

## INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



## 1 PRINCIPALES MENSAJES

**La economía mundial ha mantenido un dinamismo elevado en los meses de verano.** No obstante, la fortaleza de la actividad ha sido más acentuada, en general, entre las economías avanzadas que entre las emergentes. Ello se explica, principalmente, porque los mayores progresos en el proceso de vacunación en el primer grupo de países han permitido que la evolución de la pandemia fuera comparativamente más favorable y, por tanto, que la severidad de las medidas de contención frente a ella fuera menor.

**Más recientemente, han comenzado a advertirse algunas señales tentativas de cierta desaceleración.** A partir de los elevados niveles alcanzados previamente, los últimos datos de los indicadores de sentimiento económico han mostrado algunos descensos. Posiblemente, esta evolución está vinculada a la aparente intensificación de las dificultades observadas, a escala global, para que la oferta de ciertos bienes intermedios pueda satisfacer la totalidad de la demanda de ellos. Este factor podría contribuir a explicar también la ligera pérdida de dinamismo observada en el comercio mundial. Entre los países en los que los indicios de moderación del crecimiento han sido más visibles se incluyen Estados Unidos y China, las dos economías de mayor tamaño.

**Las presiones inflacionistas observadas a escala global parecen tener una naturaleza predominantemente transitoria.** Los cuellos de botella en la oferta han contribuido al aumento de los costes de producción, si bien es cierto que, en los últimos meses, se han frenado las alzas de los precios del petróleo e incluso han tendido a revertir, en cierta medida, las de algunos metales. De cara al futuro, cabe esperar, a tenor de la evidencia histórica disponible, que este fenómeno inflacionista tenga un carácter transitorio. Pero no puede descartarse una mayor persistencia en función del grado de traslación, por parte de las empresas, de los aumentos de los costes a sus precios finales, y, por parte de los trabajadores, de estos incrementos de precios a sus demandas salariales. Por lo que respecta a este último canal de transmisión, uno de los factores de los que dependerá, posiblemente, la magnitud de los efectos del repunte inflacionista sobre las retribuciones de los trabajadores del sector privado será el efecto de señalización que puedan ejercer sobre ellas los incrementos acordados para los importes de las pensiones y los salarios públicos. Estas consideraciones hacen que la incertidumbre sobre el comportamiento de la inflación a escala global sea inusualmente elevada.

**En el área del euro, la expansión de la actividad ha continuado en los meses estivales.** El incremento de la proporción de población vacunada ha permitido que, aunque el ritmo de aumento de los contagios haya sido relativamente alto, sus consecuencias en términos de hospitalizaciones y fallecimientos hayan sido

**PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)**

	2020	2020				2021		
		I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Contabilidad Nacional								
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria								
Producto interior bruto	-10,8	-5,4	-17,8	17,1	0,0	-0,4	2,8	2,7
Contribución de la demanda nacional (b)	-8,8	-4,2	-15,8	15,7	0,3	-0,3	3,5	2,2
Contribución de la demanda exterior neta (b)	-2,0	-1,2	-2,0	1,3	-0,3	-0,1	-0,7	0,5
Tasas de variación interanual								
Empleo horas trabajadas	-10,4	-4,3	-25,0	-6,4	-6,1	-3,6	28,8	5,5
Indicadores de precios								
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	0,7	-0,6	-0,6	-0,8	0,5	2,3	3,1
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	0,5	1,2	0,9	0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,6

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 14 de septiembre de 2021. Las celdas sombreadas en gris son proyecciones del Banco de España.

b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

menores que en el pasado. Ante estos desarrollos, las autoridades han optado mayoritariamente por evitar la reintroducción de restricciones adicionales, lo que ha favorecido la recuperación de la actividad en las ramas de servicios. Además, la continuación del dinamismo económico se ha visto favorecida por el mantenimiento de condiciones favorables de financiación de los agentes tanto privados como públicos. Por el contrario, la escasez de algunos consumos intermedios ha limitado el comportamiento expansivo del sector manufacturero<sup>1</sup>.

**Las proyecciones macroeconómicas más recientes del personal del BCE prevén una continuación de la recuperación en el medio plazo<sup>2</sup>.** En concreto, tras crecer un 5 % en 2021, el PIB avanzaría un 4,6 % y un 2,1 % en los dos años siguientes. Bajo este escenario, el producto del área del euro considerada en su conjunto podría alcanzar su nivel precrisis hacia el final de este ejercicio y superarlo en algo más de 5 puntos porcentuales (pp) al final de 2023.

**Al igual que a escala global, el significativo repunte experimentado por la inflación del área del euro hasta agosto debería tener, en principio, una naturaleza fundamentalmente pasajera.** Los factores que, de forma transitoria, han impulsado el alza de la inflación deberían debilitarse en el curso de 2022. Por

1 Véase el recuadro 3, «Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro», de este Boletín.

2 Véanse las proyecciones macroeconómicas para el área del euro elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2021.

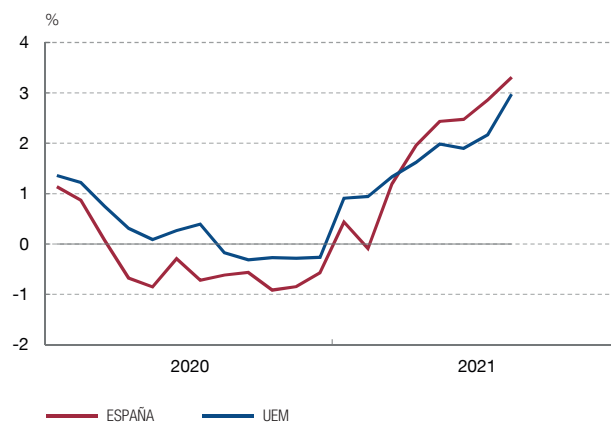
## LA ACTIVIDAD ECONÓMICA HABRÍA MANTENIDO EN EL TERCER TRIMESTRE UN DINAMISMO SIMILAR AL OBSERVADO EN EL SEGUNDO (a)

La reducción de la probabilidad de infección y la menor gravedad de los casos de COVID-19 entre la población vacunada han permitido una relajación adicional de las medidas de contención, lo que ha favorecido una prolongación de la fase de elevado dinamismo observada en la primavera, sobre todo en las ramas de servicios más afectadas por las limitaciones. El IAPC ha seguido repuntando, si bien el aumento de la inflación tiene, en principio, una naturaleza predominantemente transitoria.

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO (b)



2 ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas de variación intertrimestral sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB, y tasas de variación interanual sobre las series originales en el del índice de precios de consumo.  
 b Los datos del tercer trimestre son proyecciones del Banco de España.

esta razón, aunque la tasa de inflación proyectada ahora por el personal del BCE, en promedio, en 2023 es algo mayor que hace tres meses, la cuantía de la revisión ha sido modesta, de una décima, hasta el 1,5 %, y, por tanto, claramente por debajo del nuevo objetivo de la política monetaria para el medio plazo, fijado tras el anuncio del Consejo de Gobierno del 8 de julio en el 2 %<sup>3</sup>. No obstante, como en otras áreas geográficas, no se puede descartar de forma plena la posibilidad de que el repunte actual de la inflación tenga un mayor grado de persistencia<sup>4</sup>.

**Las perspectivas inflacionistas del escenario central condujeron al Consejo de Gobierno del BCE a conservar el tono altamente expansivo de su política monetaria en su reunión del 9 de septiembre.** Las proyecciones de actividad e inflación que se han descrito descansan sobre el mantenimiento de condiciones de financiación favorables para los agentes privados y públicos del área. Con este trasfondo, el Consejo de Gobierno confirmó el mantenimiento del conjunto de las medidas desplegadas, con un ligero ajuste a la baja del volumen de compras

3 Véase el recuadro 4, «La revisión de la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo», de este Boletín.

4 El recuadro 7, «Los factores detrás del reciente incremento de la inflación en España», de este Boletín contiene, para el caso concreto de nuestro país, una discusión cualitativa de los distintos factores que han determinado la evolución reciente de los precios de consumo.

realizadas en el marco del Programa de Compras de Emergencia para la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), acorde con el objetivo de mantener condiciones favorables de financiación.

**La economía española podría crecer en el tercer trimestre a una tasa similar a la observada en el trimestre anterior.** Así se desprende de la información coyuntural disponible y, en particular, del análisis de la evolución de la afiliación efectiva y de los resultados de la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)<sup>5</sup>. En concreto, se estima que la tasa intertrimestral de avance del PIB podría haber sido del 2,7 %. Como viene ocurriendo desde el inicio de la pandemia, estos cálculos están sometidos a una incertidumbre considerable, que se deriva del debilitamiento de la relación histórica entre los indicadores coyunturales y el producto de la economía, en un contexto en el que el comportamiento de los agentes económicos ha ido adaptándose progresivamente a las medidas de contención de la crisis sanitaria, de modo que estas han supuesto un obstáculo cada vez menor a la actividad. Una importante fuente adicional de incertidumbre en el caso concreto de este verano viene dada por la limitada información disponible referida a la evolución de los flujos turísticos más allá del mes de julio<sup>6</sup>.

**Las circunstancias actuales son proclives a una prolongación de la evolución favorable de la actividad en el corto plazo.** La mejora del mercado de trabajo ha seguido siendo notable, particularmente en las ramas de actividad más afectadas por la pandemia. El consiguiente fortalecimiento de las rentas, junto con la disminución de la incertidumbre acerca de la evolución de la enfermedad, está apoyando el dinamismo del gasto de los hogares, especialmente en servicios. De cara al futuro, este componente de demanda podría seguir mostrando una notable pujanza, en función del destino que los consumidores decidan dar a la bolsa de ahorro acumulada desde el inicio de la pandemia. En la dirección opuesta, el encarecimiento reciente de la cesta de bienes y servicios de consumo tenderá a comprimir el poder de compra de las rentas de los hogares. Además, el crecimiento de la actividad podría verse entorpecido en los próximos trimestres por la prolongación en el tiempo de las limitaciones de oferta que, como se ha apuntado, aquejan especialmente a algunos procesos productivos.

**Las proyecciones macroeconómicas para la economía española más recientes contemplan una prolongación de la actual fase de recuperación de la actividad<sup>7</sup>.** La tasa media de crecimiento del PIB se situaría en el 6,3 %, 5,9 % y 2 % en cada uno de los tres años del período 2021-2023. Entre los factores sobre los que se sustentan estas perspectivas favorables destaca el continuado apoyo de las

5 Véase «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: septiembre de 2021», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.

6 Véase el recuadro 6, «Evolución reciente del turismo extranjero en España», de este Boletín.

7 Véase el recuadro 1, «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2023)», de este Boletín.

	PRINCIPALES DESARROLLOS RECIENTES	PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO	FUENTES DE INCERTIDUMBRE
ACTIVIDAD	En el segundo trimestre, fuerte repunte en las economías avanzadas, pero desaceleración en las emergentes	Creciente divergencia en el grado de dinamismo de la actividad entre economías desarrolladas y emergentes	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Evolución de la pandemia y desigual ritmo de vacunación a nivel global</li> <li>– Implementación e impacto de los programas fiscales en EEUU y la UE</li> <li>– Evolución de las condiciones monetarias y financieras globales</li> </ul>
PRECIOS	Se mantiene la senda alcista en la inflación global, impulsada por el componente energético de los precios	Se prevé que las elevadas tasas de inflación actuales se moderen en los próximos trimestres, al disiparse algunos efectos base muy significativos	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Los efectos indirectos y de segunda vuelta y los «cuellos de botella» podrían incrementar el grado de persistencia de la actual senda inflacionista</li> <li>– Impacto adverso sobre el ritmo de recuperación de algunos sectores</li> </ul>
OTROS	Persisten algunos «cuellos de botella» en las cadenas globales de suministros y crece el porcentaje de empresas que ven limitada su producción por la falta de material y/o equipo	Se espera que estos problemas presenten una naturaleza transitoria y que se disipen paulatinamente, a medida que la demanda se normalice y la oferta se adapte	<p>En función de su persistencia:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Posible traslado de estas fricciones a otras ramas fuera de las manufacturas</li> <li>– Presiones adicionales al alza sobre los precios</li> </ul>

FUENTE: Banco de España.

políticas económicas, de naturaleza tanto fiscal como monetaria. Cabe esperar que la consolidación gradual de la mejora de la actividad dé paso a un tono progresivamente menos expansivo de la política fiscal nacional a lo largo del horizonte de proyección, en un contexto en el que la reversión del fuerte aumento experimentado por la deuda pública como consecuencia de la pandemia ayudaría, de forma significativa, a la reducción de las vulnerabilidades macrofinancieras de nuestra economía. Por su parte, bajo la premisa de una selección apropiada de los proyectos que se acogen a él, el programa europeo *Next Generation EU* (NGEU) ha de realizar una aportación notable al PIB de la economía en el período considerado y, de modo más relevante, ha de contribuir a la transformación estructural de la economía y a la mejora de la capacidad de crecimiento de largo plazo.

**La economía española alcanzaría el nivel de PIB previo a la crisis en el transcurso de 2022.** El retraso con respecto al momento en que se produciría ese hito para el conjunto del área del euro, que se estima en algo menos de un año, refleja el impacto comparativamente más severo de la pandemia en nuestro país en sus estadios iniciales y, sobre todo, el mayor peso de los servicios con un elevado grado de interacción social, vinculados, en particular, a la actividad turística.

**La evolución de la actividad económica en nuestro escenario de previsión está sometida a algunas incertidumbres.** Una hipotética aparición de nuevas variantes del virus podría requerir la reimposición de medidas de contención; por ejemplo, a causa de una pérdida de efectividad de las vacunas o de una mayor transmisibilidad de la infección en países en los que el proceso de inmunización se encuentra menos avanzado, con el consiguiente impacto adverso sobre los intercambios comerciales y los movimientos de personas. Por otro lado, no cabe descartar una mejora más pronunciada de la actividad en un contexto en que una resolución más rápida de la crisis sanitaria condujera a los agentes privados (y, en particular, a los consumidores) a adoptar un tono más expansivo en sus decisiones de gasto que el contemplado en el escenario previsto.





### RECUADRO 1

La actividad económica en España habría mantenido un elevado grado de dinamismo durante el tercer trimestre. Las previsiones de crecimiento para el período 2021-2023 se revisan ligeramente al alza



### RECUADRO 2

En agosto, el FMI completó la mayor emisión de derechos especiales de giro (DEG) de su historia. Esta medida podría suponer un respaldo significativo para las economías más vulnerables



### RECUADRO 3

Un porcentaje creciente de empresas manufactureras de la UEM se están viendo afectadas por escasez de material o de equipo. Si persiste, este factor podría condicionar la senda de recuperación e inducir mayores tasas de inflación



### RECUADRO 4

El pasado 8 de julio, el BCE anunció su nueva estrategia de política monetaria, con la que busca mejorar su capacidad para cumplir con el mandato de estabilidad de precios



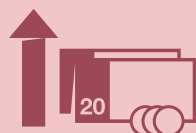
### RECUADRO 5

Desde el comienzo de la pandemia, en el mercado laboral español se ha ampliado la disparidad entre hombres y mujeres en términos de la tasa de paro y de las horas trabajadas, aunque se ha reducido en términos de la tasa de actividad



### RECUADRO 6

La información más reciente disponible apunta a que el turismo extranjero en España habría experimentado una notable reactivación durante la temporada estival. No obstante, aún permanecería muy lejos de los registros alcanzados antes de la pandemia



### RECUADRO 7

Aunque se espera que las elevadas tasas de inflación que hay en España se moderen en los próximos trimestres, algunos factores podrían contribuir a incrementar la persistencia de la actual senda inflacionista

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023)**

Este recuadro describe los rasgos más destacados de la última actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española. Con respecto a las proyecciones anteriores, publicadas el pasado 14 de junio<sup>1</sup>, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces, lo que incluye las estimaciones preliminares de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el segundo trimestre de 2021, así como también los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de las distintas variables (véase cuadro A.1)<sup>2</sup>.

Los avances registrados en el transcurso del año en el proceso de vacunación de la población frente al Covid-19 han ayudado a mitigar la propagación de los contagios y, sobre todo, a reducir la gravedad de la enfermedad y, por tanto, las cifras de hospitalizaciones y fallecimientos. Ello ha permitido una flexibilización gradual de las medidas de contención de la pandemia. Como consecuencia de estos desarrollos, la actividad económica ha cobrado un mayor dinamismo desde el comienzo de la primavera pasada.

Ello se tradujo en un avance del PIB del 2,8% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre del año, tras el retroceso del 0,4% en el primero. Este dinamismo de la actividad, que, en línea con lo observado en el conjunto del área del euro, fue notablemente más pronunciado de lo que se anticipaba en el escenario central de las proyecciones de junio, permitió que la brecha del producto con respecto al nivel previo a la pandemia se estrechara hasta 6,8 puntos porcentuales (pp), todavía por encima de la que persiste en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria, de 2,5 pp.

El crecimiento del PIB en el segundo trimestre se sustentó sobre la fortaleza de la demanda interna y, particularmente, del consumo privado, que habría registrado un incremento intertrimestral muy elevado, del 6,5%, muy superior al 2,9% considerado en las proyecciones de junio. Dentro de este último agregado, habría sido especialmente pronunciado el aumento del gasto en aquellos servicios que, por requerir un contacto social más estrecho, han visto favorecido su

consumo por la suavización de las medidas de contención de la pandemia, proceso en el que supuso un hito la finalización, en el mes de mayo, del estado de alarma.

En el tercer trimestre del año, la actividad económica habría mantenido, de acuerdo con los indicadores disponibles, un elevado grado de dinamismo. Ello habría sido posible en un contexto en el que la continuación del proceso de relajación de las restricciones apenas se vio alterada por el repunte de la incidencia de la pandemia observado hasta finales de julio, dado que, como se ha apuntado, sus consecuencias sanitarias presentaron una menor gravedad que en olas anteriores de la enfermedad gracias a los avances en la vacunación.

Las piezas de información que sustentan la valoración de que el crecimiento de la actividad económica volvió a ser elevado en el tercer trimestre incluyen de forma señalada los datos relativos a la evolución de la afiliación efectiva [esto es, la afiliación a la Seguridad Social una vez descontados los trabajadores en expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE)]. Además, los resultados de la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica muestran que las empresas aprecian una mejora de su facturación en el tercer trimestre de magnitud similar a la que habían percibido hace tres meses para el segundo<sup>3</sup>.

Al igual que en la primavera, el avance del producto habría seguido siendo comparativamente más marcado en las actividades de servicios en las que su nivel se encuentra todavía más alejado del previo a la pandemia. Destaca, en particular, la mejoría observada en las ramas ligadas al turismo, impulsada fundamentalmente por la demanda realizada por residentes, que en julio alcanzó cotas superiores a las de 2019. En cambio, el contexto actual sigue siendo menos propicio para el turismo no residente, dado que todavía están vigentes algunas restricciones a los movimientos internacionales de personas, aunque sean cada vez menos estrictas. Estas limitaciones no han impedido que prosiguiera la recuperación paulatina del turismo extranjero, pero este se mantiene aún muy por debajo de los niveles previos a la crisis sanitaria. En

1 Véase el recuadro 1, "Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2023): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2021", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.

2 Por el contrario, no ha podido ser incorporada la revisión de las series de la Contabilidad Nacional Anual de años anteriores, dada a conocer por el Instituto Nacional de Estadística (INE) el 16 de septiembre, puesto que no ha venido acompañada de la publicación de las series trimestrales coherentes con las anuales, en un contexto en el que la elaboración de las proyecciones del Banco de España descansa sobre la utilización de series de frecuencia trimestral.

3 M. Izquierdo (2021), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: septiembre de 2021», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.

concreto, el gasto de los viajeros procedentes del resto del mundo fue, en el mes de julio, inferior a la mitad del observado en el mismo mes de 2019<sup>4</sup>.

Frente a estos desarrollos en el sector servicios, la evolución reciente ha sido algo menos favorable en algunas ramas industriales, cuya actividad se ha visto afectada por la escasez de ciertos bienes utilizados en el proceso productivo, como los semiconductores y los plásticos. Estas dificultades en los suministros han comenzado a obstaculizar la producción en algunas ramas clave de la industria española (en particular, en la del automóvil)<sup>5</sup>.

El análisis del conjunto de información disponible sugiere que el repunte del PIB en el tercer trimestre del año podría presentar una magnitud similar a la observada en el segundo. En concreto, se estima que el crecimiento del PIB podría haber ascendido a un 2,7% en tasa intertrimestral. La incertidumbre en torno a esta estimación es, no obstante, muy elevada, puesto que la información cuantitativa referida a los meses de verano es todavía relativamente escasa. Además, existen dudas acerca de la magnitud de la contribución al crecimiento económico que podrían haber realizado los proyectos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU), dadas las limitaciones de la información disponible al respecto.

Más allá del trimestre actual, las proyecciones descansan sobre el supuesto de que proseguirá el proceso de mejora de la situación epidemiológica a escala nacional y global. En particular, se asume que se producirá un aumento continuado de la proporción de población inmunizada, sin que surjan nuevos contratiempos significativos relacionados con la aparición de mutaciones del virus con mayor capacidad infecciosa o con mayor resistencia a las vacunas.

Bajo estas condiciones, se anticipa una progresiva normalización adicional de la actividad, que se verá, además, impulsada por otros factores, entre los que cabe destacar el comportamiento expansivo de las importaciones del conjunto de las economías desarrolladas, con las cuales España mantiene una estrecha relación comercial, y el respaldo a la actividad económica que continuarán brindando las políticas de demanda, lo que tenderá a limitar las secuelas que la crisis pueda dejar sobre el tejido productivo (en términos de destrucción de empresas y de aumento del desempleo estructural). En particular, la

política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) seguirá proporcionando un importante soporte al gasto de los agentes privados, a través del mantenimiento de condiciones financieras favorables. Por su parte, el despliegue de los proyectos asociados al programa europeo NGEU apoyará la recuperación de la actividad y tenderá a impulsar el producto potencial de la economía.

Todo ello se traduciría en una expansión continuada del PIB, que, en términos de las tasas de crecimiento intertrimestral, sería especialmente pronunciada hasta mediados de 2022, pues es este el período en el que se espera que los aumentos del gasto asociado al NGEU tengan una mayor magnitud.

Por componentes de demanda, el avance del PIB se sustentará, sobre todo inicialmente, sobre el gasto interno de los agentes residentes. El consumo privado seguirá constituyendo un motor fundamental del crecimiento en los próximos trimestres, aunque la progresiva culminación de la convergencia hacia niveles acordes con sus determinantes a largo plazo hará que los avances se moderen con respecto a los elevados incrementos que, de forma inesperada, se observaron recientemente. Esta evolución será compatible con una disminución gradual de la tasa de ahorro de los hogares, tras haber alcanzado registros muy elevados a lo largo de 2020 y comienzos de este año. No obstante, esta variable todavía se mantendrá en 2023 algo por encima del nivel previo a la pandemia. Asimismo, se prevé un repunte notable de la inversión productiva privada, en un contexto de recuperación de la demanda y de mantenimiento de condiciones de financiación favorables, y en el que los proyectos asociados al programa NGEU supondrán un importante estímulo para este agregado. Por su parte, la demanda exterior neta presentará, más allá del corto plazo, una contribución positiva al crecimiento del producto, que, en gran parte, vendría asociada a la progresiva normalización de los flujos turísticos con el exterior.

De acuerdo con las estimaciones realizadas, se espera que el crecimiento del PIB alcance el 6,3% en el conjunto de 2021 (véanse gráfico 1 y cuadro 1). El pronunciado dinamismo que la economía viene presentando desde el segundo trimestre de este año dará lugar a un efecto de arrastre significativo sobre la tasa media de variación del PIB en 2022<sup>6</sup>. En consecuencia, esta será también muy

4 Véase el recuadro 6 de este Informe, «Evolución reciente del turismo extranjero en España».

5 Véase el recuadro 3 de este Informe, «Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro».

6 Véase J. González Mínguez y C. Martínez Carrascal (2019), «La relación entre las tasas de variación medias anuales y las intertrimestrales del PIB: implicaciones para las proyecciones y el análisis macroeconómico», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2019, Banco de España.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023) (cont.)**

elevada, del 5,9%, a pesar de la significativa moderación de las tasas de avance de la actividad en el transcurso del próximo ejercicio. Finalmente, en 2023 el PIB crecería un 2%. Como resultado de todos estos desarrollos, el producto de la economía recuperaría el nivel previo a la crisis sanitaria a mediados de 2022 y lo superaría en 2,5 pp al final del horizonte de proyección (véase gráfico 2).

Estas proyecciones comportan una ligera revisión al alza del crecimiento del PIB, de 0,1 pp, 0,1 pp y 0,2 pp en cada uno de los tres años del horizonte de proyección. En la comparación de estas proyecciones con las presentadas en

el escenario central de junio confluyen numerosos factores de distinto signo relacionados con los nuevos datos conocidos referidos al pasado, con la revisión de las perspectivas referidas al corto plazo y con los cambios en los supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones.

La publicación de la CNTR del segundo trimestre del año implica, en comparación con el escenario central de junio, que el punto de partida del nivel de actividad sobre el que se anclan las actuales previsiones es más favorable, desde el punto de vista de las tasas medias anuales de crecimiento, en 2021 y 2022<sup>7</sup>. Por el contrario, las

Gráfico 1  
PIB REAL. TASAS DE VARIACIÓN

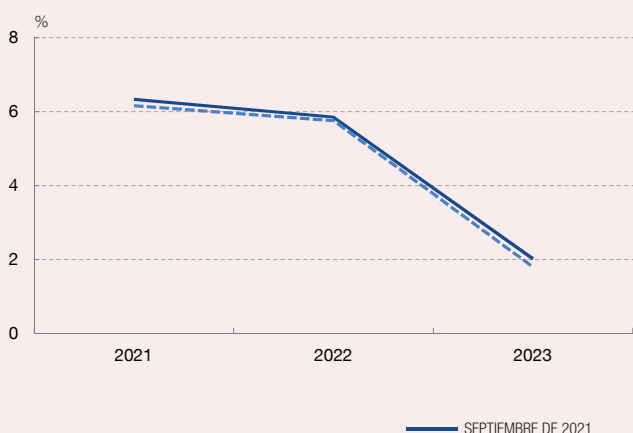


Gráfico 2  
PIB REAL. NIVEL (IV TR 2019 = 100)



**FUENTES:** Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

Cuadro 1  
PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual

	PIB				IAPC				IAPC sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Septiembre de 2021	-10,8	6,3	5,9	2,0	-0,3	2,1	1,7	1,3	0,5	0,3	1,0	1,4	15,5	15,1	14,3	13,3
Junio de 2021 (escenario central)	-10,8	6,2	5,8	1,8	-0,3	1,9	1,2	1,2	0,5	0,3	1,0	1,1	15,5	15,6	14,7	13,7

**FUENTES:** Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.  
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2021.

**a** Fecha de cierre de las proyecciones: 14 de septiembre de 2021.  
**b** Media anual.

<sup>7</sup> De acuerdo con los datos de avance publicados por el INE, el repunte intertrimestral del PIB en el segundo trimestre del año fue 0,6 pp superior al proyectado bajo el escenario central de junio.

perspectivas de menor dinamismo a corto plazo en comparación con el escenario central de junio llevarían, en ausencia de otros cambios, a revisar a la baja los crecimientos del PIB proyectados tanto en este año como en el próximo. En efecto, en comparación con las proyecciones de junio, el grado de dinamismo de la actividad que se anticipa ahora para el segundo semestre del año es, por diversos motivos, algo más reducido. En primer lugar, aunque escasa, la información disponible sobre la implementación del NGEU parece apuntar a un cierto retraso en la ejecución del gasto con relación al calendario incorporado en las proyecciones de junio (véase el anejo 1). Además, el fuerte repunte del consumo privado en el segundo trimestre, cuya magnitud excedió significativamente a la proyectada en junio, podría comportar una convergencia más rápida de este agregado a sus niveles anteriores a la pandemia. Adicionalmente, las perspectivas de crecimiento del consumo también se han visto afectadas negativamente por el impacto del actual repunte inflacionista sobre las rentas reales de los hogares. Por último, han aparecido algunas señales de que el reciente agravamiento de las tensiones asociadas a la escasez de ciertos bienes intermedios que viene observándose en el transcurso del año habría empezado a incidir negativamente sobre la producción de algunos sectores industriales clave; es además previsible que estos problemas de abastecimiento tarden en desaparecer todavía algunos meses.

Con respecto a los cambios en los supuestos externos, en comparación con los utilizados en el escenario central de las proyecciones de junio, su repercusión conjunta sobre el crecimiento del PIB presenta un signo negativo en 2021 y 2022, y positivo en 2023, aunque de magnitud relativamente reducida en todos los casos (véase el anejo 1).

En concreto, en los primeros dos años del horizonte de proyección el impacto adverso sobre el producto de la economía derivado de los mayores precios del petróleo y de otras materias primas y del menor avance de los mercados de exportación compensaría con creces la incidencia favorable de los menores tipos de interés y del abaratamiento relativo de la producción nacional con respecto a la de los competidores. Sin embargo, en 2023 estos últimos factores, junto con la revisión al alza del ritmo de recuperación de los mercados mundiales, impulsarían el crecimiento por encima de lo previsto hace tres meses. Además, la incorporación del supuesto de

que la implementación de los proyectos asociados al NGEU tendrá lugar con un cierto retraso frente a las proyecciones de junio haría que su impacto expansivo estimado sea ahora algo mayor en 2022 y 2023, a expensas de unos menores efectos en 2021.

### La evolución de los principales agregados macroeconómicos

Desde el punto de vista de la composición de la demanda agregada, la recuperación proyectada descansará principalmente sobre el componente nacional, aunque se prevé que, más allá del corto plazo, el sector exterior realice también una contribución positiva al crecimiento del PIB.

Dentro de la demanda nacional privada, todos sus componentes repuntarán de forma muy pronunciada este año, tras los fuertes retrocesos de 2020 (véanse cuadro 2 y gráfico 3). El consumo privado se habría desacelerado significativamente en los meses de verano, tras la sorpresa positiva del segundo trimestre, si bien habría conservado un notable dinamismo. El ritmo de crecimiento de este agregado seguiría atenuándose en la parte final del año como consecuencia de la presión sobre las rentas de los hogares que está generando el actual repunte inflacionista. Como resultado de esta evolución, se espera que se prolongue, en el segundo semestre, la reciente reducción de la tasa de ahorro, que podría llevar a que esta variable pasara de cotas próximas al 15% en 2020 al entorno del 7%, nivel algo superior al observado antes de la crisis (véase gráfico 4).

La moderación de las tasas de avance del consumo se prolongaría desde el arranque del próximo año como consecuencia del restablecimiento progresivo de los niveles habituales de gasto de los hogares. No obstante, el dinamismo de este agregado seguirá siendo relativamente elevado, a pesar del efecto moderador de este que ejercerá de forma previsiblemente transitoria el aumento de la inflación, en un contexto en el que la recuperación sostenida del mercado de trabajo y, como consecuencia, de la renta disponible, y el mantenimiento de condiciones financieras favorables, seguirán ejerciendo como soportes del gasto. A ello cabe añadir la disminución de la incertidumbre sobre la situación sanitaria y económica, que favorecerá una reducción del componente precautorio del ahorro. En todo caso, como se discute más adelante, la incertidumbre acerca del grado de dinamismo de este componente de gasto es elevada, en la medida en que resulta difícil discernir qué proporción

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023) (cont.)**

del ahorro acumulado durante la pandemia decidirán los hogares destinar al gasto.

Entre los componentes de la formación bruta de capital, se anticipa que la inversión en vivienda adquirirá un mayor dinamismo en los próximos trimestres. En este sentido, la recuperación de los visados que refleja la información disponible más recientemente sugiere un comportamiento más expansivo de la ejecución de obra a medio plazo. Estas perspectivas positivas se ven alentadas adicionalmente por la menor incertidumbre y por la evolución positiva del mercado de trabajo, que han

reforzado las expectativas de renta futura de los hogares. Por último, el avance de este agregado a lo largo del horizonte de proyección se verá favorecido adicionalmente por la implementación del NGEU. En concreto, España asignará, de acuerdo con el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR), una proporción significativa de las transferencias que reciba del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) europeo a la rehabilitación de viviendas.

La inversión de las sociedades no financieras presentará también, previsiblemente, un elevado vigor a lo largo del

Cuadro 2  
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen y el porcentaje del PIB

	2020 (b)	2020	Proyecciones de septiembre de 2021			Proyecciones de junio de 2021		
			2021	2022	2023	Escenario central		
						2021	2022	2023
PIB	-10,8	-10,8	6,3	5,9	2,0	6,2	5,8	1,8
Consumo privado	-12,0	-12,1	9,6	4,3	1,3	7,1	5,7	1,7
Consumo público	3,3	3,8	2,2	0,2	0,9	1,9	0,3	0,9
Formación bruta de capital fijo	-9,5	-11,4	5,8	10,5	3,0	8,1	9,3	1,6
Exportación de bienes y servicios	-20,1	-20,2	8,7	11,1	4,5	11,9	9,5	4,3
Importación de bienes y servicios	-15,2	-15,8	11,5	7,5	3,3	11,6	8,3	3,4
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-8,6	-8,8	7,0	4,7	1,6	5,9	5,3	1,4
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-2,2	-2,0	-0,7	1,2	0,4	0,3	0,5	0,4
PIB nominal	-9,8	-9,9	7,6	7,7	3,6	7,2	7,1	3,4
Deflactor del PIB	1,1	1,1	1,2	1,8	1,6	1,0	1,3	1,6
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	-0,3	2,1	1,7	1,3	1,9	1,2	1,2
IAPC sin energía ni alimentos	0,5	0,5	0,3	1,0	1,4	0,3	1,0	1,1
Empleo (horas)	-10,6	-10,4	8,1	5,6	1,7	6,7	5,4	1,8
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	15,5	15,5	15,1	14,3	13,3	15,6	14,7	13,7
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	—	1,1	0,1	3,1	3,4	1,5	3,1	3,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	—	-11,0	-7,6	-4,3	-3,5	-8,2	-4,9	-4,3
Deuda de las AAPP (% del PIB)	119,9	119,9	117,9	114,3	114,3	120,1	117,9	118,0

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2021.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 14 de septiembre de 2021.

b Las tasas de variación de 2020 que hacen referencia a las series de la Contabilidad Nacional se han actualizado para recoger la revisión de la Contabilidad Nacional Anual de 2018-2020 publicada por el INE el pasado 16 de septiembre. Las nuevas cifras de capacidad/necesidad de financiación de la nación y de las AAPP se harán públicas el próximo 30 de septiembre.



**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023) (cont.)**

horizonte de proyección como resultado de la conjunción de diversos factores. Estos incluyen la recuperación de la demanda final (que conducirá a un aumento en el grado de utilización de la capacidad instalada), la reducción progresiva de la incertidumbre y las necesidades de acometer procesos de digitalización, acrecentadas a raíz de la pandemia.

Además, las condiciones de financiación de las empresas continuarán siendo favorables, en un contexto en el que se espera que la política monetaria del BCE conserve un tono muy expansivo, tras la reciente revisión de su marco estratégico y las nuevas directrices establecidas acerca de la trayectoria futura de los tipos de interés y de la duración de los programas de compra de activos. Por último, un factor que impulsará de forma muy destacada el dinamismo de este componente de la demanda agregada será la ejecución de los proyectos asociados al NGEU, que debería dar como resultado tasas elevadas de crecimiento de la inversión empresarial durante el primer semestre de 2022. En comparación con las proyecciones de junio, las previsiones actuales comportan una revisión a la baja del avance de la inversión en equipo en 2021, y al alza en 2022 y 2023. Estas revisiones responden precisamente al retraso con el que, de acuerdo con la información disponible, estaría teniendo lugar la implementación del NGEU, lo que ha conducido a trasladar, en estas proyecciones, una parte del flujo de inversión asociado a los recursos europeos desde 2021 hasta 2022 y 2023.

En todo caso, la evolución de la inversión productiva privada será, previsiblemente, heterogénea por ramas de actividad en función del impacto diferenciado de la crisis sobre cada una de ellas y de los posibles cambios duraderos en la demanda relativa de distintos bienes y servicios.

Por lo que respecta a los intercambios comerciales con el resto del mundo, la interrupción de los movimientos de bienes que pudo observarse tras la llegada de la pandemia tuvo un carácter fundamentalmente transitorio, circunscrito, sobre todo, a la primavera de 2020. Por el contrario, la elevada persistencia de las limitaciones a los movimientos internacionales de personas está teniendo un impacto muy duradero sobre los flujos turísticos. En el horizonte de proyección, se anticipa un repunte de las exportaciones de bienes, especialmente intenso en 2021 y 2022, en sintonía con el fortalecimiento de la actividad en los principales socios comerciales de la economía española, que, en general, pertenecen al grupo de las economías avanzadas, cuyos progresos en el proceso de vacunación son elevados, de magnitud comparable a los registrados en España. Asimismo, en España y en los principales mercados emisores de turistas los avances de las campañas de inmunización están contribuyendo también a que se prolongue la reactivación de las exportaciones de servicios turísticos, agregado que, no obstante, tardaría aún en recuperar los niveles previos a la crisis sanitaria. Por su parte, las importaciones presentarían también avances notables,

Gráfico 3  
CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES

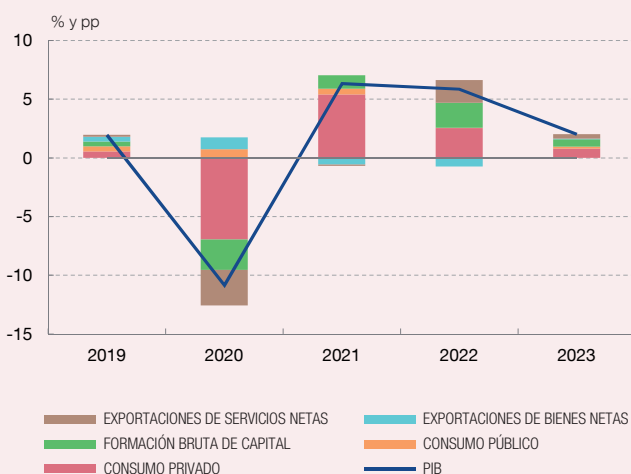


Gráfico 4  
TASA DE AHORRO DE LAS FAMILIAS



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

en línea con la recuperación de la demanda final. En todo caso, los problemas de abastecimiento de algunos consumos intermedios a los que se están enfrentando las empresas en ciertas ramas industriales están dando lugar a aplazamientos de las entregas de pedidos de importación en algunas ramas cuyo peso en las ventas al resto del mundo es elevado, lastrando así ambas vertientes del comercio exterior. Este es el caso, en particular, del sector del automóvil, cuyas exportaciones supusieron en 2019 y 2020 un 11 % de las ventas de bienes al exterior.

El grado de utilización del factor trabajo presentará un perfil ascendente, en consonancia con la evolución de la actividad. En concreto, el crecimiento de las horas trabajadas se situaría en el 8,1 % en 2021, antes de moderarse hasta el 5,6 % y el 1,7 %, respectivamente, en 2022 y 2023. Este comportamiento expansivo del empleo permitirá que, a pesar del ligero repunte de la población activa, la tasa de paro presente un perfil descendente a lo largo del horizonte de proyección, hasta situarse por debajo de los niveles previos a la pandemia a partir de mediados de 2022.

En el ámbito de las Administraciones Públicas (AAPP) se espera una mejora sustancial del saldo presupuestario a lo largo del horizonte de proyección, tras el acusado deterioro observado en 2020. Esta reducción del déficit público obedecerá tanto a la naturaleza temporal de una parte de las medidas discrecionales adoptadas para hacer frente a las consecuencias de la pandemia como a la mejora cíclica. No obstante, el desequilibrio de las cuentas públicas permanecería en cotas todavía muy elevadas a finales del horizonte de proyección. Como resultado de las trayectorias proyectadas para el saldo de las AAPP y para el PIB nominal, la ratio de endeudamiento público, que en 2020 repuntó fuertemente hasta el 120 % del PIB, apenas descendería 5 pp en el horizonte considerado.

### Precios y costes

La inflación subyacente, medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) sin energía ni alimentos, permaneció en niveles muy reducidos, en el entorno del 0 %, durante el primer semestre de 2021, en gran parte como consecuencia del efecto base negativo derivado

del retroceso registrado menos de un año antes en los precios de algunos servicios cuyo consumo se había visto especialmente dañado por la pandemia, como los relacionados con el turismo y el ocio. La desaparición de estos efectos base, junto con la recuperación progresiva de la demanda de bienes y servicios de consumo, sobre todo precisamente en las ramas más afectadas por las medidas de contención, ha motivado un repunte de la inflación subyacente en los meses de verano, de hasta el 0,6 % en agosto.

El repunte inflacionista está siendo notablemente más marcado en términos del IAPC general. La trayectoria alcista de este indicador refleja, principalmente, la evolución del componente energético, muy condicionada por los efectos base derivados de la pronunciada caída que los precios del petróleo presentaron durante la etapa inicial de la pandemia, pero también por su aumento posterior, así como por el marcado incremento que han venido presentando los precios de la electricidad. La evolución de esta última rúbrica se explica, sobre todo, por el impacto del encarecimiento del gas y, en menor medida, de los derechos de emisión de CO<sub>2</sub> sobre los precios fijados en el mercado mayorista<sup>8</sup>.

En principio, cabe esperar que estas alzas de los precios de los bienes energéticos respondan a factores predominantemente transitorios, relacionados con ciertas dificultades en el suministro de algunas materias primas, que son especialmente relevantes en el mercado del gas, y con el fuerte aumento de la demanda global tras la reapertura de las economías, una vez retiradas las medidas más severas de contención de la pandemia. En todo caso, estos encarecimientos de la energía no solo tienen un impacto directo sobre el coste de la cesta de consumo de los hogares, sino que además representan un aumento de los costes de producción de las empresas, que se suma al que resulta de los incrementos experimentados por los precios de diversas materias primas<sup>9</sup>. La evidencia histórica apunta a una traslación limitada a los precios de los productos finales de estos aumentos de costes, pero, en función del grado de persistencia de estos últimos, no se puede descartar que esa transmisión acabe siendo más elevada.

8 Véase M. Pacce, I. Sánchez y M. Suárez-Varela (2021), *El papel del coste de los derechos de emisión de CO<sub>2</sub> y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España*, Documentos Ocasionales, n.º 2120, Banco de España.

9 Véase el recuadro 7 de este Informe, «Los factores detrás del reciente incremento de la inflación en España».



En estas proyecciones se ha supuesto que tanto estos efectos como los que derivarían de que los trabajadores incorporaran a sus demandas salariales el repunte inflacionista reciente (lo que en la literatura se conoce como «efectos de segunda vuelta») tienen una magnitud limitada, por lo que las alzas recientes de los precios de la energía y, en general, de las materias primas tendrían solamente un efecto transitorio sobre las tasas de variación de los precios de consumo.

En estas condiciones, la presión ejercida por los elementos mencionados sobre la evolución del IAPC general alcanzaría su máximo en el tercer trimestre de 2021, y, posteriormente, su impacto sobre la inflación se reduciría de forma progresiva. En paralelo, la disminución paulatina del grado de holgura cíclica daría lugar a un modesto aumento sostenido de la tasa de inflación subyacente a lo largo del horizonte de proyección. En el conjunto de 2022, la desaceleración de los precios energéticos compensaría holgadamente el repunte de la inflación en los servicios y en los bienes industriales no energéticos, de forma que la variación del IAPC general se moderaría desde el 2,1 % en 2021 hasta el 1,7 % en 2022 (véase gráfico 6). En 2023 se reduciría adicionalmente (hasta el 1,3 %) y reflejaría la evolución de los componentes no energéticos. Por su parte, la inflación subyacente se mantendría, a pesar de su esperado repunte, en niveles moderados a lo largo de todo el horizonte de proyección, hasta alcanzar, en promedio, el 1,4 % en 2023.

### Las fuentes de incertidumbre en torno al escenario central y el análisis de riesgos

Desde el inicio de la pandemia, el Banco de España ha optado, en consonancia con la elevada incertidumbre que ha venido rodeando las perspectivas tanto epidemiológicas como macroeconómicas, por la publicación de varios escenarios alternativos, que han diferido entre sí en función de varias dimensiones, entre las que destacan los supuestos acerca de la evolución de la crisis sanitaria y de las medidas introducidas para combatirla. Los avances en el proceso de inmunización en nuestro país y en el resto de las economías europeas han permitido acotar las incertidumbres de naturaleza puramente epidemiológica. Aunque estas incertidumbres no se han disipado del todo, su significativa disminución ha conducido a la decisión de presentar un único escenario al que se asigna una probabilidad de materialización significativamente más elevada que la de los escenarios centrales incluidos

en los conjuntos de escenarios publicados por el Banco de España en los últimos trimestres.

En estas proyecciones se asume que el proceso de inmunización de la población y el mantenimiento de la eficacia de las vacunas permitirán que la incidencia de la pandemia sobre la actividad económica continúe atenuándose en los próximos meses, hasta hacer prácticamente innecesario el mantenimiento de medidas para su contención. No obstante, no es posible descartar por completo una evolución epidemiológica más adversa que la asumida en las actuales proyecciones, con episodios de contagios de mayor gravedad, vinculados a una eventual propagación de variedades del virus más infecciosas y, en el peor de los casos, resistentes a las vacunas que requirieran la reintroducción de medidas de contención.

Además, como en los escenarios de junio, existe una notable incertidumbre sobre las decisiones de gasto de los hogares, que afecta a dos componentes de demanda. Por un lado, por lo que respecta al consumo privado, los hogares acumularon una cuantiosa bolsa de ahorro durante la pandemia como consecuencia de las restricciones a determinados tipos de gasto que llevaron aparejadas las medidas de contención de la pandemia y de un comportamiento más precavido de estos agentes. Estas proyecciones asumen que los hogares recurrirán solo de forma parcial a este elevado volumen de ahorro acumulado con el fin de financiar gasto corriente.

Hay varias razones que respaldan la adopción de este supuesto. En primer lugar, una parte importante del gasto que no ha podido materializarse desde el inicio de la pandemia debido a las restricciones no es fácilmente aplazable, pues se concentró en servicios como la restauración o el ocio, para los que es improbable que al gasto habitual pueda añadirse en su totalidad el que no se llevó a cabo durante la crisis sanitaria. En segundo lugar, los hogares que han reducido en mayor medida su consumo (o, de modo equivalente, han incrementado más su ahorro) con respecto al período previo a la pandemia han sido los de rentas más altas, cuya propensión al consumo es normalmente más reducida (véase gráfico 5). Por último, aunque la evidencia disponible acerca de la existencia de este canal no es concluyente, a menudo se argumenta que los hogares podrían decidir limitar sus niveles de gasto en anticipación de que el elevado volumen de deuda pública acumulado con la crisis conduzca a un aumento de impuestos en el futuro.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023) (cont.)**

Teniendo en cuenta estos argumentos, se asume que las familias no destinarán a la financiación de consumo más que una parte de los recursos acumulados durante la pandemia, de forma que, aunque la tasa de ahorro experimentará una reducción a lo largo del horizonte de proyección, todavía se situaría, en el promedio de 2023, algo por encima de su nivel previo a la crisis. No obstante, la posible traslación al consumo de una porción mayor de este ahorro constituye un riesgo al alza sobre las proyecciones de crecimiento.

Por otro lado, el segundo componente de la demanda acerca de cuya evolución continúa existiendo un grado elevado de incertidumbre inducida por el comportamiento de los hogares (en este caso, los no residentes) son las exportaciones de turismo. Bajo las actuales proyecciones, aunque los flujos de turismo receptor presentarán una senda de recuperación a lo largo del horizonte de proyección, no se aproximarían a una normalización casi completa hasta 2022, y no recuperarían los niveles previos a la crisis hasta finales de 2023. Dado que las proyecciones incorporan el supuesto de que las restricciones a la actividad se habrán hecho innecesarias en torno al inicio

de 2022, cabe la posibilidad de que la consiguiente reducción de la incertidumbre dé paso a un restablecimiento más rápido de los viajes vacacionales<sup>10</sup>.

La incertidumbre es asimismo elevada en relación con las secuelas que, incluso una vez resuelta la crisis sanitaria, esta dejará sobre la economía. Bajo las proyecciones presentadas se asume que las políticas desplegadas desde el inicio de la crisis permitirán que, a escala agregada, los daños causados por la crisis al tejido productivo y laboral en términos de destrucción de empresas y aumento del desempleo de larga duración tengan un efecto relativamente limitado sobre la economía. Estas expectativas son acordes con la esperada corrección gradual a lo largo del horizonte de proyección del repunte que, a raíz de la pandemia, ha mostrado la proporción de compañías vulnerables<sup>11</sup>.

De hecho, el dinamismo con el que la economía está respondiendo al levantamiento de las restricciones parece corroborar que la magnitud de los daños persistentes al tejido productivo ocasionados por la crisis esté siendo relativamente modesta. Sin embargo, es aún pronto para valorar la posibilidad de secuelas más duraderas.

Gráfico 5  
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL CONSUMO NOMINAL MEDIO POR HOGAR. DESGLOSE POR PARTIDA DE GASTO

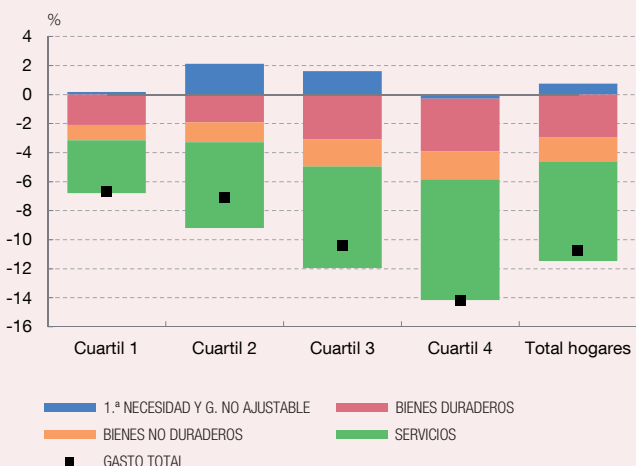
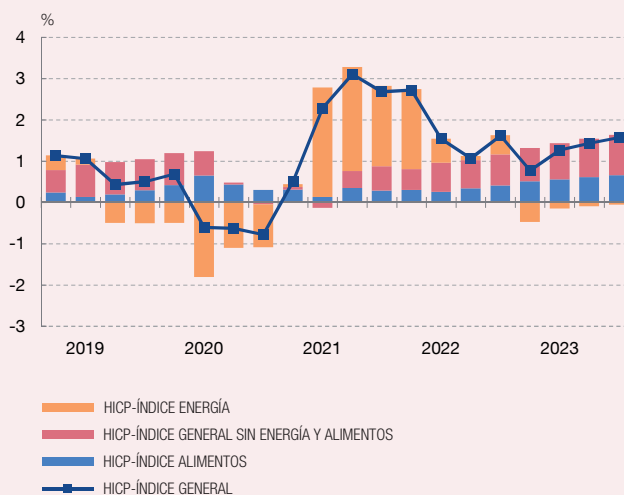


Gráfico 6  
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

10 Es probable, sin embargo, que la pandemia origine cambios de hábitos más persistentes con respecto a los viajes de negocios.

11 Véanse los resultados de las simulaciones presentadas en R. Blanco, S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2021), *El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas*, Documentos Ocasionales, n.º 2119, Banco de España.

Existen además distintos aspectos de la ejecución del programa NGEU que constituyen fuentes de incertidumbre para el desarrollo de la actividad económica. Por un lado, las proyecciones actuales incorporan, como se ha señalado, sobre la base de la información disponible, una implementación de estos proyectos algo más retrasada de lo que se anticipaba hace tres meses. No obstante, la distribución temporal de este gasto sigue siendo notablemente incierta. Por otro lado, la magnitud del impacto multiplicador sobre la actividad es, en la práctica, específica para cada uno de los proyectos individuales, por lo que las elasticidades agregadas que se utilizan en las proyecciones no dejan de ser una aproximación imperfecta de los efectos que se manifestarán en la realidad.

Además, en las proyecciones se considera que las disrupciones surgidas en las cadenas globales de aprovisionamiento de algunos materiales tendrán un impacto transitorio y relativamente acotado sobre la actividad agregada. Pero no puede descartarse que, en un contexto de mayor persistencia de estos problemas de suministro, la producción de las ramas más afectadas se vea limitada de un modo más significativo (y, con ello, las ventas nacionales y al resto del mundo), lo que frenaría la recuperación.

Por último, en el ámbito de las economías emergentes, donde los avances en el proceso de vacunación son comparativamente menores que en el conjunto de los países avanzados, una eventual intensificación de los recientes brotes de la enfermedad y de las restricciones impuestas para contenerlos dañaría la actividad en estas economías, con los consiguientes efectos negativos sobre las exportaciones españolas.

Esta multiplicidad de riesgos de distinto signo da lugar a un saldo que, en conjunto, se considera equilibrado en términos de las proyecciones de crecimiento del producto de la economía.

Por lo que respecta a los precios de consumo, la coyuntura actual se caracteriza por un grado de incertidumbre muy superior al registrado a lo largo de los últimos años, en la medida en que cabe la posibilidad de que el presente repunte de las presiones inflacionistas tenga un carácter más persistente que el considerado en estas proyecciones. El que ello pudiera llegar a ser así depende, en primer lugar, de que los precios de las materias primas mostraran una mayor inercia alcista que la que reflejan los supuestos

incorporados en el ejercicio y, en segundo lugar, dados los incrementos ya observados de esos precios, de que su traslación a los precios finales y a los salarios sea mayor que la considerada en estas proyecciones, que, como se ha apuntado, se basa en las regularidades empíricas observadas históricamente.

La transmisión del encarecimiento de algunos consumos intermedios a los precios finales podría ser más acusada que en episodios pasados, en la medida en que persistan los problemas de abastecimiento registrados recientemente en algunas industrias. Por su parte, la hipótesis de que la transmisión del repunte inflacionista a los crecimientos salariales será reducida se sustenta en el carácter plurianual de la negociación colectiva (de modo que la evolución de la inflación en un determinado período tiene la capacidad de influir sobre los incrementos salariales de solamente un tercio, aproximadamente, de los convenios) y en la escasa prevalencia de las cláusulas de salvaguarda. Pero, en sentido contrario, los mecanismos de carácter más o menos formal de indexación de las pensiones y de los salarios públicos podrían ejercer un cierto efecto imitación sobre los salarios privados.

## ANEJO 1

### Supuestos que subyacen a las proyecciones

La construcción de las proyecciones está condicionada al cumplimiento hipotético de determinados supuestos acerca de la trayectoria de un conjunto de variables referidas a los mercados exteriores de bienes y servicios de la economía española, los precios en los mercados financieros y de materias primas, y la política fiscal. En primer lugar, las hipótesis referidas a los mercados de exportación de España y a los precios de los competidores en su moneda nacional se han tomado de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2021*, que emplean información hasta el 16 de agosto. Para 2021, el crecimiento proyectado en la actualidad para los mercados de exportación de España es ahora algo mayor que en junio. No obstante, esta revisión, en términos de la media anual, refleja la evolución más positiva de lo anticipado hace tres meses en el período más reciente, mientras que, en contraposición, las perspectivas para la segunda mitad del año se han vuelto ahora algo más desfavorables. Para el bienio 2022-2023, los cambios en las perspectivas de la demanda exterior de los bienes y servicios producidos en España son muy reducidos.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023) (cont.)**

En segundo lugar, las sendas de los tipos de interés, los tipos de cambio y los precios del petróleo y otras materias primas se construyen como el promedio de las cotizaciones observadas en los respectivos mercados en los diez días laborables que preceden a una determinada fecha establecida para cada ejercicio de proyecciones (que, en este caso, es el 14 de septiembre). En el caso concreto de los tipos de cambio, se adopta como supuesto para todo el período 2021-2023 la cotización en el mercado de contado, mientras que, para el resto de las variables enunciadas, se toman en consideración los valores observados en los mercados de futuros para cada momento del horizonte de proyección.

En líneas generales, los cambios en estos supuestos, en comparación con las proyecciones de junio, son, en conjunto, relativamente reducidos. Por lo que respecta al precio del petróleo, se ha producido en los últimos meses

un encarecimiento de esta materia prima en los mercados de contado. Teniendo en cuenta las cotizaciones en los mercados de futuros para el resto del año, el nivel medio de esta variable en 2021 sería ahora de 68,7 dólares por barril, lo que supone una revisión al alza del 2,9 % con respecto al supuesto utilizado en junio. De acuerdo con los mercados de futuros, el petróleo se abarataría moderadamente con posterioridad, hasta situarse en 65,3 dólares en 2023 (nivel que es un 3,4 % superior al del ejercicio de proyecciones de junio).

Las rentabilidades negociadas en las fechas previas al cierre de estas proyecciones en los mercados de deuda soberana a diez años son ahora más bajas que en junio en los tres años del horizonte de proyección. En concreto, esta variable se situaría, en promedio, en el 0,3 %, el 0,5 % y el 0,7 % en 2021, 2022 y 2023, respectivamente. También se revisa, aunque de forma menos marcada, la

Cuadro A.1  
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2020	Proyecciones de septiembre de 2021			Diferencia entre las previsiones actuales y las del escenario central de junio de 2021 (b)		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>Entorno internacional</b>							
Mercados de exportación de España (c)	-10,9	9,3	6,4	3,7	0,7	0,0	0,3
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	42,3	68,7	69,1	65,3	2,9	4,6	3,4
<b>Condiciones monetarias y financieras</b>							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,14	1,19	1,18	1,18	-0,01	-0,03	-0,03
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	117,8	121,5	120,8	120,8	-1,2	-2,2	-2,2
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (e)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	0,0	0,0	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años) (e)	0,4	0,3	0,5	0,7	-0,2	-0,4	-0,4

**FUENTES:** Banco de España y Banco Central Europeo.

- a** Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 14 de septiembre de 2021. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b** Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo y el tipo de cambio dólar/euro, porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c** Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2021*.
- d** Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e** Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

senda ligeramente ascendente que los mercados financieros anticipan para los tipos de interés a corto plazo. En concreto, el euríbor a tres meses pasaría del -0,5 % en 2021 al -0,4 % en 2023. Por su parte, el tipo de cambio del euro ha experimentado una cierta depreciación en los últimos tres meses en los mercados de contado, algo más pronunciada frente al dólar que en términos efectivos nominales.

Estos cambios en los supuestos externos, en comparación con los utilizados en junio, tienen un tamaño relativamente reducido, y el signo de sus efectos sobre la actividad y los precios no va en todos los casos en la misma dirección, por lo que su impacto sobre las proyecciones es, en conjunto, acotado. Por otro lado, en estas proyecciones se han realizado supuestos explícitos sobre el precio de la electricidad, dado que la magnitud del encarecimiento reciente comporta implicaciones de cierta entidad para las perspectivas macroeconómicas. En concreto, las hipótesis formuladas han tomado en consideración las cotizaciones en los mercados mayoristas de futuros hasta finales de 2022. Para 2023, la información sobre los precios negociados para distintos momentos es más escasa, por lo que se ha optado por un supuesto relativamente neutral, que contempla aumentos de precios intermensuales iguales al promedio observado en los últimos años.

Por último, los supuestos relativos a la política fiscal incluyen, con respecto a las previsiones de junio, diversas medidas aprobadas desde entonces. En primer lugar, se han incorporado las distintas actuaciones orientadas a moderar el alza de precios de la electricidad al que se acaba de aludir. La adopción de estas medidas se produjo en dos momentos distintos<sup>12</sup>. Además, se ha introducido el mecanismo de compensación de la pérdida de poder adquisitivo de las pensiones que recoge el proyecto de ley actualmente en tramitación parlamentaria, lo cual supone retrasar a 2022 el impacto presupuestario

esperado de la compensación por la mayor inflación observada este año<sup>13</sup>. Por último, las proyecciones actuales incluyen una extensión adicional de los ERTE hasta el 31 de diciembre, que, aunque no ha sido aún aprobada, ha recibido el apoyo de los distintos agentes sociales<sup>14</sup>. En otro orden de cosas, una fuente adicional de cambios en las perspectivas fiscales en el año en curso viene dada por la evolución de la ejecución presupuestaria, que, de acuerdo con los datos publicados por la IGAE, está siendo más favorable de lo considerado en junio.

Adicionalmente, las proyecciones fiscales incorporan la aprobación definitiva por parte del ECOFIN, el pasado 13 de julio, del PRTR español. El detalle del Plan incluye los importes de los pagos previstos, así como las fechas en las que estos se harán efectivos y los hitos y objetivos a los que están condicionados los desembolsos.

La información disponible más recientemente sugiere que la absorción de los fondos del PRTR habría sido relativamente modesta hasta la fecha. Ello ha aconsejado, a la luz también de los retardos habituales entre la aprobación de los concursos para la realización de inversiones públicas y la materialización del gasto, proceder a revisar el calendario de absorción, de modo que se asume ahora que una parte de este tiene lugar de forma algo más tardía. En concreto, el gasto incorporado ahora en las proyecciones para 2021 tendría un impacto esperado sobre el PIB de este año de 0,6 pp, cuatro décimas menos de lo considerado en las proyecciones anteriores. Los efectos estimados sobre el producto de la economía a lo largo del resto del horizonte de proyección se elevarían en esa misma cuantía. Asimismo, la última información disponible ha conducido al abandono del supuesto de neutralidad en términos del déficit público, año a año, del gasto con cargo a los fondos del denominado «REACT-EU»<sup>15</sup>. En concreto, este gasto tendría un efecto

12 En concreto, el 24 de junio se aprobó el Real Decreto-ley 12/2021, por el que se rebaja el IVA de la electricidad del 21 % al 10 % hasta final de año para los consumidores con una potencia contratada inferior a 10 kW, y siempre que el precio medio aritmético del mercado mayorista de la electricidad se mantenga por encima de los 45 euros por MWh, y se suspende el impuesto sobre el valor de la producción de energía eléctrica (IVPEE) entre julio y septiembre. Con posterioridad, el 14 de septiembre, se aprobó el Real Decreto-ley 17/2021, que, entre otras medidas, extiende al cuarto trimestre del año la suspensión del IVPEE y rebaja del 5,1 % al 0,5 % el impuesto especial sobre la electricidad hasta el final de 2021.

13 Proyecto de Ley de garantía del poder adquisitivo de las pensiones y de otras medidas de refuerzo de la sostenibilidad financiera y social del sistema público de pensiones, que liga la subida de las pensiones de cada año con la inflación registrada en los 12 meses previos a diciembre del año anterior.

14 La información disponible apunta a la posibilidad de que la prórroga se extienda hasta el 31 de enero de 2022.

15 Siglas que corresponden al denominado *Recovery Assistance for Cohesion and the Territories of Europe*. Este, junto con el MRR, constituyen los dos componentes fundamentales del NGEU.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2023) (cont.)**

amplificador del déficit de magnitud moderada a corto plazo, que se vería compensado por un efecto de signo opuesto a partir de 2023.

Además de los supuestos realizados sobre los fondos europeos, las previsiones para el período 2022-2023 se apoyan en las hipótesis técnicas habituales. En particular, se asume que las partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —entre las que destacan por su tamaño las compras o la inversión pública— evolucionarán en línea con el crecimiento potencial de la economía española. Por otro lado, la trayectoria de las restantes rúbricas que componen las cuentas de las AAPP vendrá definida, en ausencia de medidas, por sus determinantes habituales<sup>16</sup>.

La evolución de las distintas variables presupuestarias, resultante de los supuestos formulados acerca de ellas, junto con la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas, permite realizar una estimación del tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural primario neto de los fondos europeos<sup>17</sup>. El resultado obtenido de acuerdo con este procedimiento es tal que el tono de la política fiscal sería, como ya ocurriera en 2020, notablemente expansivo en 2021 y 2022 (en 1,3 pp y 1,5 pp del PIB, respectivamente). Sin embargo, en 2023 pasaría a ser contractivo (en 0,6 pp), como consecuencia de la reducción estimada del impulso derivado de los fondos europeos, cuyo mayor nivel estimado se alcanzaría en 2022.

16 En concreto, se considera que los ingresos públicos crecerán en línea con la evolución de sus bases impositivas, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. El criterio aplicado es similar en el caso del gasto en pensiones —cuya evolución viene determinada por las tendencias demográficas y por la indiciación prevista de su importe con el IPC—, en prestaciones por desempleo —que depende, principalmente, de la evolución del paro— y en intereses —cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés—.

17 Los fondos europeos procedentes del NGEU dan lugar a un menor déficit estructural, pero no a un tono más contractivo de la política fiscal, ya que no son el fruto de la recaudación sobre los agentes residentes. Por tanto, para medir correctamente el tono de la política fiscal, la variación del saldo estructural primario se debe corregir de este efecto, restándole la variación del saldo neto de recursos procedentes de la Unión Europea.

Esquema 1  
SÍNTESIS DE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA, 2021-2023

	2021	2022	2023	PRINCIPALES MOTIVOS PARA LA REVISIÓN (respecto al escenario central en las previsiones de junio)
<b>PIB</b>	6,3 % ↑ 0,1 pp	5,9 % ↑ 0,1 pp	2 % ↑ 0,2 pp	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Fuerte repunte de la actividad en el segundo trimestre (+2,8 % intertrimestral), especialmente del consumo privado</li> <li>— La información más reciente disponible también apunta a un elevado grado de dinamismo en el tercer trimestre (+2,7 % intertrimestral)</li> <li>— El empleo de parte de los fondos del NGEU se desplaza de 2021 a 2022-2023</li> <li>— Aumentos recientes significativos en los precios de los bienes energéticos y en los de algunos servicios</li> <li>— Cuellos de botella en las cadenas globales de suministro y cambios en las perspectivas de crecimiento mundial</li> </ul>
<b>Inflación</b>	2,1 % ↑ 0,2 pp	1,7 % ↑ 0,5 pp	1,3 % ↑ 0,1 pp	<p><b>PRINCIPALES FUENTES DE INCERTIDUMBRE</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— Entorno global y evolución de la pandemia</li> <li>— Dinamismo del consumo privado en un futuro (ritmo de gasto de la bolsa de ahorro acumulada y posibles efectos adversos del repunte de la inflación sobre la renta real de los hogares)</li> <li>— Persistencia o amplificación de los cuellos de botella</li> <li>— Efectos indirectos y de segunda vuelta que podrían incrementar la persistencia de la actual senda inflacionista</li> </ul>

FUENTE: Banco de España.



## LA RECIENTE ASIGNACIÓN GENERAL DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO DEL FMI Y LAS OPCIONES PARA SU CANALIZACIÓN HACIA LAS ECONOMÍAS VULNERABLES

Isabel Garrido, Xavier Serra e Irune Solera

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 14 de septiembre

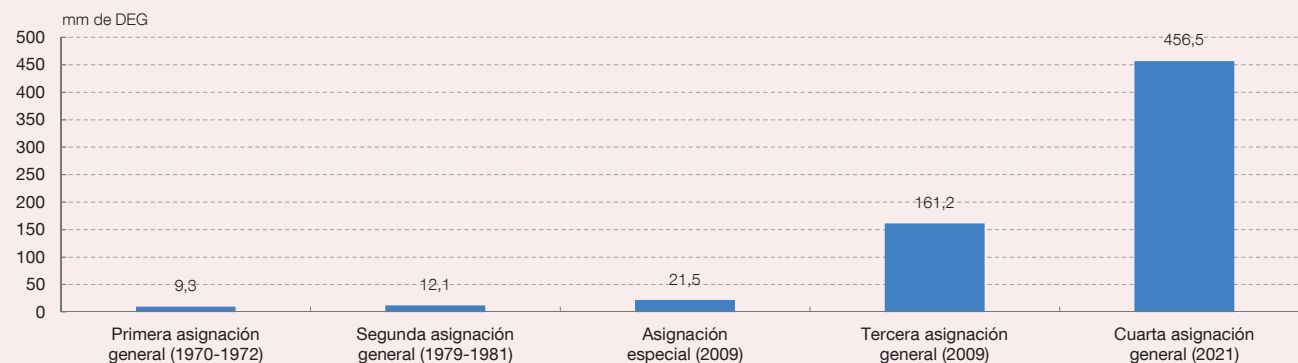
El pasado 23 de agosto se completó la mayor asignación general de derechos especiales de giro (DEG)<sup>1</sup> de la historia del Fondo Monetario Internacional (FMI), por un importe total equivalente a unos 650 mm de dólares (456 mm de DEG) (véase gráfico 1). Esta asignación constituye una de las respuestas multilaterales de política económica de mayor calado frente a la crisis originada por la pandemia de COVID-19 y podría suponer un respaldo particularmente relevante para las economías de bajos ingresos y para los países más vulnerables, cuya situación de sobreendeudamiento se ha agravado con el estallido de la crisis. En este sentido, cabe destacar que el importe de esta asignación general es superior al total de la financiación de emergencia que el FMI ha concedido a los países de bajos ingresos durante esta crisis y también mayor que el alivio de la deuda acordado en la iniciativa *Debt Service Suspension Initiative* (DSSI), liderada por el G-20.

En este recuadro, en primer lugar, se describen los aspectos más destacados de la operativa de las asignaciones generales de DEG y, en segundo lugar, se discuten distintas opciones que permitirían maximizar la capacidad de la asignación recientemente aprobada para servir de

apoyo a las economías que se encuentran en una situación de mayor vulnerabilidad en la coyuntura actual. Con carácter general, estas opciones pasarían por el establecimiento de algún mecanismo que facilitara canalizar los DEG desde los países que menos los necesitan —los avanzados y alguna economía emergente— hacia los países más vulnerables.

A grandes rasgos, las asignaciones generales de DEG tienen por objetivo atender una necesidad global, entendida como una insuficiencia de reservas para un grupo amplio de miembros del FMI, y, para su emisión, deben contar con un amplio respaldo entre los miembros del organismo (mayoría de 85 % del total de votos)<sup>2</sup>. El importe que se ha de emitir se basa en una estimación de las necesidades de reservas de las economías no emisoras de activos de reserva<sup>3</sup>. En particular, para esta última emisión, se han estimado unas necesidades de entre 1,1 y 1,9 billones de dólares para el período 2020-2025 —de las cuales en torno al 70 % corresponderían a economías emergentes y en desarrollo— y se ha considerado el mismo porcentaje de cobertura por DEG que en la asignación general de 2009 —entre el 30 % y el 60 % del total de las necesidades estimadas—<sup>4</sup>.

Gráfico 1  
ASIGNACIONES DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO DESDE 1970



FUENTE: FMI.

1 Los DEG son activos de reserva distribuidos por el FMI para complementar las reservas oficiales de sus países miembros y representan un derecho de canje por cualquiera de las divisas que integran su cesta (dólar de Estados Unidos, euro, yen japonés, libra esterlina y renminbi chino).

2 Véase el artículo XVIII 1 (a) del Convenio Constitutivo del FMI referido a los principios y consideraciones que rigen las asignaciones y cancelaciones de DEG.

3 De acuerdo con la tipificación del FMI, tienen la consideración de activos de reserva las cinco monedas que componen la cesta del DEG, el dólar australiano, el dólar canadiense y el franco suizo.

4 Véase el documento del FMI «Proposal for a General Allocation of Special Drawing Rights», del 27 de mayo de 2021.

## LA RECIENTE ASIGNACIÓN GENERAL DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO DEL FMI Y LAS OPCIONES PARA SU CANALIZACIÓN HACIA LAS ECONOMÍAS VULNERABLES (cont.)

Una vez aprobadas, las asignaciones de DEG se distribuyen entre los países miembros del FMI en función de las cuotas que estos representan en el organismo. Así, de acuerdo con la distribución actual de cuotas, alrededor del 58 % de la asignación general recientemente aprobada se destinará a las economías avanzadas, el 39 % a las economías emergentes y el 3 % restante a los países de menor renta, que son los países que, con mayor probabilidad, utilizarán los DEG (véase cuadro 1). En cualquier caso, como se puede apreciar en los gráficos 2 y 3, existen notables diferencias entre países en cuanto al peso que suponen las nuevas cantidades de DEG que van a recibir como porcentaje de su volumen de reservas internacionales o de su deuda a corto plazo.

El efecto inmediato de los DEG asignados es el refuerzo de los activos de reserva de los países miembros del FMI. No obstante, estos países también pueden darles otros usos: obtener liquidez internacional a bajo tipo de interés canjeándolos por otras monedas de libre uso, suavizar procesos de ajuste de balanza de pagos, o cancelar deuda externa y deuda con el FMI. En este sentido, es probable que una asignación general de tal magnitud como la aprobada en agosto pueda suponer un volumen muy significativo de compraventas de DEG en los próximos años. A este respecto, cabe señalar que el mercado de DEG funciona a través de 32 acuerdos

voluntarios de compraventa —suscritos por distintos Gobiernos y bancos centrales, entre ellos el Banco de España y el BCE— y que el FMI está negociando actualmente la firma de nuevos acuerdos para garantizar que puedan atenderse los nuevos requerimientos de canje de DEG que eventualmente se reciban<sup>5</sup>.

Como se ha señalado anteriormente, para amplificar los efectos beneficiosos de la asignación general de DEG recientemente aprobada, habría que establecer mecanismos que facilitaran que los DEG asignados a las economías emisoras de activos de reserva o con una sólida posición de reservas puedan ser utilizados por los países que se encuentran en una posición de mayor vulnerabilidad en la coyuntura actual. Son varias las opciones que se están planteando en el FMI en este sentido.

La primera es que las economías con excedentes de DEG puedan comprometer parte de sus tenencias a la financiación concesional de los países de menor renta, mediante contribuciones voluntarias al fondo fiduciario *Poverty Reduction and Growth Trust* (PRGT). Este fondo, administrado por el FMI, concede asistencia de emergencia y préstamos a un tipo de interés actualmente del 0 %<sup>6</sup>, y, en el primer estadio de la crisis del COVID-19, vio reforzada su capacidad en unos 17,5 mm de DEG.

Cuadro 1  
DISTRIBUCIÓN DE LA ASIGNACIÓN GENERAL DE DEG POR GRUPOS DE PAÍSES

	N.º de países	Tenencias antes de la asignación (a)		Asignación 2021		Tenencias después de la asignación	
		Mill. DEG	%	Mill. DEG	%	Mill. DEG	%
Economías avanzadas	27	121.026	59,3	263.611	57,7	384.636	58,2
Economías emergentes	94	54.103	26,5	177.948	39,0	232.051	35,1
Países de bajos ingresos	69	5.146	2,5	14.927	3,3	20.073	3,0
Tenedores oficiales (6) y FMI	—	23.939	11,7	—	—	23.939	3,6
Total	190	204.214	100	456.485	100	660.699	100

FUENTE: FMI.

a Saldos a 31 de julio de 2021.

5 El FMI estima que la capacidad de absorción de DEG en el mercado, una vez completada la asignación general, pasará de los actuales 72,5 mm de DEG a unos 290 mm de DEG. Esta cifra incluye unos 50 mm de DEG adicionales, que corresponderían a la firma de nuevos acuerdos voluntarios con miembros con sólidas posiciones financieras.

6 Con períodos de carencia de entre 4 y 5 ½ años, y vencimientos de entre 8 y 10 años, según la línea de crédito.



**LA RECIENTE ASIGNACIÓN GENERAL DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO DEL FMI Y LAS OPCIONES PARA SU CANALIZACIÓN HACIA LAS ECONOMÍAS VULNERABLES (cont.)**

Otra opción que está cobrando un considerable protagonismo es la creación de un nuevo fondo fiduciario receptor de DEG administrado por el FMI y dedicado a la financiación de reformas estructurales relacionadas con objetivos que el FMI ha venido a calificar como «macrocríticos» (entre otros, la lucha contra el cambio climático y la transformación digital de la economía). Este fondo debería poder llegar a países vulnerables de renta media que estén bajo un programa del FMI, incluidas algunas economías latinoamericanas que han sido particularmente golpeadas por la crisis actual. Una de las ventajas de este fondo sería la de proporcionar financiación adicional a largo plazo a un coste inferior al de los préstamos convencionales del FMI.

Por último, otra opción que se está contemplando, aunque su desarrollo se encuentra aún en un estadio muy

incipiente, consistiría en canalizar el excedente de DEG que presentan algunos países hacia bancos multilaterales de desarrollo y otros organismos a los que el FMI reconoce el estatus de tenedores oficiales de DEG. No obstante, esta opción abre interrogantes sobre la viabilidad técnica de una financiación concesional en la que no medie el FMI<sup>7</sup>.

El diseño de todos los aspectos que deben definirse para poder formalizar cualquiera de estas opciones plantea numerosos retos —tanto políticos como técnicos<sup>8</sup>—, que deberán afrontarse en los próximos meses. El mayor o menor éxito con el que se complete esta tarea condicionará, indudablemente, la capacidad con la que los DEG recientemente emitidos puedan canalizarse hacia los países miembros más necesitados y con un menor margen de actuación en las políticas de apoyo a la recuperación.

Gráfico 2  
ASIGNACIÓN DE DEG EN 2021 COMO TANTO POR CIENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES. SELECCIÓN DE PAÍSES EMERGENTES Y DE BAJOS INGRESOS

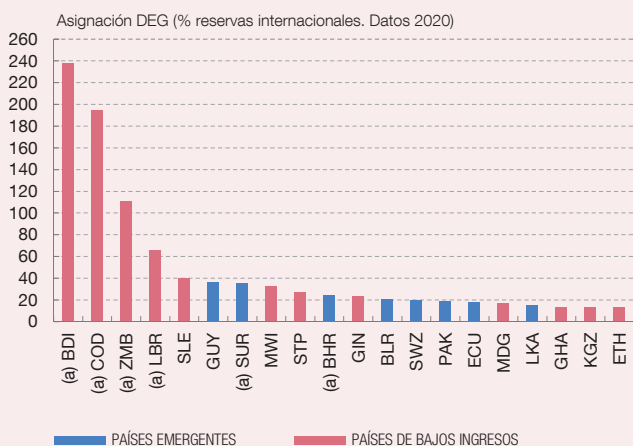
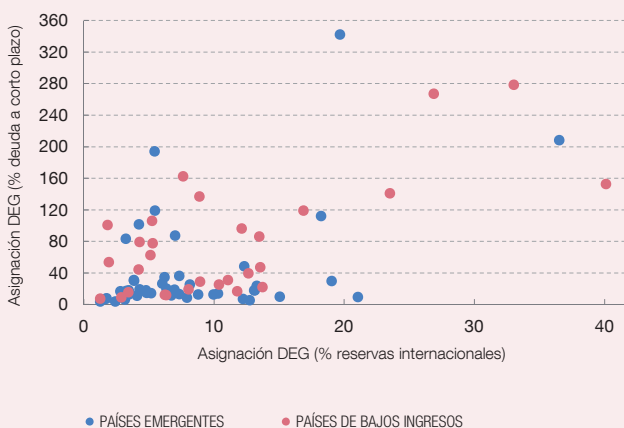


Gráfico 3  
ASIGNACIÓN DE DEG EN 2021 COMO TANTO POR CIENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y DE LA DEUDA A CORTO PLAZO. PAÍSES EMERGENTES Y DE BAJOS INGRESOS



FUENTE: FMI.

a Países no incluidos en el gráfico 3 porque no presentan datos de deuda a corto plazo o esta es muy reducida.

7 Para su compatibilidad con el marco jurídico de la Unión Europea (UE) se requeriría la interposición del FMI entre los aportantes de DEG y los organismos destinatarios.

8 En el caso del Sistema Europeo de Bancos Centrales, los DEG aportados deberán mantener la consideración de activos de reserva para no infringir la prohibición de financiación monetaria contemplada en el artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la UE.

**LOS CUELLOS DE BOTELLA DEL SECTOR MANUFACTURERO DE LA ZONA DEL EURO**

Iván Kataryniuk, Ana del Río y Carmen Sánchez Carretero

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 15 de septiembre

Desde finales de 2020, el sector de manufacturas se está enfrentando, en el área del euro y en otras economías avanzadas, a disrupciones crecientes de los procesos productivos. La rápida recuperación de la demanda a escala global ha provocado, además de presiones alcistas sobre el precio de las materias primas, problemas de abastecimiento de insumos en sectores como el de los semiconductores, los productos químicos, los plásticos, la madera o los metales industriales; dificultades a las que se unen las tensiones en el transporte marítimo<sup>1</sup>. En este contexto, las economías de la zona del euro, fuertemente dependientes de la importación de materias primas y de bienes intermedios en sus procesos productivos, se enfrentan a una situación de escasez de componentes básicos, lo que está generando cuellos de botella en su producción, que impiden que la oferta atienda la demanda de pedidos en los plazos requeridos<sup>2</sup>.

Estos desajustes responden, en buena medida, a la rápida recuperación de la demanda y a los cambios en los patrones de consumo. La paulatina relajación de las restricciones impuestas para contener la expansión del COVID-19, el avance de la vacunación y la reapertura del sector servicios están impulsando el consumo. Además, la demanda de algunas manufacturas también se ha visto fortalecida de manera extraordinaria durante la pandemia. Así, por ejemplo, las mayores necesidades de digitalización surgidas en el ámbito laboral, educativo y doméstico fomentaron la compra de dispositivos electrónicos, al tiempo que la menor movilidad y la caída del gasto en ciertos servicios —inducidas principalmente por las medidas de contención de la pandemia— derivaron en una traslación del consumo privado hacia la compra de bienes, especialmente de aquellos bienes duraderos vinculados al equipamiento del hogar.

Como se puede apreciar en el gráfico 1, estos cuellos de botella se están viendo reflejados en los indicadores PMI de demora en el plazo de entrega de proveedores, que han

experimentado un aumento sin precedentes en la zona del euro, y en las encuestas de opinión de la Comisión Europea (CE). De acuerdo con esta última fuente, en julio, el porcentaje de empresas manufactureras de la Unión Económica y Monetaria (UEM) enfrentadas a escasez de material o de equipo marcó un máximo histórico, cercano al 40 %, porcentaje muy superior al 7 % que se registró a finales de 2020 y a los observados a lo largo de los últimos años. Atendiendo a la evidencia disponible, estas restricciones estarían relacionadas principalmente con dificultades en el aprovisionamiento a lo largo de la cadena de valor y no tanto con haber alcanzado los límites de la capacidad instalada. Así, aunque la utilización de la capacidad productiva en las manufacturas se ha recuperado rápidamente en los últimos meses y supera los registros medios históricos de manera bastante generalizada, aún se encuentra dentro de los rangos habituales observados en el pasado (véase gráfico 2). En cualquier caso, como consecuencia de estos desarrollos, en los últimos meses las existencias de productos terminados en la zona del euro también han disminuido hasta niveles históricamente muy reducidos (véase gráfico 3).

Por países, el fenómeno de los cuellos de botella ha afectado de manera especialmente severa a la economía alemana (véase gráfico 4). En particular, en julio, un 70 % de las empresas manufactureras alemanas vieron condicionada su producción por la escasez de material o de equipo, porcentaje muy por encima del 42 % observado en abril y del rango histórico más habitual para esta variable. Todo ello en un contexto en el que el porcentaje de empresas alemanas que en julio señalaron verse afectadas por una insuficiencia de la demanda solo alcanzó el 12 %. En el resto de las grandes economías del área del euro, si bien la escasez de material o de equipo no está siendo el factor limitativo de mayor importancia para las empresas, su relevancia es creciente y el porcentaje de empresas afectadas por este factor se sitúa significativamente por encima de su promedio histórico<sup>3</sup>. Así, por ejemplo, en

1 Véanse el recuadro 1, «¿Qué factores están impulsando la reciente subida de los costes de transporte?», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco Central Europeo, y el recuadro 6, «La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco Central Europeo.

2 Para Estados Unidos, véase, por ejemplo, P. Krolkowski y K. Naggert (2021), *Semiconductor Shortages and Vehicle Production and Prices*, Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland, vol. 2021(17).

3 En el caso de Francia, la información facilitada por la CE no parece comparable con la de otros países y no refleja el problema de escasez de material que otras fuentes de información detectan en la industria manufacturera francesa. Los datos de la CE para Francia podrían referirse principalmente a la «escasez de equipo» como factor limitativo de la producción, ya que el cuestionario nacional muestra dos opciones separadas: «la inadecuación de sus equipos o materiales» y las «dificultades de suministro». Además, de acuerdo con el INSEE, y en línea con lo que se observa en las otras grandes economías, el porcentaje de empresas con «dificultades de abastecimiento» se situó cerca del 37 % en julio, frente al 26 % en abril, siendo el percentil 95 de la serie histórica un 20 %; lo anterior concuerda con lo que detecta la encuesta del Banco de Francia de junio (*Update on business conditions in France at the start of July 2021*).

**LOS CUELLOS DE BOTELLA DEL SECTOR MANUFACTURERO DE LA ZONA DEL EURO (cont.)**

España, un 22 % de las empresas encuestadas declararon en julio restricciones de oferta asociadas a la escasez de material o de equipo —frente al 13 % de abril—, mientras que un 37 % de ellas consideraron la escasez de demanda como un factor limitativo de su producción.

Estas circunstancias se producen en un contexto de fortaleza de la demanda. Como se ilustra en la parte

derecha del gráfico 4, el porcentaje de empresas afectadas por una insuficiencia de la demanda se ha reducido de forma notable en los últimos meses de manera generalizada por países, y se ha situado en el rango inferior de los registros históricos disponibles.

Entre las ramas manufactureras de mayor peso económico, los cuellos de botella se han presentado de

Gráfico 1  
CUELLOS DE BOTELLA EN LA PRODUCCIÓN. MANUFACTURAS DEL ÁREA DEL EURO

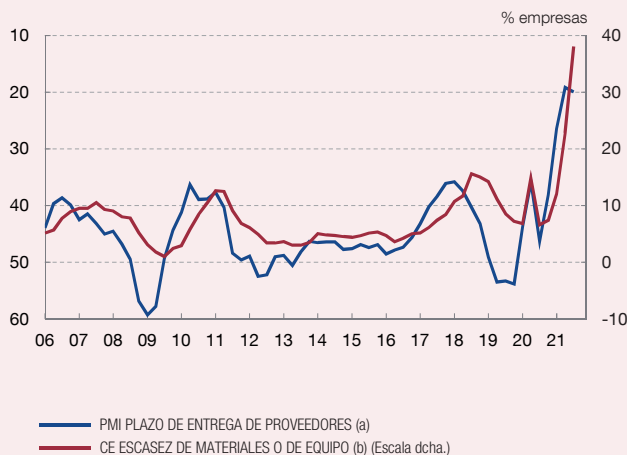


Gráfico 2  
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA (UCP), MANUFACTURAS. ENCUESTA DE OPINIÓN TRIMESTRAL DE LA COMISIÓN EUROPEA

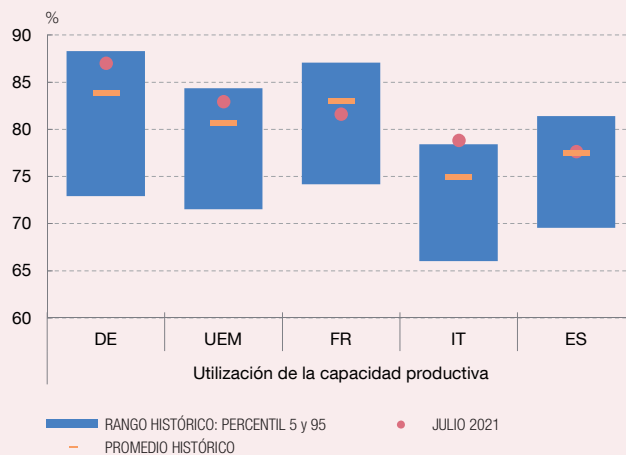
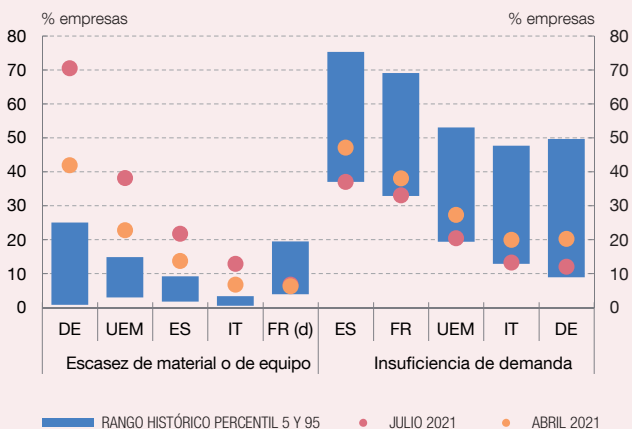


Gráfico 3  
STOCK DE PRODUCTOS TERMINADOS. MANUFACTURAS DEL ÁREA DEL EURO. ENCUESTA DE OPINIÓN MENSUAL DE LA COMISIÓN EUROPEA



Gráfico 4  
FACTORES LIMITATIVOS EN LA PRODUCCIÓN DE MANUFACTURAS. ENCUESTA DE OPINIÓN TRIMESTRAL DE LA COMISIÓN EUROPEA



FUENTES: Comisión Europea, Markit y Banco de España.

- a Escala izquierda invertida. Un aumento indica una demora en el plazo de entrega de material de proveedores.
- b Recoge el porcentaje de empresas que declara la «escasez de material o de equipo» como un factor limitativo importante de su producción.
- c Se mide como porcentaje neto, esto es, la diferencia entre las respuestas «excesivo» e «insuficiente» a la pregunta sobre el nivel de stock de productos terminados, en porcentaje del total de las respuestas.
- d En el caso de Francia, los datos de la Comisión Europea no reflejan el problema de escasez de material que también existe en la industria manufacturera francesa y que otras fuentes de información detectan. Véase nota al pie 3.

**LOS CUELLOS DE BOTELLA DEL SECTOR MANUFACTURERO DE LA ZONA DEL EURO (cont.)**

manera más temprana e intensa en el sector de los vehículos de motor, la fabricación de material y equipo eléctrico, la fabricación de productos informáticos y

electrónicos, y la de productos de caucho y plástico, así como en la industria química. Estas restricciones de oferta se han ido trasladando al resto de la economía,

Cuadro 1  
SECTORES AFECTADOS POR LA ESCASEZ DE MATERIAL O DE EQUIPO (a)

Ramas industria manufacturera	UEM		Alemania		Italia		España	
	Peso	% empresas limitadas	Peso	% empresas limitadas	Peso	% empresas limitadas	Peso	% empresas limitadas
29 Vehículos de motor	11,3 %	60	20,5 %	88	5,7 %	10	9,2 %	43
27 Material y equipo eléctrico	4,8 %	56	6,7 %	82	4,2 %	25	3,6 %	48
26 Informática y electrónica	5,4 %	49	6,4 %	88	3,3 %	21	1,3 %	33
22 Caucho y plásticos	4,4 %	47	4,5 %	91	5,1 %	21	4,8 %	53
28 Maquinaria y equipo	12,8 %	47	15,7 %	71	14,5 %	23		
16 Madera y corcho	1,6 %	39	1,0 %	58	1,8 %	27	1,5 %	35
33 Reparaciones de equipo	4,3 %	38			3,7 %	7		
20 Química	8,2 %	38	6,9 %	71	4,8 %	19	6,7 %	19
25 Productos metálicos exc. maq. y equ.	8,9 %	37	8,6 %	75	12,7 %	15	9,1 %	39
31 Muebles	1,6 %	36	1,2 %	83	2,9 %	17		
19 Coquerías y refino de petróleo	1,1 %	33	0,7 %	100				
17 Papel	2,2 %	32	1,7 %	68	2,2 %	13		
24 Metalurgia	3,5 %	25	3,4 %	42	3,6 %	12	4,9 %	17
30 Otro mat. transporte	2,9 %	24			3,0 %	16		
32 Otras manufacturas	2,4 %	23			2,6 %	8		
23 Productos minerales no metal	3,3 %	23	2,7 %	51	3,9 %	10	4,4 %	18
13 Textil			0,7 %	64				
10 Alimentación			5,7 %	41				
21 Productos farmacéuticos								
18 Artes gráficas			1,0 %	48				
14 Confección prendas de vestir			0,4 %	40				
15 Cuero y calzado			0,1 %	56				
11 Bebidas								
Total manufacturas		38		71		13		22
<i>Pro memoria</i>								
Peso ramas restringidas								
Encuesta julio 2021		79		88		74		46
Encuesta abril 2021		50		59		54		32

FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

a Solo se muestra el dato para las ramas con restricciones importantes asociadas a la falta de material o de equipo. Se clasifican como tales aquellas en las que el porcentaje de empresas que indican problemas de escasez de material o de equipo en la encuesta de julio de 2021 es superior a la media histórica más tres desviaciones típicas para el agregado del país. Bajo este criterio, el umbral es del 22 % para la Unión Económica y Monetaria, el 38 % para Alemania, el 6 % para Italia y el 14 % para España. La intensidad del color depende de la distancia del valor al promedio histórico. El peso del sector se refiere al peso en el valor añadido bruto de las manufacturas entre 2017 y 2019, según disponibilidad de datos. Se omite Francia porque, como se ha indicado antes, existen dudas sobre la comparabilidad de los datos.

**LOS CUELLOS DE BOTELLA DEL SECTOR MANUFACTURERO DE LA ZONA DEL EURO (cont.)**

especialmente en Alemania. En este sentido, el mapa térmico presentado en el cuadro 1 señala las ramas de actividad más afectadas por estos cuellos de botella,

definidas como aquellas en las que el porcentaje de empresas con escasez de material o de equipo es superior a un determinado umbral nacional. Para establecer dicho

Gráfico 5  
DEPENDENCIA EN DISTINTOS PAÍSES DE LAS MANUFACTURAS CON ESCASEZ DE MATERIAL O DE EQUIPO DE ALEMANIA (a). (TIVA 2015)

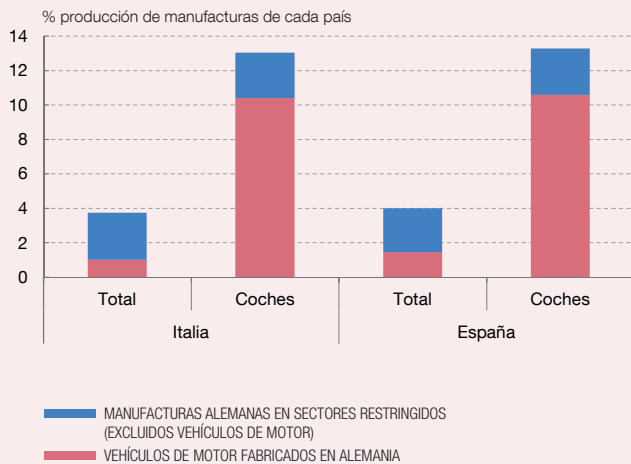


Gráfico 6  
CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN DE MANUFACTURAS (b)  
Tasa intertrimestral y contribución por sectores

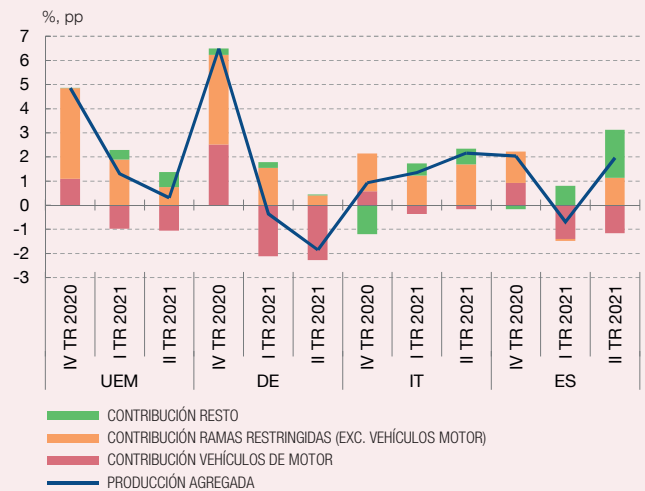


Gráfico 7  
INDICADORES CUALITATIVOS DE PRECIOS. MANUFACTURAS EN EL ÁREA DEL EURO

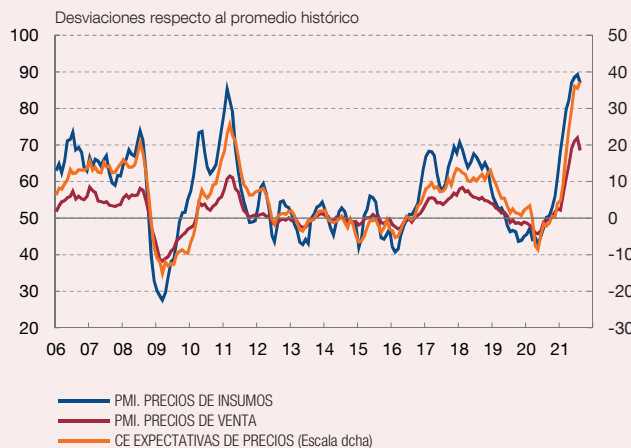
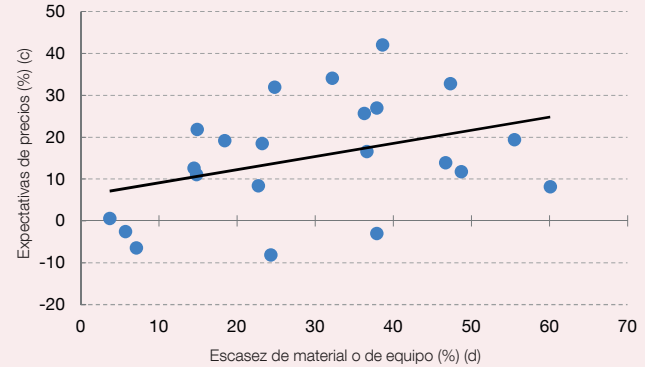


Gráfico 8  
ESCASEZ DE MATERIAL O DE EQUIPO Y EXPECTATIVAS DE PRECIOS. MANUFACTURAS EN EL ÁREA DEL EURO. ENCUESTA DE JULIO DE LA COMISIÓN EUROPEA



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit, OCDE y Banco de España.

- a La dependencia se mide como el valor añadido procedente de Alemania incorporado en la demanda final de los países considerados. Así, las barras azules muestran el valor añadido procedente de la industria automovilística alemana incorporado en la producción de manufacturas totales y de coches del resto de los países, mientras que las barras rojas muestran el valor añadido procedente del resto de las manufacturas restringidas alemanas incorporado en los mismos agregados.
- b La producción agregada se obtiene como suma ponderada del Índice de Producción Industrial (IPI) de cada rama utilizando el peso de las ramas en el IPI en la Unión Económica y Monetaria. Para los países, se utilizan los pesos en el valor añadido bruto (VAB). Las ramas consideradas restringidas se presentan en el cuadro 1 y son aquellas en las que el porcentaje de empresas que señalan un problema de escasez de material o de equipo es superior a un umbral específico del país.
- c Expectativas sobre la variación de los precios de venta en los próximos tres meses, expresadas como porcentaje neto, esto es, número de empresas que indican «aumento» menos las que indican «reducción» sobre el total de las respuestas.
- d Porcentaje de empresas que señalan la escasez de material o de equipo como factor limitativo de la producción.

umbral se considera, para el agregado de la economía de cada país, el valor promedio histórico de este porcentaje más tres desviaciones típicas. Bajo este criterio, en julio, las ramas más afectadas representaban casi el 80 % del valor añadido bruto (VAB) de las manufacturas en la UEM, frente al 50 % de abril. Por países, las ramas con restricciones más intensas en julio tenían un peso en el VAB del total de manufacturas de en torno al 90 % en Alemania, el 75 % en Italia y el 45 % en España —frente al 60 %, 55 % y 30 % contabilizado en abril, respectivamente—.

Naturalmente, las restricciones por país y sector que se ponen de manifiesto en el cuadro 1 reflejan, en cierta medida, un alto grado de propagación, tanto entre sectores como entre países, de los diversos desajustes entre la oferta y la demanda que han venido observándose en los últimos meses. En este sentido, con el propósito de ilustrar la relevancia de esta vía de propagación, el gráfico 5 recoge, utilizando las tablas *input-output*, el valor añadido generado en los sectores restringidos de Alemania que se incorpora en la producción de manufacturas de España e Italia. Esta dependencia resulta especialmente elevada en la rama del automóvil<sup>4</sup>.

En función de esta evidencia, cabe pensar que los cuellos de botella que se han registrado en las manufacturas desde finales de 2020 podrían haber contribuido significativamente a la desaceleración de la producción industrial en la UEM durante el primer semestre de 2021. En efecto, como ilustra el gráfico 6, la desaceleración de la producción en los sectores considerados como restringidos y, en especial, en la rama de vehículos del motor ha sido muy acusada en la UEM. De forma coherente con la evidencia presentada anteriormente, estos desarrollos han sido especialmente intensos en Alemania.

Por otro lado, los problemas de abastecimiento, en un contexto de rápido crecimiento de la demanda y de encarecimiento de las materias primas y del transporte, se han reflejado en incrementos notables de los precios de producción, aunque de manera muy heterogénea por sectores. De acuerdo con las opiniones de las propias empresas, no es descartable que estas presiones inflacionistas se prolonguen o agudicen en el futuro. Así, por ejemplo, tanto los indicadores cualitativos sobre precios de venta de los PMI como las expectativas sobre precios futuros de la encuesta de la CE han repuntado hasta niveles elevados desde una perspectiva histórica (véase gráfico 7). Además, la correlación entre estas expectativas y el grado de escasez de material o de equipo es positiva, lo que indica que las expectativas de aumento de precios en la zona del euro son más intensas en aquellos sectores sujetos a mayores restricciones (véase gráfico 8).

En resumen, este recuadro pone de manifiesto que la falta de material o de equipo está impidiendo que las empresas manufactureras de la UEM puedan responder plenamente a la rápida recuperación de la demanda, lo que podría lastrar el proceso de recuperación económica. Este efecto se vería agravado si estos cuellos de botella repercutiesen sobre otras ramas productivas, en particular sobre aquellas ramas de los servicios con mayor vocación manufacturera, como el transporte, el comercio al por mayor o algunos servicios profesionales<sup>5</sup>. Si bien cabe esperar que estos problemas presenten una naturaleza fundamentalmente transitoria y que se disipen paulatinamente a medida que la demanda se normalice y la oferta se adapte, un mayor grado de persistencia de ellos podría suponer crecientes presiones al alza en los precios.

4 El grado de fragmentación de la producción en el sector del automóvil en Europa es bastante elevado. Para más detalles sobre la cadena de producción de este sector, véase el recuadro 5, "El impacto de la desaceleración del sector del automóvil desde una perspectiva de cadenas globales de valor", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2019, Banco de España. Para un análisis centrado en el sector del automóvil europeo, véase M. Izquierdo, E. Moral, E. Prades y J. Quintana (2021), *The propagation of worldwide sector-specific shocks*, Documento de Trabajo de próxima aparición, Banco de España.

5 Para el caso de España, véase el recuadro 8, "La reciente desaceleración de la actividad desde una perspectiva sectorial", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2019, Banco de España.



**LA REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO**

Ana Arencibia Pareja

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 13 de septiembre

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), en su artículo 127, encomienda al Eurosistema, integrado por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales de los países que han adoptado el euro, el mandato principal de mantener la estabilidad de precios en el conjunto del área del euro. No obstante, el TFUE deja al criterio del BCE tanto la definición exacta de «estabilidad de precios» como la manera de conseguirla, aspectos ambos que se enmarcan en lo que se conoce como la estrategia de política monetaria.

Dicha estrategia, como la de otros bancos centrales<sup>1</sup>, es susceptible de ser actualizada de forma que pueda acomodarse a una realidad económica y financiera en permanente transformación y, al mismo tiempo, incorpore las lecciones aprendidas como resultado de su implementación a lo largo del tiempo. En este sentido, los nuevos retos estructurales que se derivan de la caída de los tipos de interés reales de equilibrio<sup>2</sup>, la digitalización, la globalización y el cambio climático, entre otros factores, impulsaron al Consejo de Gobierno del BCE<sup>3</sup> a abordar, desde principios de 2020, una nueva revisión de su estrategia de política monetaria, tras la última actualización efectuada en 2003<sup>4</sup>.

El pasado 8 de julio, el BCE presentó los resultados de esta revisión, que configura una estrategia actualizada que determinará la orientación de su política monetaria en los próximos años<sup>5</sup>. En este recuadro se detallan algunas de las principales novedades introducidas en esta revisión.

En primer lugar, el Consejo de Gobierno del BCE establece un nuevo objetivo de inflación del 2%<sup>6</sup> a medio plazo. Este objetivo es simétrico, en el sentido de que las

desviaciones positivas o negativas de la inflación con respecto de la tasa de referencia del 2% se consideran igualmente indeseables. Por lo tanto, en comparación con la anterior definición de este objetivo (una tasa de inflación inferior, aunque próxima, al 2%), la nueva formulación elimina tanto la indefinición acerca del objetivo numérico de inflación como la posible percepción de asimetría en cuanto al grado de tolerancia frente a eventuales desviaciones positivas o negativas de la inflación respecto de su objetivo.

En segundo lugar, para mantener la simetría de su objetivo de inflación, el BCE reconoce la importancia de tener en cuenta, a la hora de implementar su política monetaria, las implicaciones del *límite inferior efectivo* de los tipos de interés, entendido como aquel por debajo del cual un banco central no puede reducir sus tipos de interés sin causar distorsiones potencialmente significativas en el funcionamiento del sistema financiero, lo cual tendría efectos perjudiciales sobre el conjunto de la economía. Este límite inferior —al cual el BCE se ha aproximado en los últimos años tras situar sus tipos de interés oficiales en mínimos históricos (véase gráfico 1)— reduce, por tanto, el margen de maniobra para llevar a cabo una política monetaria expansiva. Además, la caída de los tipos de interés de equilibrio mencionada anteriormente implica que dicho límite podría restringir la política monetaria con mayor frecuencia en el futuro<sup>7</sup>. Por tanto, en reconocimiento de la mayor incidencia de este límite inferior en el contexto actual, la nueva estrategia del BCE establece que, cuando la economía se aproxima a dicho límite, son necesarias medidas de política monetaria especialmente contundentes o persistentes para evitar

1 Véase, por ejemplo, «La revisión de la estrategia de política monetaria de la Reserva Federal: aspectos principales e impacto sobre los mercados financieros», recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

2 Los tipos de interés naturales o de equilibrio son aquellos que prevalecen cuando la economía se mantiene en su nivel potencial y la inflación se encuentra estable en su objetivo. Para un análisis detallado del tipo de interés natural y de sus implicaciones para la política monetaria, véase A. Galesi, G. Nuño y C. Thomas (2017), «El tipo de interés natural: concepto, determinantes e implicaciones para la política monetaria», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2017, Banco de España.

3 El Consejo de Gobierno es el principal órgano rector del BCE y, entre sus principales responsabilidades, se encuentra la adopción de las decisiones de política monetaria con el objetivo de alcanzar la estabilidad de precios.

4 Véase la nota de prensa del BCE «La estrategia de la política monetaria del BCE», del 8 de mayo de 2003.

5 Véase la nota de prensa del BCE «El Consejo de Gobierno del BCE aprueba su nueva estrategia de política monetaria», del 8 de julio de 2021.

6 Las razones que justifican un objetivo de inflación del 2%, y no del 0%, por ejemplo, son varias. En primer lugar, un objetivo más alto de inflación reduce la probabilidad de que el límite inferior de los tipos de interés restrinja la capacidad del banco central para llevar a cabo una política monetaria expansiva. Además, una tasa del 2% es lo suficientemente baja para aprovechar los beneficios de la estabilidad de precios y, a la vez, proporciona margen para reducir el riesgo de deflación. Por último, una tasa de inflación del 2% deja margen para posibles diferencias entre las tasas de inflación de los distintos países de la zona del euro, evitando que unos países tengan que mantener tasas de inflación excesivamente bajas o incluso negativas para contrarrestar las tasas más elevadas que pudieran registrarse en otros países.

7 Para un análisis detallado sobre la política monetaria en un entorno de tipos de interés cercanos a sus límites inferiores efectivos, véase Banco de España (2018), «El diseño de la política monetaria en el medio y en el largo plazo», capítulo 3, *Informe Anual 2018*.

## LA REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (cont.)

que se afiancen las desviaciones negativas del objetivo de inflación. Esto también podría implicar un período transitorio en el que la inflación se sitúe moderadamente por encima del objetivo de medio plazo del 2 %.

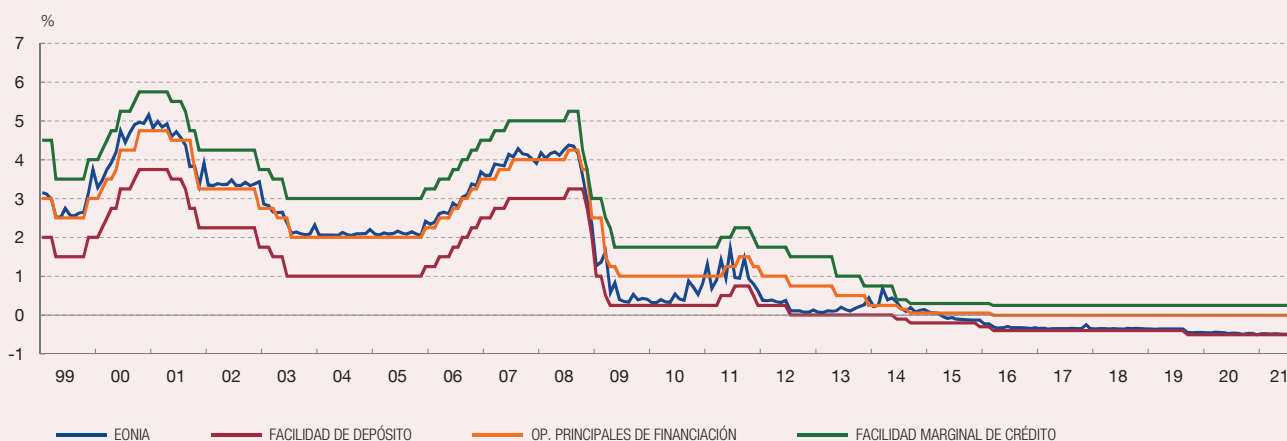
En tercer lugar, la nueva estrategia confirma los tipos de interés oficiales del BCE como el principal instrumento en la conducción de su política monetaria, si bien también establece que el BCE continuará utilizando, según proceda, las indicaciones sobre la orientación futura de su política monetaria (*forward guidance*), las compras de activos y las operaciones de financiación a más largo plazo, y deja abierta la posibilidad de introducir nuevos instrumentos en caso de que se considerasen necesarios. En lo que respecta a la *forward guidance*, en su reunión del pasado 22 de julio, el Consejo de Gobierno modificó su formulación para adecuarla al nuevo objetivo de inflación y, en general, a la nueva estrategia. En concreto, la nueva *forward guidance* establece que el Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE continúen en sus niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observe que la inflación se sitúa en el 2 % bastante antes del final de su horizonte de proyección y de forma duradera en el resto de dicho horizonte, y considere que el progreso de la inflación subyacente está suficientemente avanzado para ser

compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo.

En cuanto a la medición de la inflación en el área del euro, la nueva estrategia confirma que el Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) es el indicador más apropiado para evaluar la estabilidad de precios. Sin embargo, se reconoce la conveniencia de incorporar al IPCA eventualmente algunos de los costes relacionados con la vivienda en régimen de propiedad, en la medida en que son indicativos del coste de la cesta de consumo de muchos hogares. Por esta razón, el BCE ha recomendado incluir dichos costes en el IPCA, proceso que, no obstante, podría demorarse varios años debido a las dificultades técnicas que comporta. Mientras tanto, la nueva estrategia establece que el Consejo de Gobierno tendrá en cuenta, de forma complementaria al IPCA, otras medidas de inflación que estimen el coste de la vivienda en régimen de propiedad en sus evaluaciones de política monetaria.

Por otro lado, el Consejo de Gobierno del BCE ha presentado un ambicioso plan de actuación para seguir incorporando consideraciones climáticas en su marco de política monetaria<sup>8</sup>. Todo ello, motivado por que el cambio climático y la transición hacia una economía más

Gráfico 1  
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (a)



FUENTE: Banco de España.

a. Datos a fin de mes.

<sup>8</sup> Véase la nota de prensa del BCE «El BCE presenta un plan de actuación para incluir consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria», del 8 de julio de 2021.



**LA REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (cont.)**

sostenible —una de las prioridades políticas de la Unión Europea— afectan, a través de múltiples canales, tanto a las perspectivas de estabilidad de precios como al valor y al perfil de riesgo de los activos que el Eurosistema mantiene en su balance. Mediante este plan de actuación, el BCE asume, entre otros, el compromiso de ampliar su capacidad analítica en materia de modelización macroeconómica, estadística y política monetaria en relación con el cambio climático, y de incluir consideraciones climáticas en las operaciones de política monetaria en lo referente a la divulgación de información de sostenibilidad medioambiental, la evaluación de riesgos, las compras de bonos corporativos y el sistema de activos de garantía.

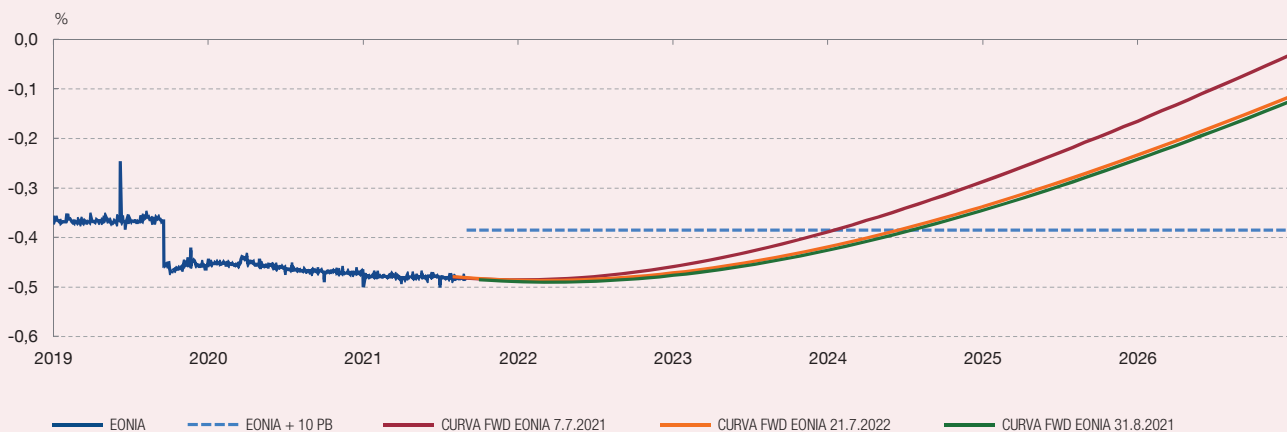
Finalmente, se establece que los documentos e informes en los que habitualmente se comunican las decisiones de política monetaria del BCE se complementarán con nuevos instrumentos de comunicación, con diferentes niveles de detalle técnico, dirigidos a distintos segmentos de la población<sup>9</sup>. Se pretende, así, favorecer que dichas decisiones sean entendidas no solo por los expertos, sino también por el público en general. En esta misma línea, el Consejo de Gobierno del BCE quiere fomentar diversas

iniciativas que permitan un mayor grado de interacción entre el Eurosistema y los ciudadanos<sup>10</sup>.

En cuanto a la reacción de los mercados financieros a la presentación de esta nueva estrategia de política monetaria, cabe destacar que, en el día de su anuncio, apenas se registraron movimientos significativos en los indicadores financieros más relevantes. Esta aparente falta de respuesta podría interpretarse como una indicación de que la revisión anunciada habría estado fundamentalmente en línea con lo esperado por gran parte de los participantes en los mercados financieros. También podría ser coherente con el hecho de que, como se ha apreciado tras otros cambios estratégicos similares anunciados por otros bancos centrales internacionales en el pasado, los inversores necesitan un cierto tiempo para adaptar completamente sus expectativas de política monetaria a la nueva estrategia.

En este sentido, en el tiempo transcurrido desde dicho anuncio, las expectativas de los inversores sobre la senda futura de los tipos de interés y de la inflación en el área del euro —aproximadas por sus respectivas «curvas

Gráfico 2  
OIS FORWARD INSTANTÁNEO DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

9 Véase, a modo de ejemplo, «La declaración de política monetaria en síntesis», del 22 de julio de 2021.

10 Para más información, véase el sitio web del BCE, donde se recogen más detalles sobre los distintos encuentros para escuchar al público en la zona del euro.

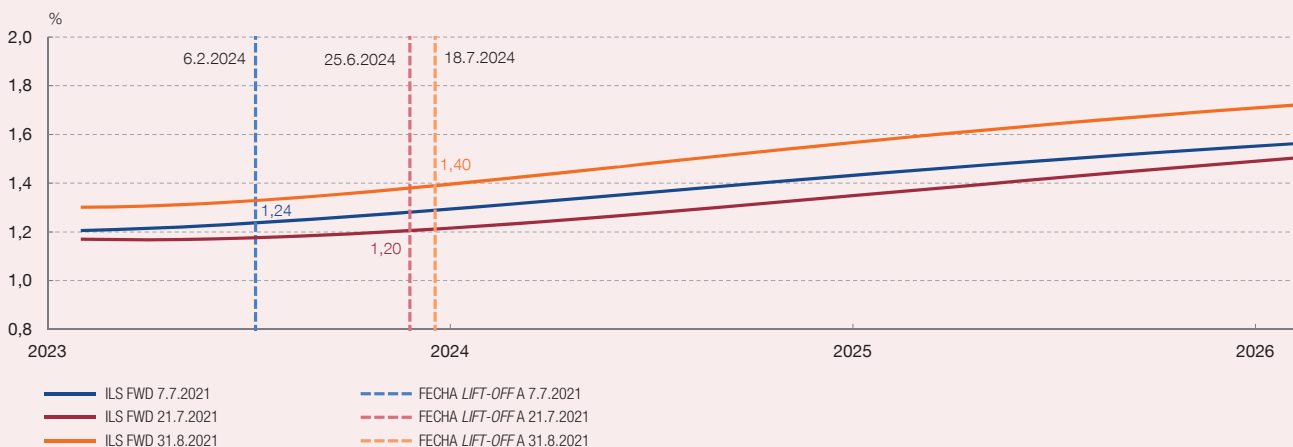
**LA REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (cont.)**

*forward*»<sup>11</sup> — han evolucionado en línea con lo que cabría esperar tras la modificación de la estrategia del BCE y de su *forward guidance*. Así, la curva *forward* de los tipos de interés de corto plazo estaría indicando un retraso en la fecha esperada de la primera subida de tipos por parte del BCE (véase gráfico 2), mientras que la curva *forward* de la inflación se ha desplazado ligeramente al alza (véase gráfico 3). Ambos desarrollos serían coherentes con el hecho de que la nueva estrategia introduce un objetivo de inflación que es ligeramente más elevado que el que se contemplaba anteriormente y que elimina posibles interpretaciones acerca de su anterior carácter asimétrico, y con el hecho de que la nueva *forward guidance* establece unas condiciones más exigentes, en términos de ajuste de la inflación al nuevo objetivo, para que el BCE comience a elevar sus tipos de interés. En cualquier caso, es importante señalar que a lo largo de las últimas semanas se han producido diversos desarrollos macrofinancieros, geopolíticos y epidemiológicos que también habrían afectado al comportamiento de los mercados financieros y de las expectativas de los inversores. Ello supone que, a

falta de un análisis más detallado, la relación entre los movimientos financieros descritos anteriormente y el anuncio de la nueva estrategia y de la nueva *forward guidance* del BCE debe interpretarse con la debida cautela, especialmente en términos de causalidad.

En resumen, la revisión de la estrategia de política monetaria del BCE ha supuesto una actualización del objetivo de inflación, así como el reconocimiento de las implicaciones del límite inferior efectivo de los tipos de interés para la conducción de la política monetaria en el área del euro. Estas novedades, junto con la incorporación de un mayor número de consideraciones climáticas en el marco operativo de la institución y el seguimiento de la evolución del coste de la vivienda en régimen de propiedad, buscan mejorar la capacidad del BCE para cumplir con su mandato de estabilidad de precios en los próximos años. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno del BCE tiene previsto evaluar periódicamente la idoneidad de su estrategia y prevé realizar la siguiente evaluación en 2025.

Gráfico 3  
ILS FORWARD INSTANTÁNEO DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA Y FECHA ESPERADA DEL LIFT-OFF



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

11 La curva *forward* de tipos de interés (inflación) se calcula a partir de los precios negociados en los contratos *swaps* de tipos de interés (inflación) y representa el tipo de interés (la tasa de inflación) que debería darse en cada momento futuro para que dichos contratos no impliquen pagos entre las partes. Las curvas *forward* se emplean para aproximar las expectativas de los inversores sobre la senda futura de los tipos de interés y la inflación, si bien lo hacen de forma imperfecta, ya que los tipos *forward* incorporan primas de riesgo. En el caso de los tipos de interés oficiales del área del euro, se utiliza la curva *forward* del eonia (*Euro Overnight Index Average*), que es un indicador del tipo de interés interbancario medio a un día y que, desde 2009, ha estado muy cercano al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE.

**EL IMPACTO DIFERENCIAL POR SEXOS DE LA CRISIS DEL COVID-19 EN EL MERCADO DE TRABAJO ESPAÑOL**

Marina Gómez García, Laura Hospido Quintana y Carlos Sanz Alonso

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 14 de septiembre

De acuerdo con los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondientes al cuarto trimestre de 2019, antes del estallido de la pandemia de COVID-19 la economía española contaba con 19,97 millones de personas empleadas, 10,81 millones de hombres y 9,16 millones de mujeres. La tasa de paro de las mujeres era 3,3 puntos porcentuales (pp) superior a la de los hombres —15,5%, frente al 12,2%—, y su tasa de actividad, 10,7 pp menor —53,5%, frente al 64,2%—.

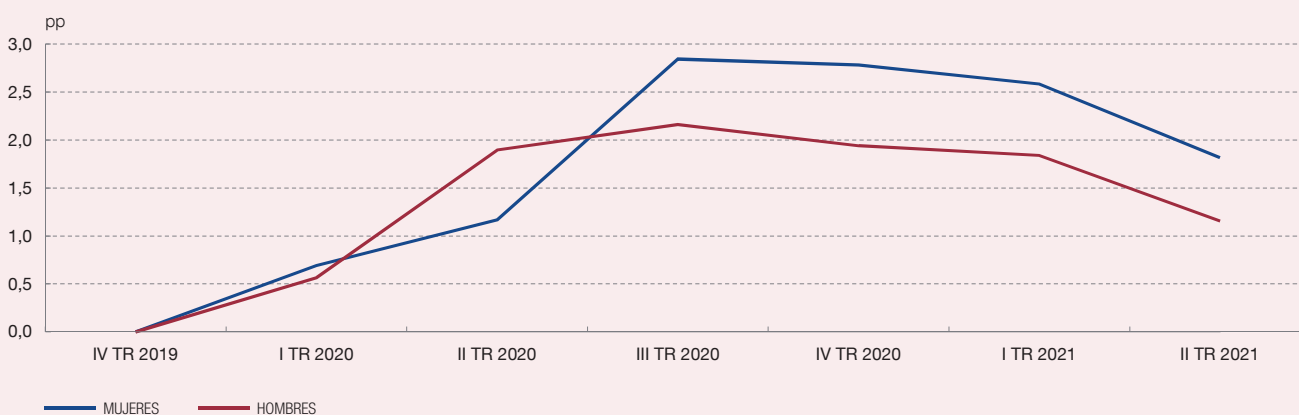
Este recuadro documenta, a partir de la información facilitada por la EPA, en qué medida la crisis del COVID-19 ha tenido un impacto diferencial, en términos de género, sobre las principales variables que describen el comportamiento del mercado de trabajo español<sup>1</sup>. Para ello, se cuantifican los impactos acumulados hasta la fecha —los últimos datos publicados por la EPA corresponden al segundo trimestre de 2021—, así como su evolución temporal.

Como se puede apreciar en el gráfico 1, hasta el segundo trimestre de 2021 la crisis sanitaria ha provocado un incremento mayor en la tasa de paro de las mujeres —de 1,8 pp, hasta el 17,4%— que en la de los hombres —de 1,2 pp, hasta el 13,4%—, lo que ha ampliado la brecha que ya existía en esta dimensión antes del comienzo de la pandemia. No obstante, conviene señalar

que este ensanchamiento, que fue particularmente intenso entre finales de 2019 y finales de 2020, se ha venido reduciendo ligeramente en los dos últimos trimestres.

Este comportamiento diferencial de las tasas de paro de hombres y mujeres refleja también dinámicas muy diversas en cuanto a la evolución del empleo, el desempleo y los niveles de actividad por sexo. Así, por ejemplo, destaca que, en los primeros trimestres de la crisis, la caída del empleo y de la población activa fue sensiblemente más intensa para las mujeres que para los hombres (véanse gráficos 2 y 3, respectivamente). Sin embargo, desde finales de 2020 tanto el empleo como la población activa han mostrado un comportamiento más favorable para las mujeres que para los hombres. Esto resulta especialmente evidente en términos de la participación en el mercado laboral, dimensión en la que, en el caso de las mujeres, en el segundo trimestre de 2021 ya se superaban los registros prepandemia tanto en número de personas como en porcentaje de la población en edad de trabajar (véase gráfico 4). Es precisamente este mayor dinamismo de la población activa de las mujeres en los últimos trimestres el que explica, en gran medida, la peor evolución de la tasa de paro para este colectivo que se ha mencionado anteriormente y el hecho de que, entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2021, el número de

Gráfico 1  
CAMBIO EN LA TASA DE DESEMPLEO: DIFERENCIA RESPECTO AL IV TR 2019



FUENTE: Encuesta de Población Activa.

1 Para un análisis similar referido al mercado laboral del área del euro, véase V. Botelho y P. Neves (2021), «The impact of the COVID-19 crisis on the euro area labour market for men and women», *Economic Bulletin*, 4/2021, Banco Central Europeo.

**EL IMPACTO DIFERENCIAL POR SEXOS DE LA CRISIS DEL COVID-19 EN EL MERCADO DE TRABAJO ESPAÑOL (cont.)**

mujeres desempleadas se haya incrementado más que el de los hombres (un 13 %, frente a un 8,9%) (véase gráfico 5).

Las dinámicas descritas en los párrafos anteriores permiten valorar, en cierta medida, las profundas implicaciones que la crisis del COVID-19 ha tenido sobre el mercado laboral español y cómo estas han sido, en algunos casos, diferentes para hombres y mujeres. No obstante, para tener una visión más completa de las distorsiones que la pandemia ha provocado en nuestro mercado de trabajo desde su estallido, también es necesario tomar en consideración el extraordinario impacto que el recurso a los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) y a los ceses temporales de actividad en el caso de los trabajadores autónomos ha tenido sobre el empleo y sobre las horas de

trabajo efectivas, y si este ha sido heterogéneo para hombres y mujeres.

En este sentido, la evidencia disponible sugiere que tanto los hombres como las mujeres se han beneficiado de manera muy considerable del uso relativamente generalizado que se ha dado a los programas de mantenimiento temporal del empleo en esta crisis. Así, por ejemplo, en el promedio del segundo trimestre de 2020 las mujeres acogidas a ERTE vinculados al COVID-19 supusieron un 17,9 % del total de las mujeres afiliadas en la Seguridad Social, mientras que, en el caso de los hombres, este porcentaje se situó en el 15,5 %. Por otra parte, volviendo a los datos de la EPA, si se tiene en cuenta el porcentaje de empleados que no trabajan ninguna hora en una semana determinada por suspensión

Gráfico 2  
VARIACIÓN DEL EMPLEO

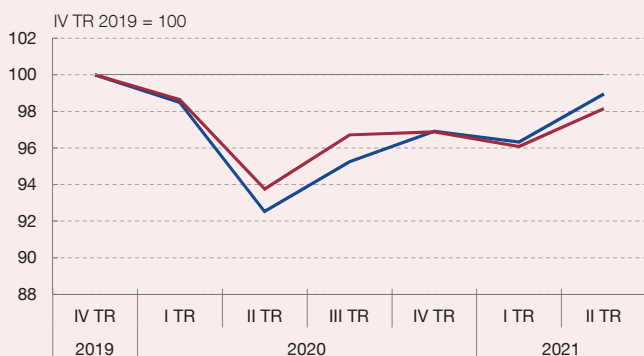


Gráfico 3  
VARIACIÓN DE LA POBLACIÓN ACTIVA

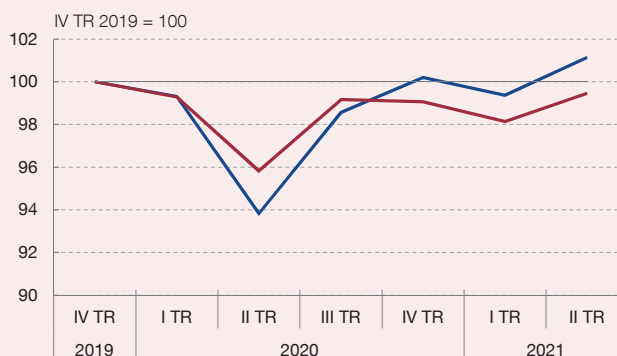


Gráfico 4  
CAMBIO EN LA TASA DE ACTIVIDAD: DIFERENCIA RESPECTO AL IV TR DE 2019

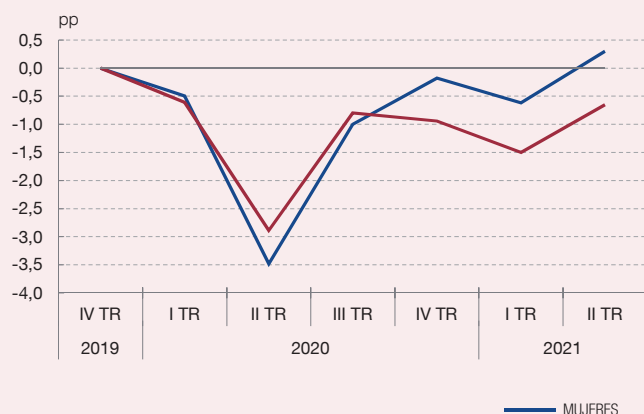
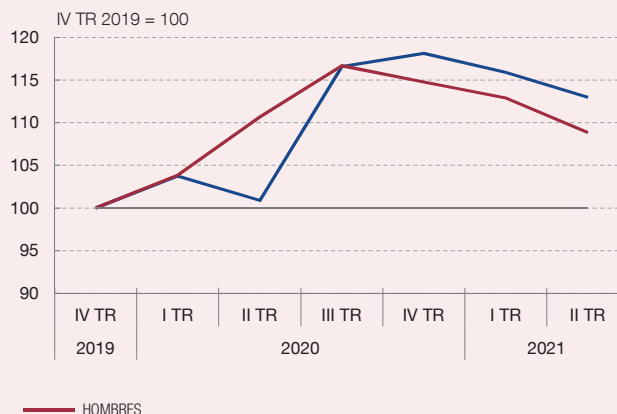


Gráfico 5  
VARIACIÓN DEL DESEMPLEO



FUENTE: Encuesta de Población Activa.

**EL IMPACTO DIFERENCIAL POR SEXOS DE LA CRISIS DEL COVID-19 EN EL MERCADO DE TRABAJO ESPAÑOL (cont.)**

temporal de empleo o por encontrarse en expediente de regulación de empleo<sup>2</sup>, también se observa que dicho porcentaje ha sido ligeramente superior para las mujeres que para los hombres a partir del segundo trimestre de 2020 (véase gráfico 6).

En lo que respecta a la evolución de las horas de trabajo efectivas, el gráfico 7 muestra que, cuando se tiene en cuenta la mediana de la distribución de esta variable para hombres y mujeres, la caída fue especialmente intensa

para las mujeres en el segundo trimestre de 2020. Desde entonces, el comportamiento de las horas efectivas trabajadas ha sido algo más favorable para las mujeres que para los hombres, lo que, sin embargo, aún no ha permitido cerrar la brecha entre ambos colectivos que se abrió en esta variable tras el estallido de la pandemia.

Si se considera la media de las horas trabajadas por hombres y mujeres —en lugar de la mediana de esta variable, como en el párrafo anterior—, entre el cuarto

Gráfico 6  
PORCENTAJE DE EMPLEADOS CON CERO HORAS (a)

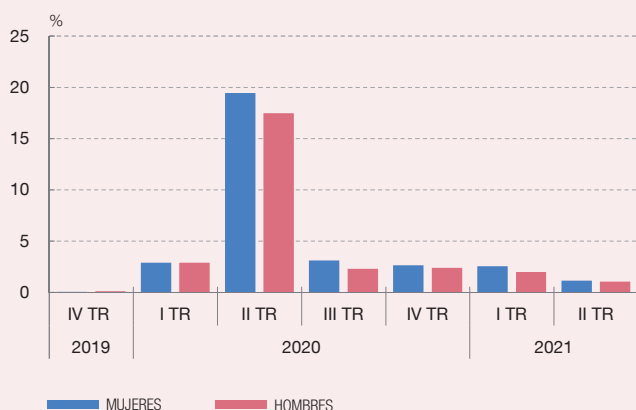


Gráfico 7  
VARIACIÓN DE LAS HORAS EFECTIVAS (MEDIANA)

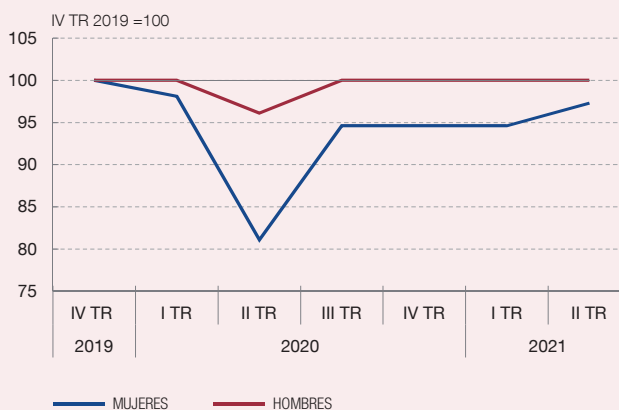


Gráfico 8  
VARIACIÓN DE LAS HORAS EFECTIVAS EN INDUSTRIAS SOCIALES (MEDIANA)

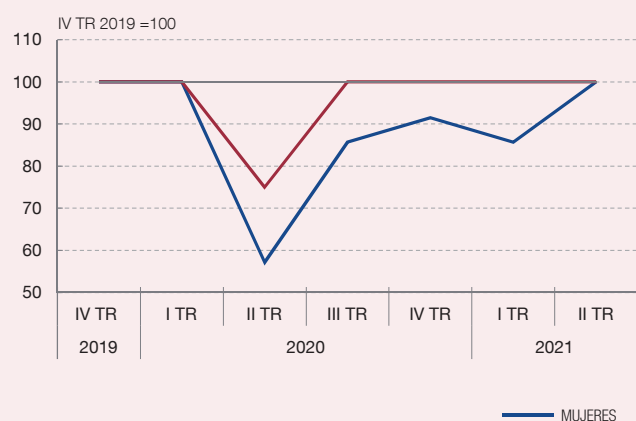
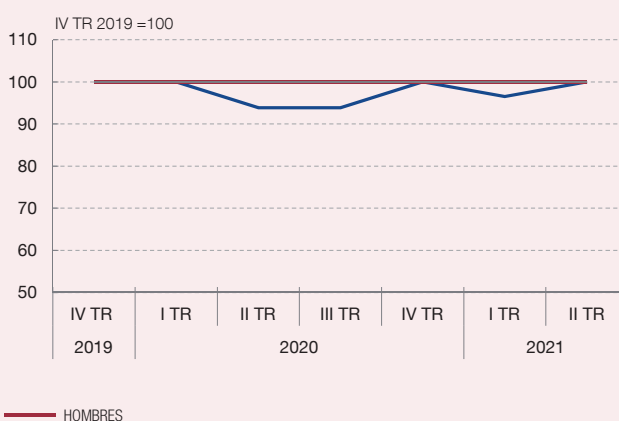


Gráfico 9  
VARIACIÓN DE LAS HORAS EFECTIVAS EN EL RESTO DE LAS INDUSTRIAS (MEDIANA)



FUENTE: Encuesta de Población Activa.

a Solo se recogen aquellas personas que declararon cero horas por suspensión temporal de empleo o por encontrarse en expediente de regulación de empleo.

2 Este indicador puede considerarse una aproximación al número de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo que trabajan cero horas (ERTE). Véase M. Izquierdo, S. Puente y A. Regil (2021), «Los ERTE en la crisis del COVID-19: un primer análisis de la reincorporación al empleo de los trabajadores afectados», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.

trimestre de 2019 y el segundo de 2020 se aprecia una caída similar para los dos sexos, en el entorno del 20%. El hecho de que, durante este período, las horas trabajadas por los hombres se hayan reducido mucho más en términos de la media que en términos de la mediana, mientras que para las mujeres la caída haya sido prácticamente la misma de acuerdo con estas dos métricas, tiene que ver con el impacto diferencial que la crisis del COVID-19 ha tenido en los extremos de las distribuciones de horas efectivas trabajadas por estos dos colectivos<sup>3</sup>. En este sentido, teniendo en cuenta la magnitud de los cambios que se han producido en los extremos de estas distribuciones, de cara a valorar el impacto de la crisis sobre el grado de vulnerabilidad de los trabajadores, parece más apropiado analizar la evolución de las horas trabajadas en la parte central de estas distribuciones, esto es, a través de la mediana.

Indudablemente, el mayor descenso que se ha observado durante esta crisis en el número de horas de trabajo para las mujeres habría estado en parte vinculado al impacto asimétrico que la pandemia ha supuesto sobre la actividad de los distintos sectores productivos de la economía. En efecto, algunas de las ramas que más se han visto afectadas por la pandemia y por las medidas de

contención desplegadas para frenarla destacan por presentar una proporción relativamente elevada de empleo femenino<sup>4</sup>. Este es el caso, en particular, de la hostelería, el comercio y las actividades artísticas y recreativas —esto es, de las industrias sociales<sup>5</sup>—, donde las caídas en la mediana del total de horas de trabajo efectivas respecto al cuarto trimestre de 2019 fueron especialmente pronunciadas para las mujeres (véanse gráficos 8 y 9).

En resumen, este recuadro documenta el impacto que la crisis del COVID-19 ha provocado en el mercado de trabajo español y pone de relieve algunas de las asimetrías que se han apreciado en dicho impacto entre hombres y mujeres. En particular, se observa que, en los primeros trimestres de la crisis, la caída del empleo, de la población activa y de las horas de trabajo efectivas fue más intensa para las mujeres que para los hombres. Sin embargo, desde finales de 2020 estas variables han mostrado un comportamiento algo más favorable para las mujeres. En cualquier caso, entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2021 la disparidad entre ambos colectivos se habría ampliado en términos de la tasa de paro y de las horas efectivas trabajadas, aunque se habría reducido en términos de la tasa de actividad.

3 Así, por ejemplo, mientras que el percentil 10 de horas semanales de trabajo para las mujeres pasó de 5 horas en el cuarto trimestre de 2019 a 0 horas en el segundo trimestre de 2020, para los hombres este cambio fue de 20 a 0 horas. Por su parte, en el otro extremo de la distribución, el percentil 90 de horas semanales de trabajo para las mujeres se mantuvo en 40 horas durante todo el período, mientras que para los hombres este pasó de 48 horas en el cuarto trimestre de 2019 a 45 horas en el segundo trimestre de 2020.

4 Véase P. Alvargonzález, M. Pidkuyko y E. Villanueva (2020), «La situación financiera de los trabajadores más afectados por la pandemia: un análisis a partir de la Encuesta Financiera de las Familias», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

5 En «industrias sociales» se recogen el comercio, la hostelería, la educación, las actividades artísticas y recreativas, otros servicios, hogares como empleadores y organismos extraterritoriales. En el cuarto trimestre de 2019, un 47,6% de las mujeres empleadas trabajaban en industrias sociales, frente a un 30,5% en el caso de los hombres.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL TURISMO EXTRANJERO EN ESPAÑA**

Coral García, Ana Gómez Loscos y César Martín

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 17 de septiembre

Desde su estallido, en marzo de 2020, la pandemia ha requerido, a escala global, la adopción de restricciones a la interacción social, que, en particular, han limitado la movilidad de las personas, especialmente por lo que respecta a los desplazamientos transfronterizos. Como consecuencia, uno de los ámbitos de la actividad económica más afectados ha sido el turismo internacional, lo que resulta especialmente relevante para un país como España, donde este sector tiene un peso elevado en el conjunto del valor añadido y el empleo. El retroceso de las exportaciones turísticas de nuestro país fue especialmente pronunciado al inicio de la crisis sanitaria, entre marzo y mayo de 2020, cuando el estado de alarma y el cierre de las fronteras provocaron la paralización completa de la actividad del sector. Con posterioridad, la persistencia de la pandemia ha hecho que la recuperación de los flujos turísticos diste todavía, en la actualidad, de ser completa, en consonancia con el proceso de levantamiento gradual de las restricciones (véase gráfico 1)<sup>1</sup>.

En este contexto, el propósito de este recuadro es ofrecer una primera valoración de la evolución del turismo extranjero en nuestro país durante el tercer trimestre de este año, período de temporada alta (con la excepción de Canarias). Esta valoración ha de ser, necesariamente, muy preliminar, en la medida en que el trimestre aún no ha finalizado y solo se dispone de un conjunto de información muy limitado. En este sentido, en primer lugar, se describen los principales factores que han podido condicionar el desarrollo de la temporada turística estival. En segundo lugar, se detalla la evolución más reciente de los principales indicadores de actividad del sector. Por último, se presentan brevemente los resultados de un modelo econométrico que, a partir de la información disponible, estima cuál podría haber sido el ritmo de avance del turismo extranjero durante el conjunto del tercer trimestre.

En los últimos meses, varios factores de distinto signo han condicionado el desarrollo de la temporada turística de verano. Por una parte, el avance a lo largo del primer semestre de las campañas de vacunación en España y en algunos de nuestros principales países emisores de turistas, la finalización del estado de alarma en nuestro

país a principios de mayo, la apertura en junio de las fronteras internacionales a los turistas vacunados y la entrada en vigor el 1 de julio del certificado COVID digital de la Unión Europea habrían supuesto un notable impulso de cara a la recuperación de los flujos turísticos. Por otra parte, en sentido contrario, la propagación de la variante delta del COVID-19 en Europa a principios de verano, que acarrió la introducción en algunos de los principales mercados de origen de nuevas recomendaciones relativas a los desplazamientos internacionales y de restricciones a los viajeros no vacunados, ha incidido negativamente en la recuperación de la actividad turística internacional<sup>2</sup>.

Para evaluar el efecto neto de este conjunto de factores se dispone de la información procedente de los indicadores oficiales de frecuencia mensual habitualmente utilizados para la medición del comportamiento del turismo extranjero en España. No obstante, esta información está disponible solamente hasta el mes de julio, por lo que ha de ser complementada con otros indicadores de diversa procedencia y de frecuencia más alta que permiten caracterizar los desarrollos más recientes.

De todo este conjunto de información se desprende que el turismo de los no residentes en España ha experimentado una reactivación notable en los últimos meses en comparación con los desarrollos observados hasta la pasada primavera. No obstante, esta recuperación era todavía muy incompleta en julio, en la medida en que los niveles de actividad eran en ese mes sustancialmente inferiores aún a los previos a la pandemia, de acuerdo con los datos relativos a las llegadas de turistas extranjeros, a sus pernoctaciones hoteleras y a su gasto (procedentes, respectivamente, de las estadísticas de Frontur, la Encuesta de Ocupación Hotelera y Egatur) (véanse gráficos 2 y 3).

Como se ha apuntado, la información disponible acerca de la evolución durante el resto de la temporada veraniega proviene, por el momento, de diversos indicadores de alta frecuencia —semanales o diarios—, que, desde el estallido de la pandemia, han adquirido un protagonismo creciente

1 No obstante, los desarrollos más recientes suponen una mejora en comparación con los datos referidos al conjunto de 2020, cuando las exportaciones reales de turismo se desplomaron un 75,9% respecto al año anterior y el superávit turístico en la Balanza de Pagos se redujo en cerca de 3 puntos porcentuales de PIB, hasta el 0,7%.

2 En particular, el Reino Unido mantuvo la mayor parte de España en su lista ámbar —que requería cuarentena al regreso incluso para los viajeros vacunados— hasta el 19 de julio, mientras que Alemania impuso cuarentenas a los turistas procedentes de España desde el 23 de julio hasta el 29 de agosto.



**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL TURISMO EXTRANJERO EN ESPAÑA (cont.)**

Gráfico 1  
EXPORTACIONES REALES DE TURISMO

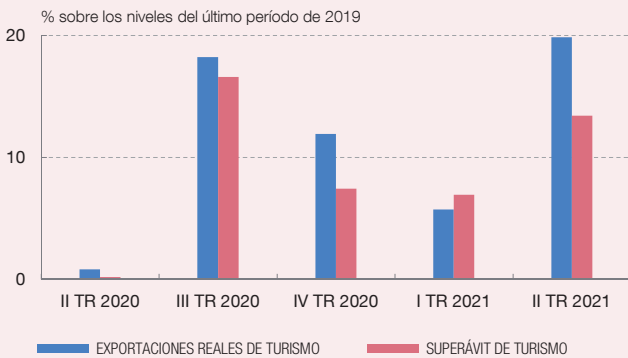


Gráfico 2  
GASTO DE LOS TURISTAS EXTRANJEROS  
Comparativa 2019-2020-2021

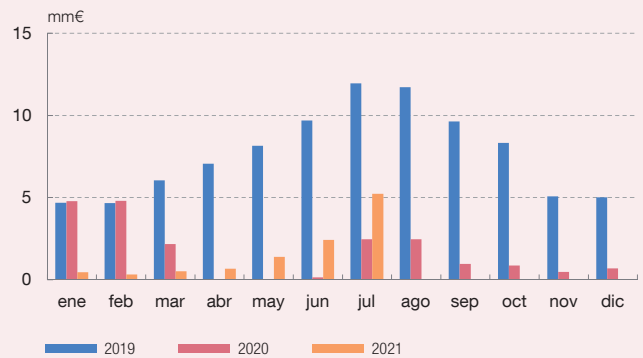


Gráfico 3  
INDICADORES DE TURISMO EXTRANJERO

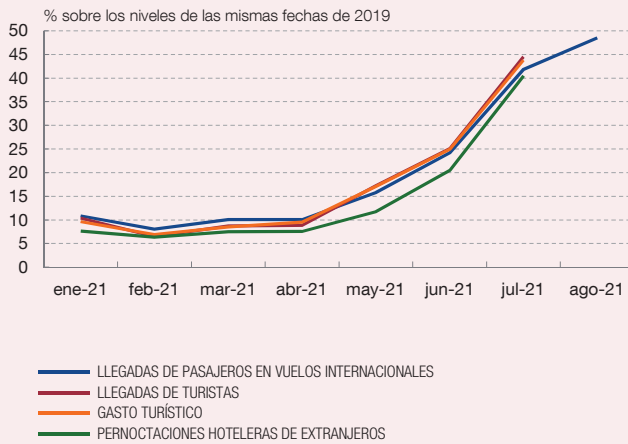


Gráfico 4  
INDICADORES DE RESERVAS, TARJETAS Y TRÁFICO AÉREO

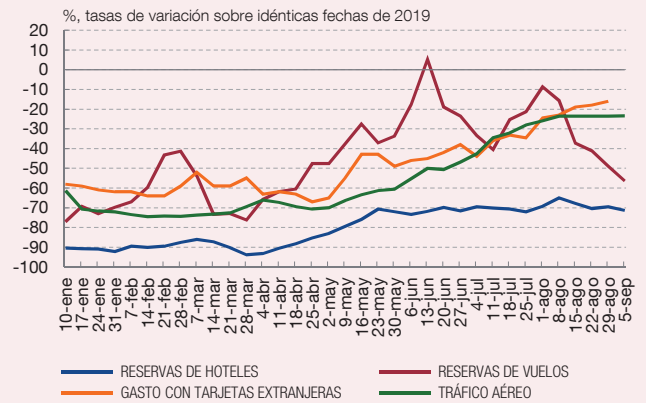


Gráfico 5  
BÚSQUEDAS INTERNACIONALES DE ALOJAMIENTOS EN ESPAÑA  
Media móvil de 7 días

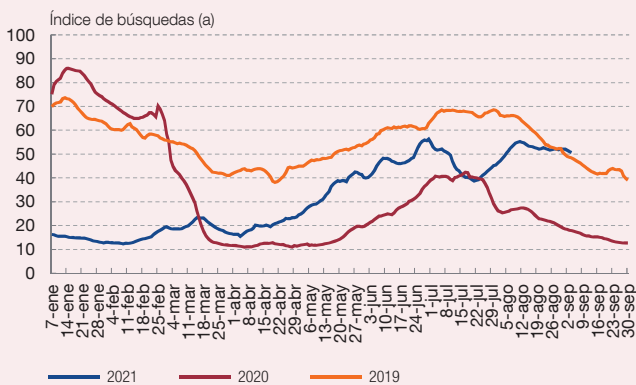
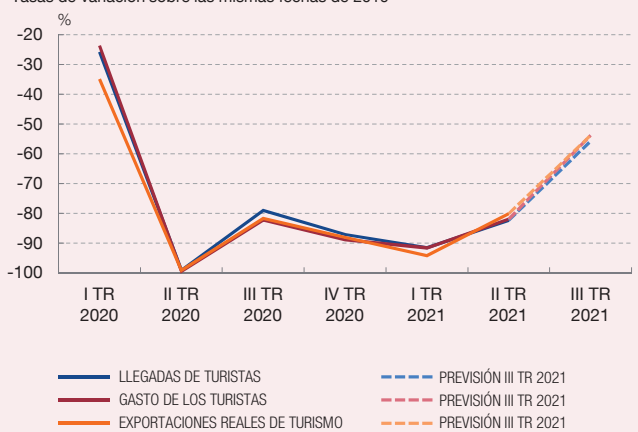


Gráfico 6  
LLEGADAS DE TURISMO, GASTO TURÍSTICO Y EXPORTACIONES REALES DE TURISMO  
 Tasas de variación sobre las mismas fechas de 2019



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Aena, CaixaBank, Eurocontrol, Sojern y Destination Insights with Google.

a Un valor de 100 indica la popularidad máxima de las búsquedas en un día del período considerado.



como instrumentos muy relevantes en el seguimiento coyuntural de la actividad económica. En general, con las debidas cautelas, estos indicadores sugieren que la recuperación paulatina del turismo extranjero se habría prolongado en agosto. En esta línea apuntan, por ejemplo, el gasto efectuado en España con tarjetas extranjeras, el tráfico aéreo, las reservas hoteleras y las búsquedas internacionales por Internet sobre alojamientos en España (véanse gráficos 4 y 5)<sup>3</sup>.

La información disponible para el seguimiento coyuntural de la actividad turística, que comprende tanto los indicadores mensuales tradicionales disponibles hasta julio como los de alta frecuencia, puede ser utilizada como punto de partida para realizar una estimación del crecimiento del turismo extranjero en España para el conjunto del tercer trimestre del año en términos de Contabilidad Nacional. Para ello, se hace uso de los modelos habituales en el tratamiento de series temporales que explican la evolución de las exportaciones reales de turismo a partir de las llegadas de visitantes extranjeros de Frontur y de su gasto nominal de Egatur, en los que el comportamiento de estas dos variables explicativas en agosto y septiembre se estima a partir de modelos auxiliares en los que se incluyen diversas variables explicativas (regresores). Así, por ejemplo, en el caso de las llegadas de turistas extranjeros se emplea como regresor el indicador de alta frecuencia que recoge el número de pasajeros en vuelos internacionales (alargado hasta el final de septiembre con proyecciones realizadas a partir de las cifras de asientos previstos en esos vuelos). En el mismo sentido, para predecir el gasto nominal de los turistas extranjeros en agosto y septiembre se incluye como regresor el gasto efectuado con tarjetas extranjeras

en nuestro país, cuya evolución también se proyecta hasta el final del horizonte de análisis, empleando para ello distintos supuestos.

El gráfico 6 resume los resultados de este ejercicio. Estos apuntan a que el mayor dinamismo que recientemente se ha observado en los principales indicadores de turismo extranjero en España sería coherente con una brecha negativa entre las exportaciones reales de servicios turísticos, en términos de Contabilidad Nacional, entre el tercer trimestre de 2021 y el mismo período de 2019 de en torno al 54 % (frente al 80,2 % cuando se comparan entre sí los segundos trimestres de cada uno de esos dos años). En todo caso, como se ha mencionado previamente, es imprescindible valorar estas estimaciones con elevada cautela, no solo porque el tercer trimestre aún no ha terminado, sino también porque el volumen de información disponible sobre la parte transcurrida de este es aún muy limitado y su interpretación no siempre es sencilla.

Por otra parte, más allá del tercer trimestre, las perspectivas del turismo no residente siguen estando rodeadas de una considerable incertidumbre. En particular, la evolución futura de las ramas productivas relacionadas con esta actividad vendrá determinada por el desarrollo de la pandemia, el grado en que se materialicen ciertos cambios estructurales en los hábitos de los turistas o en los de los viajeros de negocios —por ejemplo, debido a la mayor implantación del teletrabajo y de nuevas aplicaciones que permiten reducir la necesidad de celebrar reuniones presenciales—, y los posibles daños persistentes que la elevada duración de la crisis sanitaria pueda haber provocado en las empresas vinculadas al sector.

<sup>3</sup> Los indicadores de gasto con tarjetas extranjeras, tráfico aéreo, reservas hoteleras y de vuelos, y búsquedas se basan, respectivamente, en información procedente de CaixaBank, Eurocontrol, la plataforma *online* Sojern y Destination Insights with Google.

**LOS FACTORES DETRÁS DEL RECIENTE INCREMENTO DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA**

Matías Pacce e Isabel Sánchez

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 17 de septiembre

En los últimos meses, la inflación ha repuntado con fuerza tanto en España como en la gran mayoría de las economías de nuestro entorno, y ha superado las expectativas del consenso de los analistas. Así, por ejemplo, en agosto de este año, en España la inflación general se incrementó por sexto mes consecutivo, hasta situarse en el 3,3 % —en términos interanuales—, la tasa más alta desde octubre de 2012 (véase gráfico 1). Por su parte, la inflación subyacente se elevó hasta el 0,6 % en agosto, 0,7 puntos porcentuales (pp) por encima de la observada a finales de 2020. Aunque con distinta intensidad, estas mismas dinámicas se aprecian también en otras economías avanzadas y, en particular, en el conjunto del área del euro (véase gráfico 2).

Este recuadro detalla los principales factores que habrían condicionado la evolución reciente de la inflación en España y contempla en qué medida estos y otros aspectos podrían influir en el comportamiento de los precios en los próximos trimestres. En este sentido, se valora el posible grado de persistencia que podrían mostrar, de cara al futuro, las elevadas tasas de inflación que se han registrado en los últimos meses. Esta cuestión es particularmente relevante, entre otros aspectos, en términos de la evolución futura de la renta disponible de los hogares y, a escala del conjunto del área del euro, de la conducción de la política monetaria.

Varios han sido los desarrollos que explicarían el repunte de la inflación en España durante los últimos meses. Un primer elemento es el incremento de los precios de la electricidad. Este aumento habría estado asociado al encarecimiento, fundamentalmente, del gas —a su vez, vinculado con algunas distorsiones puntuales en la oferta y con una mayor demanda desde Asia— y, en menor medida, de los derechos de emisión de CO<sub>2</sub> —como consecuencia de una mayor ambición en los objetivos de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero en la Unión Europea desde diciembre de 2020—<sup>1</sup>. En este sentido, cabe destacar que, del incremento de 3,9 pp observado en el IAPC entre diciembre de 2020 y agosto

de 2021, 0,6 pp y 0,2 pp serían atribuibles, respectivamente, a los efectos directos del encarecimiento del gas y de los derechos de emisión sobre el precio de la electricidad.

En segundo lugar, la trayectoria de los precios de la energía no eléctrica ha contribuido también de forma relevante al repunte del IAPC. Esa evolución refleja, en parte, un encarecimiento genuino de la energía asociado a la fuerte recuperación que la demanda global ha experimentado en los últimos trimestres. No obstante, la mayor parte del incremento reciente de este componente lo explica la acusada desaceleración que los precios energéticos registraron entre el inicio de la pandemia y el verano de 2020. Esta evolución ha generado unos efectos base<sup>2</sup> muy significativos en la primavera de este año, que seguirán desempeñando un papel muy destacado en la evolución de la inflación general en lo que resta del ejercicio (véase gráfico 3). En particular, el efecto base acumulado desde febrero de 2021 del componente de la energía no eléctrica representa 0,8 pp del incremento interanual registrado en la inflación general en agosto de 2021. En cualquier caso, el impacto de estos efectos base sobre la inflación se reducirá progresivamente en los meses finales de 2021, hasta disiparse casi por completo a comienzos de 2022.

Otro factor que también habría contribuido al reciente repunte de la inflación en nuestro país son las intensas caídas de precios que mostraron, a lo largo del verano de 2020, muchas actividades de servicios que requieren un elevado grado de interacción social —por ejemplo, la hostelería y el ocio—. Como en el caso de los precios de la energía, estas dinámicas también han dado lugar a unos efectos base muy significativos, que han empujado al alza este componente de la inflación en los dos últimos meses (véase gráfico 4)<sup>3</sup>.

De cara al futuro, se espera que el repunte observado recientemente tenga una naturaleza eminentemente transitoria, en la medida en que una parte importante del aumento de la inflación está vinculado a efectos base. Por este motivo, cabría esperar que las elevadas tasas

1 Véase M. Pacce, I. Sánchez y M. Suárez-Varela (2021), *El papel del coste de los derechos de emisión de CO<sub>2</sub> y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España*, Documentos Ocasionales, n.º 2120, Banco de España.

2 La tasa de variación interanual en determinado mes se ve afectada por las variaciones intermensuales, anormalmente bajas o altas, observadas en el mismo mes del año anterior. Para una explicación más detallada de los efectos base, véase Banco de España (2016), "El repunte reciente de la inflación en España y las perspectivas de corto plazo", recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, diciembre.

3 El perfil temporal de estos efectos base se ha visto influido, en cierta medida, por la imputación, entre abril y junio de 2020, de un porcentaje significativo de los precios de la cesta de la compra que se utiliza para la estimación del IAPC, en un contexto de enormes dificultades para la recogida de información.

**LOS FACTORES DETRÁS DEL RECIENTE INCREMENTO DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA (cont.)**

Gráfico 1  
ÍNDICE GENERAL

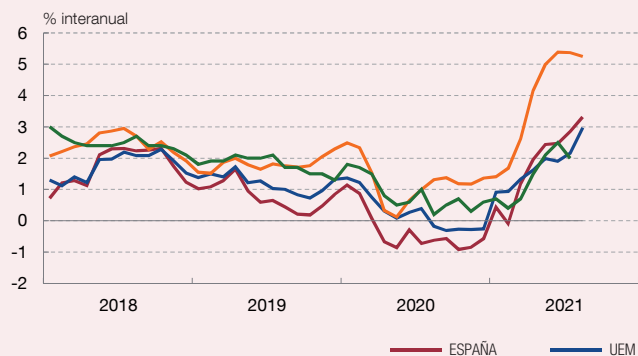


Gráfico 2  
ÍNDICE GENERAL, SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS

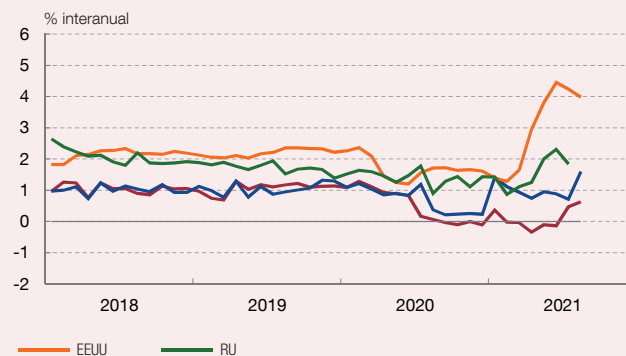


Gráfico 3  
IMPACTO ACUMULADO DE LOS EFECTOS BASE DE ENERGÍA Y DE ALIMENTOS

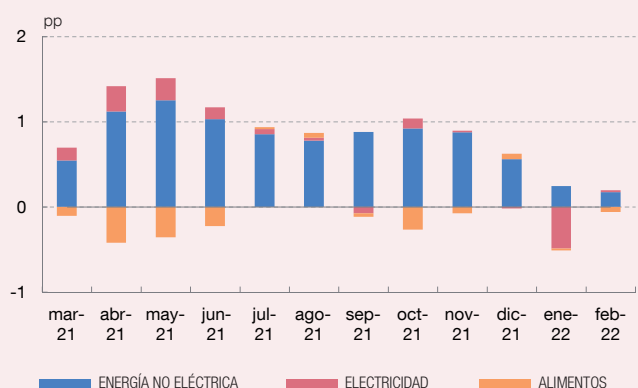


Gráfico 4  
ÍNDICES DE PRECIOS DE SERVICIOS DEL IAPC

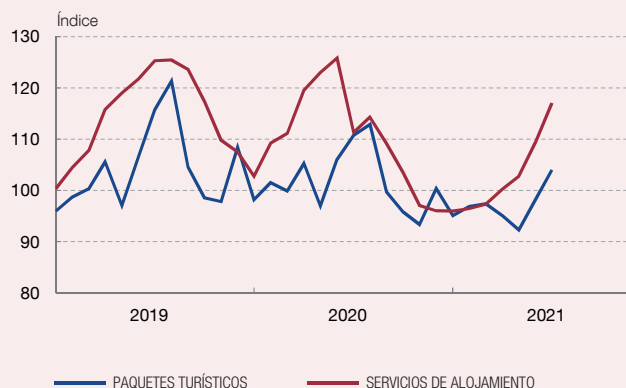


Gráfico 5  
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS E IPRI DE BIENES INTERMEDIOS

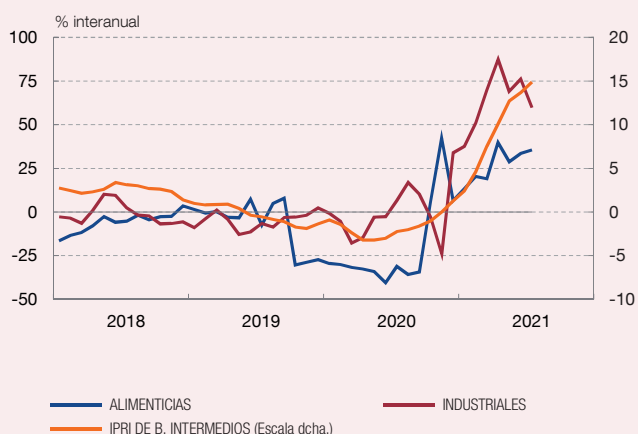
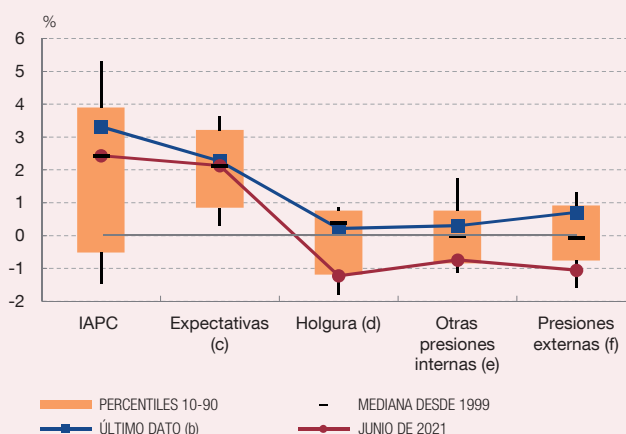


Gráfico 6  
INDICADORES DE PRESIONES DE INFLACIÓN (a)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Reuters y Banco de España.

- a Véase L. J. Álvarez e I. Sánchez (2018), «Indicadores sintéticos de presiones inflacionistas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España, para una descripción de los indicadores sintéticos de presiones inflacionistas.
- b Mensual: agosto de 2021. Trimestral: segundo trimestre de 2021. Diario: 14 de septiembre de 2021.
- c Expectativas de inflación de predictores profesionales, empresas, consumidores y *swaps* de inflación.
- d Incluye *output gap*, utilización de la capacidad productiva, tasa de paro, variación intertrimestral de la tasa de paro, medida de la brecha de desempleo (*recession gap*) y variación intertrimestral del PIB y del consumo privado.
- e Incluye costes laborales, márgenes empresariales y precios de producción interior.
- f Precios de bienes importados: productos finales, bienes intermedios y materias primas.

**LOS FACTORES DETRÁS DEL RECIENTE INCREMENTO DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA (cont.)**

actuales de variación de los precios de consumo se redujeran gradualmente a lo largo de los próximos trimestres.

No obstante, cabe destacar la existencia de algunos canales que podrían contribuir a elevar el grado de persistencia del actual episodio inflacionista. En particular, no se puede descartar que los incrementos de precios que se han venido registrando en los últimos meses acaben generando alzas adicionales, y posiblemente más duraderas, a través de efectos indirectos y de segunda vuelta. Por lo que respecta a los efectos indirectos, es posible que el encarecimiento reciente de la electricidad, especialmente si se demuestra persistente<sup>4</sup>, acabe afectando a los precios de aquellos bienes y servicios que son producidos por empresas que usan este factor de forma más intensiva.

Además, cabe reseñar que, desde finales de 2020, se han venido produciendo algunos cuellos de botella significativos en las cadenas globales de suministros que habrían limitado la capacidad de las empresas, especialmente en las manufacturas, para satisfacer, en los plazos requeridos, una creciente demanda global<sup>5</sup>. El impacto de estos desajustes entre oferta y demanda se

habría visto ya reflejado en un notable encarecimiento de determinados bienes intermedios. Así, a lo largo de 2021 se observa una acusada aceleración de los precios de producción industrial en España, con especial intensidad en el caso de los precios de fabricación de algunos bienes intermedios en las ramas de la metalurgia, la química básica y la industria papelera (véase gráfico 5). Estas presiones inflacionistas aún no se han visto reflejadas de forma apreciable en la evolución de los precios de la cesta de consumo. Sin embargo, la evidencia empírica disponible apuntaría a que una parte, relativamente reducida, de estas podría acabar trasladándose, con un cierto desfase, al IAPC<sup>6</sup>. Adicionalmente, cabe la posibilidad de que las fricciones que se han observado hasta el momento en las cadenas globales de suministros puedan acabar siendo más persistentes de lo anticipado.

En cuanto a los efectos de segunda vuelta, existe la posibilidad de que la evolución reciente de los precios provoque, eventualmente, un incremento en las expectativas de consumidores y empresas con respecto al nivel de la inflación futura (véase gráfico 6). En la medida en que ello llegara a traducirse, por ejemplo, en presiones al alza sobre los costes laborales, el grado de persistencia del repunte inflacionista podría ser mayor y más duradero<sup>7</sup>.

4 Los futuros de los precios del gas han aumentado de forma significativa entre abril y septiembre. Uno de los factores que explican esta evolución son las dificultades de oferta a las que se enfrentan algunos países productores, relacionadas con el mantenimiento de algunas infraestructuras, así como las perspectivas de que las tensiones geopolíticas en algunos otros países suministradores puedan afectar a la producción a medio plazo. Además, el nivel de almacenamiento de este hidrocarburo permanece en niveles bajos en Europa, tras la reducción observada por motivos climatológicos el pasado invierno.

5 Véase el recuadro 3, «Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro», de este Boletín.

6 En un análisis reciente para el área del euro, se estima que la traslación de los precios de los bienes intermedios a los precios de los bienes industriales no energéticos tardaría en producirse entre 12 y 18 meses (véase el recuadro titulado «Evolución reciente de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos en la zona del euro», *Boletín Económico*, 5/2021, BCE).

7 No obstante, a corto plazo, la intensidad de estos efectos de segunda vuelta podría ser relativamente limitada, tanto por el escaso número de convenios con cláusulas de salvaguarda en España como por el hecho de que aún exista un elevado grado de holgura en nuestro mercado laboral.

## 2 LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

La incertidumbre sobre las perspectivas económicas a escala global ante el aumento de los contagios por la propagación de la variante delta del COVID-19, la evolución de los beneficios de las empresas y las presiones inflacionistas y su impacto en las expectativas sobre el curso futuro de la política monetaria han condicionado la evolución de los mercados financieros internacionales durante el tercer trimestre

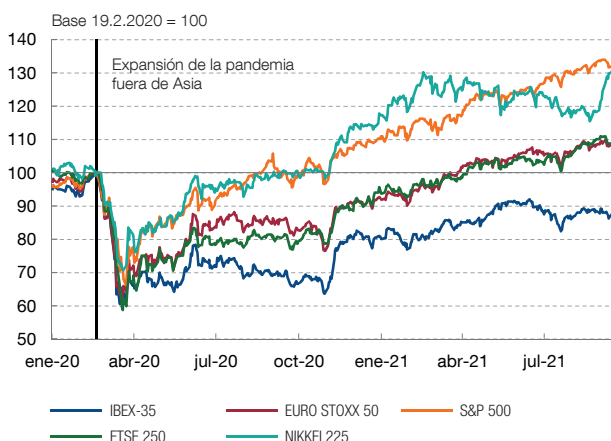
Los principales índices bursátiles de las economías avanzadas se han revalorizado durante la parte transcurrida del tercer trimestre, apoyados en unos resultados empresariales mejores de lo anticipado, si bien también han experimentado algunos episodios transitorios de caídas (véase gráfico 2.1). El índice S&P 500 se ha elevado un 3,4 % desde finales de junio y ha alcanzado, durante el trimestre, nuevos máximos históricos. En el mismo período, el EURO STOXX 50 se ha revalorizado un 3,1 %, mientras que el IBEX-35, que todavía se sitúa por debajo de sus niveles prepandemia, ha mostrado un ligero retroceso, condicionado por el impacto negativo que la expansión de la variante delta del COVID-19 ha tenido sobre las empresas de los sectores del ocio y del turismo, que presentan un peso comparativamente elevado en el índice español.

Tras las caídas experimentadas al inicio del trimestre, las rentabilidades de la deuda soberana a largo plazo de las economías avanzadas se han incrementado en las últimas semanas, como reflejo del reciente repunte de la inflación (véase gráfico 2.2). La rentabilidad del bono soberano alemán a diez años, que en agosto alcanzó mínimos que no se habían registrado desde febrero de este ejercicio, se ha elevado de forma significativa desde finales de agosto. Pese a este aumento, en la fecha de cierre de este Informe la rentabilidad de este bono alemán acumula una caída de 14 puntos básicos (pb) en relación con su nivel de finales de junio. La rentabilidad de la deuda soberana de Estados Unidos a diez años ha mostrado una evolución similar a lo largo del trimestre, con un descenso acumulado de 17 pb a pesar de los repuntes observados recientemente. En este sentido, cabe reseñar que dichos repuntes se habrían visto limitados, en cierta medida, por el mensaje de cautela a la hora de retirar los estímulos de política monetaria actuales que el presidente de la Reserva Federal trasladó en la reunión de Jackson Hole. Estos factores también habrían condicionado la evolución del mercado de divisas, donde se ha observado una apreciación del euro frente al dólar desde finales de agosto. Por su parte, en la zona del euro las primas de riesgo soberano han continuado en niveles reducidos durante el trimestre en curso, con un ligero incremento en las de Grecia (7 pb) y España (3 pb).

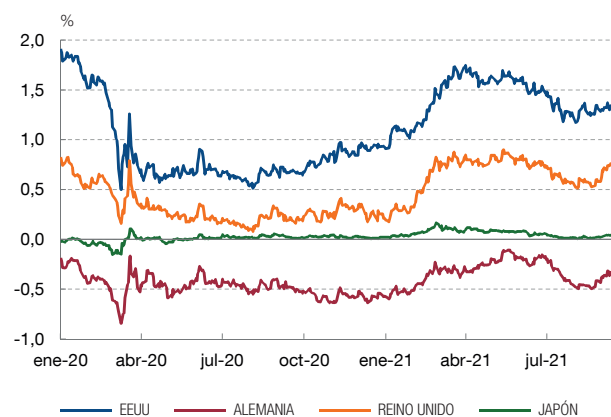
## LAS CONDICIONES FINANCIERAS GLOBALES SIGUEN SIENDO MUY ACOMODATICIAS

Durante el tercer trimestre del año, los principales índices bursátiles se han revalorizado, si bien se han producido algunos episodios de correcciones puntuales asociados al avance de la variante delta y a la posibilidad de que la Reserva Federal pudiera comenzar el repliegue de sus estímulos monetarios antes de lo esperado. Las rentabilidades de las deudas soberanas a largo plazo de las economías avanzadas, a pesar de que han repuntado recientemente, acumulan descensos en la parte transcurrida del trimestre. Por su parte, los diferenciales de riesgo de crédito de las sociedades no financieras de estas economías no han mostrado variaciones significativas durante los últimos meses. Aunque el tono de la política monetaria ha comenzado a endurecerse en un buen número de economías emergentes, el comportamiento de los mercados financieros en estas economías no ha evidenciado, en general, tensiones significativas recientemente. No obstante, en algunas economías particularmente vulnerables las condiciones financieras sí han mostrado un peor comportamiento relativo en los últimos meses.

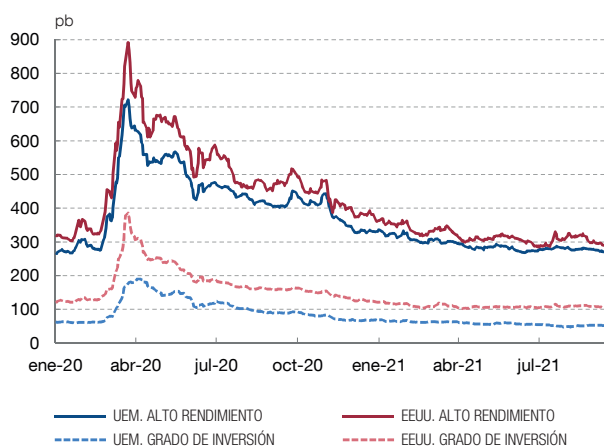
1 ÍNDICES BURSÁTILES



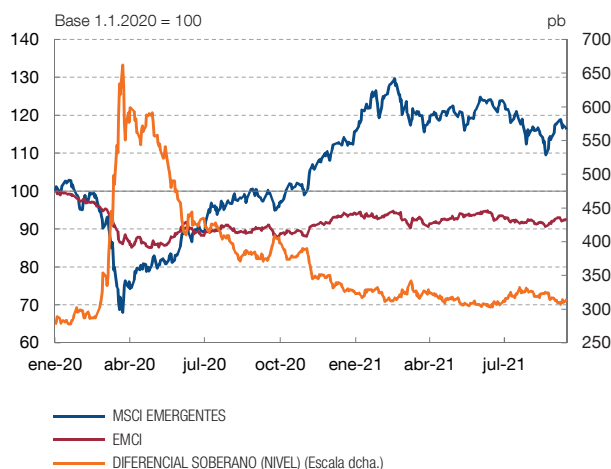
2 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



3 DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESPECTO A LA CURVA SWAP



4 CONDICIONES FINANCIERAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTE: Refinitiv Datastream.

**Los diferenciales de riesgo de crédito de las sociedades no financieras de las economías avanzadas se han mantenido relativamente estables desde finales de junio** (véase gráfico 2.3). Los tipos de interés de los bonos de las sociedades no financieras a largo plazo en las economías avanzadas han replicado, en términos generales, la caída de las rentabilidades de la deuda soberana que se ha observado en los últimos meses. Por lo que respecta al volumen de emisiones, en el conjunto

del año las realizadas por las empresas en el segmento de grado de inversión permanecen por debajo de los volúmenes registrados en el mismo período de 2020. Ello probablemente refleja las menores necesidades de fondos que presentan estas sociedades tras el elevado volumen de financiación captado en el pasado ejercicio. Por su parte, las emisiones acumuladas de las compañías en el segmento de alto rendimiento continúan superando a las de años anteriores en la Unión Económica y Monetaria (UEM), aunque se ha observado una cierta ralentización durante el período estival, mientras que en Estados Unidos estas alcanzan un volumen similar al observado en 2020.

**Aunque el tono de la política monetaria ha comenzado a endurecerse en un buen número de economías emergentes, el comportamiento de los mercados financieros en estas economías no ha evidenciado, en general, tensiones significativas a lo largo de los últimos meses** (véase gráfico 2.4). En particular, durante el trimestre las entradas netas de capitales de cartera en estas economías han mantenido un signo positivo a escala agregada y no se ha observado una apreciación significativa del dólar frente a las divisas emergentes. Por su parte, en los ocho primeros meses del año, las emisiones acumuladas de renta fija en estas economías han superado a las realizadas en el mismo período tanto de 2019 como de 2020. No obstante, dentro del conjunto de economías emergentes, los mercados financieros parecen haber discriminado en cierta medida, de manera que, en aquellas economías con desequilibrios fiscales más acusados —por ejemplo, Brasil— o que han mostrado mayores tensiones sociales y políticas recientemente —por ejemplo, Chile y Perú—, los tipos de interés de la deuda en moneda local se han elevado significativamente y los tipos de cambio han experimentado una mayor depreciación.



### 3 ENTORNO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

#### 3.1 Entorno exterior del área del euro

La economía mundial prosiguió su recuperación durante el segundo trimestre. No obstante, en un contexto de propagación de la variante delta del COVID-19, las divergencias en las perspectivas de crecimiento entre economías avanzadas y emergentes han tendido a consolidarse, debido a la heterogeneidad en los niveles de vacunación alcanzados y en el grado de apoyo proporcionado por las políticas económicas. Por otro lado, en los últimos meses, la persistencia de cuellos de botella en las cadenas de suministro globales estaría limitando el dinamismo de la actividad y generando tensiones inflacionistas

El crecimiento mundial se mantuvo en el segundo trimestre, soportado, en gran medida, por el avance de la vacunación, sobre todo en las economías avanzadas, que permitió relajar las restricciones en la gran mayoría de las economías e incrementar los niveles de movilidad (véanse gráficos 3.1 y 3.2). De este modo, en el segundo trimestre se registraron tasas de crecimiento intertrimestrales del PIB del 2 % en el área del euro, del 1,6 % en Estados Unidos y del 5 % en el Reino Unido, favorecidas, también en parte, por la continuidad del apoyo de las políticas económicas. En las economías emergentes la situación ha sido distinta. El fuerte repunte de la incidencia de la pandemia en la India condujo a una contracción de la actividad en Asia emergente (del 1,2 %) durante el segundo trimestre, al tiempo que el crecimiento se desaceleró en Latinoamérica (hasta el 0,1 %)⁸, principalmente como consecuencia de factores idiosincrásicos relacionados con las tensiones sociales y políticas registradas en algunos países de esta región.

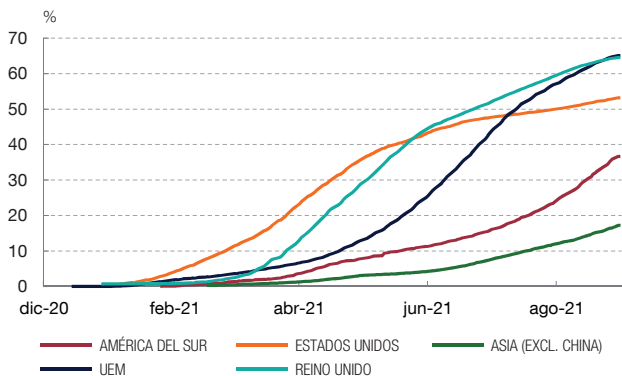
Sin embargo, el ritmo de expansión de la actividad podría haberse moderado en el tercer trimestre ante el repunte de los contagios asociados a la propagación de la variante delta del COVID-19. En esta dirección señalan diversos indicadores de alta frecuencia, como los PMI de manufacturas, que en los últimos meses se han estabilizado e incluso se han moderado en algunas economías (véase gráfico 3.3). Estos indicadores apuntan también a una creciente divergencia en las perspectivas de crecimiento entre economías avanzadas y economías emergentes —que ha reflejado en sus últimas previsiones el Fondo Monetario Internacional—, por el desigual progreso en la vacunación y por la diferente capacidad de sus políticas fiscales y monetarias para apoyar la recuperación. Así,

8 Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, ponderado por el criterio de paridad del poder adquisitivo. Para Argentina, se utiliza como *proxy* el indicador mensual de actividad a falta de publicar el dato real (21 de septiembre).

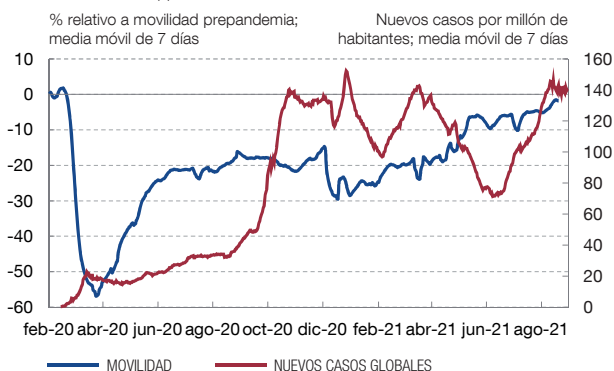
### LA ECONOMÍA MUNDIAL CONTINUÓ CON SU RECUPERACIÓN DURANTE EL SEGUNDO TRIMESTRE, AUNQUE, EN EL TERCERO, EL RITMO DE EXPANSIÓN DE LA ACTIVIDAD PODRÍA HABERSE MODERADO

El crecimiento mundial se mantuvo en el segundo trimestre, soportado, en gran medida, por el avance de la vacunación, que permitió relajar las restricciones en la gran mayoría de las economías e incrementar los niveles de movilidad. No obstante, el ritmo de expansión de la actividad podría haberse moderado en el tercer trimestre ante el repunte de los contagios asociados a la propagación de la variante delta del COVID-19 y la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro. Esta desaceleración podría ser más acusada en las economías emergentes a causa del menor progreso que demuestran en el proceso de inmunización de la población y del menor grado de apoyo que pueden esperar de sus políticas económicas. Por su parte, las tasas de inflación han continuado aumentando a escala global en los últimos meses, fundamentalmente como consecuencia de distintos efectos base y del encarecimiento de la energía, de los alimentos y de algunos *inputs*.

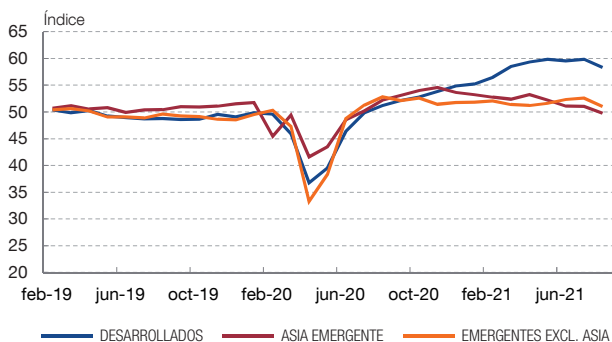
1 PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN CON PAUTA DE VACUNACIÓN COMPLETA



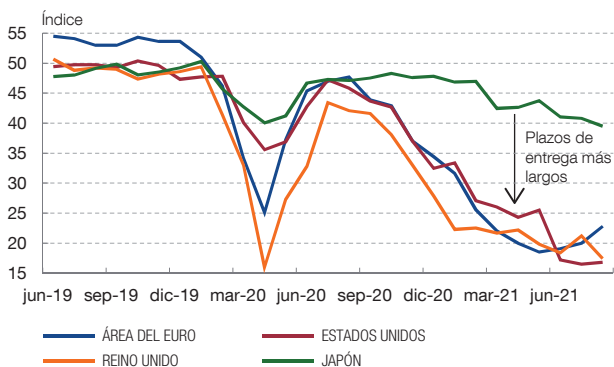
2 MOVILIDAD GLOBAL Y NUEVOS CASOS DE COVID-19 POR MILLÓN DE HABITANTES (a)



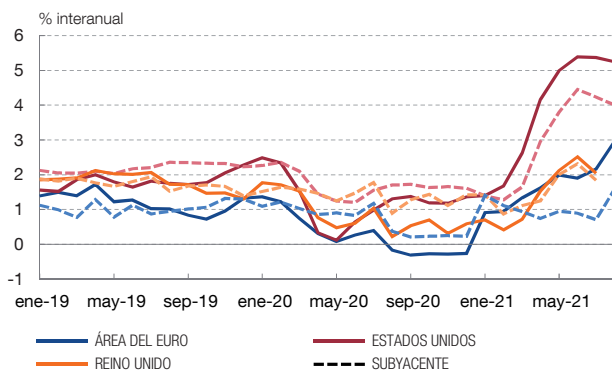
3 PMI MANUFACTURAS EN ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES



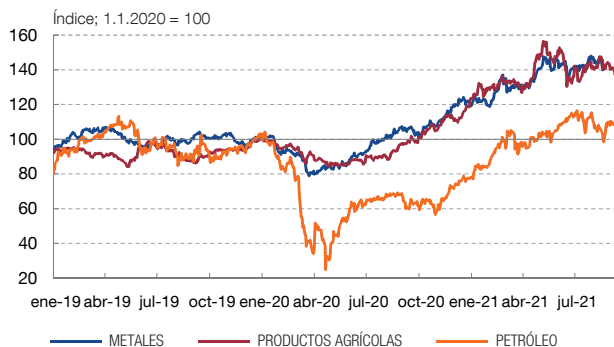
4 PMI MANUFACTURAS: RAPIDEZ DEL PLAZO DE ENTREGA DE PROVEEDORES



5 INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE EN ECONOMÍAS AVANZADAS



6 EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS



FUENTES: Bloomberg, Google, IHS Markit, Johns Hopkins University - Coronavirus Resource Center, *Our World in Data*, Thomson Reuters y fuentes nacionales.

a Para el agregado global de movilidad, se incluyen las categorías estaciones de transporte, tiendas y ocio, y lugares de trabajo.



por ejemplo, el deterioro del sector manufacturero ha sido especialmente evidente en Asia emergente, donde en agosto los PMI cayeron en terreno contractivo.

**La persistencia de cuellos de botella en la oferta también estaría condicionando la senda de recuperación de la actividad y presionando los precios al alza** (véase recuadro 3). De acuerdo con la información de los PMI, en los últimos meses, los plazos de entrega habrían superado, en el área del euro y en Estados Unidos, el nivel registrado en el pico de la pandemia (véase gráfico 3.4). Este desajuste entre la oferta y la demanda, que se produce en un contexto de rápida recuperación de la demanda y de cambio en los patrones de consumo de los hogares, sería consecuencia de la acción combinada de un amplio conjunto de factores. Entre ellos destacarían la escasez de ciertos componentes —en particular, de semiconductores—, la existencia de algunos desajustes sectoriales en la oferta de trabajo y la congestión de los sistemas logísticos de los que depende el funcionamiento del transporte mundial por el establecimiento de determinadas medidas para frenar la pandemia —entre otras, el cierre de puertos en China—. En este entorno, caracterizado también por el alza de los costes del transporte, especialmente del transporte marítimo de mercancías, el crecimiento del comercio mundial se desaceleró en el segundo trimestre del año hasta el 1,3 % intertrimestral, por debajo del avance del 3,5 % que se observó en el trimestre precedente.

**Las tasas de inflación han continuado aumentando a escala global en los últimos meses** (véase gráfico 3.5). Este repunte, propiciado en gran medida por efectos base derivados de las fuertes caídas de algunos precios registradas en buena parte de 2020, el encarecimiento que el petróleo y otras materias primas han venido experimentando desde el segundo trimestre de 2020 (véase gráfico 3.6) y los cuellos de botella en la oferta, ha sido especialmente acusado en Estados Unidos, donde la inflación ha alcanzado los máximos de las últimas décadas, registrando en agosto una tasa de crecimiento interanual del PIB del 5,3 %<sup>9</sup>. De cara al futuro, la reciente estabilización de los precios del petróleo y de otras materias primas —que responde a la moderación de la demanda y, en el caso del petróleo, al reciente anuncio de la OPEP+ de aumentar gradualmente su producción— debería trasladarse paulatinamente a las tasas de inflación. No obstante, como se ha mencionado anteriormente, aún persistirían riesgos al alza en la evolución de los precios por la relativa lentitud que está mostrando la oferta para ajustarse a la mayor demanda agregada.

**El tono de la política monetaria —que continúa siendo extraordinariamente expansivo en las economías avanzadas— ha empezado a endurecerse en las economías emergentes.** Así, en los últimos meses, un buen número de bancos centrales ha comenzado un ciclo de subidas de tipos de interés para controlar la

---

9 Véase F. Borrallo, A. Buesa y S. Párraga, «La inflación en Estados Unidos: evolución reciente y perspectivas», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, próxima publicación, Banco de España.

inflación y contener las presiones depreciatorias sobre sus monedas. Entre las principales economías emergentes, solo el banco central de China ha relajado recientemente el tono de su política monetaria para hacer frente al impacto negativo de la variante delta sobre la actividad. Por su parte, en las economías avanzadas, se espera que la política monetaria inicie en los próximos meses un proceso gradual de normalización. En algunos casos, como en Noruega y en Nueva Zelanda, esta normalización se materializará previsiblemente en forma de subidas de los tipos de interés. En cambio, en otros casos, como en Estados Unidos o Canadá, se espera que dicha normalización se produzca, en primer lugar, a través de un menor ritmo de compras de activos por parte del banco central.

**La política fiscal de las economías avanzadas mantiene un carácter muy expansivo.** En Estados Unidos, están en proceso de aprobación dos paquetes fiscales plurianuales —centrados en inversión pública, deducciones fiscales a los hogares con menor renta y aumentos de los beneficios sociales—, que podrían suponer un estímulo fiscal adicional del 0,5 % y del 1,1 % del PIB en 2022 y 2023, respectivamente. Por su parte, en agosto la Unión Europea (EU) efectuó los primeros desembolsos de las ayudas correspondientes al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) del programa *Next Generation UE* (NGEU). Por otro lado, también en agosto, el Fondo Monetario Internacional completó la mayor asignación general de derechos especiales de giro (DEG) de su historia, lo que podría suponer un importante respaldo para aquellas economías que se han visto más afectadas durante la pandemia (véase recuadro 2).

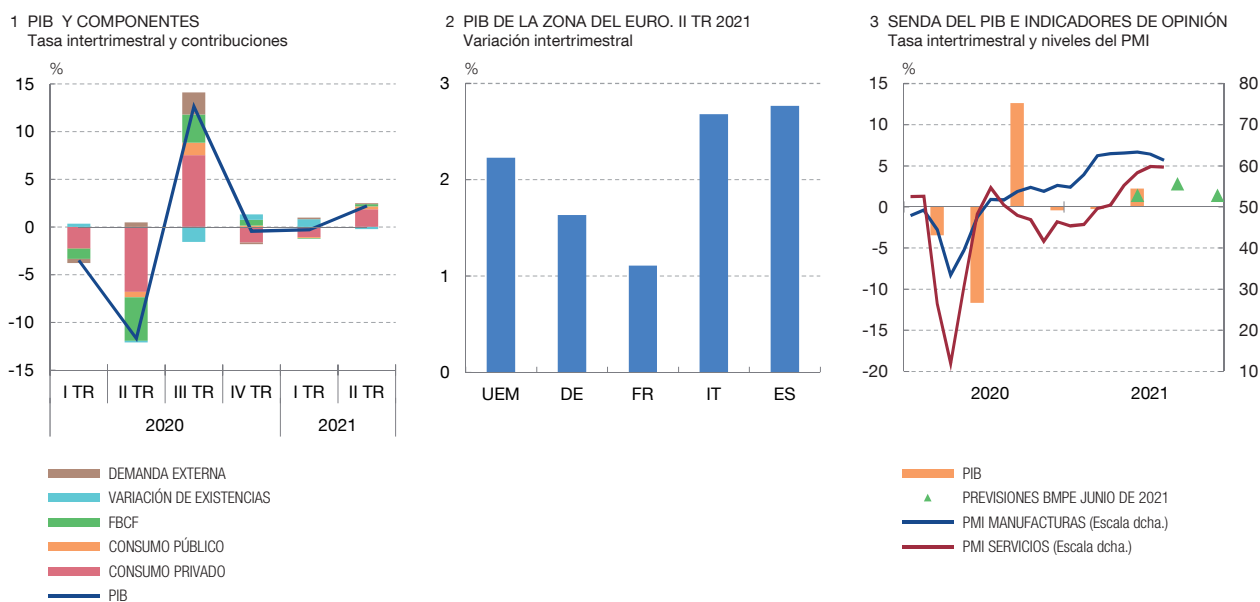
## 3.2 El área del euro

En el área del euro, el avance en el proceso de vacunación ha permitido contener los efectos más perniciosos de la propagación de la variante delta del COVID-19 y consolidar la recuperación económica, en el tercer trimestre del año. No obstante, las interrupciones que ha habido en las cadenas globales de producción y distribución están limitando la expansión de la industria. Por su parte, la inflación continúa una senda ascendente, debido, en buena medida, a factores transitorios, cuyos efectos tenderán a disiparse a principios de 2022. En este sentido, el elevado grado de holgura que todavía prevalece en el mercado de trabajo hace poco probable que surjan efectos de segunda ronda y que, con estos, afloren tensiones inflacionistas subyacentes significativas

**La actividad económica en el área del euro repuntó de forma intensa en el segundo trimestre, en un contexto en el que los avances en el proceso de vacunación permitieron una relajación gradual de las medidas de contención de la pandemia y una mejora progresiva de la movilidad.** El crecimiento del PIB, del 2,2 % intertrimestral, sorprendió al alza y fue consecuencia principalmente del

## LA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD EN EL ÁREA DEL EURO SE CONSOLIDA

Impulsada por el consumo privado, la actividad económica en el área del euro repuntó de forma intensa en el segundo trimestre, en un contexto en el que los avances en la vacunación permitieron una relajación gradual de las medidas de contención de la pandemia y un aumento progresivo de la movilidad. Los indicadores cualitativos disponibles —principalmente las encuestas de confianza de la Comisión Europea y los PMI— sugieren que el dinamismo del PIB observado en el segundo trimestre se habría prolongado también durante el período estival.



FUENTES: Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales.



fuerte avance del consumo privado (véanse gráficos 4.1 y 4.2). La fortaleza de la demanda doméstica apoyó el crecimiento de las importaciones, que prácticamente contrarrestaron el impulso de las exportaciones, lo que dio lugar a una muy ligera aportación positiva del sector exterior al avance del producto. Por ramas de actividad, el efecto positivo de la mejora de la movilidad fue especialmente evidente en el sector servicios, mientras que la actividad industrial se resintió como consecuencia de los cuellos de botella existentes en las cadenas globales de suministro ya mencionados (véase recuadro 3).

**Los indicadores cualitativos disponibles —principalmente las encuestas de confianza de la Comisión Europea y los PMI— sugieren que el dinamismo del PIB observado en el segundo trimestre se habría prolongado también durante el período estival** (véase gráfico 4.3). Esta evolución relativamente favorable de la actividad sería resultado de diversos factores. Entre ellos destacarían el avance de la vacunación —que habría permitido que el significativo aumento de los contagios derivado de la expansión de la variante delta no se haya traducido en un endurecimiento sustancial de las medidas de contención de la pandemia—, la recuperación del empleo y de la renta disponible, y la normalización de la tasa de

**PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL IAPC PARA LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA (a)**

	2021		2022		2023	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (septiembre de 2021)	5,0 (0,4)	2,2 (0,3)	4,6 (-0,1)	1,7 (0,2)	2,1 (0)	1,5 (0,1)
Comisión Europea (julio de 2021)	4,8 (0,5)	1,9 (0,2)	4,5 (0,1)	1,4 (0,1)		
OCDE (mayo de 2021)	4,3 (0,4)	1,8 (...)	4,4 (0,6)	1,3 (...)		
FMI (julio de 2021)	4,6 (0,2)	1,8 (0,4)	4,3 (0,5)	1,3 (0,1)		
<i>Consensus Forecast</i> (agosto de 2021)	4,8 (0,2)	2,1 (0,2)	4,4 (0)	1,5 (0,1)		
<i>Survey of Professional Forecasters</i> (julio de 2021)	4,7 (0,5)	1,9 (0,3)	4,6 (0,5)	1,5 (0,2)	2,1 (0,2)	1,5 (0)

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecast*, FMI y OCDE.

a Entre paréntesis, variación respecto a la previsión anterior, que corresponde a junio para el Banco Central Europeo, mayo para la Comisión Europea, marzo para la OCDE, abril para el FMI, julio para *Consensus* y abril para la *Survey of Professional Forecasters*.

ahorro. En sentido contrario, como ya se ha apuntado, la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro estaría lastrando la respuesta de la actividad industrial a la vigorosa recuperación de la demanda.

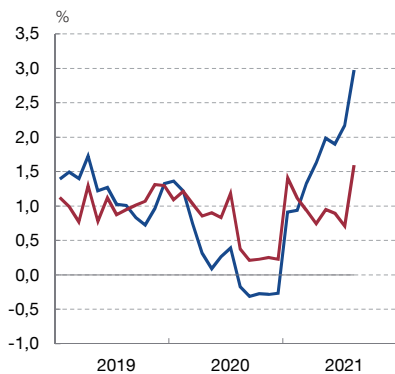
**En su ejercicio de proyecciones macroeconómicas (MPE, por sus siglas en inglés) de septiembre, el BCE anticipa que el PIB de la zona del euro crecerá un 5%, un 4,6% y un 2,1% en 2021, 2022 y 2023, respectivamente<sup>10</sup>.** En relación con el anterior ejercicio, publicado en junio, las nuevas proyecciones implican una revisión al alza significativa, de 0,4 pp, en el crecimiento medio anual de 2021, debida a factores contrapuestos. Por un lado, la sorpresa ante el crecimiento económico habido en el segundo trimestre y la constatación de que el entorno internacional se ha vuelto más dinámico. Por otro lado, unas perspectivas para el área del euro algo menos dinámicas en el corto plazo, como consecuencia de una evolución epidemiológica en cierta medida peor que la anticipada hace unos meses y una mayor persistencia de los cuellos de botella en la industria. Más a medio plazo, las proyecciones continúan asumiendo que la economía del área crecerá por encima de su potencial durante todo el horizonte de proyección, en parte debido al mantenimiento de políticas fiscales y monetarias expansivas, lo que propiciará el cierre progresivo de la brecha de producción. En su conjunto, las proyecciones del BCE son ligeramente más optimistas que las elaboradas por otros organismos internacionales y analistas privados, si bien estas últimas son menos recientes (véase cuadro 2). Con todo, cabe destacar que la autoridad monetaria considera que el balance de riesgos en torno a las perspectivas económicas se encuentra equilibrado. En un sentido, la expansión económica podría ser más intensa de lo esperado si el gasto de los consumidores aumenta

10 Véase [https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202109\\_ecbstaff~1f59a501e2.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202109_ecbstaff~1f59a501e2.en.html).

## EN LOS ÚLTIMOS MESES, LA INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO HA CONTINUADO SU SENDA ALCISTA

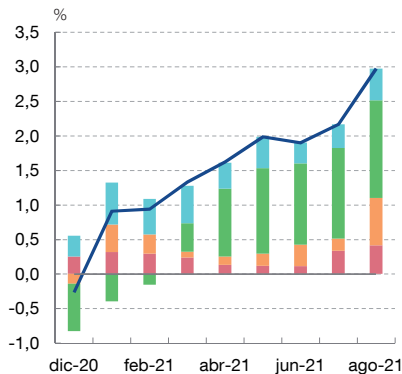
La inflación general ha aumentado con fuerza en los últimos meses, impulsada fundamentalmente por el componente energético y, en menor medida, por el componente de bienes industriales no energéticos y los servicios. No obstante, una parte muy significativa de este repunte se debería a diversos factores idiosincrásicos y de carácter coyuntural, que se espera que tengan un carácter esencialmente transitorio y que reviertan a principios de 2022. En este sentido, el elevado grado de holgura que aún prevalece en la economía no permite anticipar presiones inflacionistas significativas en el medio plazo.

1 INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO. IAPC



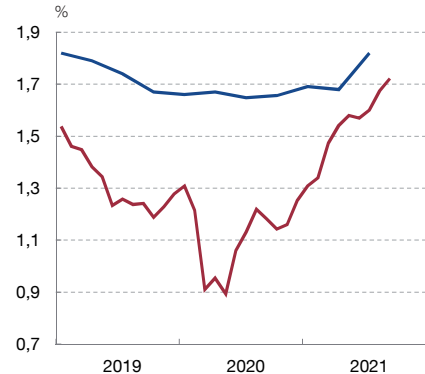
— GENERAL  
— GENERAL, EXCL. ENERGÍA Y ALIMENTOS

2 INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO. CONTRIBUCIÓN POR COMPONENTES



— SERVICIOS  
— BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS  
— ENERGÍA  
— ALIMENTOS  
— GENERAL

3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO



— ENCUESTA A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA (SPF) DEL BCE  
— SWAPS DE INFLACIÓN. INFLACIÓN A CINCO AÑOS DENTRO DE CINCO AÑOS (a)

FUENTES: Bloomberg, Eurostat y Banco Central Europeo.

a Promedio mensual de datos diarios.



por encima de lo previsto y si se produce una mejora más rápida de la situación epidemiológica. En sentido contrario, el crecimiento podría ser inferior al previsto si la pandemia se intensifica o si las restricciones de oferta persisten y afectan desfavorablemente a la producción.

**A fecha de cierre de este Informe, el Consejo Europeo ya había aprobado 18 Planes de Recuperación y Resiliencia (PRR) nacionales.** Ello ha permitido despejar algunas de las dudas que se planteaban, antes del verano, en cuanto a la implementación de este programa y ha hecho posible los primeros desembolsos, por una cuantía de 49,1 mm de euros (un 12 % del total solicitado), a doce países —incluidos España, Francia, Italia y Alemania—. Los siguientes pagos están sujetos al cumplimiento por parte de los Estados miembros de los calendarios de inversiones y reformas acordados en sus respectivos PRR.

**La inflación general ha aumentado con fuerza en los últimos meses, por factores que se espera que tengan un carácter esencialmente transitorio y que reviertan a principios de 2022.** En agosto, este repunte llevó la tasa de variación anual del índice general hasta el 3 %, mientras que la inflación subyacente



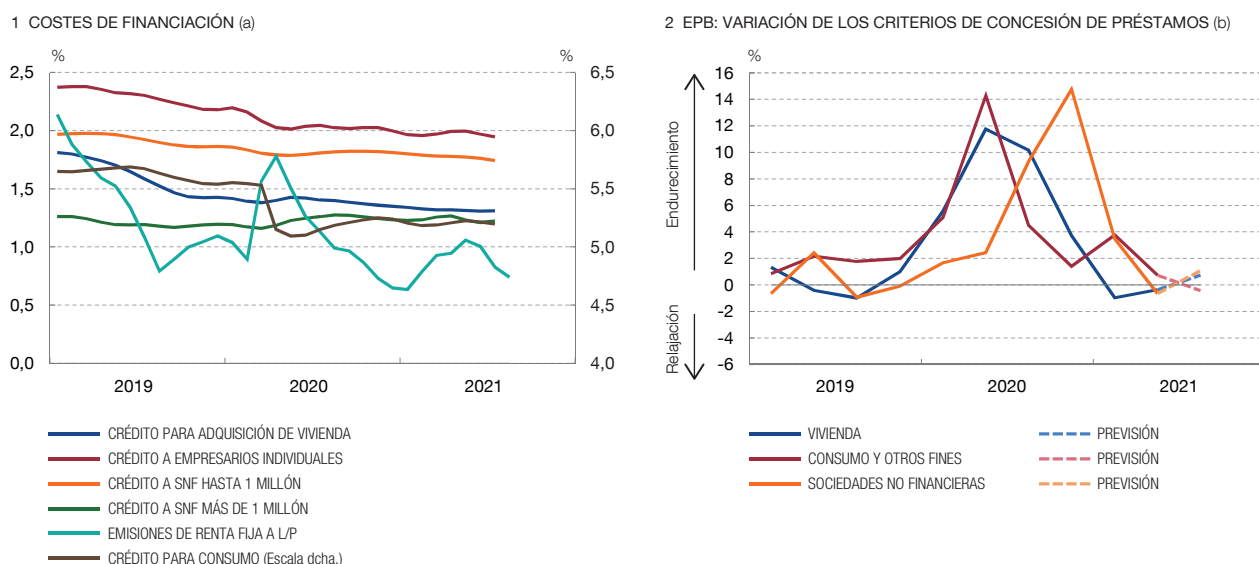
aumentó también hasta el 1,6 % (véase gráfico 5.1). Varios son los factores idiosincrásicos y de carácter coyuntural que desde principios de año han venido condicionando la evolución de la inflación. Entre ellos destacan la finalización de la reducción transitoria del IVA en Alemania en enero, el considerable aumento de los precios de la energía y de las materias primas desde los niveles anormalmente bajos alcanzados en el verano del año pasado, los efectos base derivados de las fuertes caídas de los precios de algunos servicios registradas en 2020 en el pico de la pandemia, y el cambio en las ponderaciones de la cesta de consumo del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) a inicios del año (véase gráfico 5.2). A dichos factores se ha unido, en el tercer trimestre, el impacto —de duración más incierta— de las disrupciones en las cadenas de valor globales sobre los precios industriales y su potencial traslación en los próximos trimestres a los precios de consumo.

**Aunque la recuperación económica y los factores descritos anteriormente han imprimido un mayor dinamismo a la inflación, el elevado grado de holgura que aún prevalece en la economía no permite anticipar presiones inflacionistas significativas en el medio plazo.** Así, el MPE de septiembre prevé que la tasa anual media de inflación se eleve hasta el 2,2 % en 2021 (frente al 0,3 % registrado en 2020), para posteriormente moderarse hasta el 1,7 % en 2022 y el 1,5 % en 2023 (véase cuadro 2). En reconocimiento del papel destacado que los precios de la energía están desempeñando este año en la evolución de la inflación general, las proyecciones apuntan a un crecimiento de la inflación subyacente significativamente más modesto en 2021, hasta el 1,3 %, tasa que aumentaría gradualmente en los próximos años a medida que se consolida la recuperación económica y se cierra la brecha de producción (situándose en el 1,4 % en 2022 y el 1,5 % en 2023). La senda de inflación proyectada por el BCE estaría ligeramente por encima de las publicadas por otros organismos internacionales y analistas privados, si bien estas últimas, al haber sido elaboradas con anterioridad, no estarían recogiendo completamente la aceleración de la inflación observada en el período estival (véase cuadro 2). Por su parte, los indicadores de expectativas de inflación, que pueden obtenerse a partir de la evolución de determinados instrumentos financieros, apuntan a que dichas expectativas, a pesar de haberse incrementado de forma significativa recientemente, aún se mantienen en niveles moderados, todavía alejados de la referencia de medio plazo del 2 % (véase gráfico 5.3).

**En su última reunión de política monetaria, celebrada en septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió disminuir ligeramente el ritmo de compras netas de activos que se realizan en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) con respecto al ritmo de los dos trimestres anteriores.** En la rueda de prensa posterior, la presidenta Lagarde remarcó que esta decisión constituye una recalibración del programa y no el inicio de un plan de reducción gradual de las compras netas de activos (*tapering*, en inglés). Por su parte, los tipos de interés oficiales se mantuvieron sin variación, y se confirmaron las indicaciones sobre su posible evolución futura (*forward guidance*) acordadas en la

## LOS COSTES DE FINANCIACIÓN CONTINÚAN EN NIVELES MUY REDUCIDOS Y LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS SE HABRÍAN MANTENIDO SIN CAMBIOS APRECIABLES EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2021

Los tipos de interés medios de la financiación bancaria prácticamente han permanecido estables en los últimos meses, mientras que el coste de la emisión con valores de renta fija a largo plazo de las empresas ha ido descendiendo desde mayo, en línea con la evolución observada de la rentabilidad de la deuda soberana a ese horizonte. Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, los criterios de concesión de préstamos se habrían mantenido sin cambios apreciables en el segundo trimestre de 2021 y, de cumplirse las previsiones de las entidades financieras, esta tendencia podría haberse prolongado durante el tercer trimestre.



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco Central Europeo.

- a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Asimismo, estos tipos son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y por el componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).
- b Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente  $\times 1$  + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente  $\times 1$ .



reunión de julio, tras la reciente revisión de la estrategia de política monetaria, para apoyar el carácter simétrico del objetivo de inflación del 2 % (véase recuadro 4).

**Los costes de financiación continúan en niveles históricamente reducidos, al tiempo que, en el segundo trimestre, la oferta de crédito bancario habría mostrado una evolución más favorable que en los trimestres precedentes.**

Los costes medios de los nuevos préstamos bancarios al sector privado no financiero en la UEM han permanecido prácticamente estables en los últimos meses, mientras que los tipos de interés de las emisiones de valores de renta fija a largo plazo para las empresas han caído desde mayo, en línea con la disminución observada en la rentabilidad de la deuda soberana (véase gráfico 6.1). Por otra parte, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), tras el endurecimiento registrado en los trimestres previos, en el segundo trimestre del año, los criterios

de concesión de préstamos se mantuvieron sin cambios apreciables, reflejando en parte la mejora de las perspectivas macroeconómicas (véase gráfico 6.2). Además, de cumplirse las expectativas de las entidades financieras, esta aparente estabilidad en los criterios de concesión podría haberse prolongado durante el tercer trimestre.

**En términos de volumen, la financiación captada por el sector privado no financiero ha registrado una evolución heterogénea en los últimos meses, mostrando un mayor dinamismo la destinada a los hogares.** Así, en este segmento, el ritmo de crecimiento del crédito ha aumentado de forma moderada, impulsado por la recuperación del crédito al consumo —que ha pasado a registrar tasas de variación intertrimestrales positivas— y por el mayor dinamismo mostrado por el destinado a otros fines, mientras que el avance de la financiación para compra de vivienda ha permanecido estable. Por su parte, el ritmo de crecimiento de la financiación a las empresas se ha reducido en los últimos meses, como consecuencia de la pérdida de dinamismo de los préstamos bancarios.

**Durante los últimos meses, las condiciones financieras han continuado manteniéndose holgadas**

**En la parte transcurrida del tercer trimestre, el IBEX-35 ha mostrado un comportamiento menos favorable que el de la mayoría de los principales índices bursátiles internacionales.** En este período, el índice español, que ha sufrido un ligero retroceso (-0,5 %) frente a la revalorización del EURO STOXX 50 (3,1 %), se ha visto lastrado por el mayor peso y el peor comportamiento relativo de los sectores más afectados por la propagación durante el verano de la variante delta del COVID-19 —como el ocio y el turismo—.

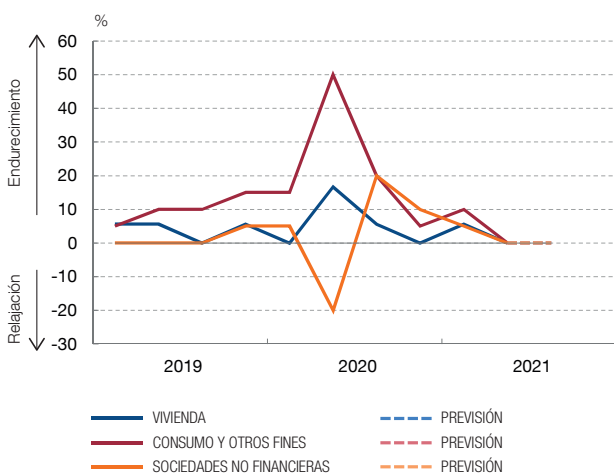
**La rentabilidad de la deuda soberana española a largo plazo ha descendido ligeramente.** En la parte transcurrida del tercer trimestre, considerada en su conjunto, la rentabilidad de este activo se ha reducido. No obstante, desde finales de agosto se ha producido un incremento, en línea con lo observado en el resto de los mercados de deuda soberana de las economías avanzadas. El diferencial de rentabilidad del bono español a diez años, con respecto a su equivalente alemán, ha repuntado 3 pb desde finales de junio, y se ha situado, en la fecha de cierre de este Informe, en 65 pb. En el caso de la deuda emitida por las sociedades no financieras, el tipo de interés de los bonos a largo plazo ha replicado, en términos generales, la evolución de la rentabilidad de la deuda soberana observada en los últimos meses. Durante el mismo período, el euríbor a un año apenas ha variado.

**El coste medio de la financiación bancaria a hogares y a sociedades se sitúa en torno a sus mínimos históricos, al tiempo que los criterios de aprobación de los préstamos habrían dejado de endurecerse.** Según la EPB, los criterios de aprobación de préstamos no habrían experimentado cambios apreciables en el segundo trimestre del año y, de cumplirse las expectativas de las entidades, tampoco lo habrían hecho durante el trimestre en curso. Esta pauta rompe con la tendencia de endurecimiento observada en los trimestres previos y estaría reflejando, en parte, la mejoría en las perspectivas macroeconómicas (véase gráfico 7.1). Por su parte, los tipos medios de interés de las nuevas operaciones de crédito bancario concedidas a empresarios individuales y los de las destinadas a la compra de vivienda se han reducido ligeramente durante los últimos meses (véase gráfico 7.2). En el resto de los segmentos, el coste del crédito bancario apenas ha variado recientemente.

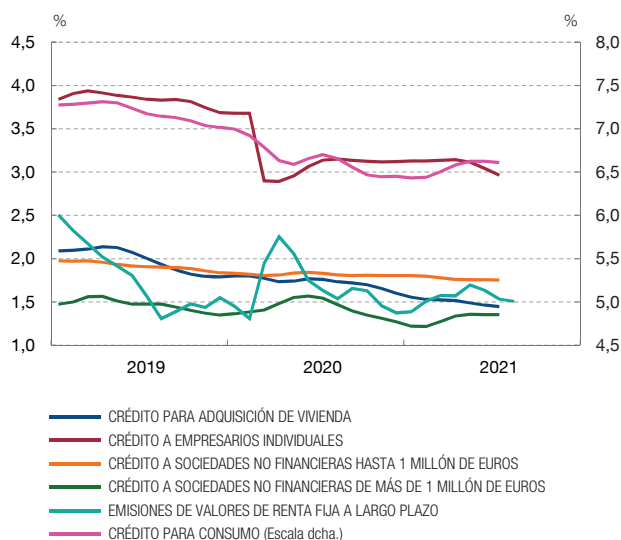
## LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN SE MANTIENEN HOLGADAS, Y LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE LOS PRÉSTAMOS HABRÍAN PERMANECIDO SIN CAMBIOS EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

En los últimos meses, los tipos de interés de los nuevos préstamos han continuado en niveles históricamente reducidos y se han producido ligeros descensos en algunos segmentos. Por su parte, el coste medio de las emisiones de valores de renta fija a largo plazo de las empresas no financieras ha descendido desde mayo, en línea con la evolución de la rentabilidad de la deuda soberana al mismo horizonte. Según la EPB, los criterios de concesión de préstamos habrían permanecido sin cambios en el segundo trimestre del año en todos los segmentos, pauta que, de confirmarse las expectativas de los prestamistas, se habría prolongado también durante el tercer trimestre.

1 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS (a)



2 COSTES DE FINANCIACIÓN (b)



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream.

- a Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente  $\times 1$  + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente  $\times 1$ .
- b Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Asimismo, estos tipos son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y el componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).



**La economía española experimentó un notable repunte en el segundo trimestre, que cabe relacionar con el avance de la campaña de vacunación y con la relajación de algunas de las medidas de contención de la pandemia en vigor**

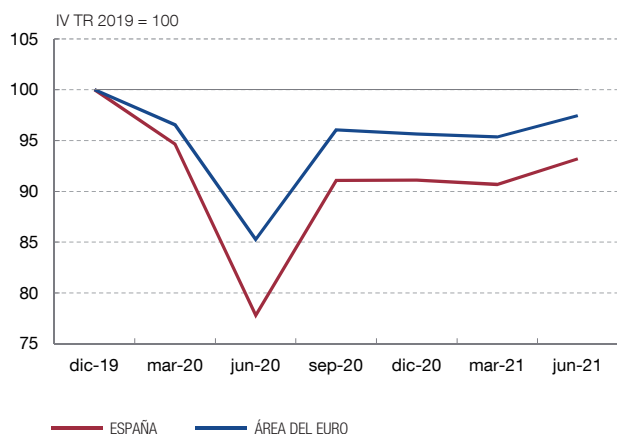
**Tras el retroceso registrado en el primer trimestre del año, el PIB de la economía española repuntó un 2,8% en el segundo.** Esta expansión del producto se habría visto favorecida por el avance de la campaña de vacunación y la mejora de la situación epidemiológica a lo largo de la primavera, factores ambos que habrían permitido la relajación de algunas de las medidas de contención de la pandemia que permanecían en vigor y, en ciertos casos, su levantamiento. Tras este crecimiento, que fue algo superior al considerado en el escenario central del ejercicio de proyecciones del Banco de España publicado en junio (del 2,2%)<sup>11</sup>, el PIB español

11 Véase el recuadro 1, "Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2023): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de junio de 2021", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.

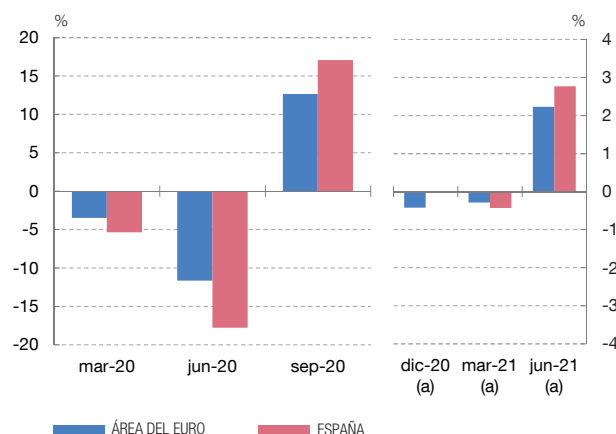
## LA ACTIVIDAD ECONÓMICA REPUNTÓ NOTABLEMENTE EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

El PIB de la economía española creció un 2,8 % en el segundo trimestre, favorecido por el avance de la campaña de vacunación y la mejora de la situación epidemiológica, que permitieron la relajación de algunas de las medidas de contención de la pandemia que permanecían en vigor. Este crecimiento, que fue superior al observado en el conjunto de la UEM durante el mismo período (del 2,2 %), se vio impulsado por el elevado dinamismo que presentó el consumo privado. Por el lado de la oferta, aquellas ramas de actividad que se habían visto más afectadas por las medidas de contención de la pandemia a lo largo de los últimos trimestres fueron las que mostraron unas tasas de crecimiento más elevadas entre abril y junio.

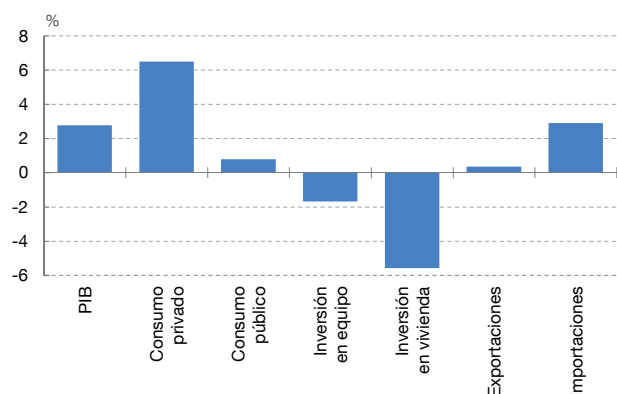
1 EVOLUCIÓN DEL PIB EN ESPAÑA Y EN LA UEM



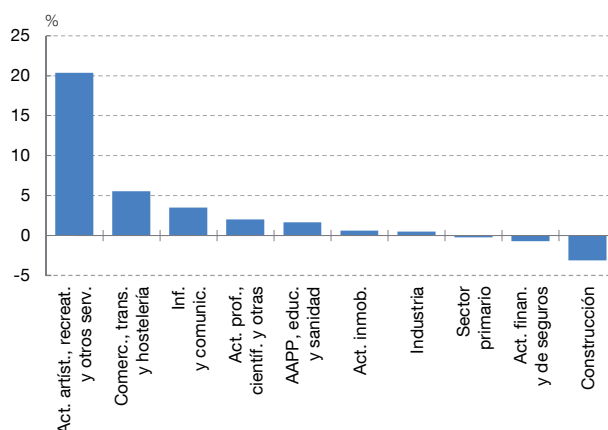
2 CRECIMIENTO DEL PIB. TASAS INTERTRIMESTRALES



3 VARIACIÓN DEL PIB Y DE SUS COMPONENTES EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2021. TASAS INTERTRIMESTRALES



4 VALOR AÑADIDO BRUTO, POR SECTORES DE ACTIVIDAD, EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2021. TASAS INTERTRIMESTRALES



FUENTES: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.

a Escala derecha.



se situó un 6,8 % por debajo del nivel alcanzado a finales de 2019, brecha que continuaba siendo mayor que la observada en el conjunto de la UEM, donde ascendía al 2,5 % (véanse gráficos 8.1 y 8.2).

**El repunte del PIB se debió al considerable dinamismo mostrado por el consumo privado y, en menor medida, por el consumo público, mientras que las aportaciones al crecimiento de la inversión y de la demanda exterior neta**

**fueron negativas.** En el segundo trimestre, el consumo privado se expandió un 6,5 % en tasa intertrimestral. Este incremento, que es mayor de lo que sugerían, en la fecha de cierre de las proyecciones de junio, los principales indicadores de referencia para este componente de la demanda, podría ser coherente con el hecho de que los hogares hubieran aumentado de forma significativa su propensión al gasto corriente en un contexto de mejoría en las perspectivas económicas y sanitarias (véase gráfico 8.3). En sentido contrario, sorprendieron los retrocesos que la inversión en vivienda y la inversión en bienes de equipo registraron en este período (del -5,6 % y del -1,7 %, respectivamente). En el primer caso, el descenso podría haber reflejado una reducción pasajera del ritmo de ejecución de los visados de obra concedidos en trimestres anteriores; en el segundo, podría estar relacionado con una cierta moderación de las expectativas de producción por parte de las empresas industriales, posiblemente bajo la influencia de los problemas de abastecimiento de insumos registrados en algunas ramas<sup>12</sup>. La contribución negativa de la demanda exterior neta al avance del producto fue resultado de un repunte significativamente mayor en las importaciones que en las exportaciones. Por el lado de la oferta, en un contexto de relajación de las medidas de contención de la pandemia, las ramas de actividad que más se habían visto afectadas por estas a lo largo de los últimos trimestres —como el comercio, el transporte, la hostelería y otras ramas relacionadas con el ocio— fueron las que mostraron unas tasas de crecimiento más elevadas entre abril y junio (véase gráfico 8.4).

### Durante el tercer trimestre, la economía española habría mostrado un ritmo de crecimiento similar al registrado en el trimestre previo

**Los indicadores disponibles apuntan al mantenimiento de un elevado grado de dinamismo en el tercer trimestre, similar al del trimestre previo, si bien recientemente se aprecian algunos signos incipientes de posible moderación del crecimiento.** La valoración favorable del conjunto del trimestre se sustenta en la evolución positiva, en los últimos meses, de los indicadores relativos al empleo y al consumo de los hogares y, también, en la trayectoria de los indicadores de confianza, que aún permanecen en niveles relativamente elevados, aunque su tendencia ascendente se ha visto interrumpida recientemente. De modo análogo, la EBAE, con información recopilada hasta la primera mitad de septiembre, apunta a un crecimiento de la facturación empresarial en el tercer trimestre similar al observado en el segundo, aunque algo inferior a las expectativas que los empresarios tenían en junio<sup>13</sup>. Por su parte, diversos indicadores de alta frecuencia que aproximan las dinámicas de la movilidad y de la demanda de energía sugieren que estas no habrían experimentado mejoras adicionales en las últimas semanas (véase gráfico 9). De forma coherente

12 Véase el recuadro 3 de este Informe, «Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro».

13 Véase M. Izquierdo (2021), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: septiembre de 2021», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.

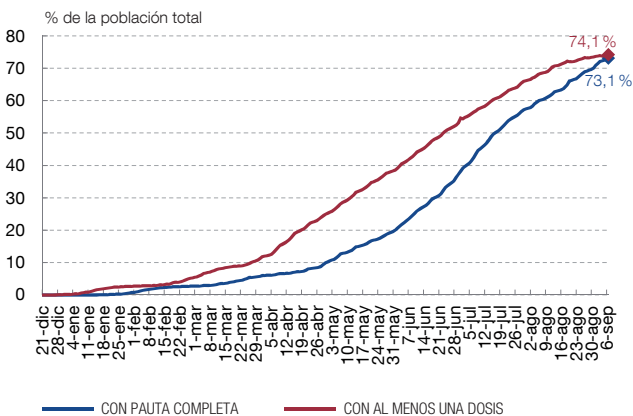


Gráfico 9

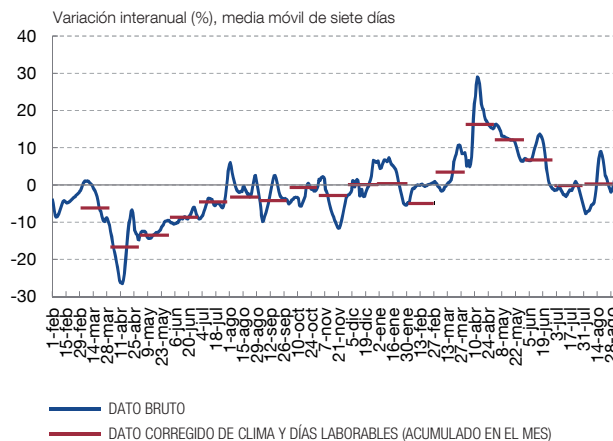
**SE PREVÉ QUE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA CONTINÚE MOSTRANDO UN ELEVADO DINAMISMO EN EL TERCER TRIMESTRE**

Un amplio abanico de indicadores apuntan a que, en el conjunto del tercer trimestre, la actividad económica habría mantenido un elevado dinamismo, similar al del trimestre anterior, si bien recientemente se aprecian algunos signos de desaceleración. En particular, diversos indicadores de alta frecuencia que aproximan las dinámicas de la movilidad y de la demanda de energía sugieren que estas no habrían experimentado mejoras adicionales significativas en las últimas semanas.

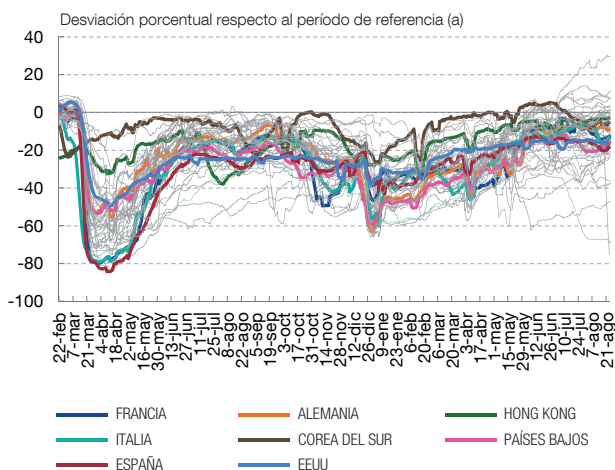
1 VACUNACIÓN EN ESPAÑA



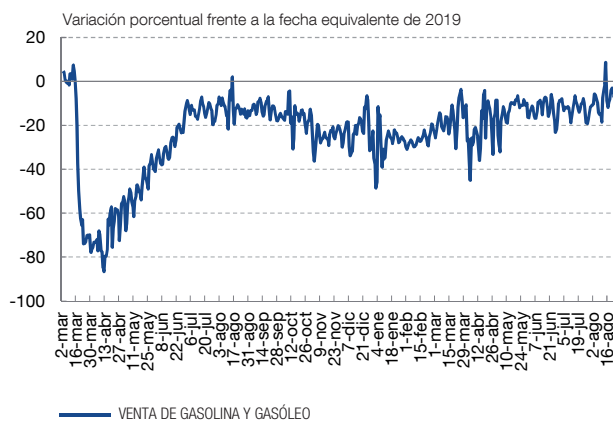
2 DEMANDA DE ENERGÍA ELÉCTRICA



3 INDICADORES DE MOVILIDAD LOCAL. LUGARES DE OCIO Y DE COMERCIO AL POR MENOR, ESTACIONES DE TRANSPORTE PÚBLICO Y LUGARES DE TRABAJO



4 DEMANDA TOTAL DE GASOLINAS Y GASÓLEOS (SUMA MÓVIL DE CUATRO DÍAS)



**FUENTES:** Ministerio de Sanidad, Consumo y Bienestar Social, Google, Dirección de Estudios de Repsol, Red Eléctrica de España y Banco de España.

a Desviación porcentual respecto a la movilidad observada en un período de referencia antes de la pandemia (del 3 de enero al 6 de febrero de 2020). Se representan las medias móviles de siete días.



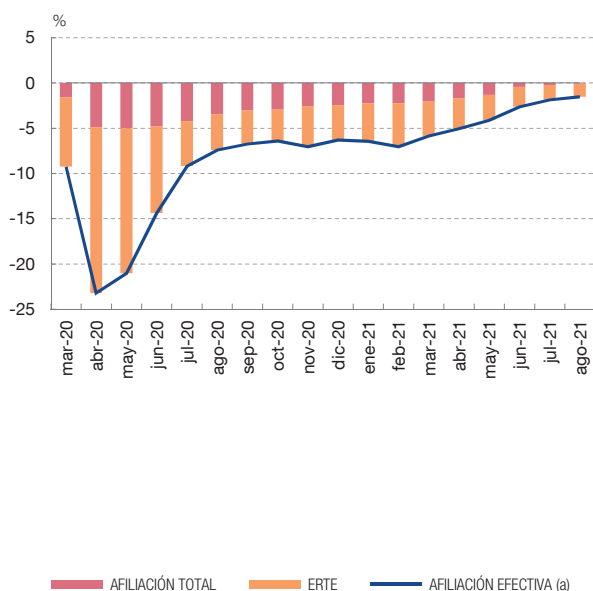
con la información facilitada por este amplio conjunto de indicadores, las últimas proyecciones del Banco de España<sup>14</sup> prevén que el crecimiento del PIB entre julio y septiembre se sitúe en el 2,7 %, avance que se vería sustentado, de nuevo, en el comportamiento expansivo de la demanda nacional.

14 Véase el recuadro 1 de este Informe, «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2021-2023)».

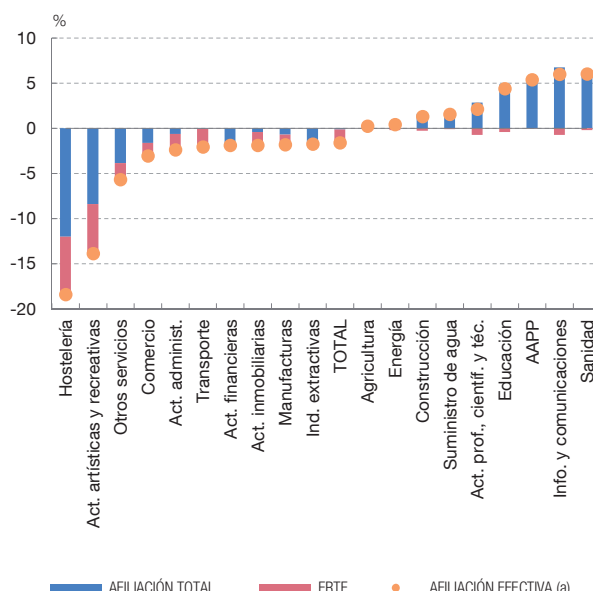
## LA AFILIACIÓN EFECTIVA HA MANTENIDO, DURANTE LOS MESES DE VERANO, UNA MEJORÍA GRADUAL, CON AVANCES SIGNIFICATIVOS DEL EMPLEO EN LA HOSTELERÍA Y EN OTRAS RAMAS RELACIONADAS CON EL OCIO

En agosto, la afiliación total aumentó hasta situarse un 0,1 % por debajo del nivel observado en febrero de 2020. A esta mejora se unió el descenso de los trabajadores en ERTE, lo que permitió reducir la brecha de la afiliación efectiva con respecto al nivel precrisis hasta el -1,5 % (frente al -3,9 % registrado en el promedio del segundo trimestre). Por ramas, en estos últimos meses el avance del empleo se ha concentrado en la hostelería y en las actividades artísticas y recreativas, si bien el nivel de empleo en estos sectores aún se encuentra lejos de los registros alcanzados antes del estallido de la pandemia.

1 VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN TOTAL Y EFECTIVA RESPECTO A FEBRERO DE 2020 (DATOS MEDIOS DEL MES Y DESESTACIONALIZADOS)



2 VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN EFECTIVA, POR RAMAS, EN AGOSTO DE 2021 RESPECTO A FEBRERO DE 2020 (DATOS MEDIOS DEL MES Y DESESTACIONALIZADOS)



FUENTE: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

a La afiliación efectiva se calcula como la diferencia entre los afiliados totales y los trabajadores afectados por ERTE.



### El empleo ha seguido presentando un dinamismo elevado en el tercer trimestre

**Tras el fuerte repunte observado en el segundo trimestre, la afiliación efectiva ha mantenido, durante los meses de verano, un perfil de progresiva mejoría.**

Así, mientras que en el promedio del segundo trimestre la afiliación efectiva se situó un 3,9 % por debajo de su nivel precrisis, en agosto esta brecha se había reducido hasta el 1,5 % (véase gráfico 10.1). Esta evolución es el reflejo tanto del descenso continuado del número de trabajadores en ERTE —hasta situarse en 277.905 en el promedio de agosto, casi 650.000 menos que en los máximos de febrero— como de la mejora en la afiliación total. En este sentido, cabe destacar que, en julio y agosto, la afiliación total se comportó mejor de lo que es habitual históricamente en estos meses del año, si bien su avance, en términos desestacionalizados, fue algo inferior al observado en junio. Con ello, el nivel de afiliación total se situaba en agosto apenas un 0,1 % por debajo del observado en febrero de 2020. Por ramas de

actividad, la evolución del empleo en los últimos meses ha sido más favorable en algunas de las que habían venido mostrando un peor comportamiento desde el inicio de la pandemia —como la hostelería—. En cualquier caso, la ocupación en estas ramas aún se encuentra muy lejos de los niveles previos a la pandemia (véase gráfico 10.2).

**Esta evolución del empleo sería coherente con un repunte de las horas trabajadas y con un descenso de la tasa de paro durante el tercer trimestre.**

En concreto, se prevé que las horas totales trabajadas, que crecieron un 4,4 % en el segundo trimestre, aumenten en el tercero un 2,2 %, ligeramente por debajo del avance esperado para el PIB. Por su parte, en un contexto de recuperación sostenida de la tasa de actividad, la tasa de paro se reduciría desde el 15,3 % del segundo trimestre hasta el entorno del 14,5 %.

**El crecimiento del producto en el tercer trimestre se apoyaría en el avance del consumo de los hogares y de la inversión, tanto en vivienda como empresarial**

**El consumo privado habría aumentado nuevamente en el tercer trimestre, aunque a un ritmo menor que en el segundo.** El avance del consumo de los hogares en los meses de verano sería coherente con la mejora continuada que se ha venido produciendo en el mercado laboral, con el mantenimiento de unos niveles de confianza relativamente elevados (véase gráfico 11.1), y con la evidencia que se desprende de la evolución del gasto doméstico efectuado con tarjetas de crédito y del gasto en determinadas partidas de servicios (véase gráfico 11.2). En todo caso, la debilidad reciente de las matriculaciones de automóviles y del índice de comercio al por menor (véase gráfico 11.3), junto con el escaso dinamismo que el crédito al consumo ha demostrado en los últimos meses (véase gráfico 11.4), sugeriría que el ritmo de avance del consumo privado durante el trimestre en curso podría haberse moderado algo con relación al observado en la primavera.

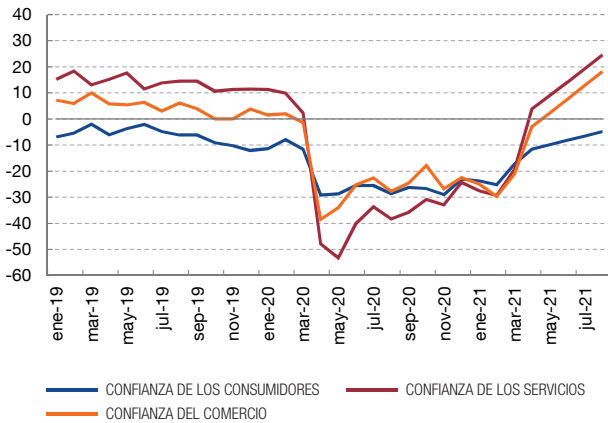
**La inversión en vivienda se habría acelerado en los últimos meses.** Tras el retroceso del segundo trimestre, este componente de la demanda habría adquirido un tono más expansivo durante el trimestre en curso, a tenor de la información disponible, que, además, sugiere una prolongación de este mayor dinamismo a corto plazo. En este sentido, cabe destacar el mayor volumen de ejecución de obra nueva, como resultado del aumento del ritmo de avance de los visados de este tipo de construcciones que tuvo lugar en el segundo trimestre (véase gráfico 12.1), y la relativa fortaleza que han evidenciado las compraventas de vivienda durante el primer semestre del año —con un repunte superior al 9 % respecto al período análogo de 2019, de acuerdo con la información notarial—. Todo ello en un contexto en el que mejoran las perspectivas económicas y sanitarias, al tiempo que, en el ámbito financiero, el nuevo crédito a los hogares para la adquisición de vivienda muestra una clara tendencia alcista, si bien

Gráfico 11

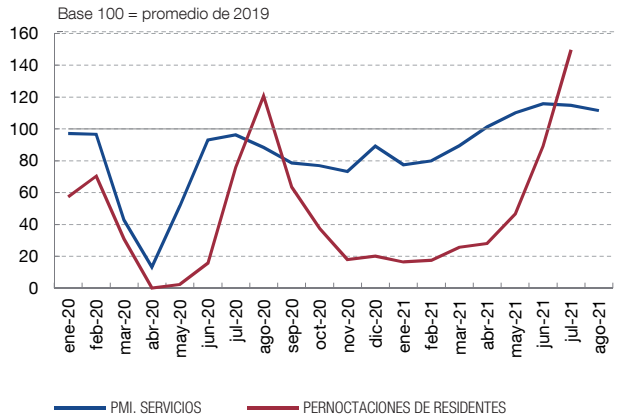
## EL CONSUMO DE LAS FAMILIAS HABRÍA AUMENTADO EN EL TERCER TRIMESTRE, SI BIEN A UN MENOR RITMO QUE EN EL TRIMESTRE ANTERIOR

Este crecimiento sería coherente con la mejora continuada que se ha venido produciendo en el mercado laboral, con el mantenimiento de unos niveles de confianza relativamente elevados y con la evidencia que se desprende de la evolución del gasto doméstico efectuado con tarjetas de crédito y del gasto en determinadas partidas de los servicios. No obstante, la debilidad que han evidenciado recientemente las matriculaciones de automóviles y el índice de comercio al por menor, junto con el escaso dinamismo que el crédito al consumo ha demostrado en los últimos meses, sugeriría que el ritmo de avance del consumo de los hogares durante el trimestre en curso podría ser algo menor que el observado en el trimestre precedente.

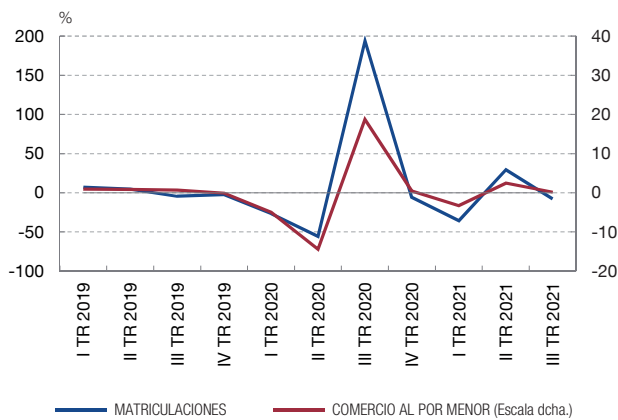
1 INDICADORES DE CONFIANZA  
Niveles



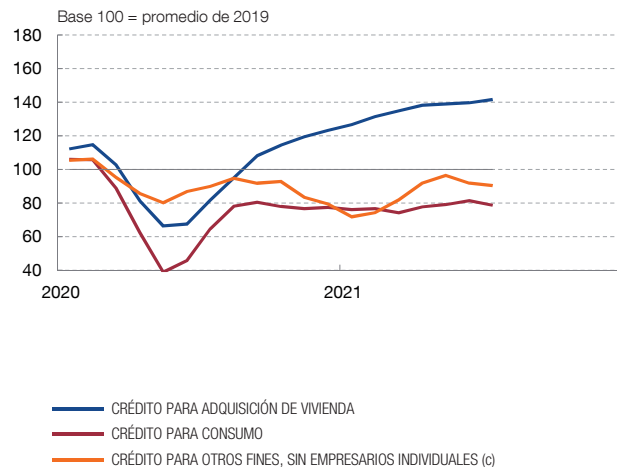
2 INDICADORES DE ACTIVIDAD EN EL SECTOR SERVICIOS



3 ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR Y MATRICULACIONES DE AUTOMÓVILES (a)



4 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A HOGARES (b)  
Flujos desestacionalizados acumulados de tres meses



FUENTES: Banco de España, Comisión Europea, IHS Markit e Instituto Nacional de Estadística.

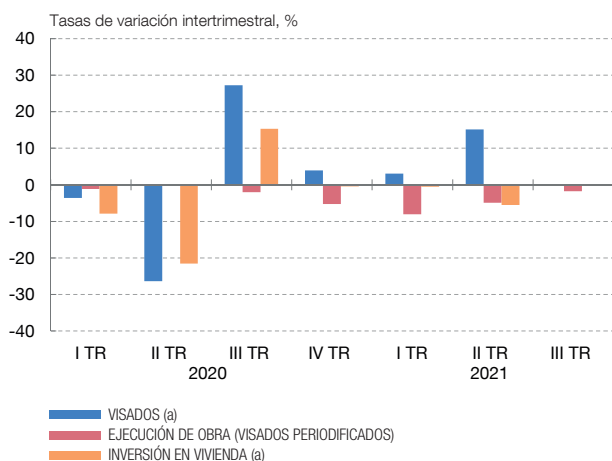
- a Variación intertrimestral. Última observación: agosto de 2021 (matriculaciones) y julio de 2021 (comercio al por menor).
- b Las series de la financiación bancaria incluyen la concedida tanto por las entidades de crédito como por los establecimientos financieros de crédito.
- c Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.



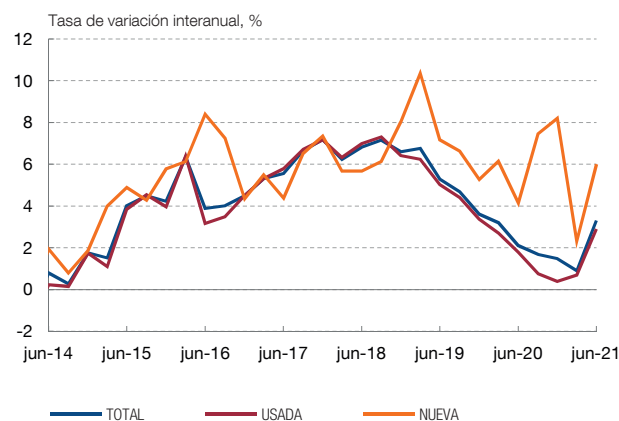
## TRAS CONTRAERSE DE FORMA ACUSADA EN EL SEGUNDO TRIMESTRE, LA INVERSIÓN EN VIVIENDA SE HABRÍA INCREMENTADO EN LOS ÚLTIMOS MESES

La aceleración de los visados de obra nueva que tuvo lugar en el segundo trimestre y la relativa fortaleza que han evidenciado las compraventas de vivienda durante el primer semestre del año apuntarían a un mayor dinamismo de la inversión en vivienda durante el trimestre en curso. Por su parte, en línea con la recuperación de la actividad, los precios de la vivienda se aceleraron en el segundo trimestre.

1 VISADOS DE OBRA NUEVA, EJECUCIÓN E INVERSIÓN EN VIVIENDA



2 ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDA



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

a Serie ajustada de efectos estacionales y calendario. El último dato disponible de visados corresponde a mayo de 2021.



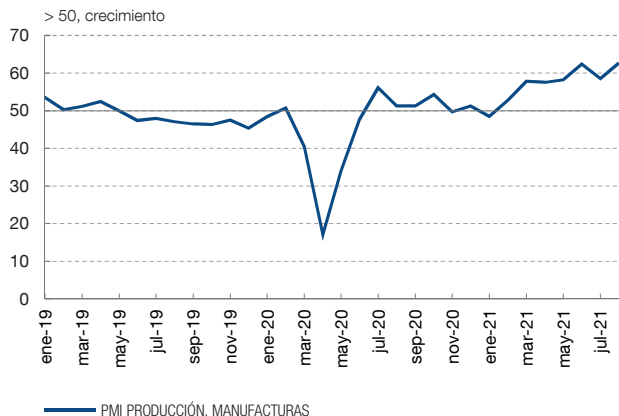
algo menos pronunciada en los últimos meses (véase gráfico 11.4). En línea con la recuperación de la actividad, el precio de la vivienda volvió a acelerarse en el segundo trimestre —hasta el 3,3%—, rompiendo así la senda de ralentización que venía siguiendo desde principios de 2019 (véase gráfico 12.2).

**Después de contraerse en el segundo trimestre del año, la inversión empresarial habría experimentado un notable repunte en el tercero.** En este sentido apuntan, por ejemplo, el PMI de actividad de manufacturas, que alcanzó en agosto su valor más elevado desde mayo de 1998 (véase gráfico 13.1), y los indicadores de la Encuesta de Coyuntura Industrial relacionados con las expectativas de producción en esta rama (véase gráfico 13.2). En sentido contrario, en los últimos meses un porcentaje creciente de empresas industriales de nuestro país ha informado acerca de limitaciones en su actividad motivadas por la escasez de insumos, lo cual podría suponer un riesgo a la baja sobre sus planes de inversión futuros (véase gráfico 13.3). Por otra parte, el volumen de las nuevas operaciones de crédito a empresas ha mostrado una cierta estabilidad a lo largo de los últimos meses —manteniéndose por debajo de los niveles medios observados en 2019—, mientras que, por el contrario, las emisiones de valores de renta fija han repuntado (véase gráfico 13.4). En cuanto a la posición patrimonial del sector corporativo, sus ratios de deuda sobre PIB y de carga financiera se habrían reducido en el segundo

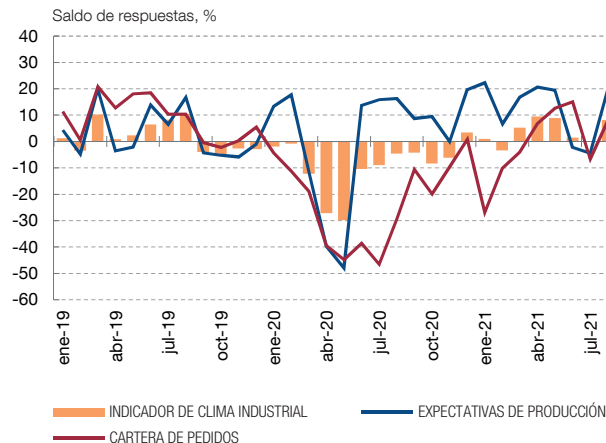
### LA INVERSIÓN EMPRESARIAL MOSTRARÍA UN COMPORTAMIENTO MÁS DINÁMICO EN EL TERCER TRIMESTRE

La información disponible apunta a que, después de contraerse en el segundo trimestre, la inversión en bienes de equipo e intangibles habría aumentado entre julio y septiembre. Así, por ejemplo, el PMI de producción de la industria alcanzó en agosto su nivel más elevado desde mayo de 1998. No obstante, el hecho de que un porcentaje creciente de empresas industriales de nuestro país haya reportado que la escasez de insumos está limitando su actividad podría suponer un riesgo a la baja sobre sus planes de inversión futuros. Por otra parte, el volumen de las nuevas operaciones de crédito a empresas se ha mostrado relativamente estable a lo largo de los últimos meses, mientras que las emisiones de valores de renta fija han aumentado.

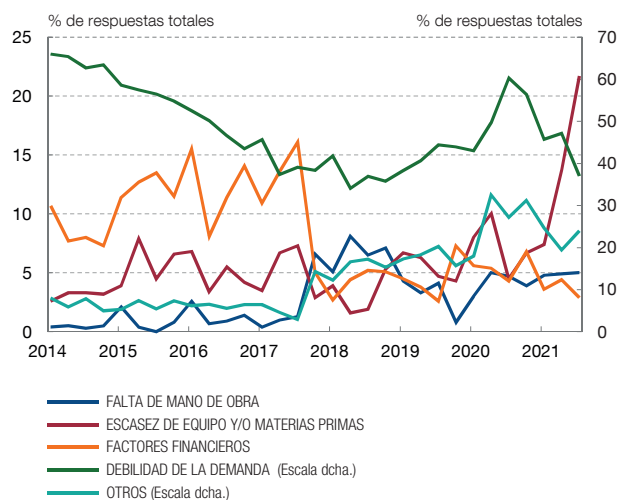
1 ÍNDICE DE GESTORES DE COMPRAS



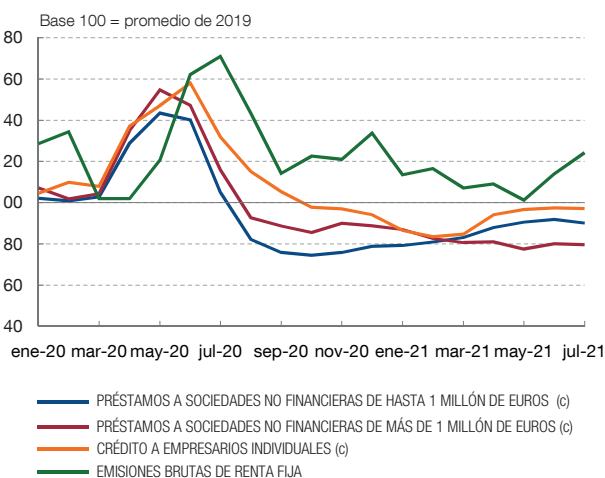
2 INDICADOR DE CLIMA DE LA INDUSTRIA. BIENES DE INVERSIÓN



3 FACTORES LIMITADORES DE LA ACTIVIDAD EN LA INDUSTRIA (a)



4 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS (b)  
Flujos desestacionalizados acumulados de tres meses



FUENTES: Banco de España, Comisión Europea, IHS Markit y Ministerio de Industria, Comercio y Turismo.

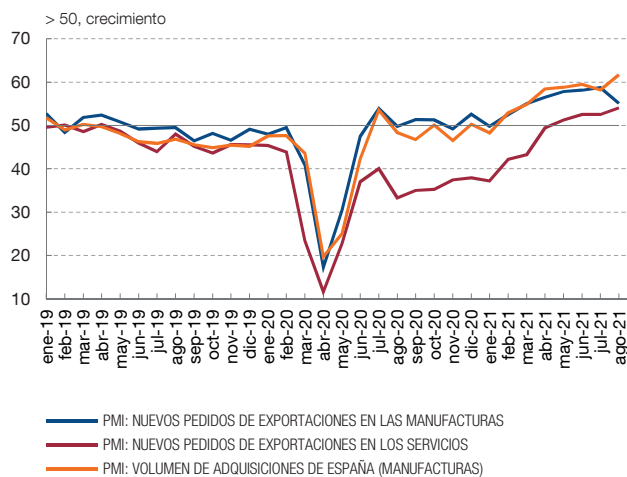
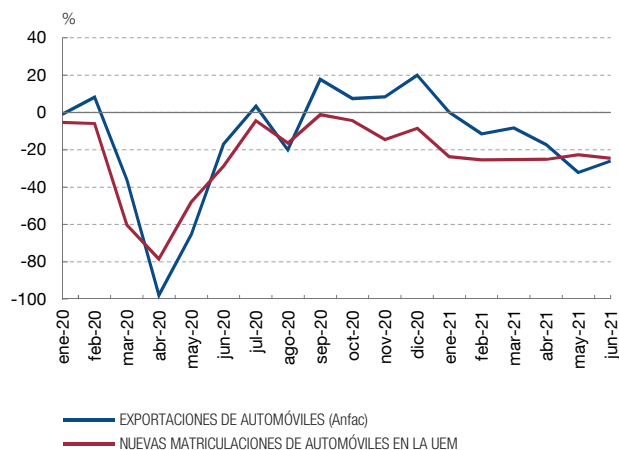
- a La suma de los porcentajes de respuestas de los factores mencionados junto a «ninguno» (no mostrado en el gráfico) es igual al 100 %.
- b Las series de la financiación bancaria incluyen la concedida tanto por las entidades de crédito como por los establecimientos financieros de crédito.
- c Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.



**LOS INTERCAMBIOS COMERCIALES CONTINUARÍAN SU RECUPERACIÓN**

Los indicadores de opinión adelantan un tono expansivo de los intercambios con el exterior durante el tercer trimestre, aunque estas perspectivas pueden verse afectadas por los problemas de suministro que afectan a las manufacturas. Las exportaciones de automóviles acusan el desabastecimiento de componentes electrónicos.

1 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS

2 EXPORTACIONES DE AUTOMÓVILES (unidades)  
Tasas de variación sobre las mismas fechas de 2019

FUENTES: Anfac, Eurostat e IHS Markit.

trimestre, de acuerdo con los datos provisionales disponibles. Este descenso habría sido, en todo caso, fruto del incremento del PIB, ya que el volumen de deuda empresarial y los pagos por intereses habrían aumentado ligeramente.

**Los flujos comerciales internacionales continúan recuperándose paulatinamente, aunque los ingresos por turismo permanecen todavía muy alejados de los niveles previos a la pandemia**

**La evolución de los nuevos pedidos de exportación y de las compras de bienes intermedios del PMI de manufacturas apunta a un nuevo avance de las exportaciones y de las importaciones de bienes en el tercer trimestre** (véase gráfico 14.1). No obstante, los problemas de abastecimiento en las cadenas de suministro suponen riesgos para la capacidad de crecimiento de los intercambios comerciales, sobre todo para las industrias más integradas en las cadenas globales de valor, como la del automóvil, cuyas ventas al exterior están mostrando un tono débil (véase gráfico 14.2) y cuyo peso relativo en las exportaciones españolas es muy significativo (10,6 % del total en los dos últimos años).

**Las exportaciones de turismo habrían repuntado con fuerza durante la temporada estival, si bien aún se situarían en niveles muy por debajo de los observados en el mismo período de 2019.** Como se detalla en el recuadro 6 de



este Informe, los distintos indicadores oficiales de frecuencia mensual que habitualmente se utilizan en el seguimiento coyuntural del sector turístico —cuyo último dato disponible corresponde al mes de julio— señalan que, en los últimos meses, el turismo extranjero en España ha experimentado una reactivación muy notable. Esta recuperación habría permitido superar ampliamente los niveles de actividad registrados en estas ramas durante 2020 y en los primeros meses del presente ejercicio, pero no habría hecho posible retomar los niveles alcanzados en otras campañas veraniegas antes del estallido de la pandemia. Más allá de julio, el volumen de información disponible en cuanto a la evolución del sector turístico es más limitada y proviene, fundamentalmente, de diversos indicadores de alta frecuencia que, desde el comienzo de la pandemia, han adquirido un protagonismo creciente en el seguimiento de la actividad económica. Si bien estos indicadores deben interpretarse con cautela, dadas sus limitaciones, su evolución más reciente apuntaría, en su conjunto y en términos generales, a que la recuperación del turismo extranjero en nuestro país se habría prolongado también durante el mes de agosto.

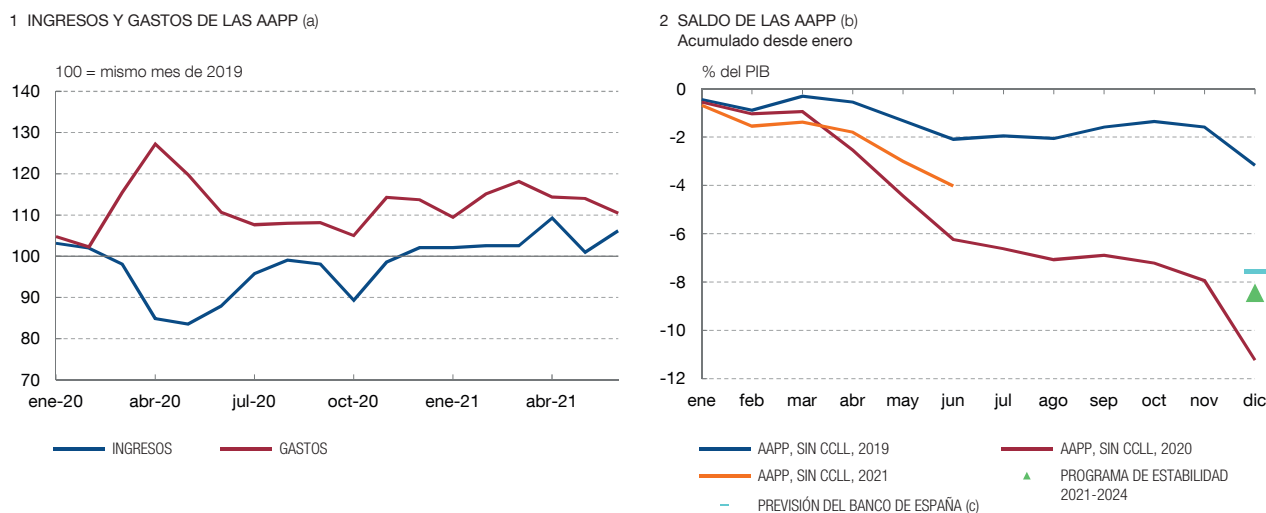
### **Las finanzas públicas mostraron una evolución más favorable en el primer semestre de este ejercicio que en el mismo período del año anterior**

**En el primer semestre de 2021, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP), excluidas las Corporaciones Locales (CCLL), se redujo en 2,2 pp del PIB con respecto al registrado en el mismo período del año anterior.** Impulsados por la recuperación de la demanda nacional, los ingresos públicos experimentaron un crecimiento notable en la primera mitad de este ejercicio, y alcanzaron, incluso, niveles superiores a los observados durante el mismo período de 2019 (véase gráfico 15.1). No obstante, detrás de esta evolución agregada existe una cierta heterogeneidad por partidas. Así, mientras que los impuestos directos y las cotizaciones sociales presentan un avance del 6,2 % en relación con los niveles registrados en la primera mitad de 2019, la recaudación por impuestos indirectos aún permanece ligeramente por debajo. Por su parte, durante el primer semestre de 2021 los gastos públicos se redujeron un 0,5 % respecto a los observados en los seis primeros meses de 2020, debido, en parte, a la notable disminución que se produjo en los desembolsos ligados a la gestión de la crisis provocada por la pandemia de COVID-19. En cualquier caso, el nivel de gasto aún se encuentra notoriamente por encima del que se registraba antes del estallido de la crisis sanitaria. Como consecuencia de esta evolución de los ingresos y de los gastos públicos, entre enero y junio de este año, el déficit de las AAPP, excluidas las CCLL, se situó en el 4 % del PIB, 2,2 pp menos que en el período análogo de 2020 (véase gráfico 15.2).

**En relación con el programa NGEU, las autoridades comunitarias dieron, en julio, la aprobación definitiva al Plan de Recuperación, Transformación y**

### EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2021, EL DÉFICIT DE LAS AAPP SE REDUJO RESPECTO AL REGISTRADO EN EL MISMO PERÍODO DEL AÑO ANTERIOR

En los seis primeros meses de 2021, el déficit público, excluidas las CCLL, se situó en el 4 % del PIB, 2,2 pp menos que en 2020. Esta evolución fue consecuencia de la notable recuperación que experimentaron los ingresos públicos y de una moderada reducción en los gastos, que aún permanecen muy por encima de sus niveles previos al estallido de la pandemia.



**FUENTES:** Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) y Programa de Estabilidad 2021-2024 (abril de 2021).

- a Correspondientes al agregado de AAPP, sin CCLL, y excluyendo las transferencias entre AAPP. Corregido del impacto transitorio de la reversión al Estado de varios tramos de autopistas en enero de 2020 y de la reclasificación de la Sareb como AAPP en diciembre de 2020.
- b La IGAE solo proporciona información del conjunto de las AAPP con frecuencia trimestral. Mensualmente, publica datos del total, excluidas las CCLL.
- c Escenario central de las proyecciones macroeconómicas de la economía española de septiembre.



**Resiliencia (PRTR) español, lo que permitió que se ingresaran los primeros fondos procedentes de la UE en agosto.** El 13 de julio, el Consejo de la UE aprobó el PRTR español, lo que hizo posible que el pasado 17 de agosto nuestro país ingresara los primeros 9 mm de euros —de un total previsto de 69,5 mm de euros— del MRR, principal componente del NGEU. Los siguientes pagos estarán vinculados al cumplimiento previo de un listado de hitos (reformas legislativas, planes estratégicos, informes, creación de organismos, etc.) y objetivos (firma de convenios, número de proyectos ejecutados, importe gastado, etc.) que vienen especificados en el Plan<sup>15</sup>.

**En el ámbito normativo, el Gobierno aprobó diversas rebajas temporales de impuestos, con el fin de aliviar el impacto sobre los consumidores de los fuertes incrementos que se han producido, desde comienzos de este año, en los precios mayoristas de la electricidad<sup>16</sup>.** En concreto, en junio se aprobó una

<sup>15</sup> Véase Anexo de la Propuesta de Decisión de Ejecución del Consejo relativa a la aprobación de la evaluación del plan de recuperación y resiliencia de España.

<sup>16</sup> Véanse el Real Decreto-Ley 12/2021, de 24 de junio, y el Real Decreto-Ley 17/2021, de 14 de septiembre.

reducción temporal del IVA aplicado al consumo de electricidad —del 21 % al 10 %— hasta finales de 2021 y una suspensión por tres meses —de julio a septiembre— del impuesto sobre el valor de la producción de energía eléctrica. En septiembre, junto con un conjunto más amplio de medidas, se extendió un trimestre más la suspensión del impuesto sobre la producción de energía eléctrica y se rebajó del 5,1 % al 0,5 % el tipo impositivo del impuesto especial sobre la electricidad aplicable hasta el final de 2021. En conjunto, estas medidas supondrían una rebaja de impuestos, este año, de en torno a una décima del PIB.

**La inflación general ha continuado aumentando en los últimos meses, impulsada por los precios del componente energético y, más recientemente, por el encarecimiento de algunos servicios vinculados al turismo y al ocio**

**En agosto, la tasa de crecimiento interanual del IAPC se elevó hasta el 3,3%, prolongando la senda alcista observada desde finales de 2020** (véase gráfico 16.1)<sup>17</sup>. Como se detalla en el recuadro 7 de este Informe, esta aceleración en el ritmo de avance de los precios —que habría sido algo más intensa en España que en el conjunto del área del euro (véase gráfico 16.2)— sería consecuencia, fundamentalmente, del notable incremento que se ha producido en los últimos meses en los precios de los bienes energéticos, que ha afectado a la electricidad, el gas y el petróleo (véase gráfico 16.3), y, más recientemente y en menor medida, del aumento en el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos —tanto de los frescos como de los elaborados—.

**La inflación subyacente —esto es, el IAPC sin energía ni alimentos— también ha aumentado en los últimos meses, principalmente debido al repunte en los precios de los servicios.** En particular, la inflación subyacente, que había registrado tasas levemente negativas durante el segundo trimestre del año, se situó en el 0,6 % interanual en agosto (véase gráfico 16.4). A esta aceleración ha contribuido, de modo muy relevante, la intensificación de la inflación en algunos servicios vinculados con el turismo y el ocio, que, a su vez, se explica tanto por el repunte de estos precios a partir de julio como por el acusado efecto base que se deriva de su notable descenso en el mismo período de 2020. En cualquier caso, en los últimos meses la recuperación de los precios relacionados con el turismo ha sido dispar. Así, mientras que los precios de los paquetes turísticos y los del transporte aéreo se han mantenido por debajo de los alcanzados hace un año, los de los hoteles ya los han superado.

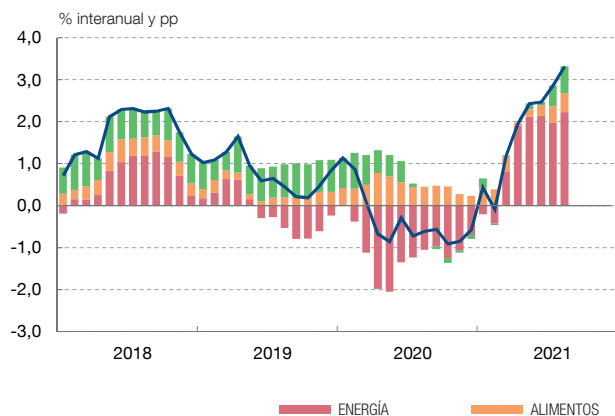
**Cabe esperar que las elevadas tasas de inflación general actuales se reduzcan gradualmente a lo largo de los próximos trimestres, a medida que la contribución del componente energético, afectada en parte por importantes efectos base, se modere.** Por su parte, de forma coherente con la senda de recuperación gradual

<sup>17</sup> Véase el recuadro 7 de este Informe, «Los factores detrás del reciente incremento de la inflación en España».

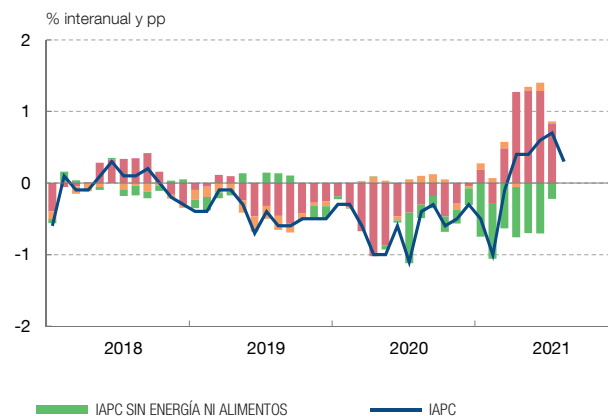
## SE MANTIENE LA TENDENCIA ALCISTA EN LA SENDA DE INFLACIÓN

La inflación general ha continuado aumentando en España en los últimos meses —de forma algo más intensa que en el conjunto de la UEM—, impulsada por el componente energético de los precios y, más recientemente, por el incremento de los precios de algunos servicios vinculados al turismo y al ocio. Cabe esperar que las elevadas tasas de inflación general actuales se reduzcan gradualmente a lo largo de los próximos trimestres, a medida que la contribución del componente energético, afectada en parte por importantes efectos base, se modere. No obstante, algunos factores podrían contribuir a incrementar el grado de persistencia de la actual senda inflacionista y suponer un riesgo al alza sobre las previsiones futuras de inflación del consenso de los analistas.

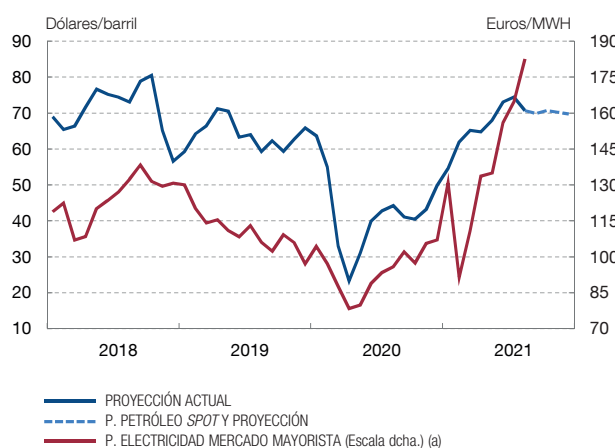
1 INFLACIÓN EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



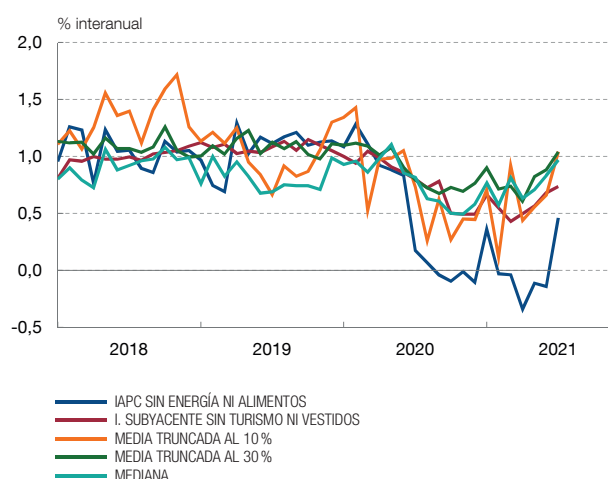
2 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



3 PRECIO DEL PETRÓLEO Y DE LA ELECTRICIDAD



4 INDICADORES DE INFLACIÓN SUBYACENTE



FUENTES: Banco de España, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Red Eléctrica de España y Reuters.

a Término de energía del precio voluntario para el pequeño consumidor, que incluye precio de producción, peajes y cargos.



que se prevé para el conjunto de la actividad económica, parece probable que, en los próximos meses, las tasas de inflación subyacente presenten un perfil levemente creciente. No obstante, dado el elevado grado de holgura que aún persiste en la economía, dichas tasas se mantendrán previsiblemente por debajo del 1% a corto plazo. En todo caso, existen factores que podrían hacer que el repunte de la inflación subyacente fuera más pronunciado. En particular, no se puede descartar que los

recientes incrementos de los precios energéticos y de las materias primas acaben generando tensiones inflacionistas adicionales a través de efectos indirectos (sobre los precios de los bienes y servicios cuyo proceso productivo incorpora esos insumos) y de segunda vuelta (a través de mayores demandas salariales, cuya materialización daría lugar, por la vía de la elevación de los costes laborales, a aumentos de los precios finales). Este sería, en particular, el caso si las fricciones que se han observado en los últimos meses en las cadenas globales de suministros, que ya han provocado un notable encarecimiento de los bienes intermedios, se demostraran más persistentes de lo esperado y acabaran trasladándose de forma significativa a los precios de consumo.

Fecha de cierre de datos: 14.9.2021.

Fecha de publicación: 21.9.2021.