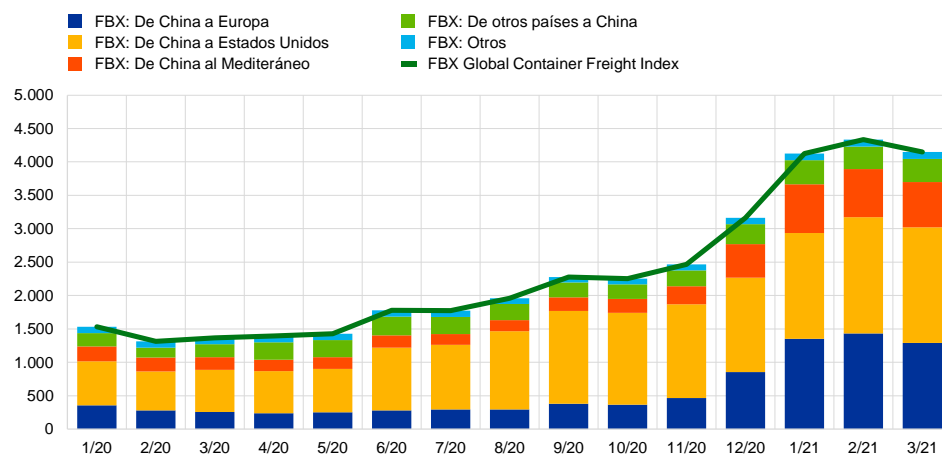
Costes globales del transporte marítimo

(tasas de variación interanual)



Freightos Baltic Index

(dólares estadounidenses por contenedor de transporte en unidades equivalentes a cuarenta pies; contribuciones de los subíndices)



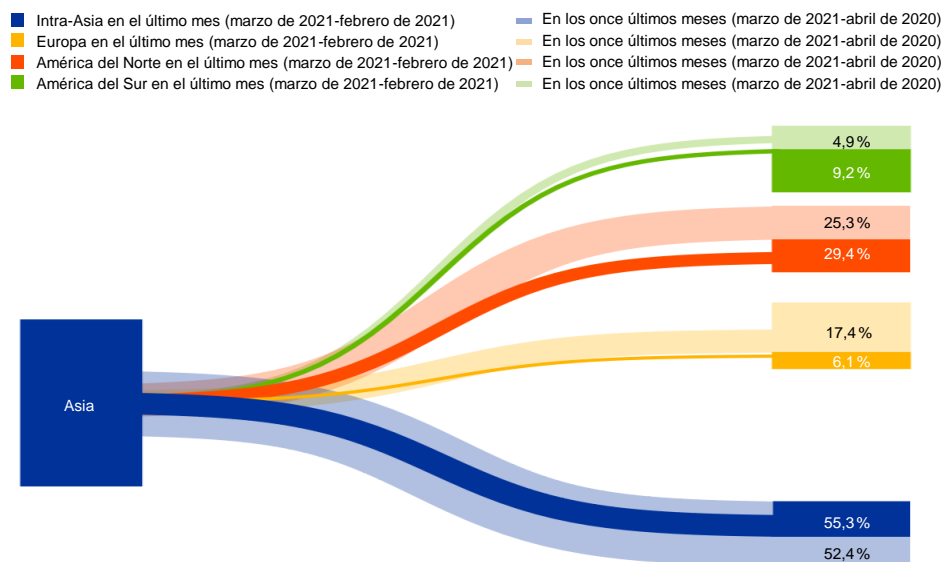
Fuentes: Bloomberg, Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2021. El World Container Index (WCI) es un indicador sintético de las tarifas de fletes de contenedores para ocho importantes rutas comerciales entre Asia, Europa y América del Norte. El China (Export) Containerized Freight Index (CCFI) es un indicador sintético de las tarifas de fletes de contenedores de los principales puertos de China. El Harpex es un indicador sintético de las variaciones semanales de las tarifas del transporte de contenedores en el mercado de fletamento por tiempo de ocho clases diferentes de buques portacontenedores. El Freightos Baltic Global Container Freight Index (FBX) es un indicador sintético de las tarifas de fletes *spot* de contenedores para doce importantes rutas comerciales mundiales.

Gráfico D

Capacidad de transporte marítimo

(toneladas de peso muerto [TPM]; 1 TPM =1.000 kilogramos)



Fuentes: Bloomberg, IHS y cálculos del BCE.

Notas: Los buques portacontenedores incluyen buques de carga rodada (*ro-ro*), de contenedores, de carga en cubierta y de carga general. Los puertos de origen engloban puertos asiáticos importantes (Shanghái, Singapur, Shenzhen, Ningbo, Busan, Hong Kong y Klang). Los puertos de destino incluyen, además de puertos asiáticos importantes, puertos importantes de Europa (Róterdam, Amberes y Hamburgo), de América del Norte (Los Ángeles, Long Beach y Nueva York/Nueva Jersey) y de América del Sur (Santos, Colón y Cartagena). Las áreas de color más claro se refieren al volumen de tráfico —con los buques a plena carga— en abril de 2020, mientras que las de color más intenso se refieren al volumen de tráfico en febrero de 2021. El grosor de los extremos de los segmentos es proporcional al tonelaje de peso muerto (TPM) total, y los porcentajes hacen referencia a la proporción del tonelaje de peso muerto en cada destino con respecto al total de salida de Asia en abril de 2020 (áreas de color más intenso) y febrero de 2021 (áreas de color más claro), respectivamente.

El aumento de los costes globales del transporte de contenedores al final de 2020 se debió, en gran parte, al mayor vigor de la demanda (gráfico E).

Para esclarecer la importancia relativa de los factores de demanda y de oferta se realiza un análisis econométrico⁶. Este análisis sugiere que, a principios de 2020, las restricciones de oferta fueron la causa del incremento de los costes de transporte, ya que los contenedores permanecieron en tierra como consecuencia de las medidas adoptadas para contener la propagación del COVID-19. Aunque estas presiones persistieron en el segundo trimestre del año, en un contexto de severas medidas de contención en todo el mundo, se vieron contrarrestadas con creces por el marcado desplome del comercio, que provocó un retroceso acusado del índice Harpex. Los costes de transporte continuaron siendo moderados en el tercer trimestre, cuando las disrupciones en las cadenas de suministro comenzaron a disminuir y la demanda mundial se situó en una senda de recuperación gradual que

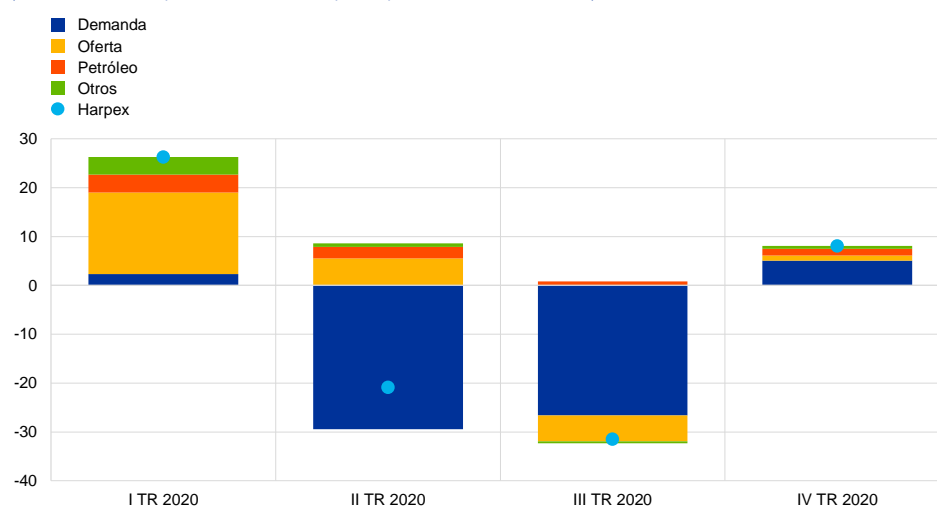
⁶ La descomposición se basa en un modelo estructural de vectores autorregresivos estimado para el período comprendido entre enero de 2013 y enero de 2021 que utiliza el total de contenedores (medidos en unidades equivalentes a veinte pies [TEU]), empleando el índice Harper Petersen de costes del transporte marítimo y los precios de los combustibles. El modelo se identifica usando restricciones de signo, en las que una perturbación positiva de demanda genera un aumento de los TEU y del índice Harpex, mientras que una perturbación positiva de oferta da lugar a un incremento de los TEU y a una disminución del índice Harpex (ninguno causa un impacto simultáneo en el precio del petróleo). Una perturbación en los precios del petróleo lleva a una subida de los precios de esta materia prima y del índice Harpex, así como a un descenso de los TEU.

se plasmó con lentitud en un aumento de los flujos comerciales⁷. No obstante, en el cuarto trimestre, la subida de estos costes obedeció, sobre todo, a la recuperación más vigorosa de la demanda mundial, y solo en menor grado a las restricciones de oferta en el sector de transporte marítimo⁸. El fuerte avance de los precios internacionales del petróleo y de los combustibles contribuyó adicionalmente al incremento de los costes de esta modalidad de transporte.

Gráfico E

Descomposición histórica de los costes globales del transporte marítimo

(desviaciones con respecto a la tendencia en puntos porcentuales; contribuciones)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: La descomposición se basa en un modelo SVAR que utiliza el total de contenedores de transporte (medidos en unidades equivalentes a veinte pies [TEU]), el índice Harper Petersen Charter Rates Index (Harpex) de costes del transporte marítimo y los precios de los combustibles. El modelo se identifica utilizando restricciones de signo, en las que una perturbación positiva de demanda genera un aumento de los TEU y del índice Harpex, mientras que una perturbación positiva de oferta da lugar a un incremento de los TEU y a una disminución del índice Harpex (ninguno causa un impacto simultáneo en el precio del petróleo). Una perturbación en los precios del petróleo lleva a una subida de los precios de esta materia prima y del índice Harpex, así como a un descenso de los TEU. El modelo se ha estimado a partir de datos mensuales (expresados en términos interanuales) en el período comprendido entre enero de 2013 y enero de 2021.

El aumento de los costes del transporte marítimo planteó la cuestión de la medida en que estos costes se trasladan al proceso de formación de precios.

Los importadores suelen repercutir parte de los incrementos de los costes de esta modalidad de transporte a los consumidores subiendo los precios, lo que podría originar presiones inflacionistas. Para calibrar la posible magnitud de este efecto se ha estimado un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR, por sus siglas en inglés) para la economía estadounidense, de manera análoga a Herriford *et al.* (2016)⁹. El análisis sugiere que, al cabo de un año, la transmisión de los

⁷ La recuperación gradual de la demanda es más evidente en los datos mensuales, ya que empezó a repuntar en septiembre. Sin embargo, en términos de agregados trimestrales, la contribución sigue siendo negativa, aunque menor que en el trimestre anterior. Esto también implica cierto retardo en la respuesta del transporte internacional de contenedores a la reactivación de la demanda mundial.

⁸ Los resultados del modelo para enero de 2021, mes al que corresponden las observaciones más recientes disponibles, también confirman que el acusado incremento que experimentó el índice Harpex a principios de este año es acorde con los resultados que se muestran en el gráfico E. En concreto, el aumento de la demanda supuso una contribución positiva, seguida de las restricciones de oferta y de la evolución del precio de los combustibles.

⁹ T. Herriford, E. Johnson, N. Sly y A. Lee Smith, «How Does a Rise in International Shipping Costs Affect U.S. Inflation?», *Macro Bulletin*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 1-3, diciembre de 2016.

precios del transporte a la inflación medida por el índice de gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) de Estados Unidos es bastante limitada¹⁰. Incluso un incremento anual del 50 % del índice Harpex —similar al experimentado hasta enero de 2021— podría elevar la inflación interanual medida por el PCE hasta 0,25 puntos porcentuales un año después. La magnitud de este efecto también viene explicada por el hecho de que los costes del transporte marítimo internacional solo representan una parte relativamente pequeña del coste final de la producción manufacturera¹¹. En general, habida cuenta de que los problemas de oferta están determinados, en gran medida, por restricciones de transporte más que por limitaciones de producción, se espera que la subida de los costes de transporte solo afecte moderadamente a la actividad económica mundial¹².

A medida que la oferta se ajuste al aumento de la demanda, los costes de los fletes podrían descender de nuevo. En general, la subida de los costes del transporte marítimo y los mayores plazos de entrega han generado fricciones transitorias en las cadenas de suministro. Con todo, mientras la oferta se ajusta al incremento de la demanda, estos cuellos de botella podrían retrasar, pero no comprometer, la recuperación mundial¹³. Al mismo tiempo, cuando se levanten los confinamientos y los consumidores reorienten su gasto hacia los servicios, cabría esperar cierta disminución de los actuales cuellos de botella en la oferta, con efectos dominó en los costes de transporte.

¹⁰ El modelo utiliza el precio al contado del West Texas Intermediate (WTI), el índice de precios de importaciones distintas del petróleo del Bureau of Labor Statistics (BLS), el índice Harper Petersen Charter Rate Index (Harpex) y el índice de inflación subyacente del PCE. El modelo se ha estimado a partir de datos mensuales del período comprendido entre enero de 2001 y diciembre de 2020, y para cada variable se emplean tasas de crecimiento interanual y doce retardos. Las perturbaciones en las variables se identifican utilizando la ordenación de Cholesky. El índice de precios de importación del BLS no incluye los costes del transporte marítimo, lo que es acorde con la ordenación de los precios de importación antes que los costes de dicho transporte.

¹¹ Según las tablas *input-output* globales, los costes del transporte marítimo representan menos del 3 % del coste final de la producción de las manufacturas, lo que implica que los costes del transporte marítimo internacional son inferiores al 1 %.

¹² Goldman Sachs Report, «The Inflation Boost From Supply Chain Disruptions: Here Today, Gone in 2022», marzo de 2020.

¹³ Asimismo, el bloqueo del canal de Suez a finales de marzo agudizará las presiones a corto plazo sobre los costes globales del transporte en todo el mundo.

2 Resultados principales de los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras

Gwenaël Le Breton, Richard Morris y Moreno Roma

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos entre el BCE y representantes de 66 sociedades no financieras líderes que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 23 de marzo y el 1 de abril de 2021¹.

Las personas contactadas señalaron que habían aumentado las limitaciones y restricciones a su capacidad para responder a la fuerte o creciente demanda efectiva o latente. La mayor rigurosidad y duración de las medidas de contención del coronavirus (COVID-19) continuaban restringiendo gravemente la actividad de los servicios que dependen de la interacción social. Además, muchos contactos del sector de manufacturas hicieron hincapié en las restricciones de oferta. Como consecuencia, la actividad de muchas empresas era estable o estaba en proceso de contracción pese al intenso crecimiento de las carteras de pedidos o a las señales de una demanda latente sustancial. En conjunto, se consideraba que, en el primer trimestre, la actividad se había contraído en la mayoría de las ramas de los sectores minorista, de servicios de consumo y de energía, y había sido bastante heterogénea en las manufacturas, estable en general en la construcción y principalmente estable o en crecimiento en los servicios empresariales.

En el sector manufacturero, la oferta era cada vez menos capaz de satisfacer la demanda debido a la falta de insumos, que puede prolongarse durante algunas semanas o meses. El desabastecimiento más grave fue el de los semiconductores. Durante la primera ola de la pandemia, el suministro se había desviado a los fabricantes de equipos tecnológicos, y después se produjo un desabastecimiento cuando la demanda de otros sectores se recuperó con mayor rapidez de lo esperado. En las últimas semanas, la escasez de semiconductores, así como de metales, productos químicos, plásticos y componentes relacionados, se había agravado por varios sucesos, como los cortes de suministro eléctrico en Texas debido a las malas condiciones meteorológicas. Estos problemas se acentuaron además por las dificultades continuadas en la logística de transporte, en especial por la falta de contenedores. Esta situación se tradujo en unos plazos de entrega sustancialmente más largos de lo normal y en la gestión de crisis vinculadas a determinadas decisiones relacionadas con la producción y las cadenas de suministro. Los contactos esperaban que las restricciones de oferta empeoraran en el segundo trimestre de 2021, antes de aliviarse gradualmente en el segundo semestre del año.

La actividad del grueso del sector servicios continuó estando fuertemente determinada por la prevalencia de los confinamientos y las restricciones a los desplazamientos. Casi todos los contactos cuyo negocio era muy dependiente de la presencia física o de la afluencia de clientes señalaron que la actividad se estaba

¹ Para más información sobre la naturaleza y el objetivo de estos contactos, véase el artículo titulado «The ECB's dialogue with non-financial companies», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

contrayendo o se mantenía estable en niveles muy bajos. En el sector del comercio minorista no esencial, la evolución varió a nivel geográfico y de producto, y fue muy sensible a la fuerza relativa de la oferta *online*. Por tanto, comercios minoristas con negocios centrados en líneas de productos idénticas o similares describieron panoramas de las condiciones empresariales totalmente diferentes. Además de la pérdida de ventas, los confinamientos intermitentes incrementaron los costes del sector de la hostelería. En cambio, los establecimientos minoristas de alimentación y sus proveedores continuaban beneficiándose de una demanda más intensa de lo normal, aunque la falta de disponibilidad de conductores limitaba su capacidad para satisfacer la mayor demanda de pedidos a domicilio.

Los contactos anticipaban crecimiento en el segundo trimestre, pero la continuación de los confinamientos y la lenta distribución de las vacunas hicieron que las expectativas de un repunte más sustancial se retrasaran más en el año. Las personas contactadas del sector de turismo y viajes indicaron que las reservas realizadas hasta ese momento para el verano eran muy poco significativas. Sin embargo, varios contactos del sector de servicios orientados al consumo manifestaron que había señales de que los consumidores tenían muchas ganas de comer en restaurantes, de comprar en tiendas físicas y de irse de vacaciones tan pronto como lo permitieran las normas. Cuando dichos servicios de consumo repuntaran, parte del gasto en consumo se desviaría probablemente de los bienes de consumo, lo que debería ayudar a reequilibrar la oferta y la demanda en el sector manufacturero.

La mayoría de los contactos describieron unas perspectivas de empleo relativamente estables en términos de plantilla fija. Las empresas continuaban ajustándose a las fluctuaciones de la actividad causadas por la pandemia recurriendo a la flexibilidad ofrecida por los programas de apoyo público, a personal temporal y a las subcontrataciones. Por tanto, la plantilla fija tendía a mantenerse relativamente estable. Las contrataciones de personal fijo se dirigían sobre todo a puestos de trabajo de alta especialización, particularmente en el área de tecnologías de la información. Las empresas de trabajo temporal señalaron que, en conjunto, la recuperación de las contrataciones se estaba ralentizando y que los nuevos contratos se daban principalmente en las áreas de comercio electrónico y de logística. En el caso de las empresas en las que la pandemia había provocado un ajuste estructural (mayor) de la plantilla, este ajuste ya se había realizado normalmente en el resto del mundo, pero estaba avanzando de manera más gradual en la zona del euro.

La mayoría de los contactos del sector industrial indicaron un aumento de los precios de venta, mientras que la evolución de los precios de los servicios era más moderada. En gran parte del sector manufacturero, los precios de venta estaban subiendo en respuesta a un incremento de los costes de los insumos. En general, los clientes se centraban más en asegurar el suministro que en negociar los precios, lo que facilitó su traslado en cierta medida. Por tanto, muchas personas contactadas anticipaban una inflación de los precios de los bienes de consumo más elevada de lo habitual este año. Sin embargo, esperaban que esta fuera transitoria y pudiera ser mitigada por la presión de los comercios minoristas para conseguir

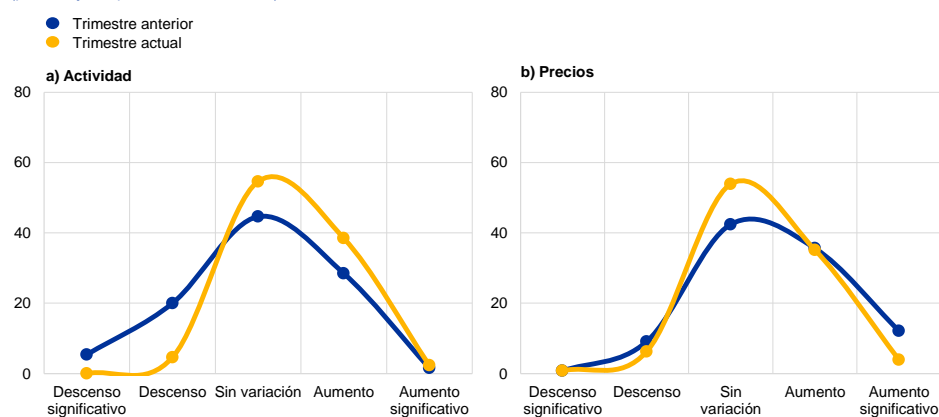
descuentos mayores que los que habían recibido el año pasado. Mientras, los precios de venta en el grueso del sector servicios se mantenían mayormente estables, y en los servicios orientados al consumo tendieron a describirse como débiles o todavía sujetos a presiones a la baja. La heterogeneidad en la evolución de los precios de los servicios era considerable, y las perspectivas altamente inciertas, dado que la dinámica habitual de los mercados se había interrumpido de alguna manera.

La escasez de materias primas y los cuellos de botella en el transporte y la logística estaban impulsando un aumento de los precios de los insumos, si bien las perspectivas salariales se mantenían moderadas. La subida de los precios de muchas materias primas y de los insumos relacionados se había acelerado en los últimos meses a la luz de la demanda global y de los desequilibrios de oferta. Sin embargo, varios contactos anticipaban que los precios de las materias primas registrarían un máximo en los próximos meses y podrían empezar a moderarse ligeramente más avanzado el año. Los costes de transporte (especialmente las tarifas de flete marítimo) permanecían en niveles elevados, pero parecía que habían alcanzado su pico. La mayoría de las personas contactadas describieron unas perspectivas salariales normales o moderadas. En conjunto, los contactos esperaban que los convenios colectivos de 2021 fueran prácticamente similares a los de 2020, influidos en ambos años por consideraciones relacionadas con la pandemia, dependiendo del momento preciso de las negociaciones.

Gráfico A

Resumen de las opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad y los precios

(porcentaje de personas contactadas)



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones correspondientes al trimestre anterior reflejan la valoración de los expertos del BCE de lo manifestado por los contactos sobre la evolución de la actividad (ventas, producción y pedidos) y de los precios en el primer trimestre de 2021. Las puntuaciones relativas al trimestre actual reflejan la valoración de las afirmaciones de los contactos sobre las perspectivas relativas a la actividad y los precios en el segundo trimestre de 2021.

3 Implicaciones macroeconómicas de la heterogeneidad de las expectativas de inflación a largo plazo: simulaciones ilustrativas a través del modelo ECB-BASE

Matthieu Darracq Pariès y Srećko Zimic¹

En este recuadro se explora cómo las expectativas heterogéneas de los distintos agentes pueden cambiar los resultados macroeconómicos asociados a un aumento de las expectativas de inflación a largo plazo. Durante el período reciente, las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en los mercados financieros, que pueden medirse a partir de instrumentos de esos mercados —como los *swaps* de inflación (ILS, por sus siglas en inglés)— o de encuestas a expertos en previsión económica, han ido mejorando. Como se muestra en el gráfico A, según la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, las expectativas de inflación aumentaron solo ligeramente entre el cuarto trimestre de 2020 y el primero de 2021, mientras que este patrón fue más pronunciado en los indicadores de mercado². Al evaluar las implicaciones macroeconómicas de un incremento de las expectativas de inflación a largo plazo, un factor crítico referente al mecanismo de propagación es si otros sectores de la economía (principalmente, hogares y empresas) comparten las mismas expectativas que las descontadas por los mercados financieros. Esta cuestión se examina desde la óptica del modelo ECB-BASE³, realizando simulaciones ilustrativas en las que los agentes modelados tienen diferentes percepciones de un cambio en las expectativas de inflación a largo plazo.

¹ Los autores desean expresar su agradecimiento a Alice Carroy por su valiosa ayuda en la investigación y su contribución a este recuadro.

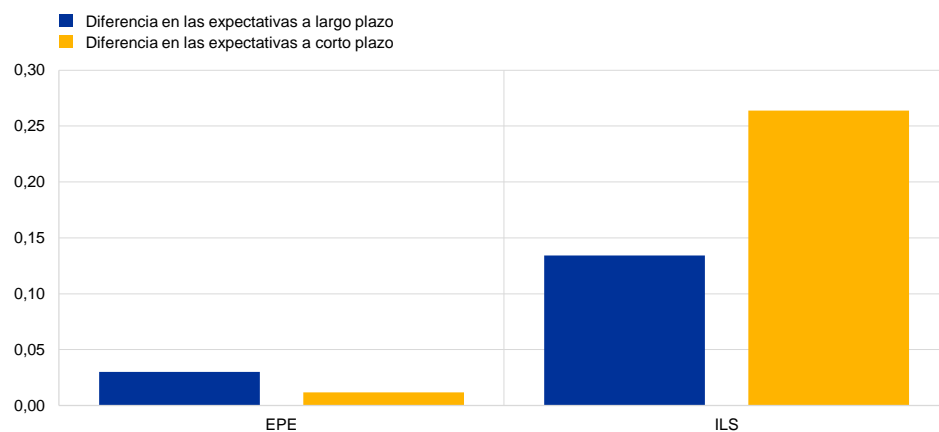
² Las expectativas de inflación también pueden medirse mediante encuestas a empresas y hogares. Con respecto a estos últimos, véase el artículo titulado «[Making sense of consumers' inflation perceptions and expectations – the role of \(un\)certainty](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

³ Véase E. Angelini, N. Bokan, K. Christoffel, M. Ciccarelli y S. Zimic, «[Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 2315, BCE, septiembre de 2019.

Gráfico A

Cambios en las expectativas relativas al IAPC obtenidas de la EPE y de los tipos ILS

(cambios entre el IV TR 2020 y el I TR 2021, tasas de crecimiento interanual, puntos porcentuales)



Fuentes: Statistical Data Warehouse y cálculos del Eurosistema.

Notas: Este gráfico muestra la diferencia entre la inflación esperada en el cuarto trimestre de 2020 y en el primero de 2021. Se comparan dos fuentes de las que se obtiene la inflación esperada. La primera son las expectativas de inflación medida por el IAPC procedentes de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE. Corresponde a la media de las previsiones puntuales proporcionadas por los expertos. La segunda es la inflación calculada a partir de los tipos de *swaps* de inflación (ILS, por sus siglas en inglés) de la zona del euro. Para cada una de estas fuentes se muestran las diferencias entre las expectativas a largo plazo y a corto plazo. En el caso de la EPE, el corto plazo es la inflación anual esperada de 2021 y el largo plazo es la inflación anual esperada dentro de cinco años. Para los ILS, el corto plazo se calcula como la desviación porcentual entre el *swap* a dos años y a un año, y el largo plazo corresponde a la diferencia porcentual entre el *swap* a diez años y el *swap* a cinco años.

Las implicaciones macroeconómicas de los mecanismos alternativos de formación de expectativas, su heterogeneidad entre los distintos agentes económicos y la interrelación con la política monetaria siguen siendo un campo activo de investigación teórica y empírica.

Una parte significativa de la literatura sobre modelos macroeconómicos estructurales se basa en el supuesto de expectativas racionales y de un conocimiento común perfecto entre los agentes económicos. Al mismo tiempo, los datos no pueden explicar exactamente cómo se forman las expectativas, y existe evidencia que sugiere desviaciones con respecto a las expectativas racionales, incluso aunque no pueda descartarse cierta convergencia hacia expectativas racionales con el paso del tiempo. Por consiguiente, la literatura ha modificado los modelos macroeconómicos para incorporar mecanismos alternativos de formación de expectativas, como el aprendizaje (Slobodyan y Wouters⁴), las expectativas híbridas (Levine *et al.*⁵), la desatención racional (Maćkowiak y Wiederholt⁶) y la información rígida (Reis⁷).

En el contexto de los modelos macroeconómicos empleados en los bancos centrales, el modelo semiestructural de gran escala ECB-BASE puede utilizarse bajo diferentes configuraciones de expectativas y permite cierta

⁴ S. Slobodyan y R. Wouters, «Learning in an estimated medium-scale DSGE mode», *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 36(1), 2012, pp. 26-46.

⁵ P. Levine *et al.*, «Endogenous persistence in an estimated DSGE model under imperfect information», *The Economic Journal*, vol. 122, n.º 565, 2012, pp. 1287-1312.

⁶ B. Maćkowiak y M. Wiederholt, «Business Cycle Dynamics under Rational Inattention», *The Review of Economic Studies*, vol. 82, n.º 4, 2015, pp. 1502-1532.

⁷ R. Reis, «Optimal Monetary Policy Rules in an Estimated Sticky-Information Model», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 1, n.º 2, 2009, pp. 1-28.

heterogeneidad en el diseño de los distintos agentes del modelo. Estas características son muy adecuadas para examinar la transmisión de los cambios en las expectativas de inflación a largo plazo. De hecho, las percepciones dispares de los distintos agentes económicos podrían influir de forma significativa en las implicaciones macrofinancieras asociadas. Los principales mecanismos que intervienen operan a través de los tipos de interés reales que perciben los agentes económicos: en la medida en que los hogares y las empresas actualicen sus expectativas de inflación a largo plazo, un aumento de los tipos de interés nominales a largo plazo podría seguir siendo consistente con tipos reales más bajos y, por tanto, tener un efecto expansivo en el gasto. Por otro lado, si las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en los mercados financieros aumentan más que las de otros agentes económicos y esto se refleja en los precios de mercado, el incremento posterior de los costes de financiación en términos nominales se traduce en unos tipos reales más elevados para los hogares y para las empresas, lo que puede lastrar sus decisiones de gasto.

El modelo ECB-BASE puede utilizarse para efectuar un análisis de sensibilidad sobre las implicaciones macroeconómicas de un cambio exógeno ilustrativo en las expectativas de inflación a largo plazo. Suponiendo un incremento permanente de 0,1 puntos porcentuales de las expectativas de inflación a largo plazo, se contrastan tres modalidades de simulación en función de la percepción de una perturbación por parte de: i) todos los agentes; ii) todos los agentes (incluidas también las empresas de la primera modalidad), pero excluidos los hogares, o iii) solo el sector financiero⁸. El gráfico B presenta los resultados de la simulación para la producción, la inflación, la prima por plazo y el tipo de interés a largo plazo. En todos los casos, los mercados financieros están descontando el aumento de las expectativas de inflación y actualizan sus creencias sobre la senda futura de los tipos de interés a corto plazo. Como resultado, el impacto de los tipos de interés a largo plazo se incrementa en torno a 50 puntos básicos en los tres escenarios⁹. Más allá de esta primera etapa de la transmisión, la propagación macroeconómica depende fundamentalmente de las expectativas de los demás sectores.

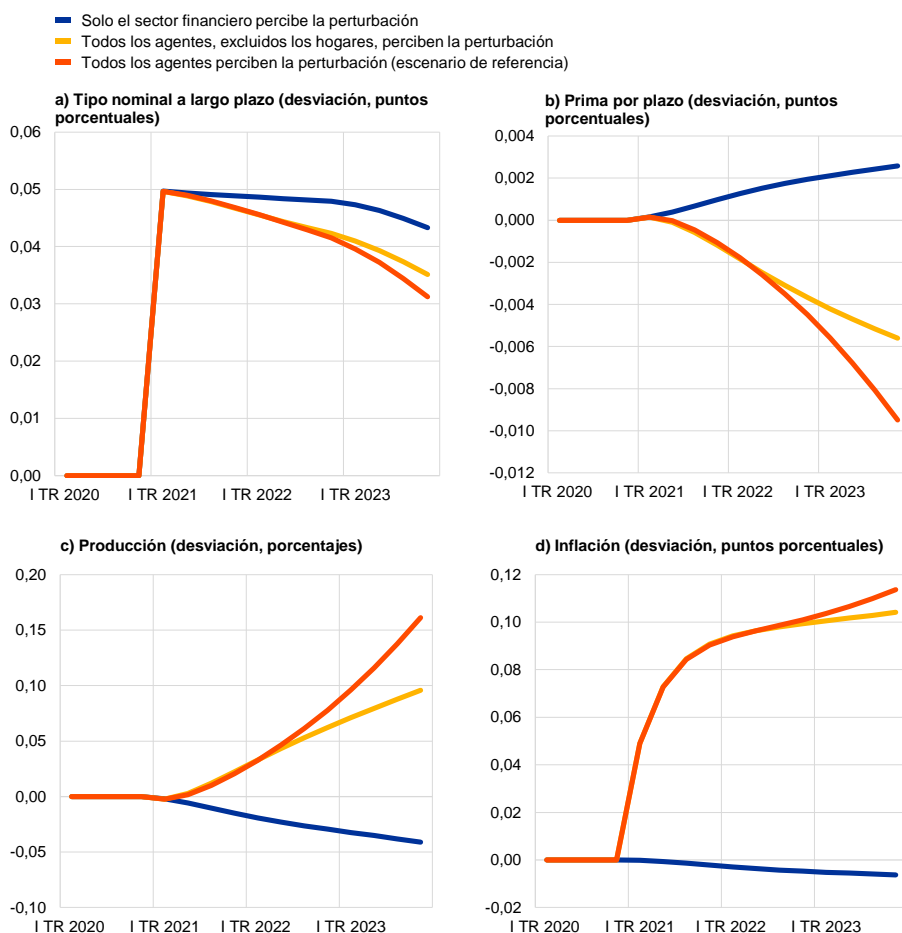
⁸ En el modelo, las expectativas de inflación a largo plazo desempeñan un rol fundamental en la percepción del objetivo de inflación. Esta percepción, junto con las dinámicas estimadas, componen las bases de las expectativas de inflación de los agentes. Por tanto, el cambio en el objetivo de inflación percibido afecta a las expectativas de inflación y, a través de la curva de Phillips y de otras ecuaciones de comportamiento que dependen de las expectativas, a la macroeconomía en general.

⁹ El supuesto utilizado en el análisis es un *kernel* de precios racional *ex ante* del tipo de interés medio a corto plazo esperado durante el horizonte contemplado. Esto implica que este tipo es consistente con los resultados de un escenario en el que todos los agentes adaptan sus expectativas.

Gráfico B

Implicaciones macrofinancieras de un incremento de las expectativas de inflación a largo plazo

(impacto de un incremento de 0,1 puntos porcentuales de las expectativas de inflación a largo plazo, por año)



Fuente: Cálculos del BCE basados en el modelo ECB-BASE.

Notas: En todas las simulaciones se supone que las expectativas de inflación a largo plazo aumentan 0,1 puntos porcentuales. La política monetaria y el tipo de cambio se mantienen sin variación. Los escenarios varían según cómo perciben la perturbación los distintos agentes. De color rojo: todos los agentes perciben la perturbación (escenario de referencia). De color amarillo: todos los agentes, excluidos los hogares, perciben la perturbación. De color azul: solo el sector financiero percibe la perturbación.

Cabe esperar que unas expectativas generalizadas de mayor inflación a largo plazo eleven las perspectivas de inflación de corto a medio plazo y que tengan un efecto expansivo sobre la actividad económica.

Si el cambio en las expectativas de inflación a largo plazo fuese comúnmente conocido por todos los sectores de la economía, los responsables de fijar los precios y los salarios tendrían en cuenta esas percepciones cuando toman decisiones, incrementando así las expectativas de inflación a corto plazo y, en definitiva, de la inflación observada. Es más, aunque los tipos de interés nominales a largo plazo aumenten (a pesar de que a corto plazo no varíen, dado que se supone que la política monetaria no reacciona), los tipos reales se reducen debido al incremento de las expectativas de inflación, lo que impulsa los gastos de capital de las empresas. La relajación de las condiciones de financiación en términos reales también repercute en los hogares, sobre todo a través de subidas de los precios de la vivienda y de aumentos de la riqueza, y

estimula la inversión residencial. En cambio, el canal de la renta real opera en la dirección opuesta para el consumo, ya que los hogares perciben una erosión de su renta real esperada. En conjunto, el efecto neto es expansivo al cabo de algunos trimestres y, transcurridos dos años, la producción total crece un 0,2 % por encima de la referencia. El estímulo económico corrobora entonces el incremento de la inflación a corto plazo y contribuye a la acumulación de presiones inflacionistas subyacentes: la inflación se sitúa 0,1 puntos porcentuales por encima de la referencia en el horizonte de simulación.

Si los hogares no perciben un aumento de las expectativas de inflación a largo plazo, el impacto positivo sobre la producción y la inflación es algo menos pronunciado. En la segunda simulación, los hogares no modifican sus expectativas de inflación cuando se forman expectativas sobre la renta permanente, la riqueza y los tipos de interés reales. En consecuencia, el endurecimiento de los tipos de interés nominales aplicados al crédito también se percibe en términos reales, lo que produce una caída de los precios de la vivienda y de la riqueza en comparación con la simulación anterior. La disminución de la riqueza y las expectativas sobre la renta permanente determinan el comportamiento del consumo durante el horizonte de simulación, lo que se traduce en un descenso del consumo y de la producción más acusado que en la simulación previa.

Suponiendo que los mercados financieros son el único segmento de la economía que descuentan aumentos de las expectativas de inflación a largo plazo, el endurecimiento asociado de las condiciones de financiación dificultaría las decisiones de gasto de las empresas y de los hogares, y evitaría la acumulación de presiones inflacionistas. El incremento de las expectativas de inflación a largo plazo se traduce en una subida de los tipos de interés a largo plazo. Sin embargo, la inflación y los salarios no crecen porque los responsables de fijar los precios y los salarios no internalizan las mayores expectativas de inflación a largo plazo. Los tipos de interés reales suben debido a que los hogares y las empresas no perciben el cambio en las expectativas de inflación a largo plazo, lo que lleva a una caída de la inversión y de la riqueza. El consumo disminuye como consecuencia del descenso de la riqueza y de la renta real, y el empeoramiento de las condiciones económicas esperadas se traduce en un aumento de la prima por plazo y de las primas de riesgo.

La evolución reciente de la inflación de la energía: el papel de los efectos base y de los impuestos

Ieva Rubene y Gerrit Koester

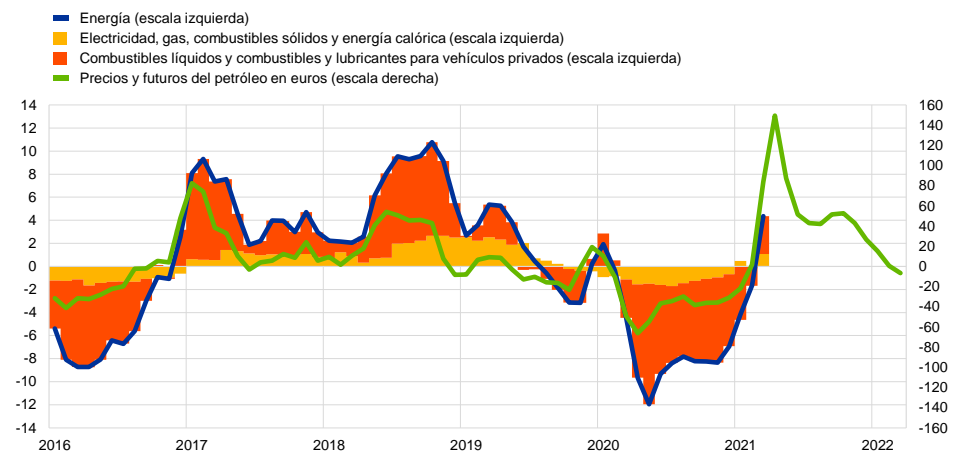
La evolución de los precios de la energía ha dado lugar a un repunte pronunciado de la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro en los últimos meses. En este recuadro se analizan los factores determinantes de la variación de 11 puntos porcentuales que experimentó la inflación del componente energético entre diciembre de 2020 y marzo de 2021 (que contribuyó con 1,1 puntos porcentuales a la variación correspondiente del IAPC general), centrandose especialmente la atención en los precios del petróleo, los efectos base y el impacto de los impuestos indirectos. Asimismo, se consideran las implicaciones de estos factores para las perspectivas.

Por lo general, el principal factor determinante de la inflación de la energía es el precio del petróleo. Ello refleja la traslación intensa e inmediata de las variaciones de los precios del crudo a los precios de los combustibles para transporte (gráfico A), mientras que el vínculo con los precios de la electricidad, el gas y otros componentes energéticos tiende a ser menos estrecho¹.

Gráfico A

Evolución de la inflación de los precios de la energía y del petróleo

(escala izquierda: tasas de variación interanual; escala derecha: tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Bloomberg, BCE y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde a marzo de 2021 (componentes de la inflación medida por el IAPC) y al 15 de abril de 2021 (precios del petróleo y tipo de cambio USD/EUR). La tasa de variación de los precios del petróleo se proyecta desde el 16 de abril de 2021 hasta marzo de 2022 utilizando los precios de los futuros del petróleo y el tipo de cambio USD/EUR con arreglo a la metodología empleada en los supuestos técnicos de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE.

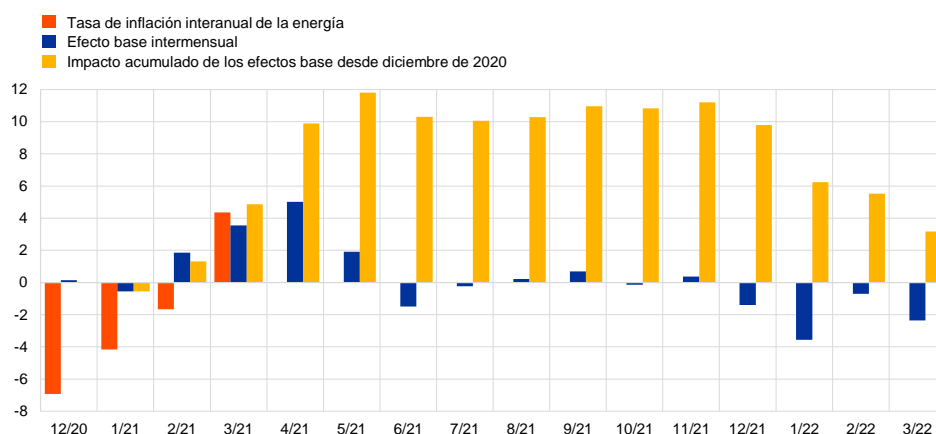
¹ Véanse Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, «Energy markets and the euro area macroeconomy», *Occasional Paper Series*, n.º 113, BCE, junio de 2010, en particular la sección titulada «The impact of energy prices on inflation», y el recuadro titulado «El papel de los precios de la energía en la inflación reciente desde la perspectiva de los distintos países», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2018.

La inflación de la energía se ha visto impulsada al alza tanto por las subidas recientes de los precios del petróleo como por los efectos base asociados al desplome de los precios de esta materia prima a principios de 2020. El desplome de las cotizaciones del crudo relacionado con el coronavirus (COVID-19) en la primavera de 2020 también provocó un descenso acusado de los precios de los combustibles para vehículos privados, que se plasmó en una disminución de la inflación del componente energético de la misma magnitud que la que se produjo durante la crisis financiera de 2009. Esta intensa caída está teniendo efectos base significativos en las tasas de variación interanual de los precios energéticos (publicados mensualmente) en la primavera de 2021. Un efecto base es el que se produce en la tasa de inflación interanual cuando el impacto de una variación intermensual inusualmente elevada registrada doce meses antes desaparece del índice². Como consecuencia de este efecto, aunque los precios del petróleo y de la energía se hubiesen mantenido en los reducidos niveles observados tras la irrupción de la pandemia, habrían seguido incidiendo al alza en las tasas de variación interanual en la primavera de 2021. Aproximadamente el 60 % del incremento total de 6 puntos porcentuales que experimentó la inflación de la energía entre febrero y marzo de 2021 (es decir, algo menos de 4 puntos porcentuales) es atribuible al efecto base alcista (gráfico B). En términos acumulados, estos efectos contribuyeron con unos 5 puntos porcentuales al avance de la inflación del componente energético entre diciembre de 2020 y marzo de 2021. Cabe esperar que esta contribución acumulada desde diciembre se duplique en abril hasta alcanzar los 10 puntos porcentuales (con una aportación de alrededor de 1 punto porcentual a la inflación general), un impacto que se dejará sentir en los datos durante la mayor parte del año.

Gráfico B

Impacto de los efectos base en la inflación de la energía

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los efectos base intermensuales muestran la contribución de dicho efecto a la variación de la tasa de inflación interanual de la energía de un mes al siguiente. El impacto acumulado de los efectos base se calcula sumando los efectos base intermensuales y siempre se muestra en relación con un mes de referencia concreto. Por ejemplo, el aumento de 10 puntos porcentuales de la inflación del componente energético en abril de 2021 con respecto a la tasa de inflación de diciembre de 2020 es atribuible a efectos base.

² Véanse los recuadros titulados «Base effects from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2014, y «El papel de los efectos de comparación de la energía en la evolución de la inflación a corto plazo», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2017.

El impacto de la fuerte subida de los precios del petróleo a partir de noviembre de 2020 se ha sumado a estos efectos base.

En concreto, el aumento intermensual que experimentaron los precios de la energía en enero de 2021 fue mayor de lo habitual y, por lo tanto, tendrá un efecto base a la baja en la tasa de variación de estos precios —previsiblemente de unos 4 puntos porcentuales—, en enero de 2022 (lo que llevaría a una disminución de alrededor de 0,4 puntos porcentuales de la inflación medida por el IAPC general con respecto a diciembre de 2021). El comportamiento de la inflación de la energía y la medida en la que se ajuste a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2021 para la zona del euro dependerán, naturalmente, de si los precios del petróleo se mueven en línea con el supuesto relativo a la trayectoria de los precios de los futuros del petróleo de estas proyecciones, así como de otros muchos factores que pueden afectar a los precios de la energía a lo largo del tiempo. Con todo, la magnitud de los efectos base en la tasa de inflación puede estimarse para el período de doce meses posterior utilizando la tasa más reciente disponible y proporcionar algunas indicaciones sobre posibles fluctuaciones amplias en una u otra dirección.

La aceleración de la inflación de la energía a principios de 2021 reflejó no solo la evolución de las cotizaciones del petróleo, sino también modificaciones de impuestos y otros recargos.

Esta evolución se asocia principalmente a la reversión, en enero, de la reducción del IVA aplicada anteriormente en Alemania, que también incidió de forma sustancial en la tasa de crecimiento de los precios de la energía de la zona del euro (gráfico C)³. Además, las medidas del Gobierno dirigidas reducir las emisiones de CO₂ influyeron en la dinámica de la inflación del componente energético de la zona a principios de 2021. Algunas de estas medidas fueron la introducción de certificados de emisiones de carbono en los sectores de transporte y de calefacción en Alemania —que impulsó al alza los precios de los productos de refino de petróleo y del gas— y una reducción del recargo para promover la producción de electricidad verde, con un impacto a la baja en los precios de la electricidad. En conjunto, las medidas aplicadas en Alemania incrementaron en unos 0,8 puntos porcentuales la tasa de variación interanual de los precios de la energía en la zona del euro a partir de enero de 2021 (gráfico C). El efecto alcista del IVA y de las medidas del Gobierno relacionadas con el medio ambiente permanecerá en los datos sobre la inflación del componente energético en 2021, pero posteriormente desaparecerá de las tasas de variación interanual y reforzará el impacto a la baja de los efectos base asociados a los precios del petróleo a principios de 2022. No obstante, en comparación con el impacto de los precios del petróleo, estos cambios impositivos y las medidas del Gobierno solo han influido de manera muy limitada en la evolución de la inflación del componente energético del IAPC de la zona del euro⁴.

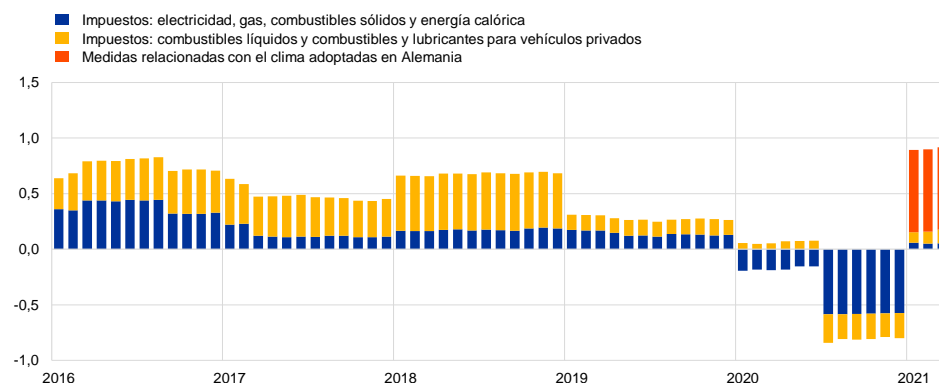
³ Véase también el recuadro titulado «El papel de los impuestos indirectos en la inflación de la zona del euro y sus perspectivas», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

⁴ Estas modificaciones de los impuestos, de los recargos u otras medidas de los Gobiernos, como cambios en los tipos impositivos relativos que gravan distintas fuentes de energía para incentivar el consumo de energías alternativas, pueden presionar al alza la inflación de la energía en la zona del euro a medio y a largo plazo, sobre todo si los países que la integran empiezan a aplicarlos con mayor frecuencia con el fin de alcanzar objetivos ambiciosos de reducción de las emisiones.

Gráfico C

Impacto de los impuestos indirectos y de las principales medidas recientes relacionadas con el clima en la inflación de la energía de la zona del euro

(contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE, Deutsche Bundesbank y cálculos del BCE.

Notas: El impacto de las variaciones de los impuestos indirectos se calcula como la diferencia entre la inflación del componente energético del IAPC y la inflación del componente energético del IAPC a impuestos constantes, bajo el supuesto de una traslación completa e inmediata de los impuestos indirectos. «Medidas relacionadas con el clima adoptadas en Alemania» se refiere al efecto estimado de la introducción de los certificados de emisiones de carbono en los sectores de transporte y de calefacción en Alemania y al de la reducción del recargo para incentivar la producción de electricidad verde, como se señala en «[Outlook for the German economy 2021 to 2023](#)», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, diciembre de 2020. La introducción de estos certificados para los combustibles de transporte y el gas, y la reducción del recargo mencionada no se clasifican como medidas relacionadas con los impuestos indirectos en el marco del IAPC.

En las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2021, la inflación del componente energético influyó notablemente en la previsión de que la inflación medida por el IAPC aumentará de forma temporal en 2021 y de que se reducirá a principios de 2022. Gran parte de esta influencia ya se puede medir cuantitativamente si se tienen en cuenta los efectos base, los impactos transitorios de las modificaciones de impuestos, las medidas relacionadas con el clima adoptadas en Alemania y los precios actuales de los futuros del petróleo⁵.

⁵ Gran parte de los efectos alcistas de las medidas relacionadas con el clima adoptadas en Alemania desaparecerán de las tasas de inflación interanual del componente energético a principios de 2022. Los precios de los certificados de emisiones de carbono se incrementarán solo de forma moderada en 2022, y las reducciones que se están aplicando actualmente a los precios de la electricidad amortiguarán el impacto sobre la inflación general de la energía en 2022. Para más detalles, véase «[Outlook for the German economy 2021 to 2023](#)», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, diciembre de 2020.

Artículos

1 La debilidad de la demanda de importaciones del Reino Unido tras el referéndum y los riesgos de su balanza de pagos para la zona del euro

Valerie Jarvis y Tobias Schuler¹

Introducción

El referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea (UE) celebrado en 2016 ha marcado el rumbo del cambio más trascendental en décadas en las relaciones entre este país y sus principales socios comerciales. Desde la perspectiva del BCE, el interés primordial es entender el probable impacto de la retirada del Reino Unido de la UE sobre el comercio, ya que este país ha sido uno de los mercados de exportación más importantes para la zona del euro durante mucho tiempo.

En este artículo se examina la evolución de la demanda de importaciones y de la balanza de pagos del Reino Unido desde el referéndum, con el fin de determinar las probable consecuencias para la demanda externa de la zona del euro². El artículo se centra en las primeras percepciones sobre los factores que han afectado a las importaciones del Reino Unido en el período transcurrido desde el referéndum hasta el inicio de la pandemia de coronavirus (COVID-19). La retirada de este país de la UE podría generar algunas interrupciones en el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro en los próximos años en caso, por ejemplo, de que la demanda de importaciones del Reino Unido se reduzca o se desvíe como consecuencia del Brexit.

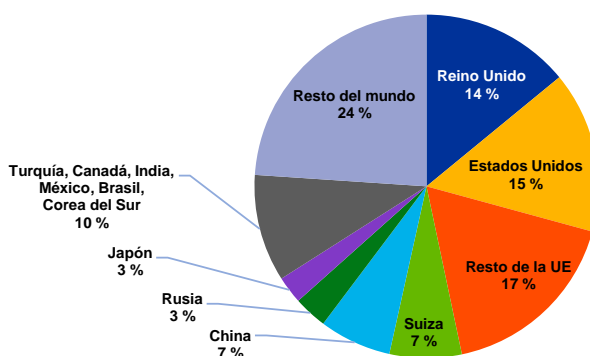
El Reino Unido ha sido un importante socio comercial de la zona del euro durante mucho tiempo y supuso alrededor del 14 % de la demanda externa de la zona en el período 2016-2018 (gráfico 1). Hasta mediados de la década de 2010, cuando las elecciones generales de 2015 allanaron el camino para la celebración del referéndum, el Reino Unido había sido el principal socio comercial de la zona del euro, incluso por delante de Estados Unidos. La evolución de la demanda externa es un determinante fundamental del crecimiento del PIB de la zona del euro, ya que las importaciones y exportaciones de bienes y servicios con países de fuera de la zona del euro representan aproximadamente la mitad del PIB de la zona.

¹ Los autores agradecen a Florian Forsthuber su ayuda en relación con los datos y a Andrejs Semjonovs (actualmente en el Latvijas Banka) su contribución temprana.

² El artículo se centra en el impacto sobre la demanda externa de la zona del euro. Por motivos de disponibilidad de datos, en caso necesario se hace referencia a cifras de la UE.

Gráfico 1 Destinos de las exportaciones de la zona del euro

(porcentaje de exportaciones de bienes y servicios, media 2016-2018)

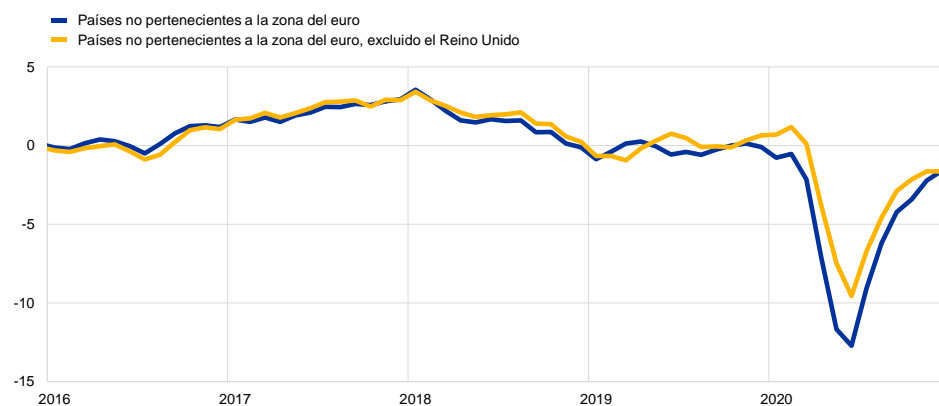


Fuente: Cálculos del BCE.

Desde el referéndum de 2016, el peso del Reino Unido en la demanda externa de la zona del euro se ha reducido ligeramente, lo que refleja, sobre todo, una desaceleración notable del crecimiento de sus importaciones de la UE y, en consecuencia, un freno considerable para las exportaciones de la zona del euro (gráfico 2). La sustancial disminución del crecimiento de la demanda británica de importaciones observada desde finales de 2017 ha provocado una mayor ralentización del avance de la demanda externa de los países no pertenecientes a la zona del euro, lo que ha afectado al crecimiento de las exportaciones de la zona. Además, las incertidumbres relacionadas con las diversas fechas fijadas para el Brexit durante gran parte de 2019 y 2020 generaron una elevada volatilidad trimestral en el componente de la demanda externa de la zona del euro relativo al Reino Unido.

Gráfico 2 Exportaciones de la zona del euro a países no pertenecientes a la zona

(tasas de variación interanual de medias móviles de tres meses, datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Exportaciones de bienes y servicios. La última observación corresponde a diciembre de 2020.

Conclusiones

Existe una incertidumbre considerable acerca de las consecuencias a largo plazo del Brexit, tanto para el comercio del Reino Unido como para la demanda externa de la zona del euro. Las importantes distorsiones en los patrones de comercio del Reino Unido —causadas por la acumulación de existencias relacionada con el Brexit y también por las disrupciones en las cadenas de suministro inducidas por la pandemia a lo largo de 2020— han hecho difícil distinguir las señales incipientes de tendencias a largo plazo. Con todo, desde la celebración del referéndum se han hecho patentes algunas indicaciones de debilitamiento de la demanda de importaciones de bienes de la UE, que podría ser consecuencia, en parte, de la acusada depreciación de la libra esterlina. Los datos sectoriales sobre importaciones proporcionan evidencia de que el Brexit ya está afectando con intensidad a algunos sectores, sobre todo al del automóvil y al farmacéutico, lo que podría haber incidido en la demanda británica de importaciones desde países de la UE —incluso antes de cualquier cambio importante en el plano comercial hasta el final de 2020—. Es asimismo probable que la sostenibilidad del déficit comercial con la UE/zona del euro también dependa, hasta cierto punto, de que la cuenta financiera del Reino Unido registre entradas netas positivas y constantes. En última instancia, el impacto sobre la demanda externa y el crecimiento de la zona del euro estará condicionado por la medida en la que el Reino Unido pueda prescindir de los proveedores de la zona en el largo plazo, así como por la medida en la que la zona del euro pueda establecer redes alternativas (y quizás internas) para prestar los servicios que en el pasado se suministraban desde el Reino Unido.

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

2 El papel de los hogares en la financiación de la deuda pública de la zona del euro

Jeanne Pavot y Vilém Valenta

Introducción

La pandemia de coronavirus (COVID-19) ha reavivado el interés en el modo en que los Gobiernos financian su gasto hasta un punto que no se observaba desde la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana en la zona del euro del período 2008-2012. Crisis económicas tan profundas requieren que los Gobiernos decidan en qué medida los costes relacionados con ellas deberían financiarse recortando el gasto en otras partidas presupuestarias, aumentando los ingresos o contrayendo deuda adicional. Al mismo tiempo, el incremento de la deuda pública plantea dudas sobre la estrategia de financiación óptima en términos de instrumentos y plazos, pero también de la base inversora.

La composición de la deuda pública tiene importantes implicaciones financieras y para la política económica. La literatura reciente ha señalado que la estructura de la deuda pública por titular puede aportar información sobre aspectos como la diversificación de riesgos en las emisiones de este tipo de deuda. También influye en la fuerza del nexo entre emisores soberanos y entidades de crédito, y en la estabilidad financiera general, en la probabilidad y la eficacia de la reestructuración de la deuda soberana, en la desigualdad de las rentas y en el tamaño de los multiplicadores fiscales (sección 2).

Con este trasfondo, el artículo presenta en primer lugar una descripción general de la evolución de la estructura de la deuda pública, por titular, en los países de la zona del euro desde 1995. La literatura sobre la composición de la deuda pública se ha centrado tradicionalmente en diferenciar la proporción de deuda en manos de residentes y de no residentes, y ha puesto menos énfasis en estudiar una desagregación más detallada por titulares residentes. En este artículo se analizan datos más granulares sobre la deuda pública en poder de residentes, con el fin de evaluar el papel de los agentes distintos de las entidades de crédito en la intermediación financiera, así como los efectos de las compras de valores públicos por parte del Eurosistema en la composición de la deuda pública por sector institucional (sección 3).

A continuación, el artículo aborda con más detalle la estructura de la deuda pública en manos de residentes, centrándose especialmente en el sector hogares. Ante el aumento del nivel de deuda pública y del peso de la deuda en poder de residentes, es cada vez más pertinente analizar su composición por sector institucional, incluyendo el papel de los hogares como proveedores de ahorro. Para que el estudio tenga fundamento, hay que considerar no solo el tamaño de las participaciones directas de los hogares, sino también el de sus participaciones indirectas a través de fondos de inversión, empresas de seguros y fondos de

pensiones. El objetivo del artículo no es ofrecer una panorámica completa ni una evaluación normativa de los titulares reales de la deuda pública, sino un análisis fáctico del tamaño y de la evolución de las tenencias de deuda pública de los hogares en la zona del euro, también en comparación con algunas economías avanzadas (sección 4). El análisis de los países de la zona del euro se basa en el desglose de las cuentas del sector financiero —es decir, los datos de las «relaciones de financiación entre sectores»— publicadas por el BCE y los países de la zona del euro. Hay disponibles conjuntos de datos similares también para otros Estados miembros de la UE y otras economías avanzadas.

Conclusiones

La estructura de la deuda pública por titular ha evolucionado a lo largo de las dos últimas décadas, debido a la integración financiera, a las crisis económicas y a las políticas públicas. En las primeras fases de la UEM, la creciente integración financiera dio lugar a un aumento de las tenencias transfronterizas de deuda pública. Como consecuencia de la crisis financiera global y de la crisis de deuda soberana en la zona del euro, la inversión de cartera en valores de países de la zona del euro que se percibía que atravesaban dificultades disminuyó significativamente, lo que amplificó las espirales adversas entre los emisores soberanos y las entidades de crédito, ya que la salud financiera de ambos está interrelacionada. La importancia de otras instituciones financieras en la financiación de la deuda pública también ha crecido con el tiempo, pues los cambios estructurales e institucionales (por ejemplo, el envejecimiento de la población y el establecimiento de sistemas de pensiones de capitalización) han ayudado a incrementar la inversión en productos de pensiones y de seguros de vida. Por último, las compras de valores públicos por parte del Eurosistema han contribuido a reducir el peso de las tenencias de deuda pública por parte de no residentes y de entidades de crédito, una tendencia que comenzó en 2015.

El peso de las tenencias directas e indirectas de deuda pública por parte de los hogares es significativo y también ha evolucionado. La proporción de deuda pública directamente en manos de los hogares es relativamente reducida en la zona del euro en su conjunto (2 % en el tercer trimestre de 2020), pero es más elevada en algunos países que la integran y en otras economías avanzadas, lo que refleja, en particular, las diferencias institucionales y las políticas de oferta (por ejemplo, la emisión de instrumentos de ahorro para inversores minoristas o productos de inversión específicos para familias). Sin embargo, el papel de los hogares en la financiación de la deuda pública va más allá de las tenencias directas. Si se consideran las tenencias indirectas a través de fondos de inversión y de empresas de seguros y fondos de pensiones, dicho papel es más relevante en la mayoría de los países de la zona del euro (casi el 16 % en el tercer trimestre de 2020).

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

Ioana Duca-Radu y Sara Testi³⁵

Introducción

Los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) suelen necesitar volúmenes elevados de liquidez para la liquidación bruta de los pagos³⁶. Al mismo tiempo, este tipo de liquidación³⁷ beneficia al sistema de pagos, ya que reduce el riesgo de crédito³⁸ y, más en general, el riesgo sistémico. Por estos motivos, TARGET2³⁹ —el SLBTR del Eurosistema que procesa pagos en euros en dinero de banco central— se utiliza para la liquidación bruta de los pagos. Para que los participantes puedan optimizar el uso de la liquidez y reducir sus necesidades de este recurso, TARGET2 ofrece una serie de funcionalidades, denominadas «mecanismos de ahorro de liquidez»⁴⁰. Además, cuando los participantes en TARGET2 no disponen de suficiente liquidez en sus cuentas, pueden utilizar la línea de crédito intradía (ICL, por sus siglas en inglés), que el Eurosistema ofrece, sin intereses, a cambio de activos de garantía admitidos.

Los participantes en TARGET2 también pueden contribuir a optimizar su uso de la liquidez gestionando activamente su liquidez intradía. Al coordinar los pagos recibidos y los pagos efectuados, estos participantes pueden limitar sus necesidades de liquidez y hacer un uso más eficiente de sus recursos de liquidez. Los participantes en los sistemas de pago pueden recurrir a tres fuentes de liquidez para financiar sus pagos: i) los pagos recibidos, es decir, los flujos recibidos de otros participantes; ii) los saldos positivos disponibles en sus cuentas, denominados «reservas en el banco central», y iii) la liquidez adicional a la que se puede acceder a través de la línea de crédito intradía.

³⁵ Las autoras de este artículo son miembros de uno de los grupos de usuarios con acceso a datos de TARGET2, de conformidad con el artículo 1, apartado 2, de la Decisión BCE/2010/9 del Banco Central Europeo, de 29 de julio de 2010, sobre el acceso a ciertos datos de TARGET2 y su utilización. El BCE, el Consejo de Infraestructuras de Mercado y el Comité de Infraestructuras de Mercado y Pagos han verificado que este artículo se ajusta a las normas para garantizar la confidencialidad de los datos de operaciones establecidas por el Consejo de Infraestructuras de Mercado, con arreglo al artículo 1, apartado 4, de la decisión del BCE mencionada anteriormente.

³⁶ Una característica adicional de los SLBTR es la liquidación continua, es decir, en tiempo real, de los pagos. En cuanto el pago se liquida pasa a ser final e irrevocable, por lo que el receptor puede reutilizar la liquidez de manera inmediata.

³⁷ Para efectuar la liquidación bruta de un pago, es decir, individualmente, la cuenta de adeudo, esto es, la cuenta del emisor del pago, debe tener liquidez suficiente.

³⁸ El riesgo de crédito es el riesgo de que una contraparte, ya sea un participante u otra entidad, no pueda cumplir plenamente sus obligaciones financieras a su vencimiento o en algún momento en el futuro.

³⁹ Para más detalles sobre TARGET2, su funcionamiento y su importancia para las entidades de crédito de la zona del euro, véase el artículo titulado «Liquidity distribution and settlement in TARGET2», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

⁴⁰ Por ejemplo, un mecanismo de ahorro de liquidez conocido es el algoritmo de compensación multilateral que casa y compensa pagos entre varios participantes, reduciendo así sus necesidades de liquidez.

El uso de las diversas fuentes de liquidez difiere de unos participantes a otros, y también puede variar en función de factores exógenos, como las decisiones de política monetaria. Los tipos de interés fijados por el banco central pueden influir en el coste de las fuentes de liquidez y, en particular, en el de las reservas en el banco central, ya que mantener liquidez en la cuenta puede conllevar un coste de oportunidad por no colocarla en el mercado interbancario. Asimismo, el crédito intradía, o cualquier aportación de garantías al Eurosistema, entraña el coste de oportunidad de tener que comprometer activos de garantía admisibles con esta finalidad. El uso de los pagos recibidos es la fuente de liquidez más barata, ya que no tiene ningún coste. Las medidas adoptadas por el banco central que inciden en el nivel de las reservas en el banco central también son un factor importante. Cuando estas reservas⁴¹ aumentan de forma significativa, la necesidad de que los participantes sincronicen sus pagos es menor. Este es el caso de las entidades de crédito de la zona del euro actualmente, debido a los diversos instrumentos de política monetaria desplegados por el Eurosistema⁴² para mantener la estabilidad de precios en un entorno de debilidad prolongada de la inflación.

En este artículo se estudia cómo se ha utilizado la liquidez en TARGET2 desde junio de 2008. A los efectos de este artículo, el uso de la liquidez es una expresión empleada en sentido amplio que engloba todos los aspectos que pueden reflejar la eficiencia en la utilización de las fuentes de liquidez por parte de los participantes. El análisis de estos aspectos puede ayudar a comprender las implicaciones de los elevados niveles de reservas en el banco central disponibles en TARGET2 para la liquidación fluida de los pagos y cómo este tipo de régimen ha modificado el comportamiento de las entidades de crédito al liquidar pagos en TARGET2.

El resto del artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se presentan algunas consideraciones generales sobre el uso de la liquidez a lo largo del tiempo. La sección 3 se centra en las particularidades de las entidades de crédito al gestionar su liquidez intradía y en el impacto de las decisiones de política monetaria en dicha gestión. Por último, en la sección 4 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

El uso de la liquidez en TARGET2 ha cambiado de manera considerable desde 2008, principalmente como consecuencia del nivel de reservas en el banco central disponibles en el sistema. La velocidad de circulación de la liquidez en TARGET2 ha disminuido a lo largo del tiempo, en particular cuando el volumen de reservas en el banco central aumentó durante la crisis de deuda soberana y, después, cuando se introdujo el APP, así como, más recientemente, con el estímulo

⁴¹ En TARGET2, las reservas en el banco central disponibles en las cuentas de los participantes en este sistema pueden utilizarse íntegramente para liquidar pagos, es decir, no se establece ninguna distinción entre el uso de las reservas mínimas y del exceso de reservas. Las exigencias de reservas mínimas deben cumplirse durante el período de mantenimiento.

⁴² Por ejemplo, el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), las tres series de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) y, más recientemente, la puesta en marcha del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) para contrarrestar el impacto a la baja de la pandemia sobre la senda de inflación proyectada.

adicional proporcionado en el contexto de la pandemia de COVID-19. Sin duda, la velocidad de circulación de la liquidez fluctúa en función del volumen de reservas en el banco central disponibles en el sistema, dado que, cuando los niveles de reservas son mayores, las entidades de crédito suelen utilizar más liquidez para liquidar pagos, aunque se podría liquidar un volumen de pagos similar incluso si las reservas disponibles fueran inferiores. Esto se podría conseguir si, por ejemplo, las entidades sincronizaran los pagos recibidos y los pagos efectuados de forma más eficiente, o si recurrieran en mayor medida a la línea de crédito intradía. Sin embargo, la liquidez empleada para efectuar pagos ha crecido a un ritmo menor que la liquidez disponible, lo que se ha traducido en un volumen sustancial de reservas en el banco central disponibles en las cuentas de TARGET2 que actualmente no se están usando de forma activa para liquidar pagos.

Aunque la mayoría de los pagos procesados en TARGET2 se financian con la liquidez disponible en el saldo en cuenta, la interrelación entre las distintas fuentes de financiación varía con el tiempo, y en función de los países y las características de las entidades de crédito. En promedio, durante todo el período analizado, los participantes en TARGET2 financiaron el 73 % de sus pagos con la liquidez disponible en el saldo en su cuenta, el 18,8 % con los pagos recibidos y el 8,1 % utilizando crédito intradía. Al aumentar las reservas en el banco central, una proporción más elevada de los pagos efectuados se liquidaron empleando el saldo en cuenta, lo que respalda en mayor medida la argumentación anterior que explica la disminución de la velocidad de circulación de la liquidez en TARGET2. El uso de la liquidez varía no solo en función del nivel de reservas en el banco central disponibles, sino también de las características de las entidades de crédito. Las entidades más pequeñas tienen mayores dificultades para coordinar los pagos recibidos y los pagos efectuados, lo que puede deberse a una menor actividad en TARGET2 y a un número más reducido de interrelaciones. Al mismo tiempo, los bancos de mayor tamaño, como las entidades de importancia sistémica mundial y la banca corporativa, utilizan más la línea de crédito intradía, ya que se benefician de un conjunto más amplio de activos de garantía. Además, las prácticas de gestión de la liquidez intradía difieren considerablemente entre las distintas comunidades bancarias nacionales de la zona del euro.

Un análisis de panel a nivel de entidad permite cuantificar el efecto de las decisiones de política monetaria y de las características de los participantes en el uso de la liquidez en TARGET2. La disponibilidad de niveles más altos de reservas en el banco central comporta una menor reutilización de la liquidez recibida y un mayor uso del saldo en cuenta. El análisis de panel muestra que, desde 2015, la reutilización de los pagos recibidos disminuyó, en promedio, 5,8 puntos porcentuales, mientras que el uso del saldo en cuenta para liquidar pagos aumentó, de media, 8 puntos porcentuales. Asimismo, la utilización del crédito intradía descendió 2,2 puntos porcentuales. En general, se considera que un menor recurso al crédito intradía en TARGET2 reduce el riesgo de liquidez para los participantes y la probabilidad de que la facilidad marginal de crédito se use al final del día, ya que supone un coste para estos. Por otra parte, un aumento de los tipos de interés oficiales se asocia con un aumento de la reutilización de los pagos y un menor recurso al saldo en cuenta. Más en concreto, el incremento del coste de las reservas

en el banco central anima a las entidades de crédito a gestionar más activamente su liquidez intradía recurriendo a fuentes de financiación de los pagos alternativas al saldo en cuenta. Con respecto a los participantes, lo que marca la diferencia en la capacidad para sincronizar mejor los pagos es el tamaño de su red y el volumen de pagos que liquidan, que ofrecen más oportunidades para reutilizar la liquidez.

En conclusión, con el aumento de las reservas en el banco central ha disminuido la eficiencia en el uso de la liquidez en TARGET2, ya que las entidades de crédito tienen menos incentivos para gestionar activamente su liquidez intradía. Esto es lógico, puesto que la necesidad de sincronizar pagos o de recurrir al crédito intradía por parte de las entidades se ha reducido como consecuencia del aumento de los saldos en cuenta y del bajo coste de oportunidad, así como de las menores oportunidades para utilizarlos con otras finalidades. Sin embargo, la evidencia histórica muestra que, cuando los niveles de reservas en el banco central eran más bajos, los participantes lograron hacer un uso más eficiente de su liquidez. Así pues, si estas reservas disminuyen, es probable que los participantes sean capaces de retornar a una gestión más activa de la liquidez intradía, contribuyendo de este modo a mantener una liquidación fluida de los pagos en TARGET2.

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

© Banco Central Europeo, 2021

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 21 de abril de 2021.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica), QB-BP-21-003-ES-N (edición electrónica)