

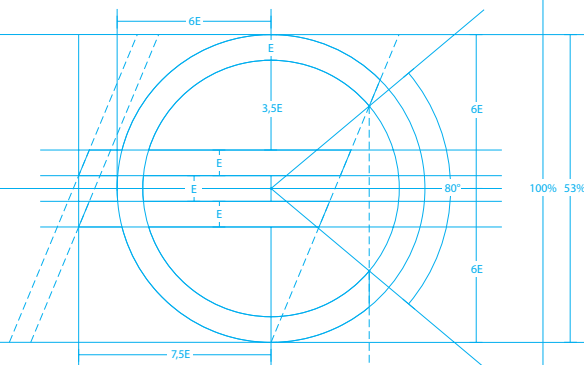
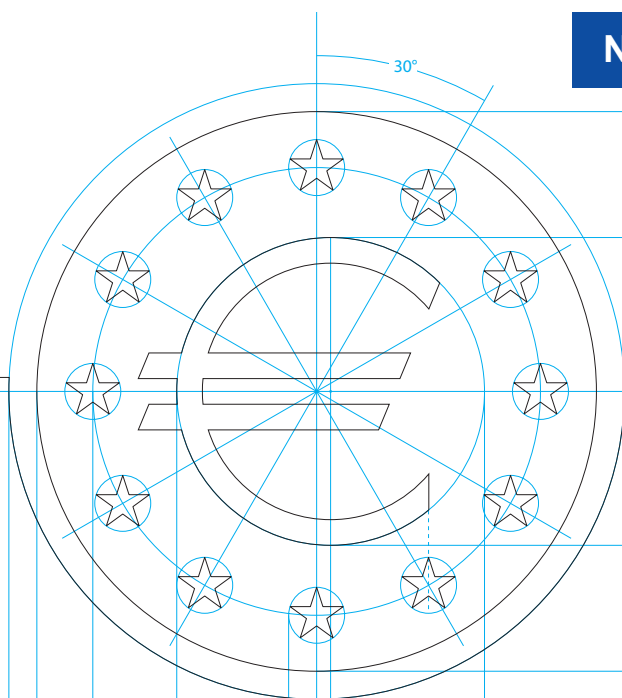


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 8/2021



Índice

Evolución económica, financiera y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	8
2 Evolución financiera	18
3 Actividad económica	24
4 Precios y costes	33
5 Dinero y crédito	41
6 Evolución de las finanzas públicas	50
Recuadros	54
1 Las interrupciones en las cadenas de suministro y sus efectos sobre la economía mundial	54
2 Los mercados de trabajo de Estados Unidos y el Reino Unido en la recuperación pospandemia	62
3 Las condiciones de financiación desde la perspectiva de las empresas de la zona del euro	67
4 Descomposición de los indicadores de mercado de la compensación por inflación en expectativas de inflación y primas de riesgo	75
5 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 28 de julio y el 2 de noviembre de 2021	80
6 La comunicación del BCE sobre las perspectivas económicas: un análisis comparativo	87
7 Las causas de las interrupciones en las cadenas de suministro y su impacto en el sector manufacturero de la zona del euro	93
8 Las políticas fiscales en 2022: implicaciones de los proyectos de planes presupuestarios para ese año	99
Artículos	104
1 Encuesta a analistas de política monetaria del BCE: una introducción	104
2 La comunicación del BCE con el público en general	107
Estadísticas	S1

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

Actividad económica

La economía mundial se mantiene en una senda de recuperación, aunque la persistencia de cuellos de botella en la oferta, la subida de los precios de las materias primas y la aparición de la variante ómicron del coronavirus (COVID-19) siguen afectando a las perspectivas de crecimiento a corto plazo.

Encuestas recientes sobre actividad económica apuntan a que el crecimiento continuó siendo débil a principios del cuarto trimestre, en particular en el sector de manufacturas, debido a los citados cuellos de botella, mientras que los servicios se han beneficiado de la reapertura de las grandes economías. En comparación con las proyecciones anteriores, las perspectivas de crecimiento de la economía global en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021 se han revisado a la baja para 2021, no han variado para 2022 y se han corregido al alza para 2023. Se estima que el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumentará hasta situarse en el 6 % en 2021 y posteriormente disminuirá hasta el 4,5 % en 2022, el 3,9 % en 2023 y el 3,7 % en 2024. Se prevé que la demanda externa de la zona del euro se incremente un 8,9 % en 2021, un 4 % en 2022, un 4,3 % en 2023 y un 3,9 % en 2024. Sin embargo, esta demanda se ha revisado a la baja para 2021 y para 2022 con respecto a las proyecciones anteriores, lo que refleja el impacto adverso de los actuales cuellos de botella en la oferta sobre las importaciones mundiales. Se espera que estos cuellos de botella empiecen a aliviarse a partir del segundo trimestre de 2022 y que desaparezcan por completo en 2023. Los precios de exportación de los competidores de la zona del euro se han revisado al alza para 2021 y 2022, dada la confluencia del aumento de los precios de las materias primas, de los cuellos de botella en la oferta y de la recuperación de la demanda. La evolución futura de la pandemia sigue siendo el principal riesgo para las proyecciones de referencia relativas a la economía global. Se considera que otros riesgos para las perspectivas de crecimiento están orientados a la baja, mientras que el balance de riesgos para la inflación mundial es más incierto.

La economía de la zona del euro continúa recuperándose. El crecimiento se está moderando, pero se espera que la actividad vuelva a repuntar con fuerza a lo largo de este año. Se prevé que la recuperación económica continúe, impulsada por la fortaleza de la demanda interna. El mercado de trabajo está mejorando: más personas tienen empleo y el número de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo es menor, lo que respalda la perspectiva de un aumento de la renta de los hogares y el consumo. Los ahorros acumulados durante la pandemia también apoyarán el consumo. La actividad económica se

moderó durante el último trimestre del año pasado y es probable que esta ralentización del crecimiento continúe en la primera parte de este año. Ahora se espera que el producto supere su nivel anterior a la pandemia en el primer trimestre de 2022. Para hacer frente a la actual ola de la pandemia, algunos países de la zona del euro han reintroducido medidas de contención más duras, lo que podría retrasar la recuperación, especialmente en los servicios relacionados con viajes, turismo, hostelería y entretenimiento. La pandemia está afectando a la confianza de los consumidores y las empresas, y la propagación de las nuevas variantes del virus está creando incertidumbre adicional. Asimismo, la subida de los costes de la energía está lastrando el consumo. La escasez de equipos, materiales y mano de obra en algunos sectores está frenando la producción de productos manufacturados, causando retrasos en la construcción y ralentizando la recuperación en algunas partes del sector servicios. Estos cuellos de botella aún perdurarán algún tiempo, pero deberían disminuir en 2022.

Aunque la crisis del COVID-19 siguió afectando sustancialmente a las finanzas públicas en 2021, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre muestran que el saldo presupuestario ya se encuentra en una senda de mejora. Tras registrar un máximo del 7,2 % del PIB en 2020, la ratio de déficit habría descendido hasta situarse en el 5,9 % en 2021, y se prevé que vuelva a caer, hasta el 3,2 %, en 2022 y que se establezca posteriormente justo por debajo del 2 % al final del horizonte de proyección en 2024. Estas mejoras obedecen a la combinación de unos saldos primarios ajustados de ciclo más elevados y, en particular a partir de 2022, a una contribución significativamente mayor del ciclo económico. En cuanto a la orientación de la política fiscal de la zona del euro, a un tono muy expansivo en 2020 siguió un ligero endurecimiento en 2021, después de ajustar por las subvenciones del programa *Next Generation EU* (NGEU). Según las proyecciones, esta orientación se endurecerá de forma considerable en 2022, aunque mucho menos de lo previsto anteriormente, sobre todo como consecuencia de la retirada de una parte significativa del apoyo de emergencia frente a la crisis. Se prevé que la orientación más restrictiva continúe durante el resto del horizonte de proyección, si bien en un grado mucho menor, dado que se seguirá proporcionando un importante respaldo a la economía en los próximos años. Unas medidas de política fiscal bien enfocadas y que favorezcan el crecimiento deberían seguir complementando la política monetaria. Este apoyo también ayudará a la economía a adaptarse a los cambios estructurales que se están produciendo. Una implementación efectiva del programa NGEU y del paquete «Objetivo 55» contribuirá a que la recuperación sea más sólida, más verde y más equilibrada en todos los países de la zona del euro.

Se espera que el crecimiento repunte con fuerza a lo largo de 2022. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021 prevén un crecimiento anual del PIB real del 5,1 % en 2021, del 4,2 % en 2022, del 2,9 % en 2023 y del 1,6 % en 2024. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2021, las perspectivas se han revisado a la baja para 2022 y al alza para 2023.

Inflación

La inflación continuó aumentando hasta situarse en el 4,9 % en noviembre y se mantendrá por encima del 2 % durante la mayor parte de 2022. Se espera que siga siendo elevada a corto plazo, pero que descienda a lo largo de este año. La subida de la inflación refleja fundamentalmente un acusado incremento de los precios de los combustibles, el gas y la electricidad. En noviembre, la tasa de variación del componente energético representó más de la mitad de la inflación general. La demanda también continúa superando a una oferta restringida en algunos sectores. Las consecuencias son especialmente visibles en los precios de los bienes duraderos y en los de los servicios de consumo que han reabierto recientemente. Los efectos de base relacionados con la finalización de la reducción del IVA en Alemania siguen contribuyendo a que la inflación sea más alta, pero solo hasta el final de 2021. Existe incertidumbre sobre cuánto tiempo tendrá que pasar para que estos factores desaparezcan. No obstante, en el transcurso de 2022, se espera que los precios de la energía se estabilicen, los patrones de consumo se normalicen y las presiones sobre los precios derivadas de los cuellos de botella en la oferta mundial se reduzcan. Con el tiempo, el retorno gradual de la economía hacia la plena capacidad y la mejora continuada del mercado de trabajo deberían apoyar un crecimiento más rápido de los salarios. Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido prácticamente estables desde la reunión de política monetaria de octubre, aunque, en general, se han aproximado más al 2 % en los últimos meses. Estos factores contribuirán al aumento de la inflación subyacente y a llevar la inflación general hacia el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021 sitúan la inflación anual en el 2,6 % en 2021, el 3,2 % en 2022, el 1,8 % en 2023 y el 1,8 % en 2024 —muy por encima de los niveles previstos en las proyecciones anteriores de septiembre—. Se prevé que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en un promedio del 1,4 % en 2021, del 1,9 % en 2022, del 1,7 % en 2023 y del 1,8 % en 2024, niveles que son también más elevados que en las proyecciones de septiembre.

Evaluación de riesgos

El Consejo de Gobierno considera que los riesgos para las perspectivas económicas están, en general, equilibrados. La actividad económica podría superar las expectativas del BCE si la confianza de los consumidores aumentara y ahorraran menos de lo esperado. En cambio, el reciente agravamiento de la pandemia, con la propagación de las nuevas variantes, podría ser un lastre más persistente para el crecimiento. La senda futura de los precios de la energía y el ritmo de resolución de los cuellos de botella en la oferta constituyen riesgos para la recuperación y para las perspectivas de inflación. Si las presiones sobre los precios se tradujeran en incrementos salariales mayores de lo previsto o la economía volviera a operar a plena capacidad con mayor rapidez, la inflación podría situarse en niveles más elevados.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado han permanecido estables, en general, desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en octubre. Durante el período de referencia (del 9 de septiembre al 15 de diciembre de 2021), los mercados financieros de la zona del euro se vieron influidos, principalmente, por los cambios en las perspectivas de inflación y por la nueva incertidumbre sobre las repercusiones económicas adicionales derivadas del COVID-19. Las noticias relativas a la nueva variante ómicron generaron volatilidad, pero el fuerte impacto negativo inicial —en especial en los activos de riesgo— se revirtió en parte hacia el final del período analizado.

La creación de dinero en la zona del euro se incrementó en octubre de 2021, reflejo de la mayor incertidumbre relacionada con la pandemia de COVID-19 y de las medidas de apoyo. Las compras de activos por parte del Eurosistema continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero. Los tipos de interés del crédito bancario a las empresas y a los hogares se mantuvieron en niveles históricamente bajos. En conjunto, las condiciones de financiación de la economía siguen siendo holgadas. Los préstamos a las empresas están impulsados, en parte, por necesidades de financiación a corto plazo derivadas de los cuellos de botella en la oferta que incrementan sus gastos para existencias y capital circulante. Al mismo tiempo, la demanda de préstamos por parte de las empresas sigue siendo moderada a causa de los beneficios no distribuidos y del abundante efectivo disponible, así como del elevado endeudamiento. Los préstamos a hogares mantienen su vigor, impulsados por la demanda de préstamos hipotecarios. Las entidades de crédito de la zona del euro han reforzado sus balances gracias al aumento de las ratios de capital y a la reducción de los préstamos dudosos y ahora son tan rentables como lo eran antes de la pandemia. Las condiciones de financiación de las entidades de crédito continúan siendo favorables en general.

En línea con la nueva estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno examina en profundidad dos veces al año la interrelación entre la política monetaria y la estabilidad financiera. Una política monetaria acomodaticia apoya el crecimiento, lo que respalda los balances de las empresas y de las entidades financieras y evita los riesgos de fragmentación del mercado. Paralelamente, el impacto de la política monetaria acomodaticia en los mercados inmobiliarios y financieros requiere un seguimiento atento debido a que se han intensificado algunas vulnerabilidades a medio plazo. Con todo, la política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa para preservar la estabilidad financiera y para abordar las vulnerabilidades a medio plazo.

Decisiones de política monetaria

En la reunión de política monetaria celebrada en diciembre, el Consejo de Gobierno estimó que el avance en la recuperación económica y hacia el objetivo de inflación a medio plazo del BCE permite una reducción escalonada del ritmo de sus compras de activos durante los próximos trimestres. Sin embargo, la acomodación monetaria

sigue siendo necesaria para que la inflación se estabilice en el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo. En vista de la actual incertidumbre, el Consejo de Gobierno necesita mantener la flexibilidad y las opciones abiertas en la ejecución de la política monetaria. Teniendo esto en cuenta, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones.

En primer lugar, en el primer trimestre de 2022, el Consejo de Gobierno espera realizar compras netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) a un ritmo inferior al del trimestre anterior. Pondrá fin a las compras netas de activos en el marco del PEPP al final de marzo de 2022.

En segundo lugar, el Consejo de Gobierno decidió ampliar el horizonte de reinversión para el PEPP. Ahora prevé reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024. En todo caso, la futura extinción de la cartera PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

En tercer lugar, la pandemia ha mostrado que, en condiciones de estrés, la flexibilidad en el diseño y en la realización de las compras de activos ha contribuido a contrarrestar las dificultades en la transmisión de la política monetaria del BCE y ha hecho que los esfuerzos para lograr el objetivo del Consejo de Gobierno sean más eficaces. En el marco del mandato del BCE, en condiciones de estrés, la flexibilidad seguirá siendo un elemento de la política monetaria cuando las amenazas para la transmisión de la política monetaria pongan en peligro el logro de la estabilidad de precios. En particular, en caso de una nueva fragmentación del mercado relacionada con la pandemia, las reinversiones en el marco del PEPP pueden ajustarse en cualquier momento de manera flexible en el tiempo, entre clases de activos y entre jurisdicciones. Ello podría incluir la compra de bonos emitidos por la República Helénica además de la reinversión de los importes vencidos a fin de evitar una interrupción de las compras en esa jurisdicción que pudiera obstaculizar la transmisión de la política monetaria a la economía griega mientras sigue recuperándose de los efectos de la pandemia. Las compras netas en el marco del PEPP también podrían reactivarse, si fuera necesario, para contrarrestar las perturbaciones negativas relacionadas con la pandemia.

En cuarto lugar, en línea con una reducción escalonada de las compras de activos y para asegurar que la orientación de la política monetaria siga siendo coherente con la estabilización de la inflación en el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo, el Consejo de Gobierno decidió un ritmo de compras netas mensuales de 40.000 millones de euros en el segundo trimestre y de 30.000 millones de euros en el tercer trimestre en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés). A partir de octubre de 2022, las compras netas de activos en este programa se mantendrán a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos de interés oficiales. El Consejo de Gobierno espera que las compras netas finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

El Consejo de Gobierno también confirmó sus otras medidas para apoyar el mandato de estabilidad de precios del BCE, concretamente el nivel de los tipos de interés oficiales del BCE y las orientaciones sobre su evolución futura. Esto resulta crucial para mantener el grado adecuado de acomodación con el fin de estabilizar la inflación en el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo.

El Consejo de Gobierno seguirá vigilando las condiciones de financiación de las entidades de crédito y asegurando que el vencimiento de las operaciones de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) no obstaculice la transmisión fluida de su política monetaria. Evaluará también periódicamente la forma en que las operaciones de financiación con objetivo específico están contribuyendo a la orientación de su política monetaria. Como se anunció, el Consejo de Gobierno espera que las condiciones especiales aplicables a las TLTRO III terminen en junio de este año. Evaluará asimismo la calibración adecuada de su sistema de dos tramos para la remuneración de reservas, de forma que el tipo de interés oficial negativo no limite la capacidad de intermediación de las entidades de crédito en un entorno de amplio exceso de liquidez.

El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos, según proceda y en cualquier dirección, para asegurar que la inflación se estabilice en el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo.

1 Entorno exterior

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021 sugieren que la economía mundial se mantiene en una senda de recuperación, aunque los factores adversos relacionados con los cuellos de botella en la oferta y la subida de los precios de las materias primas, así como la aparición de la variante ómicron del coronavirus (COVID-19) siguen afectando a las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Encuestas recientes sobre actividad económica apuntan a que el crecimiento continuó siendo débil a principios del cuarto trimestre, en particular en el sector de manufacturas, debido a los cuellos de botella en la oferta, mientras que los servicios se han beneficiado de la reapertura de las grandes economías. En comparación con las proyecciones anteriores, las perspectivas de crecimiento de la economía global se han revisado a la baja para 2021, no han variado para 2022 y se han corregido al alza para 2023. Se estima que el avance del PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumentará hasta situarse en el 6 % en 2021 y posteriormente se reducirá hasta el 4,5 % en 2022, el 3,9 % en 2023 y el 3,7 % en 2024. Se prevé que la demanda externa de la zona del euro se incremente un 8,9 % en 2021, un 4 % en 2022, un 4,3 % en 2023 y un 3,9 % en 2024. Sin embargo, esta demanda se ha revisado a la baja para 2021 y 2022 en relación con las proyecciones anteriores, lo que refleja el impacto adverso de los actuales cuellos de botella en la oferta sobre las importaciones mundiales. Se espera que los cuellos de botella empiecen a aliviarse a partir del segundo trimestre de 2022 y que desaparezcan por completo en 2023. Los precios de exportación de los competidores de la zona del euro se han revisado al alza para 2021 y 2022, dada la confluencia del aumento de los precios de las materias primas, los cuellos de botella en la oferta y la recuperación de la demanda. La evolución futura de la pandemia sigue siendo el principal riesgo para las proyecciones de referencia relativas a la economía global. Se considera que otros riesgos para las perspectivas de crecimiento están orientados a la baja, mientras que el balance de riesgos para la inflación mundial es más incierto.

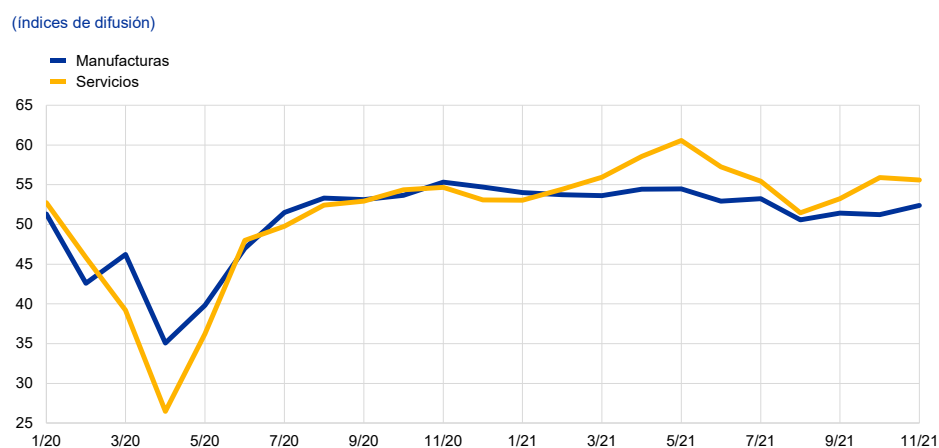
Actividad económica y comercio mundiales

En 2021, la recuperación de la actividad económica y el comercio mundiales fue más moderada de lo esperado con anterioridad. La evolución de la pandemia debilitó la confianza de los consumidores, incluso sin la imposición de medidas de contención severas. Más recientemente, la aparición de la variante ómicron ha amenazado con provocar un recrudecimiento de la pandemia en todo el mundo y ha incrementado en mayor medida la incertidumbre sobre su evolución futura. Mientras, otros factores adversos lastraron la actividad y el comercio y presionaron los precios al alza. Las tensiones en las redes globales de producción se agudizaron durante 2021 y afectaron, en particular, a las grandes economías avanzadas y al sector de manufacturas (en especial en la industria del automóvil). Las turbulencias registradas en el mercado inmobiliario residencial chino y el endurecimiento de la política monetaria en algunas economías emergentes han limitado aún más la

velocidad de la recuperación. Por último, la subida de los precios de las materias primas ha derivado en la acumulación de presiones inflacionistas en todo el mundo. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021, el crecimiento del PIB real en el tercer trimestre fue decepcionante en varios países, entre ellos Estados Unidos, China y Reino Unido. Con todo, la imagen global está influida por la evolución de India, donde un fuerte repunte de los contagios por COVID-19 en el segundo trimestre del año pasado generó una acusada contracción de la actividad económica, seguida de una recuperación en forma de V en el tercer trimestre, a diferencia de lo ocurrido en otras economías que afrontaron nuevos aumentos de los contagios en ese período. La gran magnitud del retroceso y de la subsiguiente recuperación de la actividad en ese país conlleva un avance del PIB real mundial (excluida la zona del euro) en el tercer y el cuarto trimestre, que, sin embargo, no se ve respaldado por la dinámica registrada en otras grandes economías.

Los indicadores de opinión confirman que la debilidad del ritmo de actividad continuó a principios del cuarto trimestre de 2021, en un contexto de persistencia de las disrupciones de oferta. La producción industrial mundial se estancó en agosto en un entorno de escasez continuada de chips, y el sector automovilístico supuso un lastre considerable. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de actividad correspondiente a noviembre corrobora el escaso dinamismo de las manufacturas, mientras que los servicios siguieron mostrando un vigor relativamente mayor, gracias a la reapertura gradual de grandes economías. Con todo, datos recientes del PMI sugieren una recuperación a dos velocidades en los distintos sectores a principios del cuarto trimestre (gráfico 1).

Gráfico 1
PMI global (excluida la zona del euro) de actividad por sectores



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2021.

Las condiciones financieras globales se mantuvieron estables hasta que las noticias sobre la variante ómicron provocaron ventas masivas de activos de riesgo y un aumento de la volatilidad. Las condiciones financieras reflejadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre

de 2021 siguieron siendo favorables y, en general, estables en comparación con las proyecciones anteriores. Esta estabilidad reflejó un incremento sostenido de los precios de las acciones respaldado por la vigorosa evolución de los beneficios, que en líneas generales se vio contrarrestada por las crecientes expectativas de endurecimiento de la política monetaria en un contexto de aumento de la inflación, así como por un nuevo repunte de los contagios por COVID-19 en Europa. Tras la comunicación del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de noviembre, los mercados financieros comenzaron a descontar expectativas de una reducción acelerada del ritmo de compras de activos y la trayectoria de endurecimiento más prematuro y pronunciado implícita en el tipo de interés de la curva de futuros de los fondos federales. La preocupación sobre el promotor inmobiliario chino Evergrande se vio limitada, en gran parte, a los mercados financieros locales. Los diferenciales de la deuda soberana y de los bonos corporativos de otras economías emergentes permanecieron básicamente estables. Con posterioridad a la fecha de cierre de las proyecciones de diciembre, las noticias sobre la variante ómicron desencadenaron ventas masivas de activos de riesgo, lo que dio lugar a unas condiciones financieras más restrictivas en las economías avanzadas y en las emergentes. Desde entonces, los mercados internacionales de renta variable han recuperado parte de sus pérdidas, y ha continuado la tendencia al alza de la curva de futuros de los fondos federales.

A corto plazo, las perspectivas relativas a la actividad económica y el comercio mundiales vendrán determinadas por la evolución de la pandemia y por el ritmo de desaparición de los cuellos de botella en la oferta. La pandemia se ha intensificado en algunas regiones, en particular en Europa, mientras que, en otras, la situación ha mejorado. Una reintroducción de medidas de contención podría enturbiar notablemente las perspectivas globales a corto plazo y aumentar la dispersión del crecimiento en los distintos países. El comercio mundial de bienes continúa viéndose frenado por los cuellos de botella en la oferta, al tiempo que su demanda global sigue siendo elevada¹. Esto queda reflejado, por ejemplo, en los volúmenes de producción y de transporte de semiconductores, que están muy por encima de las respectivas tendencias observadas antes de la pandemia. Ciertamente, las tensiones en las redes globales de producción podrían verse intensificadas en mayor medida por la acumulación de bienes intermedios por motivos de precaución en algunos sectores, ya que las empresas están tratando de acumular existencias en previsión de posibles desabastecimientos.

Las estimaciones sitúan el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) en el 6 % en 2021, y prevén que se modere gradualmente a lo largo del horizonte de proyección. Esta cifra es ligeramente inferior (en 0,3 puntos porcentuales) a la de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021. La caída de la actividad se debe al repunte de los contagios por COVID-19, al efecto perjudicial de los cuellos de botella en la oferta y a un crecimiento más débil en China. Se prevé que los cuellos de botella en la oferta sigan afectando a la actividad en las economías avanzadas en 2022, aunque menos que al comercio, ya que es posible que los consumidores sustituyan productos

¹ Véase el recuadro 1, titulado «[Las disrupciones en las cadenas de suministro y sus efectos sobre la economía mundial](#)» en este Boletín Económico.

extranjeros no disponibles por otros nacionales. Además, también se espera que la rotación de la demanda de consumo hacia los servicios en detrimento de los bienes mitigue el impacto de los cuellos de botella sobre el consumo de bienes. En el futuro, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) crecería un 4,5 % en 2022, y en 2023 y 2024 se moderaría hasta el 3,9 % y el 3,7 %. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021, la previsión de crecimiento no ha variado para 2022 y se ha revisado ligeramente al alza (en 0,2 puntos porcentuales) para 2023. Aunque el avance del PIB real global (excluida la zona del euro) había superado el nivel anterior a la pandemia a finales de 2020, se espera que a lo largo del horizonte de proyección se mantenga algo por debajo de la senda anterior a la pandemia. De hecho, si bien las economías avanzadas y China han retornado a las trayectorias previas a la crisis, la recuperación de otras economías emergentes sigue a la zaga e incidirá en el nivel de actividad global en adelante.

En Estados Unidos, la actividad económica se está recuperando tras el tímido crecimiento del tercer trimestre como consecuencia del repunte de los contagios por COVID-19. Los datos de actividad correspondientes a octubre han repuntado, en general, lo que señala unas expectativas de crecimiento sólido a corto plazo. Desde abril, la demanda de consumo se ha desplazado hacia los servicios en detrimento de los bienes de consumo duradero, que también se vieron afectados por los cuellos de botella en la oferta en un contexto de intensa demanda. En las últimas semanas, los plazos de espera y los costes del transporte entre China y Estados Unidos han disminuido. Con todo, los volúmenes de existencias de bienes duraderos siguen siendo inferiores a los previos a la pandemia, lo que debería favorecer el crecimiento cuando los actuales cuellos de botella desaparezcan por completo. La inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) se incrementó hasta situarse en el 6,8 % en noviembre. Los precios de la energía se aceleraron, hasta el 33 % en términos interanuales, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos registró un nuevo aumento y se situó en el 6,1 %. La inflación subyacente interanual, excluidos la energía y los alimentos, avanzó hasta el 4,9 % en noviembre, desde el 4,6 % del mes precedente. Las presiones inflacionistas fueron más evidentes en los bienes, en un entorno de persistencia de cuellos de botella en las cadenas de suministro, mientras que, en líneas generales, en los servicios se mantuvieron más contenidas. En conjunto, se espera que estas presiones continúen siendo elevadas en los próximos meses y que la inflación general interanual medida por el IPC no empiece a descender gradualmente desde los altos niveles actuales hasta principios de 2022. Mientras tanto, las presiones salariales se están agudizando, como sugiere el índice de coste del empleo, que en tasa interanual se incrementó casi el 4 % en el tercer trimestre. Este incremento fue sustancialmente mayor y también más generalizado en los distintos sectores que los observados en meses anteriores del año.

En China, la actividad experimentó una desaceleración acusada, debido a los problemas de suministro eléctrico, a las turbulencias registradas en el sector inmobiliario residencial y a la reaparición de brotes de COVID-19. Las encuestas de confianza de los consumidores proporcionaron señales dispares sobre el consumo privado, mientras que es posible que la producción y la inversión se

estén viendo frenadas por los cuellos de botella en la oferta. La demanda de energía sigue siendo elevada, pero recientemente se han observado indicios de alivio de la presión, como consecuencia, en parte, de las políticas para aumentar la oferta de carbón y el uso de las reservas nacionales para tratar de reducir los precios nacionales del petróleo y garantizar la seguridad energética. En el sector inmobiliario residencial continuaron las turbulencias, ya que una agencia de calificación crediticia declaró que el promotor inmobiliario Evergrande estaba en situación de *restricted default* (impago restringido). El impago era ampliamente esperado y sigue al de empresas de menor tamaño. Evergrande ya había iniciado un proceso de reestructuración controlada, en el que representantes del Gobierno se incorporaron a un comité de gestión de riesgos para vigilar Evergrande, mantener sus operaciones y reestructurar sus deudas. Las autoridades han adoptado medidas de apoyo: el Banco de la República Popular de China redujo las exigencias de reservas a las entidades de crédito en diciembre y la Administración central señaló que respaldará en mayor medida al sector inmobiliario. Estas medidas tienen por objeto gestionar la desaceleración y evitar una contracción más pronunciada del sector inmobiliario residencial y de la economía en su conjunto. La inflación general interanual medida por el IPC aumentó hasta situarse en el 2,3 % en noviembre, desde el 1,5 % de octubre, en gran parte como resultado de efectos de base y de las subidas del precio de los combustibles y de los alimentos, en un contexto de problemas con las cosechas causados por unas condiciones meteorológicas adversas.

En Japón, la economía se desaceleró en el tercer trimestre, como consecuencia de los cuellos de botella en la oferta y del repunte de los contagios por COVID-19. En el cuarto trimestre se espera un repunte de la actividad económica, reflejo de la relajación gradual de las medidas de contención, del avance en las vacunaciones y del mantenimiento del apoyo público. Estos factores también deberían contribuir a una recuperación más sólida a principios de 2022. Se prevé que la inflación interanual medida por el IPC retorne a terreno positivo y que siga aumentando durante el horizonte de proyección, aunque permanecerá por debajo del objetivo del banco central.

En el Reino Unido, los datos más recientes sugieren que la actividad mantiene su atonía, tras la débil evolución observada en el tercer trimestre de 2021. La combinación de disrupciones en las cadenas de suministro y escasez de mano de obra —causadas por las condiciones globales y por el Brexit— dio lugar a una moderación del crecimiento, que se situó en el 1,3 % en el tercer trimestre (desde el 5,5 % del trimestre anterior)². El consumo privado siguió siendo un motor de la actividad real a medida que las restricciones asociadas al COVID-19 se fueron relajando, mientras que la inversión, por el contrario, continuó siendo muy reducida. Se prevé que los factores que lastraron la actividad durante el verano sigan dejándose sentir en los próximos meses. En consecuencia, la actividad económica en el Reino Unido alcanzaría los niveles previos a la pandemia en el primer trimestre de 2022, algo más tarde de lo esperado anteriormente. El empleo y la tasa de actividad han ido aumentando lentamente en los últimos meses, mientras que las vacantes han crecido con intensidad, lo que ha contribuido a un acusado

² Véase el recuadro 2, titulado «Los mercados de trabajo de Estados Unidos y el Reino Unido en la recuperación pospandemia» en este Boletín Económico.

tensionamiento del mercado de trabajo. Este tensionamiento es resultado tanto de la caída de la oferta de mano de obra de la UE como de una tasa de actividad de los trabajadores nacionales que todavía es inferior a la registrada antes de la pandemia. La escasez de mano de obra es especialmente pronunciada en sectores como hostelería, construcción y alimentación. La inflación general medida por el IPC repuntó hasta situarse en el 4,2 % en octubre, desde el 3,1 % de septiembre. Gran parte del aumento de la inflación general interanual tuvo su origen en los precios energéticos, reflejo de la subida del precio máximo de la energía para los hogares, una medida que el regulador reajusta en abril y octubre. Aunque la inflación subyacente se mantiene más contenida, las presiones inflacionistas comenzaron a generalizarse y se espera que sigan siendo sostenidas a corto plazo, sobre todo como consecuencia de las actuales interrupciones en las cadenas de suministro y del avance de los precios de la energía. Se prevé que la inflación alcance un pico en abril de 2022, debido al ajuste previsto del precio máximo de la energía, que muy probablemente será considerable porque absorberá las subidas de estos precios registradas en la segunda parte de 2021.

En los Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental, la actividad se mantuvo sólida en el tercer trimestre, pero se espera que se modere. Esta moderación refleja un deterioro significativo de la situación epidemiológica y la persistencia de cuellos de botella en la oferta. Se prevé que la subida de los precios de la energía ejerza presiones adicionales sobre la inflación medida por el IPC, que alcanzará un máximo en 2022 y después disminuirá gradualmente durante el resto del horizonte de proyección.

En los grandes países exportadores de materias primas, la evolución de la actividad económica depende de la capacidad para afrontar los brotes de COVID-19 y del margen de actuación disponible. En Rusia, las medidas de contención se han endurecido como consecuencia del acusado aumento de los contagios por COVID-19, mientras que la creciente demanda mundial de petróleo y de gas y el efecto positivo de la relación real de intercambio asociado deberían sostener la actividad económica. Se prevé que los precios de los alimentos y las presiones de demanda mantengan la inflación en niveles elevados a corto plazo, si bien se espera que retorne al objetivo del banco central a medio plazo. En Brasil, la actividad económica se está viendo limitada por una orientación más restrictiva de la política monetaria y por el escaso margen de maniobra fiscal. A tenor de las proyecciones, la inflación medida por el IPC, que sigue incrementándose y recientemente alcanzó cotas de dos dígitos, disminuirá a lo largo del horizonte de proyección.

En Turquía, la actividad económica se ha desacelerado, en un contexto de debilitamiento de la demanda interna. En 2021, el principal motor del crecimiento fue un entorno exterior favorable. La inflación ha aumentado y se espera que permanezca en tasas de dos dígitos durante el horizonte de proyección, como consecuencia de una orientación excesivamente expansiva de la política monetaria que llevó a que la lira se situara en mínimos históricos frente al dólar estadounidense, pese a las intervenciones del banco central.

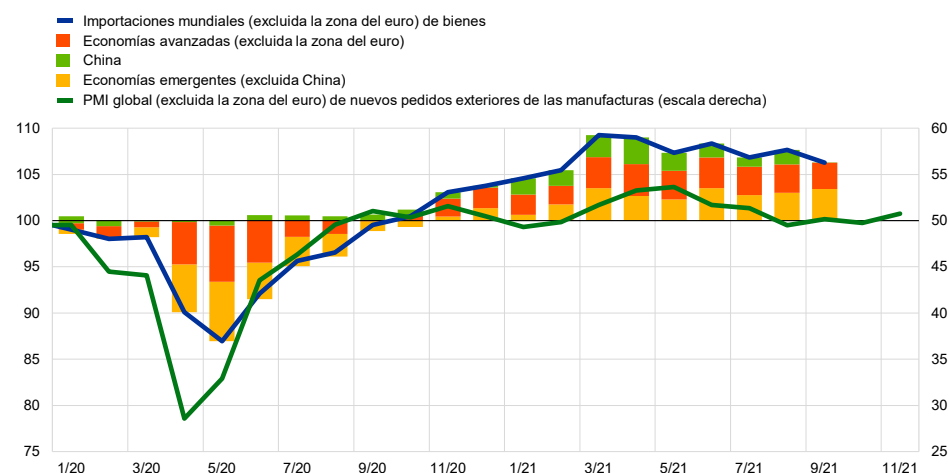
El crecimiento del comercio mundial (excluida la zona del euro) se moderó en 2021, reflejo de la intensificación de los cuellos de botella en la oferta.

El acusado repunte del comercio mundial que se materializó tras la reapertura de la economía mundial a mediados de 2020 comenzó a frenarse en 2021. Los intercambios comerciales de bienes a escala global registraron un máximo en marzo y desde entonces se han ido desacelerando, aunque se mantienen muy por encima de los niveles anteriores a la pandemia (gráfico 2). Los datos más recientes sobre el comercio mundial (excluida la zona del euro) de mercancías en el tercer trimestre apuntan a riesgos a la baja para las estimaciones sobre el comercio global, debido principalmente a los persistentes cuellos de botella en la oferta, que son evidentes en la ampliación de los plazos de entrega de los proveedores. Además, la debilidad observada en el sector logístico afecta más al comercio que a la producción industrial, ya que el cambio a bienes y proveedores nacionales ayuda a amortiguar el impacto sobre la producción industrial. El efecto de la contracción del comercio de mercancías en los intercambios comerciales mundiales se está viendo mitigado ligeramente por el crecimiento del comercio de servicios, que ha ido cobrando impulso tras la relajación de las restricciones a los desplazamientos internacionales.

Gráfico 2

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

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



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

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

Las tensiones en las redes globales de producción, también denominadas «cuellos de botella en la oferta», son un fenómeno polifacético.

Reflejan una combinación de desequilibrios de demanda y oferta, que da lugar a una escasez de insumos intermedios que se aprecia especialmente en las grandes economías avanzadas y en el sector manufacturero (sobre todo en la industria automovilística)³. A tenor de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, los cuellos de botella en la oferta afectarán a un mayor número

³ Véase el recuadro 1, titulado «Las disrupciones en las cadenas de suministro y sus efectos sobre la economía mundial» en este Boletín Económico.

de países y sectores que lo previsto en las proyecciones anteriores. Según datos procedentes de encuestas, estos cuellos de botella se han intensificado aún más en los últimos meses y se supone que comenzarán a disminuir a partir del segundo trimestre de 2022 y que desaparecerán por completo en 2023.

Estos factores están lastrando la demanda externa de la zona del euro, que se ha revisado a la baja para 2021 y 2022 con respecto a las proyecciones anteriores. Posteriormente se espera que la desaparición de los cuellos de botella en la oferta impulse ligeramente al alza esta demanda en los últimos años del horizonte de proyección. Se estima que la demanda externa de la zona del euro crecerá un 8,9 % en 2021 y que posteriormente descenderá hasta el 4 % en 2022, el 4,3 % en 2023 y el 3,9 % en 2024. Se espera que, al principio, su nivel se mantenga por debajo del previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021, y que al final del horizonte de proyección haya vuelto a converger de forma gradual a las cotas contempladas anteriormente. Se prevé que la senda que seguirán las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) se asemeje a la de la demanda externa de la zona, con un incremento del 11,1 % en 2021, el 3,9 % en 2022, el 4,4 % en 2023 y el 4 % en 2024.

Los riesgos inherentes a las proyecciones de referencia están relacionados fundamentalmente con la evolución de la pandemia. Las proyecciones de referencia relativas a la economía mundial se complementan con dos escenarios alternativos sobre la pandemia, uno moderado y otro severo. Los principales parámetros de estos escenarios son la evolución de la pandemia, la senda asociada de las medidas de contención y la administración de vacunas. El escenario severo se basa en el supuesto de que, en las economías emergentes, los dos primeros parámetros son más adversos y la administración de vacunas se desarrolla a un ritmo más lento que en las economías avanzadas⁴. Los resultados de este ejercicio en lo que respecta a la actividad mundial y la demanda externa de la zona del euro en los dos escenarios alternativos son comparables, en líneas generales, a los presentados en las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2021. Es probable que la aparición de la variante ómicron genere un aumento de la volatilidad del crecimiento global, si bien, en estos momentos, su efecto concreto es muy incierto.

El balance de otros riesgos en torno a las perspectivas globales (excluida la zona del euro) de crecimiento está orientado a la baja. Un endurecimiento antes de lo previsto y más rápido de la política monetaria en grandes economías avanzadas puede tener efectos de contagio sobre las condiciones financieras de las economías emergentes y constituiría un riesgo a la baja para el crecimiento. En China, una desaceleración del sector inmobiliario más intensa de lo esperado en la actualidad plantearía riesgos a la baja para las perspectivas de actividad global. Los riesgos al alza para el crecimiento incluyen la posibilidad de que el paquete fiscal de Estados Unidos tenga un efecto multiplicador fiscal mayor de lo previsto

⁴ Para más detalles, véase el recuadro 5 de las «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2021» publicadas en el sitio web del BCE el 16 de diciembre de 2021.

actualmente y que el exceso de ahorro se utilice más rápido de lo esperado en las economías avanzadas.

Evolución mundial de los precios

Los altos precios de la energía siguen siendo un factor adverso para la economía mundial. Estos precios se han incrementado desde que se elaboraron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021, y la subida de los precios del petróleo refleja tanto la recuperación de la demanda como la evolución de la oferta. La demanda de crudo repuntó a medida que aumentó el número de países que reabrían sus economías, incluidas sus fronteras a los desplazamientos internacionales —con el consiguiente incremento de los niveles de movilidad—, y también se ha visto favorecida por la escalada de los precios del gas, que ha hecho que esta fuente de energía se sustituya por otras, como el petróleo. Los factores de oferta también han contribuido a la subida de los precios del crudo, ya que el grupo de países que integran la OPEP+ no alcanzó sus objetivos de producción y el huracán Ida provocó amplias disrupciones de oferta en Estados Unidos. A finales de noviembre, los precios de la energía registraron una leve moderación, en un contexto de acusado descenso de los precios del petróleo como consecuencia de la aparición de la variante ómicron, reflejo de la preocupación de que un repunte de los contagios por COVID-19 pueda afectar a la demanda mundial de crudo. Los precios de las materias primas no energéticas disminuyeron durante el período considerado, debido a una bajada de los precios de los metales atribuible a un marcado retroceso de los precios del mineral de hierro, que en parte obedeció a la caída de la demanda de acero de China. En cambio, los precios de las materias primas alimenticias se incrementaron, debido a las tensiones existentes en los mercados de café y de trigo.

Los datos más recientes señalan que persisten las presiones inflacionistas.

Las tensiones en las redes globales logísticas y de producción —así como las fricciones en los mercados de trabajo de importantes economías avanzadas— apuntan a la persistencia de presiones inflacionistas latentes, como señala el aumento de los precios de producción a escala mundial⁵. En las economías avanzadas, la inflación medida por el IPC se mantuvo en cotas elevadas y muy por encima de su media histórica de las dos últimas décadas. En los países emergentes también se ha incrementado, pero su evolución ha sido más heterogénea y, en promedio, menos intensa. El impacto de los efectos de base positivos derivados de los precios más bajos durante los confinamientos más estrictos de la pandemia en 2020 ha sido significativo en las economías avanzadas, como indica la diferencia en las tasas de inflación calculadas a 12 y 24 meses vista, mientras que, en el caso de las emergentes, este efecto parece haber sido algo menos pronunciado. De cara al futuro se espera que el aumento de la inflación mundial medida por el IPC sea más persistente de lo previsto con anterioridad y que se modere gradualmente a lo largo de 2022. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo

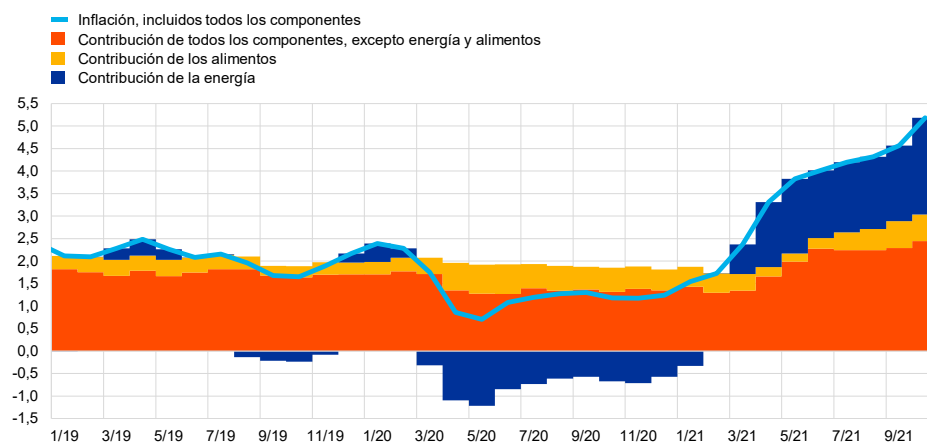
⁵ Véase el recuadro 2, titulado «Los mercados de trabajo de Estados Unidos y el Reino Unido en la recuperación pospandemia» en este Boletín Económico.

Económicos (OCDE), la inflación general interanual medida por el IPC se incrementó hasta el 5,2 % en octubre, desde el 4,6 % de septiembre (gráfico 3). Este pronunciado avance estuvo determinado por el acusado incremento de la inflación de los precios de la energía, hasta el nivel más elevado observado en las cuatro últimas décadas (24,2 %), así como por la influencia continuada de los efectos de base. En esos países, la inflación subyacente medida por el IPC también se aceleró en octubre, hasta el 3,5 %, desde el 3,2 % del mes precedente.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2021.

Se espera que las presiones inflacionistas sigan siendo elevadas hasta mediados de 2022 y que posteriormente vayan disminuyendo a medida que desaparezcan los factores subyacentes. Aunque los factores que sustentan estas presiones —como los cuellos de botella en la oferta y la escasez de mano de obra— están resultando ser de carácter menos transitorio que lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021, empezarán a disiparse a partir de mediados de 2022. Durante el horizonte de proyección, el aumento esperado de la inflación general en todo el mundo llevará a un incremento de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro. Este incremento obedece, en gran medida, a la subida de los precios de las materias primas a escala global, que en parte refleja efectos de base asociados a la perturbación generada por la pandemia en la primavera de 2020.

2 Evolución financiera

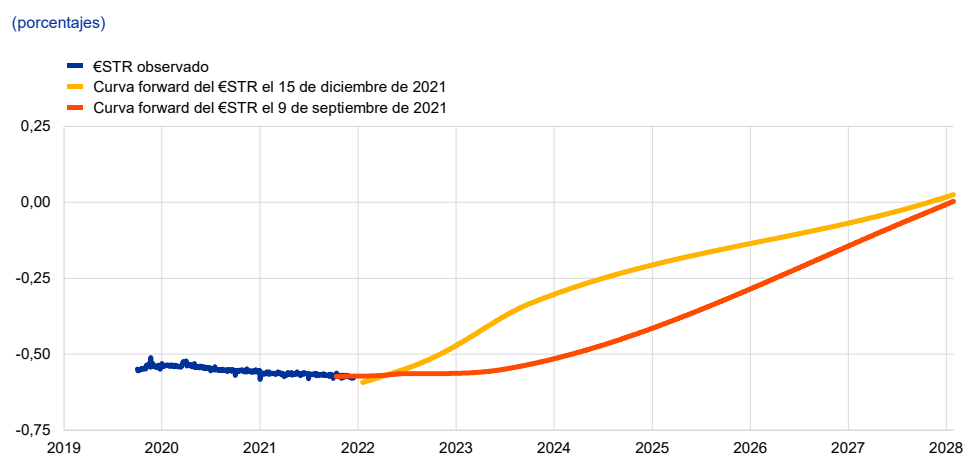
Durante el período de referencia (del 9 de septiembre al 15 de diciembre de 2021), los mercados financieros de la zona del euro se vieron influidos, principalmente, por los cambios en las perspectivas de inflación y por la nueva incertidumbre sobre las repercusiones económicas adicionales derivadas del coronavirus (COVID-19). En concreto, la información relativa a la nueva variante ómicron provocó una volatilidad considerable durante el período, pero el fuerte impacto inicial —en especial en los activos de riesgo— se revirtió en parte hacia el final del período analizado. El tramo corto de la curva forward del tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) aumentó de forma notable hasta el final de octubre y luego volvió a reducirse ligeramente, lo que, en conjunto, señala una revisión significativa de las expectativas de los participantes en los mercados, que anticipan una subida de los tipos más temprana que al comienzo del período considerado. En consonancia con los tipos de interés a corto plazo, los tipos de los swaps sobre índices a un día (OIS, por sus siglas en inglés) a largo plazo libres de riesgo también mostraron un perfil en forma de dientes de sierra y registraron un leve incremento en general. Los diferenciales soberanos con respecto al tipo OIS se ampliaron marginalmente en algunas jurisdicciones y se estrecharon algo en otras, en un contexto de volatilidad durante el período. Los mercados de renta variable avanzaron en todo el mundo hasta finales de noviembre, respaldados por los buenos resultados de las empresas, pero después sufrieron el peor revés en más de un año, en un entorno de grave deterioro de la percepción de riesgos. Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron ligeramente durante el período, pero, en líneas generales, apenas variaron. El euro se depreció con respecto a la mayoría de las principales monedas.

El tipo de interés de referencia €STR se situó, en promedio, en –57 puntos básicos durante el período analizado. El exceso de liquidez aumentó en unos 26 mm de euros y se situó en torno a los 4.430 mm de euros, reflejo, principalmente, de las adquisiciones de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como de los 97,57 mm de euros adjudicados en la novena operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés). Al mismo tiempo, el crecimiento del exceso de liquidez se vio limitado de forma considerable por los reembolsos anticipados por importe de 79,24 mm de euros de la financiación obtenida en TLTRO III anteriores y por la disminución neta de otros activos en unos 246 mm de euros durante el período analizado. Esta disminución neta se debió, sobre todo, a un aumento de alrededor de 201 mm de euros de los pasivos del Eurosistema frente a no residentes en la zona del euro denominados en euros en el período considerado.

El tramo corto de la curva *forward* del €STR se ha desplazado considerablemente al alza con respecto a la reunión de septiembre del Consejo de Gobierno, lo que sugiere una revisión significativa de las expectativas de subida de los tipos de interés por parte de los participantes en

los mercados (gráfico 4)⁶. Este movimiento alcista del tramo corto de la curva *forward* del €STR durante la primera mitad del período analizado se produjo en un entorno de aumento de los indicadores de mercado de la compensación por inflación y de mayores expectativas de un endurecimiento de la política monetaria a escala mundial. En la segunda mitad del período de referencia, la curva se desplazó a la baja después de la comunicación de política monetaria que siguió a la reunión del Consejo de Gobierno de octubre y ante la intensificación de las preocupaciones relacionadas con el coronavirus. En general, la fecha de la primera subida (*lift-off*) de los tipos de interés implícita en los mercados —definida como el momento en el que la curva *forward* del €STR supera el nivel actual del €STR más diez puntos básicos— se ha adelantado en torno a un año, a finales de diciembre de 2022. Sin embargo, la trayectoria esperada de los tipos de interés y la fecha de la primera subida han estado sujetas a un alto grado de incertidumbre, como se refleja en la pronunciada volatilidad de los mercados monetarios.

Gráfico 4
Tipos *forward* del €STR



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Los rendimientos medios de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro continuaron siguiendo de cerca los tipos de interés libres de riesgo y se situaron en niveles ligeramente más elevados al final del período analizado, en un entorno de cierta volatilidad durante el período (gráfico 5). En un contexto de mejora de las perspectivas económicas a medio plazo a escala mundial, los rendimientos soberanos a largo plazo de la zona del euro aumentaron entre principios de septiembre y finales de octubre. Sin embargo, posteriormente disminuyeron, tras la comunicación del banco central y como consecuencia de la percepción de riesgos a la baja para las perspectivas económicas en un clima de inquietud sobre el impacto de las nuevas restricciones relacionadas con el coronavirus, alimentada, en particular, por las noticias sobre la variante ómicron. En

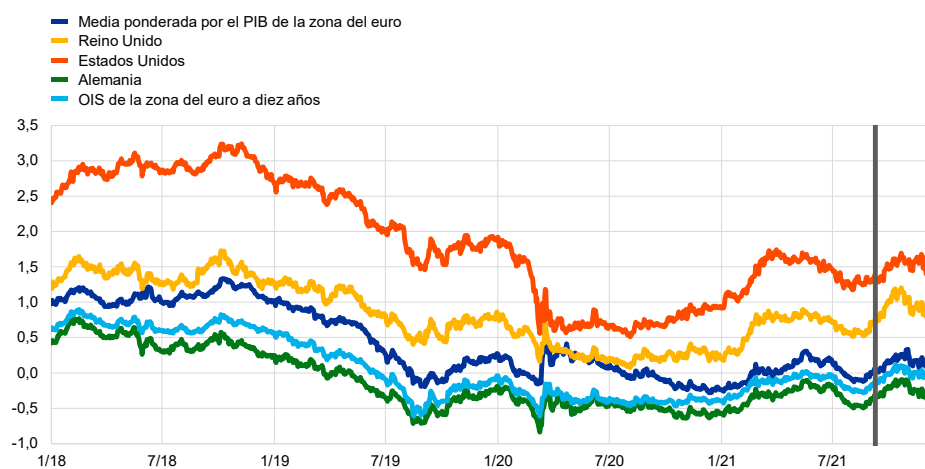
⁶ A partir de ahora, se informará de la curva *forward* del OIS del €STR en lugar de la del eonia. Este cambio se debe a que el eonia dejó de aplicarse el 3 de enero de 2022, dado que ya no cumplía la normativa sobre tipos de interés de referencia. Las dos curvas *forward* del OIS están vinculadas automáticamente, puesto que, desde el 2 de octubre de 2019, el eonia se ha calculado sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

conjunto, tanto el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB como el tipo OIS libre de riesgo a diez años basado en el €STR se incrementaron en casi diez puntos básicos, hasta situarse en el 0,06 % y el -0,07 %, respectivamente. En Estados Unidos, la evolución fue bastante similar, ya que el rendimiento de los bonos soberanos a diez años aumentó al principio y después cedió parte de ese avance, registrando un incremento de 16 puntos básicos —hasta el 1,46 %— al final del período considerado.

Gráfico 5

Rendimientos de la deuda soberana a diez años y tipo OIS basado en el €STR

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (9 de septiembre de 2021). La última observación corresponde al 15 de diciembre de 2021.

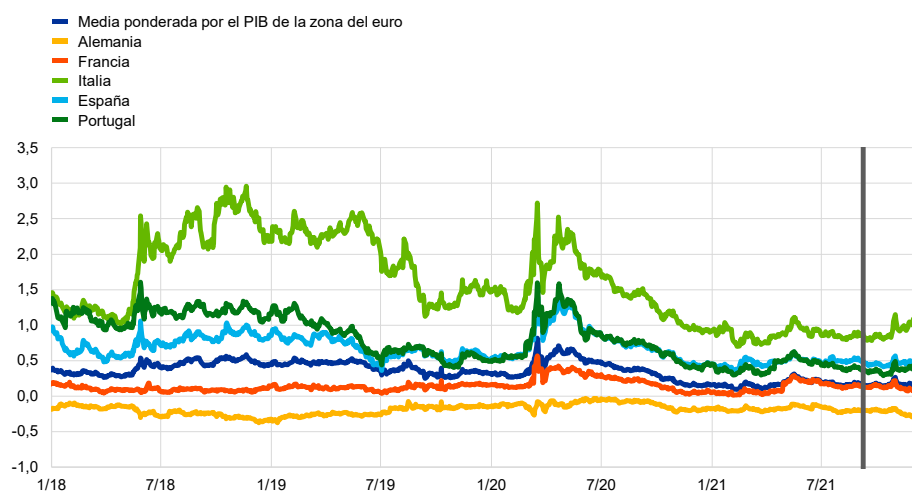
Los diferenciales soberanos de la zona del euro a largo plazo con respecto a los tipos OIS se ampliaron en algunas jurisdicciones y se estrecharon ligeramente en otras, en un contexto de mayor incertidumbre (gráfico 6).

Los mercados de deuda soberana registraron incrementos significativos, aunque transitorios, de los diferenciales en la última semana de octubre (por ejemplo, 32 puntos básicos en Italia, 18 puntos básicos en Portugal y 14 puntos básicos en España). A partir de noviembre, los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo se redujeron algo en Alemania y en Francia —en general, en alrededor de diez puntos básicos—, como consecuencia de la alta demanda de bonos seguros ante la escasa liquidez de los mercados soberanos, y en cierta medida exhibieron un patrón típico de fin de año. En términos generales, los diferenciales permanecieron relativamente estables en Portugal y en España, pero en Italia aumentaron en torno a 15 puntos básicos durante el período considerado.

Gráfico 6

Diferenciales de la deuda soberana a diez años de la zona del euro con respecto al tipo OIS del €STR

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: El diferencial se calcula restando el tipo OIS del €STR a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (9 de septiembre de 2021). La última observación corresponde al 15 de diciembre de 2021.

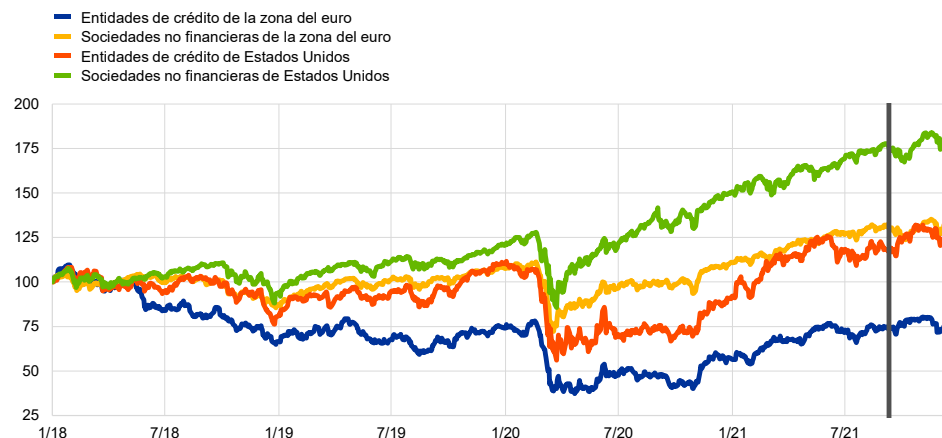
Respaldados por los buenos resultados de las empresas, los mercados mundiales de renta variable continuaron al alza en la primera parte del período analizado y después registraron una caída pronunciada en respuesta a las noticias sobre la variante ómicron descubierta recientemente (gráfico 7).

Durante la mayor parte del período considerado, las expectativas de sólido crecimiento de los beneficios contribuyeron a la evolución positiva general de los precios de las acciones de la zona del euro, que a 25 de noviembre se habían incrementado un 2 % en total. Sin embargo, a partir del final de ese mes, la incertidumbre sobre la rápida propagación de la variante ómicron y su impacto en la economía mundial puso fin a la fuerte y continuada subida de las cotizaciones a ambos lados del Atlántico, que cayeron de manera acusada, sobre todo debido al aumento de la prima de riesgo de las acciones. El efecto en los mercados de esta nueva variante del coronavirus, que podría propagarse con mayor rapidez, fue mayor en la zona del euro que en Estados Unidos. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro descendieron un 1,1 %, mientras que en Estados Unidos subieron un 3 %. Las cotizaciones del sector bancario en este último país se revalorizaron un 3 %, mientras que, en la zona del euro, solo registraron un alza del 0,2 %.

Gráfico 7

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2018 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

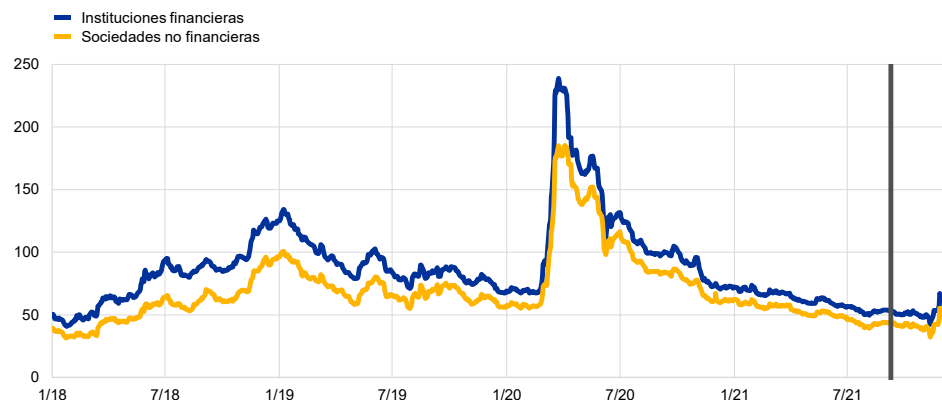
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (9 de septiembre de 2021). La última observación corresponde al 15 de diciembre de 2021.

Como reflejo de la evolución de los precios de las acciones, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron ligeramente debido a las noticias sobre la variante ómicron y después mostraron cierta volatilidad (gráfico 8). En el conjunto del período analizado, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y el correspondiente a los bonos del sector financiero (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) apenas variaron. Desde una perspectiva de más largo plazo, la tendencia sostenida a la baja de los últimos meses puede atribuirse en gran medida a las primas en exceso de los bonos, es decir, el componente de los diferenciales de la renta fija privada de la zona del euro que no se explica por factores económicos, crediticios y de incertidumbre.

Gráfico 8

Diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro

(puntos básicos)



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

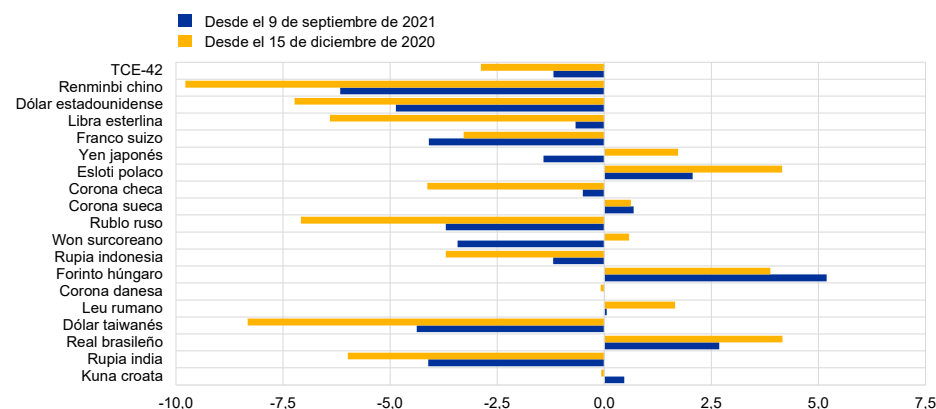
Notas: Los diferenciales son la diferencia entre los tipos de los *asset swaps* y el tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (9 de septiembre de 2021). La última observación corresponde al 15 de diciembre de 2021.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció (gráfico 9), reflejo de una pérdida generalizada de valor frente al dólar estadounidense en particular, así como frente a la mayoría de las demás monedas principales. Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 1,2 %. La moneda única registró una acusada pérdida de valor frente al dólar estadounidense (4,9 %) como consecuencia de la ampliación del diferencial de expectativas de tipos de interés a corto plazo entre la zona del euro y Estados Unidos, debido al ritmo más rápido de recuperación de la actividad económica y la mayor inflación en Estados Unidos, así como a la trayectoria de la política monetaria estadounidense. El euro también se debilitó frente a otras de las principales monedas, como el renminbi chino (6,2 %), el franco suizo (4,1 %), el yen japonés (1,4 %) y la libra esterlina (0,7 %). En el mismo período, el euro se apreció frente a las monedas de varios de los Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes a la zona del euro, como el forinto húngaro (5,2 %) y el esloti polaco (2,1 %).

Gráfico 9

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 15 de diciembre de 2021.

3 Actividad económica

La zona del euro continuó recuperándose en el tercer trimestre de 2021, y la actividad siguió cobrando fuerza, hasta alcanzar un nivel de producción próximo al registrado antes de la pandemia. El consumo privado fue el principal factor impulsor de la expansión en el citado trimestre, con una modesta aportación adicional de la demanda exterior neta. Una contribución importante procedió de la sustancial mejora de la actividad de los servicios, sobre todo en los segmentos de hostelería y ocio, que se beneficiaron de la relajación gradual de las restricciones a lo largo del verano. Por su parte, la industria y la construcción mermaron el crecimiento en un contexto de intensificación de la escasez de oferta durante los meses estivales.

Se estima que las disrupciones de oferta, las subidas de los precios de la energía y las nuevas restricciones a la actividad relacionadas con el rebrote de la pandemia en algunos países de la zona del euro habrían lastrado la actividad en el último trimestre del año. Es probable que el fuerte aumento de las tasas de contagio por coronavirus (COVID-19) desde finales de noviembre, la reintroducción de medidas de contención en varios países de la zona y la creciente preocupación por la variante ómicron sigan afectando a la confianza y a la actividad a corto plazo.

Pese a las disrupciones y las incertidumbres existentes a corto plazo, la base de la recuperación en curso de la zona del euro permanece intacta. Las perspectivas de medio plazo siguen contemplando un fortalecimiento adicional de la demanda interna, así como una mejora del mercado de trabajo, una aceleración de la expansión mundial y el mantenimiento del apoyo de las políticas monetaria y fiscal en la transición hacia un crecimiento autosostenido. Esta valoración se refleja, en términos generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2021, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 5,1 % en 2021, el 4,2 % en 2022, el 2,9 % en 2023 y el 1,6 % en 2024, con un retorno a los niveles trimestrales de actividad previos a la pandemia para el primer trimestre de 2022. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021, las perspectivas para la actividad económica se han revisado a la baja para 2022, principalmente como consecuencia de la reciente intensificación de los cuellos de botella en la oferta y del endurecimiento de las restricciones relacionadas con la pandemia en algunos países de la zona del euro. Con todo, a medio plazo se espera que la desaparición gradual de estos factores adversos se plasme en una notable revisión al alza del crecimiento en 2023 y, a partir de entonces, en un crecimiento cada vez más autosostenido.

En conjunto, se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento del PIB de la zona del euro están, en general, equilibrados. Por una parte, el crecimiento podría ser inferior al esperado si el reciente empeoramiento de la pandemia, y la propagación de nuevas variantes, inciden de forma más persistente en la expansión. Por otra, cabría esperar una recuperación más rápida si el ahorro acumulado por los hogares debido a la pandemia se reduce a un ritmo más intenso,

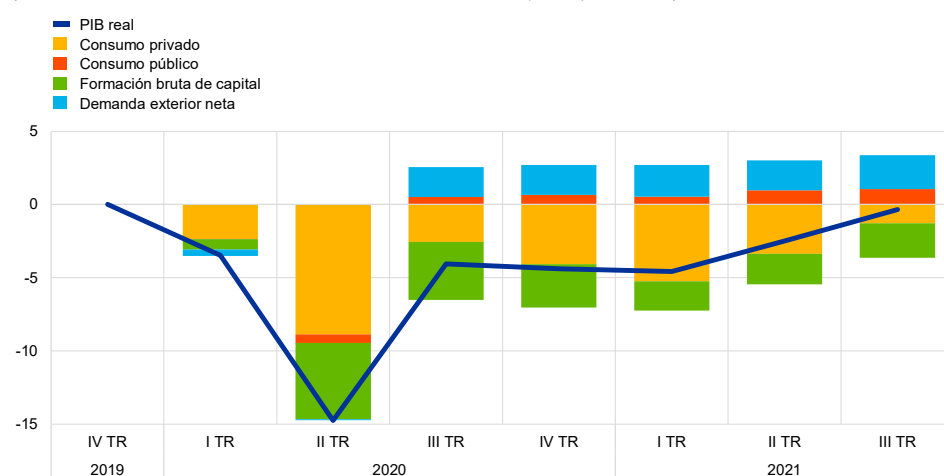
o si los actuales cuellos de botella en la oferta se resuelven con más rapidez de lo previsto en la actualidad.

La actividad económica de la zona del euro avanzó un 2,2 % en el tercer trimestre de 2021, lo que confirma que la recuperación era vigorosa a mediados de año, pese a la intensificación de las interrupciones en las cadenas de suministro. Después de la recesión técnica registrada a principios de 2021, el PIB real creció con vigor en el segundo y el tercer trimestre —el 2,2 % intertrimestral en ambos períodos—, conforme se fueron relajando las medidas de contención relacionadas con la pandemia. Esta evolución está básicamente en consonancia con el perfil previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021, y la actividad trimestral se situó solo un 0,3 % por debajo del nivel previo a la pandemia, observado a finales de 2019 (gráfico 10). En el tercer trimestre, el crecimiento siguió estando impulsado, sobre todo, por el fuerte repunte del consumo privado, con una ligera contribución positiva adicional de la demanda exterior neta. Tras mostrar una evolución sólida en el segundo trimestre, la inversión se contrajo en el tercero, sobre todo en el segmento de maquinaria y bienes de equipo. La aportación de las existencias también mermó levemente el crecimiento.

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación desde el cuarto trimestre de 2019; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

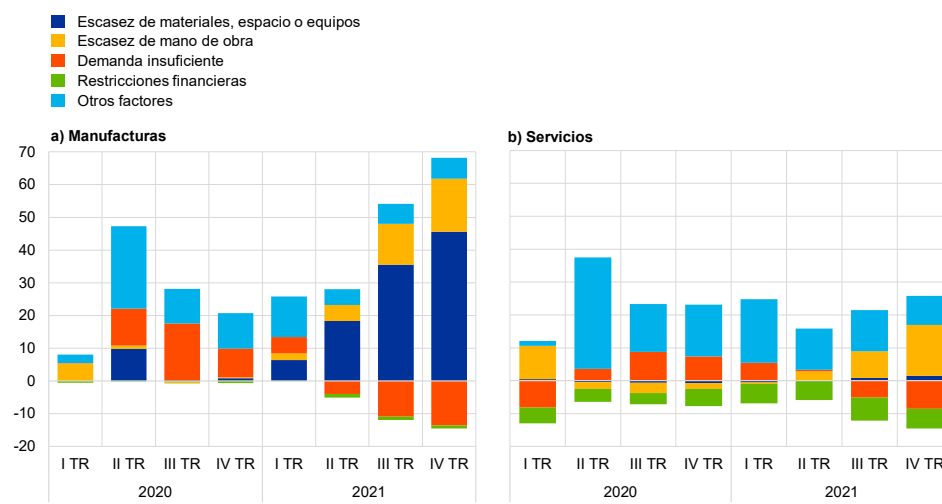
Los cuellos de botella en la oferta siguieron limitando la producción del sector manufacturero en el cuarto trimestre (gráfico 11). La escasez de materiales, bienes de equipo y espacio ha aumentado hasta niveles históricos desde el segundo trimestre, y se ha señalado la existencia generalizada de cuellos de botella en el suministro de semiconductores, metales y plásticos, junto con persistentes interrupciones en el transporte. Los desabastecimientos —que han sido especialmente acusados en el sector industrial— redujeron el crecimiento intertrimestral de este sector (excluida la construcción) hasta solo el 0,1 %, y contribuyeron de forma significativa a la contracción del 0,6 % observada en la

construcción en el tercer trimestre⁷. En cambio, los servicios orientados al consumo que requieren interacción social han avanzado con fuerza, gracias a la relajación continuada de las medidas de contención y a la elevada confianza de los consumidores⁸.

Gráfico 11

Factores que limitan la actividad en la zona del euro

(porcentaje de encuestados; diferencia con respecto a la media de largo plazo)



Fuente: Comisión Europea.

Notas: La media de largo plazo se calcula para el período comprendido entre 2003 y 2019. Encuestas trimestrales realizadas en el primer mes de cada trimestre. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2021 (octubre).

Según las estimaciones, el avance del PIB de la zona del euro se habría ralentizado de manera significativa en el cuarto trimestre, en un contexto de elevados niveles de incertidumbre a corto plazo.

Aunque se esperaba que las tasas de crecimiento se normalizaran tras el acusado repunte observado durante el verano, es probable que la desaceleración actual se haya visto acentuada por el efecto combinado de la intensificación de las interrupciones en las cadenas de suministro, las fuertes subidas de los precios de la energía, un nuevo aumento de las tasas de contagio por COVID-19 y la preocupación adicional relacionada con la variante ómicron. La media del índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto de actividad de octubre y noviembre se situó por debajo de la media del tercer trimestre (en 54,8, frente a 58,4), aunque seguía apuntando a que la actividad creció. Este descenso fue generalizado, pero algo más pronunciado en las manufacturas que en los servicios. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea retrocedió ligeramente en noviembre, aunque la media de los dos primeros meses del cuarto trimestre continúa estando en línea con la del tercer trimestre. Con todo, cabe destacar que las últimas encuestas relativas al PMI y al ESI se finalizaron en gran medida antes de los pronunciados incrementos recientes de casos de COVID-19 y de la

⁷ Véase el recuadro titulado «Las interrupciones en las cadenas de suministro y su impacto en el sector manufacturero de la zona del euro», en este Boletín Económico.

⁸ El comercio, el transporte y la hostelería registraron una tasa de avance intertrimestral de casi un 7 % en el tercer trimestre, mientras que las actividades artísticas y recreativas crecieron un 12 %. Sin embargo, estos sectores aún distaban de alcanzar los niveles de actividad previos a la pandemia.

consiguiente reintroducción de restricciones a la actividad en algunos países de la zona del euro, y se llevaron a cabo antes de que se detectaran los primeros casos de la variante ómicron en Europa. La confianza de los consumidores ya había disminuido —desde niveles elevados— en los dos primeros meses del cuarto trimestre, a raíz del rebrote de la pandemia y de las fuertes subidas de los precios energéticos, que han limitado el poder adquisitivo de los hogares. La encuesta trimestral de opinión empresarial de la Comisión Europea, correspondiente al cuarto trimestre, apuntaba a que la escasez de materiales y, cada vez más, de mano de obra, se estaba intensificando con respecto al tercer trimestre (gráfico 11). Es probable que esta escasez constriña la actividad a corto plazo a través del comercio y de la inversión en mayor medida de lo previsto anteriormente. Aunque la incertidumbre a corto plazo sobre la magnitud y la duración de estos retos continúa siendo considerable, se espera que el impacto de la reciente evolución adversa de la actividad se vea contenido por nuevos avances en las campañas de vacunación, por los efectos de aprendizaje de olas anteriores de la pandemia, por la persistencia de unas condiciones crediticias y de demanda favorables para las empresas⁹, y por el apoyo directo proporcionado a los hogares para contrarrestar gran parte de la reciente escalada de los precios de la energía.

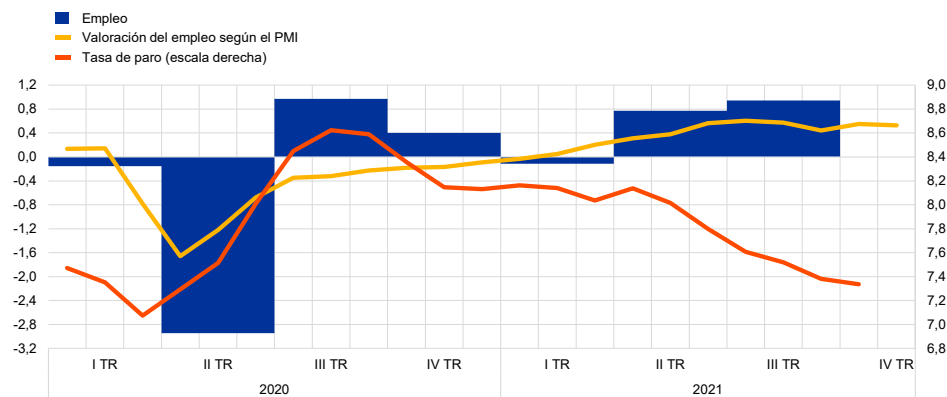
El mercado de trabajo de la zona del euro continuó mejorando en el tercer trimestre de 2021. La demanda de trabajo volvió a aumentar en el citado trimestre, como puso de manifiesto el incremento de las tasas de vacantes. El empleo creció un 0,9 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del año (gráfico 12). Aunque este fue el segundo crecimiento intertrimestral más pronunciado registrado desde 1999, el empleo se mantuvo un 0,2 % por debajo del nivel previo a la pandemia. La tasa de paro siguió disminuyendo, hasta el 7,3 % en noviembre, pero continuó estando respaldada, en parte, por los programas de mantenimiento del empleo. Se estima que los trabajadores acogidos a estos programas representaban el 2 % de la población activa al final del tercer trimestre, un porcentaje que en octubre se redujo hasta el 1,8 %. Este descenso es sustancial si se compara con la media de los cinco primeros meses del año —6,3 %—, y refleja la relajación de las restricciones relacionadas con la pandemia. Además, la población activa siguió aumentando y, en el tercer trimestre de 2021, se recuperó de forma sostenida hasta situarse solo un 0,5 % por debajo del nivel anterior a la pandemia.

⁹ Véase también el recuadro 3, titulado «[Las condiciones de financiación desde la perspectiva de las empresas de la zona del euro](#)» en este Boletín Económico.

Gráfico 12

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El PMI de empleo y la tasa de paro se representan en datos mensuales; el empleo, en datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2021 para el empleo, a noviembre de 2021 para el PMI y a octubre de 2021 para la tasa de paro.

Los indicadores coyunturales señalan un fortalecimiento adicional del mercado de trabajo.

El PMI mensual compuesto de empleo, que engloba tanto a la industria como a los servicios, descendió ligeramente, hasta situarse en 55,3 en noviembre—desde un valor de 55,5 en octubre—, pero se mantiene muy por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. Este indicador se ha recuperado por completo con respecto al mínimo histórico registrado en abril de 2020 y todavía se encuentra en un nivel próximo al de julio de 2021, el más alto desde marzo de 2000.

El consumo privado continuó repuntando en el tercer trimestre, impulsado por el consumo de servicios.

El consumo privado aumentó un 4,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2021. Sin embargo, el comercio minorista creció solo un 0,8 % en el mismo período. La fortaleza del consumo agregado y la contención del consumo de bienes sugieren que el repunte se debió principalmente a los servicios que requieren interacción social, en consonancia con la intensa recuperación observada en las actividades relacionadas con el turismo durante los meses de verano. En cambio, el consumo de bienes siguió mostrando una evolución más contenida al principio del cuarto trimestre, como pusieron de manifiesto los datos de comercio al por menor (0,2 %, en tasa intermensual) y de matriculaciones de automóviles (-3,1 %, en tasa intermensual) correspondientes a octubre.

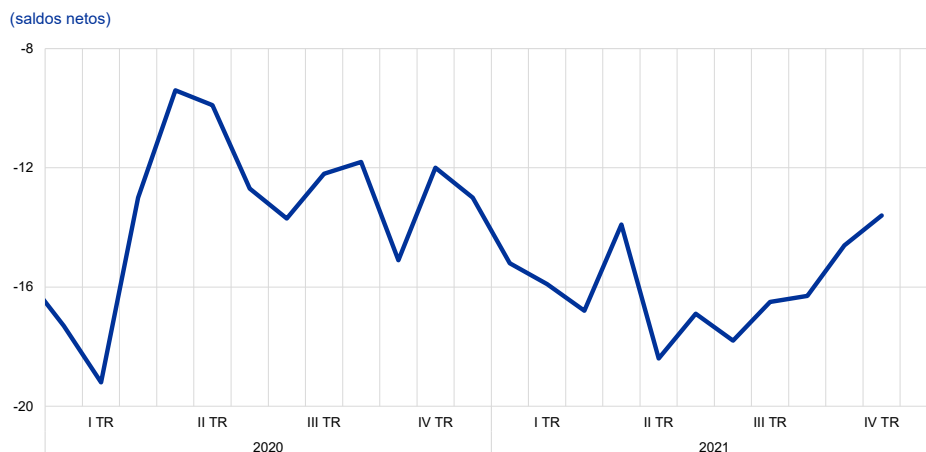
Los riesgos relacionados con la pandemia son, de nuevo, motivo de preocupación para los hogares.

En noviembre, la confianza de los consumidores cayó hasta situarse en -6,8 —el nivel más bajo desde abril de 2021—, lo que parece reflejar la creciente preocupación por la evolución reciente de la pandemia. Desde el verano, los participantes en la encuesta mensual de opinión de los consumidores de la Comisión Europea han expresado cada vez más incertidumbre sobre su situación financiera futura (gráfico 13). Como las noticias sobre la pandemia siguieron empeorando en noviembre y diciembre, es posible que los datos mensuales sobre confianza de los consumidores aún estén subestimando la

situación actual. Se espera que los desarrollos adversos relacionados con la pandemia durante los meses de invierno lastren el consumo de los servicios que conllevan interacción social en los próximos trimestres.

Gráfico 13

Incertidumbre de los hogares de la zona del euro sobre su situación financiera futura



Fuente: Comisión Europea.

Notas: Desde la primavera de 2019, la encuesta mensual de opinión de los consumidores de la Comisión Europea incluye una pregunta adicional específica sobre la facilidad con la que los hogares pueden predecir su situación financiera futura. La última observación corresponde a noviembre de 2021.

La inversión empresarial, excluida la construcción, retrocedió en el tercer trimestre de 2021, pese a la fortaleza de la demanda de bienes de equipo.

Ese trimestre, la inversión, excluida la construcción, se redujo un 0,6 % en tasa intertrimestral en la zona del euro (excluida Irlanda¹⁰), lo que contrarrestó la expansión registrada en el trimestre anterior e hizo que se mantuviera ligeramente por debajo del nivel observado antes de la pandemia, en el último trimestre de 2019. Entre las economías de mayor tamaño de la zona del euro, la inversión, excluida la construcción, aumentó en Italia y España, al tiempo que disminuyó en Alemania y los Países Bajos y apenas varió en Francia. En cuanto a sus componentes, la inversión en material de transporte se contrajo de forma acusada en la zona por tercer trimestre consecutivo, sobre todo como consecuencia de la escasez de insumos debida a la persistencia de cuellos de botella en las cadenas de suministro¹¹. En cambio, la inversión en material, excluido el de transporte, y en productos de propiedad intelectual siguió aumentando. Junto con la escasez de bienes de equipo y de mano de obra señalada, que se considera un factor importante que limita la producción en la zona del euro, los indicadores coyunturales para el cuarto trimestre de 2021 sugieren que la demanda de bienes de equipo sigue siendo intensa. Los nuevos pedidos de estos bienes continúan al alza, y el PMI de octubre indica claramente un crecimiento. La información procedente de la

¹⁰ Se excluye a Irlanda por la elevada volatilidad de los datos de inversión de este país, que, de incluirse, enmascararían la evolución subyacente de la zona del euro.

¹¹ Para un análisis de los principales factores causantes de las interrupciones en las cadenas de suministro y de su impacto en la producción industrial de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Las interrupciones en las cadenas de suministro y sus efectos sobre la economía mundial» en este Boletín Económico.

encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro¹² también es acorde con unas expectativas optimistas acerca de la actividad inversora de las empresas, ya que los bancos esperan que la demanda de préstamos a largo plazo (que suelen destinarse a financiar la inversión) aumente en el cuarto trimestre de 2021¹³.

La inversión en vivienda disminuyó en el tercer trimestre del año y es probable que se mantenga contenida, debido a la persistencia de cuellos de botella en la oferta y a las incertidumbres relacionadas con la pandemia.

En ese trimestre, la inversión residencial se redujo un 1,2 % con respecto al nivel del trimestre anterior. El indicador de la Comisión Europea sobre tendencias recientes de la actividad de la construcción retrocedió de forma sustancial, en promedio, en los dos primeros meses del cuarto trimestre, pero se mantuvo muy por encima de su media de largo plazo. El PMI de actividad en el sector de la vivienda aumentó ligeramente y se adentró más en terreno expansivo. En cuanto a los hogares, los indicadores de opinión de la Comisión Europea señalan una demanda pujante, ya que las intenciones de compra o de construcción de vivienda a corto plazo de los consumidores alcanzaron el nivel más alto registrado desde principios de 2002, al tiempo que las de renovación de vivienda se situaron en su máximo histórico en el cuarto trimestre de 2021. La evolución favorable de la demanda se refleja, asimismo, en los datos correspondientes a las empresas, en las que la confianza ha vuelto a crecer debido a un nuevo aumento de los niveles estimados de sus carteras de pedidos. Con todo, la preocupación en torno a la oferta también ha aumentado otra vez, y las empresas indican que la escasez de materiales y de mano de obra —que ya se situó en máximos históricos en el tercer trimestre— se ha agudizado. Estos cuellos de botella en la oferta también se plasman en las encuestas PMI más recientes, que muestran unos plazos de entrega de los proveedores muy dilatados, y es probable que hayan contribuido a que la valoración de la actividad para los próximos doce meses por parte de las empresas de construcción sea algo menos positiva.

Aunque la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue positiva en el tercer trimestre, las disrupciones continuadas de oferta frenaron las exportaciones de bienes.

En el tercer trimestre de 2021, las exportaciones de la zona del euro crecieron un 1,2 %, en tasa intertrimestral, mientras que las importaciones aumentaron un 0,7 %, lo que se tradujo en una contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB de 0,3 puntos porcentuales. El comercio de bienes y servicios arrojó resultados divergentes. Las exportaciones e importaciones de bienes disminuyeron (un 1 % y un 0,9 %, respectivamente, en tasa intertrimestral), ya que la demanda mundial se moderó y las disrupciones de oferta persistieron. En cambio, las exportaciones e importaciones de servicios avanzaron con fuerza (un 7,3 % y un 5,9 % intertrimestral, respectivamente), y las primeras se vieron impulsadas por tasas de crecimiento de dos dígitos en los países que son destinos turísticos estivales. De cara al futuro, los indicadores de exportaciones de bienes basados en pedidos

¹² Véase «[The euro area bank lending survey –Third quarter of 2021](#)».

¹³ Para un análisis de la percepción de las condiciones de financiación en la zona del euro basado en la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro (SAFE), véase el recuadro titulado «[Las condiciones de financiación desde la perspectiva de las empresas de la zona del euro](#)» en este Boletín Económico.

señalan una moderación de la demanda. Además, la reintensificación de la pandemia amenaza la recuperación de las exportaciones de servicios, en especial de los relacionados con el turismo y los viajes. Los datos sobre pasajeros y transporte aéreo muestran que la recuperación se ha desacelerado desde septiembre de 2021, mientras que los indicadores prospectivos basados en pedidos y expectativas apuntan a una ralentización del impulso en los próximos meses.

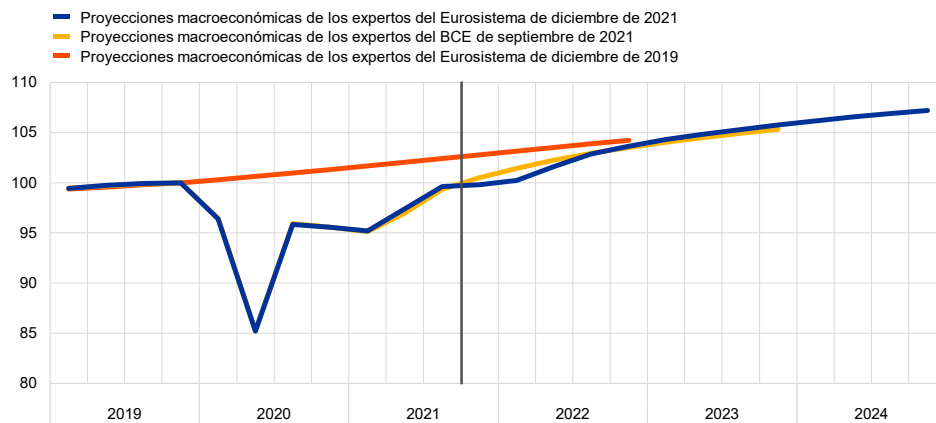
Pese a las incertidumbres existentes a corto plazo, se espera que la actividad de la zona del euro supere los niveles observados antes de la crisis a lo largo de 2022. Las perspectivas a medio plazo contemplan un fortalecimiento adicional de la demanda interna, junto con una mejora del mercado de trabajo y una intensificación de la expansión mundial, conforme disminuyan las disrupciones a corto plazo, así como el mantenimiento del apoyo de las políticas monetaria y fiscal en la transición hacia un crecimiento autosostenido. Además, los progresos en la implementación del programa *Next Generation EU* son un factor adicional que ayuda a sostener la recuperación. Esta valoración se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2021, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 5,1 % en 2021, el 4,2 % en 2022, el 2,9 % en 2023 y el 1,6 % en 2024 (gráfico 14). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021, el perfil de crecimiento se ha revisado a la baja para 2022 y al alza para 2023. Las revisiones a la baja a corto plazo reflejan la reciente intensificación de los cuellos de botella en la oferta mundial y el endurecimiento de las restricciones relacionadas con la pandemia ante el repunte de los casos de COVID-19 en algunos países de la zona del euro, que ahora se espera que continúen en 2022. En consecuencia, según las previsiones actuales, la actividad trimestral de la zona del euro retornará a los niveles previos a la pandemia en el primer trimestre de 2022, un trimestre después de lo previsto en las proyecciones de septiembre de 2021. Con todo, se espera que el crecimiento repunte con fuerza a finales de 2022, a medida que estos factores adversos vayan desapareciendo. Por tanto, ahora se prevé que el PIB de la zona del euro se sitúe por encima del nivel contemplado en las proyecciones de septiembre de 2021 hacia finales de 2022, lo que se traduciría en sustanciales efectos de arrastre a 2023 y en una revisión al alza del crecimiento anual en dicho año¹⁴.

¹⁴ Véase el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2021](#)», publicado el 16 de diciembre de 2021 en el sitio web del BCE.

Gráfico 14

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

(índice, cuarto trimestre de 2019 = 100, datos trimestrales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2021», publicado el 16 de diciembre de 2021 en el sitio web del BCE.

Nota: La línea vertical señala el comienzo de las proyecciones de diciembre de 2021 y sigue a la última observación del PIB real de la zona del euro, que corresponde al tercer trimestre de 2021.

4 Precios y costes

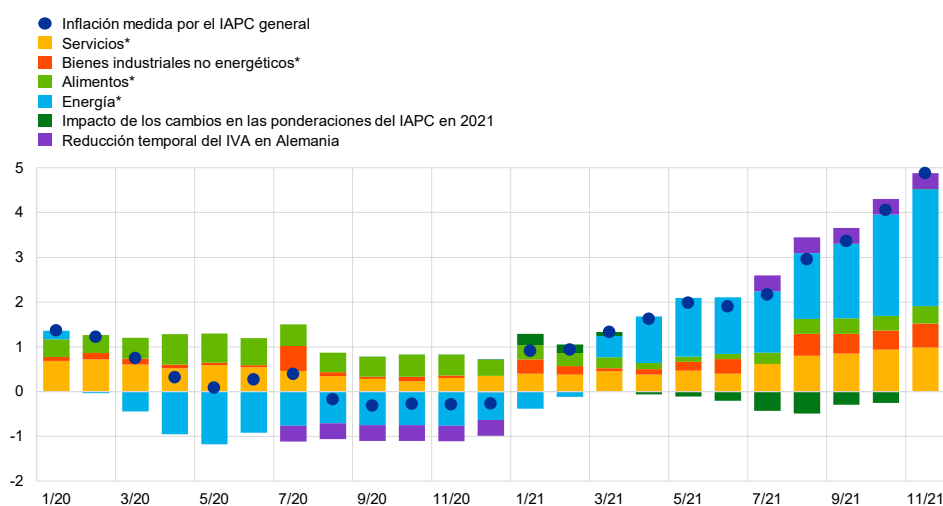
La inflación interanual de la zona del euro aumentó hasta registrar un máximo histórico del 4,9 % en noviembre de 2021, según la estimación de avance de Eurostat. La subida de la inflación refleja fundamentalmente un acusado incremento de los precios de la energía. En noviembre, la tasa de variación del componente energético representó más de la mitad de la inflación general. La demanda también continuó superando a una oferta restringida en algunos sectores. Las consecuencias son especialmente visibles en los precios de los bienes duraderos y en los de los servicios de consumo que han reabierto recientemente. Los efectos de base relacionados con la finalización de la reducción del IVA en Alemania siguen contribuyendo a que la inflación sea más alta, pero solo hasta el final de 2021. Se espera que la inflación se mantenga elevada en el corto plazo, pero que se reduzca durante 2022. Con el tiempo, el retorno gradual de la economía a su plena capacidad y la mejora continuada del mercado de trabajo deberían apoyar un crecimiento más rápido de los salarios, con el respaldo de un movimiento al alza de las expectativas de inflación hacia el objetivo. Estos factores deberían contribuir al aumento de la inflación subyacente y a llevar la inflación general hasta el objetivo a medio plazo. Esta evolución se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2021, que sitúan la inflación anual en el 2,6 % en 2021, el 3,2 % en 2022, el 1,8 % en 2023 y el 1,8 % en 2024, lo que representa una revisión al alza con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021. Se prevé que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en un promedio del 1,4 % en 2021, del 1,9 % en 2022, del 1,7 % en 2023 y del 1,8 % en 2024, niveles que son también más elevados que en las proyecciones de septiembre de 2021.

La inflación medida por el IAPC alcanzó un máximo histórico en noviembre de 2021 (gráfico 15). Según la estimación de avance de Eurostat correspondiente a noviembre, la inflación medida por el IAPC volvió a aumentar notablemente y pasó del 3,4 % registrado en septiembre al 4,1 % en octubre y al 4,9 % en noviembre, el nivel más alto observado desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria en 1999. El incremento obedeció a una nueva subida de la tasa de variación del componente energético, que representó algo más de la mitad de la inflación general en noviembre y registró un máximo histórico del 27,4 %, frente al 17,6 % de septiembre. Sin embargo, la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos (IAPCX) también creció sustancialmente, desde el 1,9 % observado en septiembre hasta el 2 % en octubre y el 2,6 % en noviembre, un máximo sin precedentes desde 1999. Este repunte refleja fuertes aumentos de la tasa de variación de los precios de los servicios (que pasó del 1,7 % en septiembre al 2,7 % en noviembre) y de los bienes industriales no energéticos (que se incrementó desde

el 2,1 % en septiembre hasta el 2,4 % en noviembre)¹⁵. La tasa de inflación de la zona del euro también continuó viéndose afectada por los cambios tanto en el tipo del IVA en Alemania en 2020 —que incidieron en la inflación hasta el final de 2021— como en las ponderaciones del IAPC¹⁶. Si se excluye el impacto al alza sobre las tasas de variación interanual de la finalización de la rebaja temporal del tipo del IVA alemán en enero de 2021, la inflación general se reduciría 0,35 puntos porcentuales en el período desde julio. Asimismo, si bien la revisión de las ponderaciones del IAPC tuvo un efecto moderador en octubre, no influyó en noviembre. Si no se considera el impacto de la rebaja del IVA y de los cambios en las ponderaciones del IAPC, tanto el nivel de inflación como el movimiento al alza observado entre octubre y noviembre habrían sido algo menos significativos.

Gráfico 15
Inflación general y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y el ejercicio de proyecciones de la inflación a más corto plazo (NIPE, por sus siglas en inglés).
Notas: Los componentes marcados con un asterisco (*) excluyen el impacto de los cambios en las ponderaciones del IAPC en 2021 y la reducción temporal del IVA en Alemania en 2020. El efecto de la revisión de las ponderaciones del IAPC es una estimación del BCE y el impacto en noviembre puede variar dependiendo de la publicación completa de Eurostat correspondiente a ese mes. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2021 (estimaciones de avance).

El notable incremento que registró la inflación de la energía hasta situarse en un máximo histórico obedeció, fundamentalmente, al fuerte repunte de los precios mundiales de las materias primas. La evolución de los precios del petróleo se tradujo en una gran contribución del componente de combustibles del IAPC. Sin embargo, el reciente aumento de los precios de consumo del gas y de la electricidad también se plasmó en una mayor contribución de estos componentes en noviembre, cuando aportaron más de 0,8 puntos porcentuales a la inflación general (gráfico 16) por primera vez desde 1999. La mayor contribución del componente de gas se debió al ascenso de los precios de esta materia prima en los mercados mayoristas mundiales y europeos, que, a su vez, provocó una subida de los precios

¹⁵ Si se hubiera excluido el efecto del cambio en las ponderaciones del IAPC, el incremento de la tasa de variación de los precios de los servicios habría sido ligeramente más moderado y habría pasado del 2,2 % en septiembre al 2,5 % en noviembre.

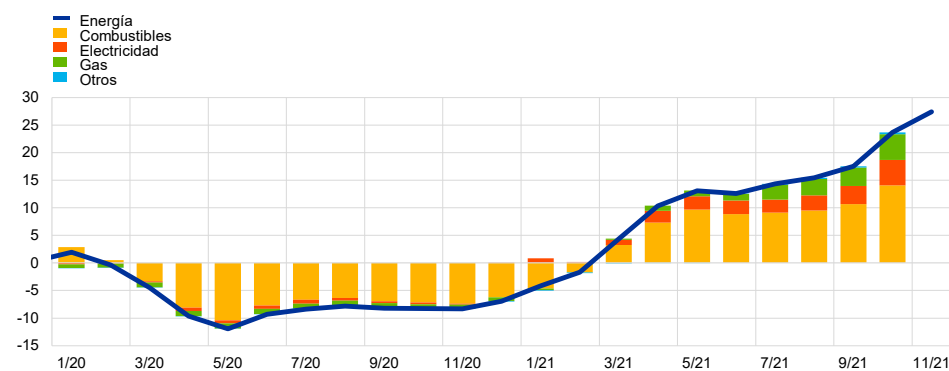
¹⁶ Para una descripción detallada del efecto de los cambios en las ponderaciones del IAPC sobre la medición de la inflación en 2021, véase el recuadro titulado «Ponderaciones del IAPC para 2021 y sus implicaciones para la medición de la inflación», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

de la electricidad en los mercados mayoristas de la UE, dado que estos se basan en los costes marginales a corto plazo de las centrales eléctricas. El aumento de los precios de los derechos de emisión en el marco del régimen de comercio de derechos de emisión (RCDE) de la UE también tuvo un impacto al alza, aunque mucho menor. Para un análisis de las perspectivas de la inflación de la energía en relación con estos factores, véase el recuadro titulado «Evolución de los precios de las materias primas energéticas y sus implicaciones para las proyecciones del componente energético del IAPC» en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2021.

Gráfico 16

Descomposición de la inflación de la energía

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

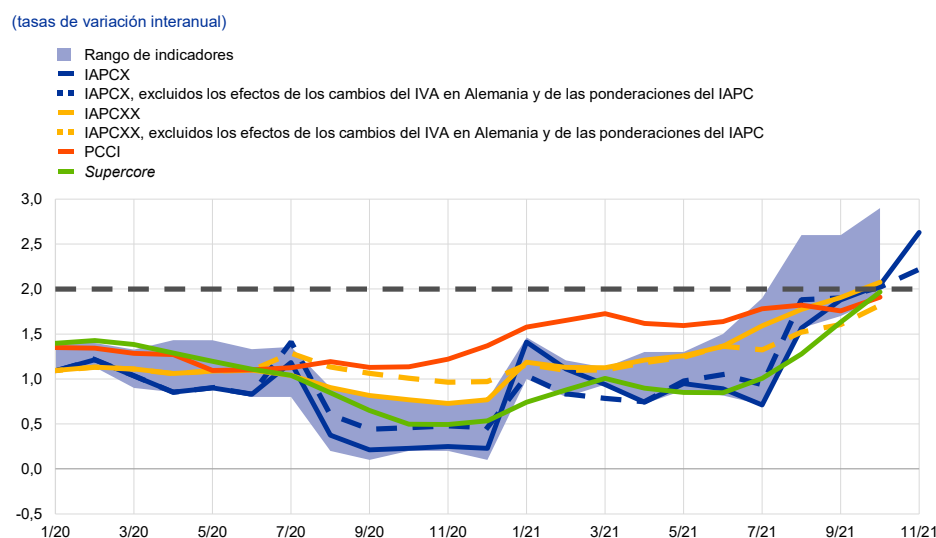
Notas: «Combustibles» se refiere al componente del IAPC «combustibles líquidos y combustibles y lubricantes para vehículos privados». «Otros» incluye los componentes «combustibles sólidos» y «energía calórica» a nivel de agregación de cinco dígitos de la COICOP, siglas en inglés que se refieren a la clasificación del consumo individual por finalidad. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2021 para los subcomponentes de la COICOP y a noviembre de 2021 para la inflación de la energía.

Los indicadores de la inflación subyacente continuaron aumentando

(gráfico 17). El IAPCX se incrementó hasta el 2,6 % en noviembre (se estima que sería del 2,5 % si se excluyen los efectos de los cambios en las ponderaciones del IAPC, y del 2,2 % si también se tiene en cuenta la reducción del IVA en Alemania en 2020). Los datos referidos a otros indicadores de la inflación subyacente solo están disponibles hasta octubre. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado (IAPCXX), registró un alza y pasó del 1,9 % en septiembre al 2,1 % en octubre, mientras que el PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos aumentó desde el 1,8 % hasta el 1,9 % en el mismo período. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes sensibles al ciclo, subió por cuarto mes consecutivo y alcanzó el 2 % en octubre, frente al 1,6 % de septiembre. La distribución de las tasas de inflación entre los distintos componentes del IAPC es muy amplia en la actualidad, y el 46 % de los componentes incluidos en el IAPCX registraron tasas de inflación superiores al 2 %. Esto implica que los indicadores de la inflación subyacente basados en la exclusión de componentes, especialmente las denominadas «medias recortadas», que se derivan de los componentes de la cesta del IAPC, siguen incluyendo varios componentes con tasas de crecimiento relativamente elevadas y volátiles, que en

los últimos meses han situado las medidas correspondientes en la parte superior del rango de indicadores de la inflación subyacente¹⁷.

Gráfico 17
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX (IAPC, excluidos la energía y los alimentos), el IAPCXX (IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado), las medias recortadas al 10 % y al 30 % y la mediana ponderada. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2021 para el IAPCX y a octubre de 2021 para el resto de los indicadores.

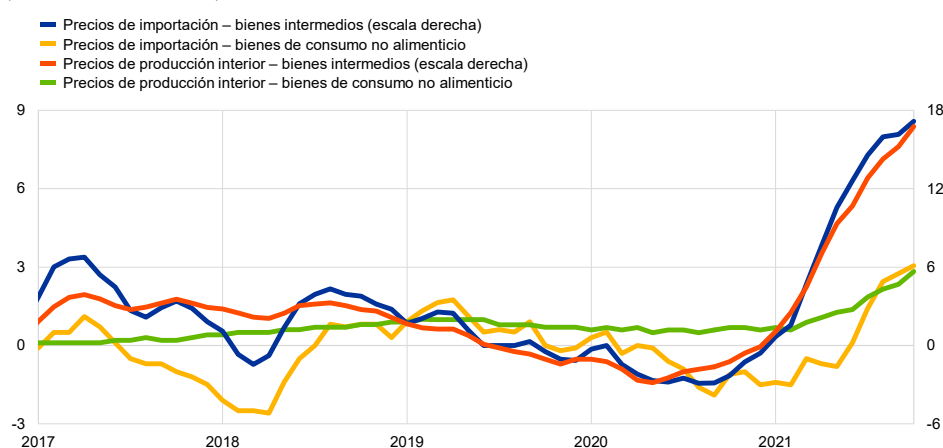
Las presiones latentes sobre los precios de los bienes industriales no energéticos continuaron creciendo en octubre (gráfico 18). En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores aumentó con fuerza —del 14,3 % en agosto al 15,2 % en septiembre y al 16,8 % en octubre—, mientras que la correspondiente a los precios de importación de esos bienes creció desde el 16 % registrado en agosto hasta el 16,2 % en septiembre y el 17,2 % en octubre. Las presiones latentes se han extendido a las fases posteriores de la cadena de precios. La tasa de variación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores siguió incrementándose y pasó del 2,2 % en agosto al 2,3 % en septiembre y al 2,8 % en octubre —un nuevo máximo histórico—, mientras que la correspondiente a los precios de importación de esos bienes registró un alza y se situó en el 2,8 % en septiembre y en el 3,1 % en octubre, frente al 2,4 % de agosto, lo que también es atribuible a la reciente depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro. Estas mayores presiones latentes sobre los precios se están produciendo en un entorno en el que las subidas de los precios mundiales de las materias primas (potenciadas por la depreciación del euro) y los cuellos de botella en la oferta están

¹⁷ Las medias recortadas (que eliminan en torno al 5 % o al 15 % de cada cola de la distribución de las variaciones interanuales de los precios) se sitúan muy por encima del objetivo del 2 % porque incluyen algunos componentes energéticos que actualmente registran tasas de inflación muy elevadas. Para más información sobre estas y otras medidas de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «Measures of underlying inflation for the euro area», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

afectando a los costes de producción de las empresas, lo que plantea la cuestión de hasta qué punto estas presiones se trasladarán finalmente a los precios de los bienes de consumo. Conclusiones recientes extraídas de la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*) muestran que estas anticipaban que los costes de los insumos se repercutirían en mayor medida no solo a otras empresas, sino también a los consumidores¹⁸. Con todo, dadas las actuales circunstancias de la pandemia, persiste una incertidumbre considerable sobre el grado de transmisión de esas presiones latentes a los precios de los bienes de consumo.

Gráfico 18 Indicadores de las presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2021.

Las presiones salariales han seguido siendo moderadas hasta ahora, pero los indicadores del crecimiento de los salarios continúan distorsionados por la evolución de la pandemia. El avance de la remuneración por asalariado y el de la remuneración por hora convergieron en el tercer trimestre de 2021, después de la gran diferencia observada entre los dos indicadores en el segundo trimestre. Así, el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se moderó hasta situarse en el 3 % en el tercer trimestre, frente al 7,2 % del segundo, mientras que la remuneración por hora aumentó hasta el 2 % en el tercer trimestre, desde el -4,5 % registrado en el segundo (gráfico 19). Estas considerables fluctuaciones de las tasas de crecimiento interanual reflejan, principalmente, efectos de base asociados a la evolución en 2020, cuando en los programas de regulación temporal de empleo los trabajadores mantenían su empleo, pero trabajaban menos horas. Sin embargo, siguen aplicándose medidas de apoyo que continúan distorsionando los indicadores del crecimiento salarial en cierto grado. Los salarios negociados, que no se ven directamente afectados por la evolución de las horas trabajadas o por el registro de prestaciones asociadas a los programas de mantenimiento del empleo, disminuyeron hasta el 1,3 % en el tercer trimestre de 2021, frente al 1,8 %

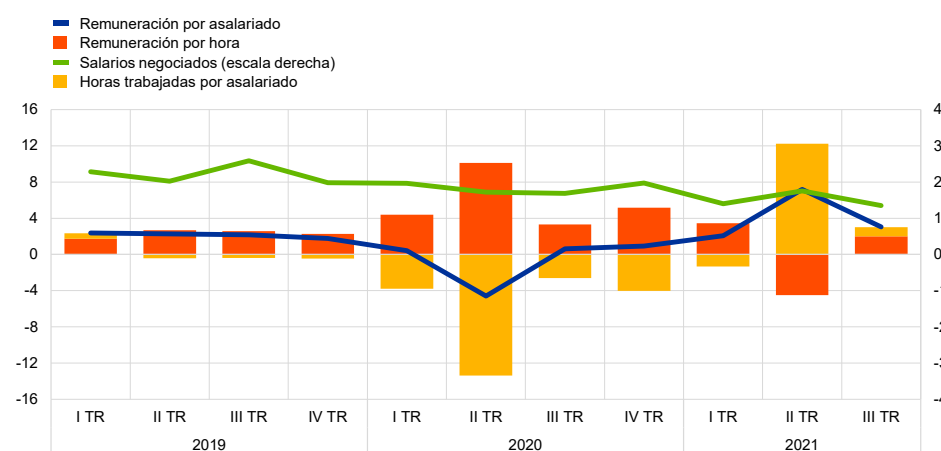
¹⁸ Véase el recuadro titulado «Resultados principales de los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021.

observado en el trimestre anterior¹⁹. A pesar de que este indicador es más estable que el avance de los salarios efectivos, también conlleva cierta volatilidad, dado que incluye algunos pagos extraordinarios relacionados con la pandemia. Si bien los salarios negociados sugieren que el crecimiento salarial es solo moderado, los datos comprenden probablemente las negociaciones concluidas antes de la reciente subida de la inflación.

Gráfico 19

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Los indicadores de mercado de la compensación por inflación mostraron una volatilidad significativa durante el período —subieron con fuerza en la primera mitad del período analizado y en la segunda solo se revirtieron parte de esos avances—, mientras que los indicadores de opinión de las expectativas de inflación aumentaron en la segunda mitad de 2021. Las tensiones sostenidas en las cadenas de suministro, la subida de los precios de la energía y las sorpresas positivas relativas a la inflación de la zona del euro siguieron presionando al alza los tipos *swap* de inflación (ILS, por sus siglas en inglés) de la zona del euro en la primera parte del período considerado. Los tipos *forward* de los ILS alcanzaron un máximo hacia finales de octubre y se situaron en cotas superiores al 2 % para horizontes a más de cinco años. Por ejemplo, el tipo del ILS a cinco años dentro de cinco años alcanzó el 2,1 %, un nivel sin precedentes desde el verano de 2014. Con la reversión de algunos de esos incrementos, los indicadores de mercado de la compensación por inflación han disminuido desde finales de octubre a ambos lados del Atlántico, en un contexto de bajada de los precios de la energía, particularmente del petróleo. En general, los mercados están descontando una subida de la inflación de la zona del euro a corto plazo, y el incremento descontado es más acusado y más persistente de lo anticipado con anterioridad. Al mismo tiempo, continúan considerando que el aumento de la inflación es transitorio, dado que el tipo del ILS a

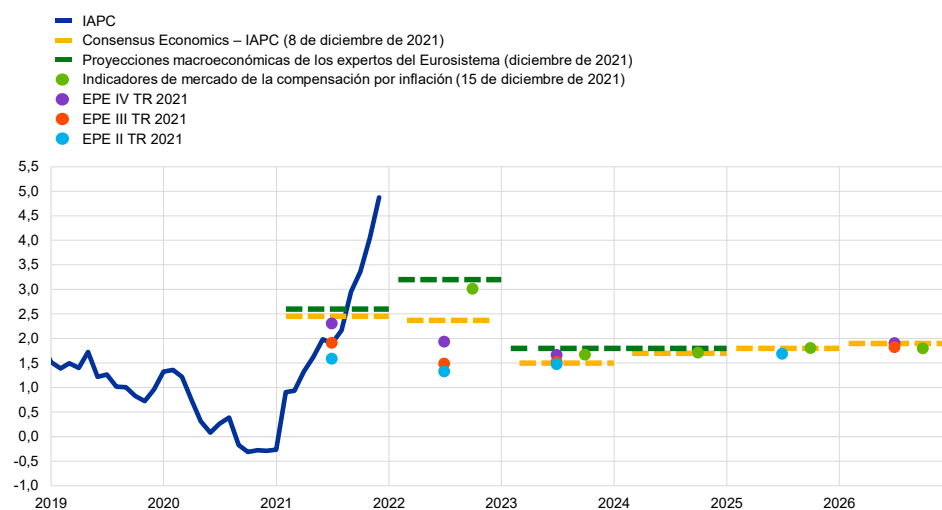
¹⁹ Para más información, véase el recuadro titulado «¿Pueden los datos sobre salarios negociados contribuir al análisis de la dinámica salarial durante la pandemia de Covid-19?», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

un año dentro de un año se sitúa en torno al 1,7 % y el tipo del ILS a cinco años dentro de cinco años es ligeramente superior (el 1,8 %). No obstante, las opciones de inflación señalan que existe un riesgo creciente de que la inflación media alcance niveles muy superiores al 2 % en los cinco próximos años, mientras que el riesgo de que la inflación supere el 3 % sigue siendo bajo. Desde una perspectiva de más largo plazo, las estimaciones basadas en modelos muestran que el ascenso significativo observado en los indicadores de mercado de la compensación por inflación desde mediados de 2020 es atribuible, sobre todo, a las primas de riesgo de inflación (para más información, véase el recuadro titulado «[Descomposición de los indicadores de mercado de la compensación por inflación en expectativas de inflación y primas de riesgo](#)» de este Boletín Económico). Durante el verano se observó un repunte de los indicadores de opinión de las expectativas de inflación, que —como las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2021— corroboran el perfil en forma de U invertida de la inflación. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2021, que se realizó en la primera semana de octubre, y según las previsiones de octubre de Consensus Economics, las expectativas de inflación a largo plazo aumentaron hasta el 1,9 % (gráfico 20).

Gráfico 20

Indicadores de opinión de las expectativas de inflación e indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2021](#), y cálculos del BCE.

Notas: Las series de los indicadores de mercado de la compensación por inflación se basan en la tasa de inflación *spot* a un año y en la tasa *forward* a un año dentro de un año, la tasa *forward* a un año dentro de dos años, la tasa *forward* a un año dentro de tres años y la tasa *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 15 de diciembre de 2021. La encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al cuarto trimestre de 2021 se realizó entre el 1 y el 11 de octubre de 2021. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones de Consensus Economics es el 8 de diciembre para 2021 y 2022, y el 14 de octubre de 2021 para 2023, 2024, 2025 y 2026. La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones fue el 1 de diciembre de 2021.

En las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2021 se prevé que la inflación será más elevada durante más tiempo, pero que se reducirá y se situará por debajo del objetivo del 2 % en 2023 y 2024. Se espera que la inflación

medida por el IAPC, tras alcanzar el 4,9 % en noviembre de 2021, disminuya considerablemente durante 2022 y luego se estabilice en 2023 en tasas inferiores al objetivo de inflación. Las proyecciones de referencia sitúan la inflación media medida por el IAPC en el 2,6 % en 2021, el 3,2 % en 2022, el 1,8 % en 2023 y el 1,8 % en 2024 (gráfico 21). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2021, la previsión de la inflación medida por el IAPC se ha revisado al alza para todo el horizonte de proyección, concretamente en 0,4 puntos porcentuales para 2021, en 1,5 puntos porcentuales para 2022 y en 0,3 puntos porcentuales para 2023. Los elevados precios de la energía (combustibles para transporte, electricidad y gas), el fortalecimiento de la demanda en el contexto de la reapertura de la economía y el aumento de los precios de producción, como consecuencia de los cuellos de botella en la oferta mundial y de la subida de los costes de transporte, han provocado un fuerte repunte de las presiones inflacionistas, que previsiblemente sustentarán también la inflación en 2022. Sin embargo, se espera que la inflación medida por el IAPC se reduzca en 2022, debido sobre todo a efectos de base en los componentes tanto energético como no energético, en parte como consecuencia de la reversión de la rebaja temporal del IVA en Alemania en enero de 2021. Según las proyecciones, el IAPCX replicará, en líneas generales, la evolución a corto plazo de la inflación general antes de incrementarse hacia el final del horizonte de proyección, y se situará en el 1,4 % en 2021, el 1,9 % en 2022, el 1,7 % en 2023 y el 1,8 % en 2024. Las revisiones al alza del IAPCX reflejan, de modo similar, el impacto de los cuellos de botella en la oferta. El fortalecimiento de la inflación subyacente hacia el final del horizonte de proyección se ve respaldado por la recuperación económica, el crecimiento más fuerte de los salarios y el aumento de las expectativas de inflación.

Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2021*.

Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2021 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2024 (proyecciones). La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones fue el 1 de diciembre de 2021.

5 Dinero y crédito

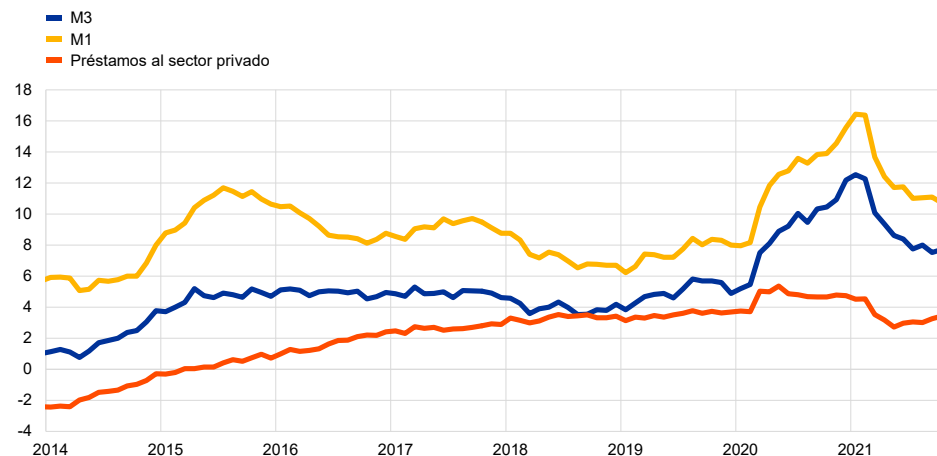
La creación de dinero en la zona del euro se incrementó en octubre de 2021, reflejo de la mayor incertidumbre relacionada con la pandemia de coronavirus (COVID-19) y de las medidas de apoyo. Las compras de activos por parte del Eurosistema continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero. El crecimiento de los préstamos al sector privado se aceleró levemente y siguió beneficiándose de unas condiciones de financiación favorables, mientras que las necesidades de capital circulante de las empresas respaldaron la demanda de préstamos a corto plazo. En el tercer trimestre, el volumen total de financiación externa de las empresas aumentó, apoyado en la emisión de valores representativos de deuda y en el crédito bancario recibido. El coste total de dicha financiación registró un ligero incremento en el período comprendido entre julio y octubre de 2021 —impulsado por el coste de captación de recursos propios—, pero se mantuvo muy por debajo del máximo observado en los primeros compases de la pandemia.

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) aumentó en octubre de 2021. La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 7,7 % en octubre, frente al 7,5 % de septiembre (gráfico 22), impulsada por unos flujos de entrada considerables que coincidieron con la mayor incertidumbre en torno al impacto de la cuarta ola del COVID-19 sobre la economía europea. La tasa intertrimestral de crecimiento monetario siguió acercándose a su media de largo plazo. Por lo que se refiere a los componentes, el avance de M3 se debió, sobre todo, al agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. En general, los tenedores de dinero han mostrado durante la pandemia una marcada preferencia por los activos líquidos, que refleja motivos de precaución. Dada la relajación de las medidas de contención en la primavera y el verano de 2021 y la recuperación de la actividad económica, el crecimiento de M1 se moderó en el segundo y el tercer trimestre de 2021 tras las elevadas tasas de avance observadas durante el primer año de la pandemia. En octubre, la tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a reducirse, pasando del 11,1 % al 10,7 %, como resultado, fundamentalmente, de la evolución de los depósitos a la vista. Por otra parte, la tasa de avance interanual del efectivo en circulación, que había descendido desde el primer trimestre de 2021, se estabilizó en el 8,5 % en octubre. La contribución de otros depósitos a corto plazo continuó siendo negativa en ese mes, lo que refleja una reducción de la demanda de depósitos a plazo. Asimismo, los instrumentos negociables incrementaron su aportación —que partía de un nivel muy reducido—, como consecuencia de la búsqueda de rentabilidad en un entorno de tipos de interés bajos.

Gráfico 22

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

El crecimiento de los depósitos a la vista siguió moderándose. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista cayó hasta el 11,1 % en octubre, desde el 11,5 % de septiembre. Este descenso tuvo su origen fundamentalmente en los hogares, que son el sector que más contribuye a la caída. Al comienzo de la pandemia se produjeron entradas de fondos sustanciales en los depósitos, ya que el ahorro de los hogares aumentó como consecuencia de las medidas de contención, y las empresas constituyeron colchones de liquidez adicionales. En un contexto de mayor incertidumbre, estos flujos de entrada se prolongaron más allá de la primera fase de la pandemia²⁰. Más recientemente, los hogares han empezado a reducir su tasa de ahorro a medida que ha aumentado la confianza de los consumidores y han surgido mejores oportunidades de gasto. Con el avance de las campañas de vacunación y el repunte de la actividad económica, el ritmo de acumulación de depósitos bancarios de los hogares y las empresas se ha ralentizado, en tasa intertrimestral, hasta retornar a la media observada antes de la pandemia. Los depósitos de las empresas y los hogares han crecido de forma dispar entre países, como consecuencia de las diferencias en las necesidades de liquidez y en las medidas nacionales de apoyo (fiscal).

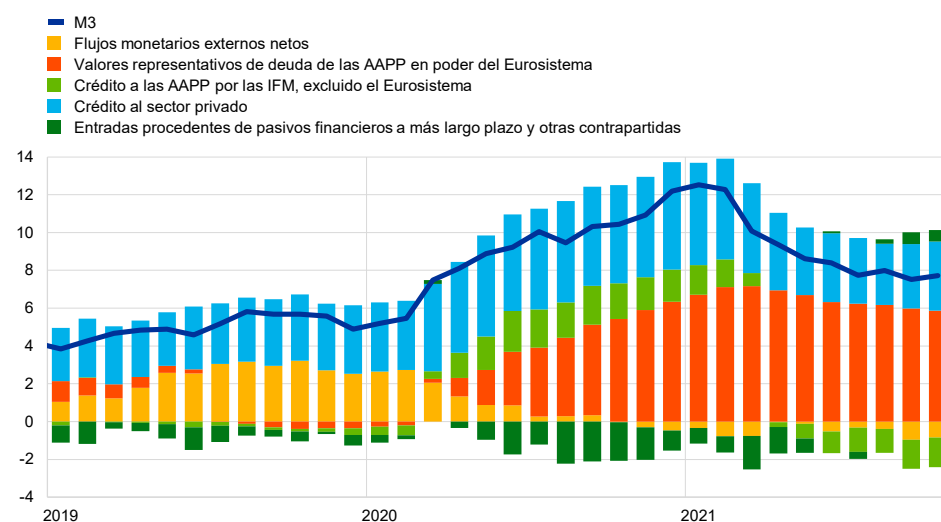
La creación de dinero continuó estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema en octubre de 2021. Al igual que en trimestres anteriores, la mayor contribución al crecimiento de M3 procedió de las compras netas de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) (parte de color rojo de las barras del gráfico 23). Como en trimestres anteriores, el crédito al sector privado (parte de color azul de las barras) proporcionó un apoyo sustancial a la creación de dinero. Otras contrapartidas también sostuvieron el crecimiento del

²⁰ Véase el recuadro titulado «COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: actualización», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

agregado monetario amplio (parte de color verde oscuro de las barras), ya que las condiciones favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) constituyeron un incentivo para cambiar la financiación bancaria en detrimento de los pasivos a más largo plazo. En cambio, dos factores importantes lastraron la creación de dinero: primero, las ventas de deuda pública o la reducida actividad de emisión de este tipo de valores (parte de color verde claro de las barras), que se tradujo en una reducción del crédito bancario concedido a las Administraciones Públicas y, segundo, las salidas netas de flujos monetarios externos (parte de color amarillo de las barras), impulsadas por la mayor sustitución de carteras, que además coincidieron con una depreciación del tipo de cambio efectivo del euro.

Gráfico 23
M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

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

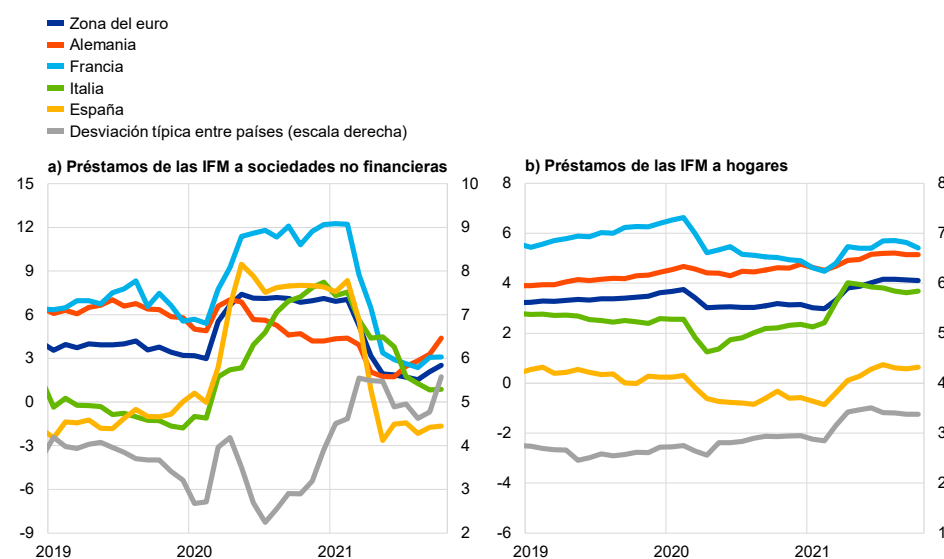
El crecimiento de los préstamos al sector privado se incrementó ligeramente en octubre de 2021 (gráfico 22). El crédito a empresas y a hogares continuó beneficiándose de las condiciones de financiación favorables y de la mejora de las perspectivas económicas. Tras moderarse en el primer semestre del año, el avance de los préstamos al sector privado se aceleró hasta el 3,4 % en octubre, frente al 3,2 % de septiembre, favorecido por el crédito empresarial. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a empresas se situó en el 2,5 % en octubre, en comparación con el 2,1 % de septiembre, como consecuencia de un alza de los préstamos a corto plazo que probablemente estaba relacionada con las necesidades de capital circulante de las empresas. Al mismo tiempo, el crecimiento del crédito continuó siendo moderado debido a los elevados saldos de efectivo, al aumento de los fondos generados internamente y a la disponibilidad de otras fuentes de financiación no bancarias, que siguieron lastrando la demanda de préstamos bancarios de las sociedades no financieras. El ritmo de avance de los

préstamos a hogares se mantuvo sin variación en el 4,1 % en octubre (gráfico 24). El crédito hipotecario continuó siendo el principal determinante del endeudamiento de los hogares, mientras que el crecimiento del crédito al consumo siguió contenido. La evolución de los préstamos también oculta diferencias considerables entre los países de la zona del euro, que reflejan, entre otros factores, la disparidad de los efectos de la pandemia y del avance de la recuperación económica.

Gráfico 24

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

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

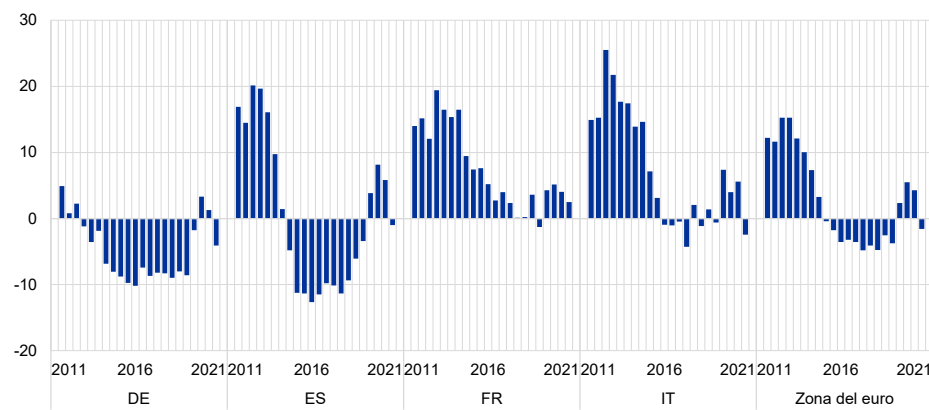
Las pequeñas y medianas empresas (pymes) indicaron recientemente que su acceso a la financiación externa había mejorado en los últimos seis meses con respecto a principios de 2021, y que esperaban que siguiera haciéndolo.

Según la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) de noviembre de 2021, las pymes de la zona del euro consideraban que la mejora de su acceso a la financiación externa había compensado con creces los correspondientes incrementos de sus necesidades de financiación, lo que dio lugar a una brecha de financiación externa de las pymes ligeramente negativa de -2 % (frente al 4 %) (gráfico 25). Además, esos resultados de la encuesta SAFE mostraron que las pymes —y aún más las grandes empresas— esperaban un aumento de la disponibilidad de la mayoría de las fuentes de financiación externa. En particular, la mejora general de la percepción de las condiciones financieras por parte de las empresas tenía un peso cada vez mayor en sus expectativas sobre la disponibilidad futura de préstamos bancarios (véase el recuadro 3 de este Boletín Económico). Como reflejo de la recuperación económica en curso, las pymes de la zona del euro señalaron un incremento de su facturación, mientras que los beneficios cayeron mucho menos de lo indicado en la última encuesta. El mediocre comportamiento de los beneficios reflejó, por lo general, la subida de los precios de las materias primas y de los costes laborales.

Gráfico 25

Variación de la brecha de financiación externa comunicada por pymes en algunos países de la zona del euro

(saldos netos ponderados)



Fuente: Encuesta del BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).

Notas: El indicador de la brecha de financiación combina, por una parte, las necesidades de financiación y, por otra, la disponibilidad de préstamos bancarios, líneas de crédito, crédito comercial, y la emisión de acciones y valores representativos de deuda a nivel de empresa. Para cada uno de estos cinco instrumentos de financiación, el indicador de la variación percibida de la brecha de financiación adopta un valor de 1 (-1) si la necesidad aumenta (disminuye) y la disponibilidad disminuye (aumenta). Si las empresas perciben que ha aumentado (disminuido) solo uno de los dos componentes de la brecha de financiación, se asigna a la variable un valor de 0,5 (-0,5). El indicador sintético es una media ponderada de la brecha de financiación de los cinco instrumentos. Si el indicador es positivo, señala un incremento de la brecha de financiación. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados como porcentajes. Las cifras se refieren a las olas 3 a 25 de la encuesta (entre marzo-septiembre de 2010 y abril-septiembre de 2021).

Los costes de financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro continúan cerca de sus mínimos históricos, favorecidos por las medidas de política monetaria del BCE.

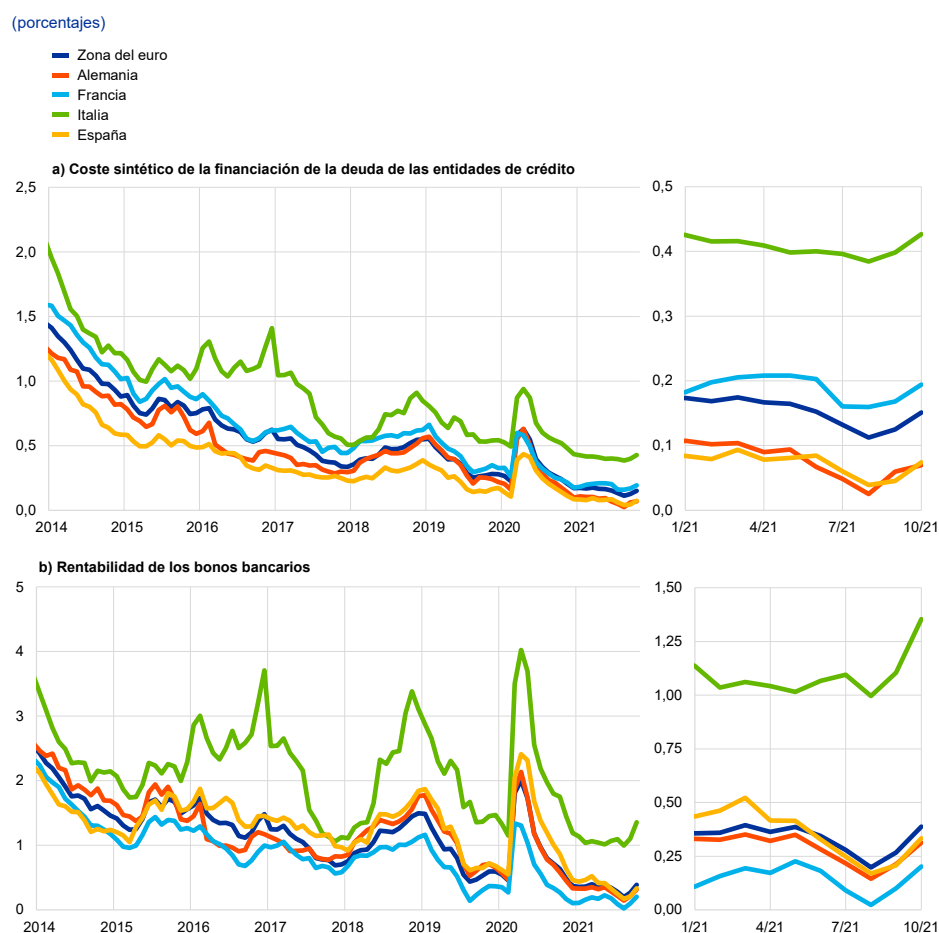
El coste sintético de la financiación de la deuda permanece por debajo de los niveles observados antes de la pandemia, pese al incremento de los tipos de interés libres de riesgo y de la rentabilidad de los bonos bancarios desde septiembre de 2021 (gráfico 26). Hasta ahora, los costes de financiación de las entidades de crédito han esquivado la presión alcista por tres motivos. En primer lugar, ha continuado el reajuste del precio de los depósitos, ya que las entidades de la zona del euro han aplicado tipos negativos a una proporción cada vez mayor de depósitos de las empresas, al tiempo que el porcentaje de depósitos de los hogares con tipos negativos ha aumentado también (aunque partía de niveles relativamente bajos) y ahora se sitúa en el 6,5 %²¹. En segundo lugar, la proporción de financiación mediante deuda de las entidades de crédito se ha reducido de forma sustancial, ya que los bancos han hecho uso de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y de las operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés) en condiciones muy favorables. En tercer lugar, las medidas de política monetaria del BCE articuladas por medio de los programas APP y PEPP han contribuido a contener la presión alcista sobre la rentabilidad de los bonos bancarios y a reducir la divergencia en las condiciones de financiación entre países, clases de riesgo y vencimientos con respecto a los niveles observados antes de la pandemia. Asimismo, los precios de los bonos bancarios garantizados han contado con el respaldo del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés) del BCE. Además de las

²¹ Véase el informe *Financial Stability Review* de noviembre de 2021.

medidas del BCE, el programa *Next Generation EU* también favorece rentabilidades más bajas, ya que contribuye a una recuperación más sólida y más uniforme en toda la zona del euro.

Gráfico 26

Tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito en una selección de países de la zona del euro



Fuentes: BCE, cálculos del BCE e índices Markit iBoxx.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son el coste ponderado de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos sénior. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2021.

Los tipos de interés del crédito bancario permanecieron próximos a sus mínimos históricos en octubre de 2021.

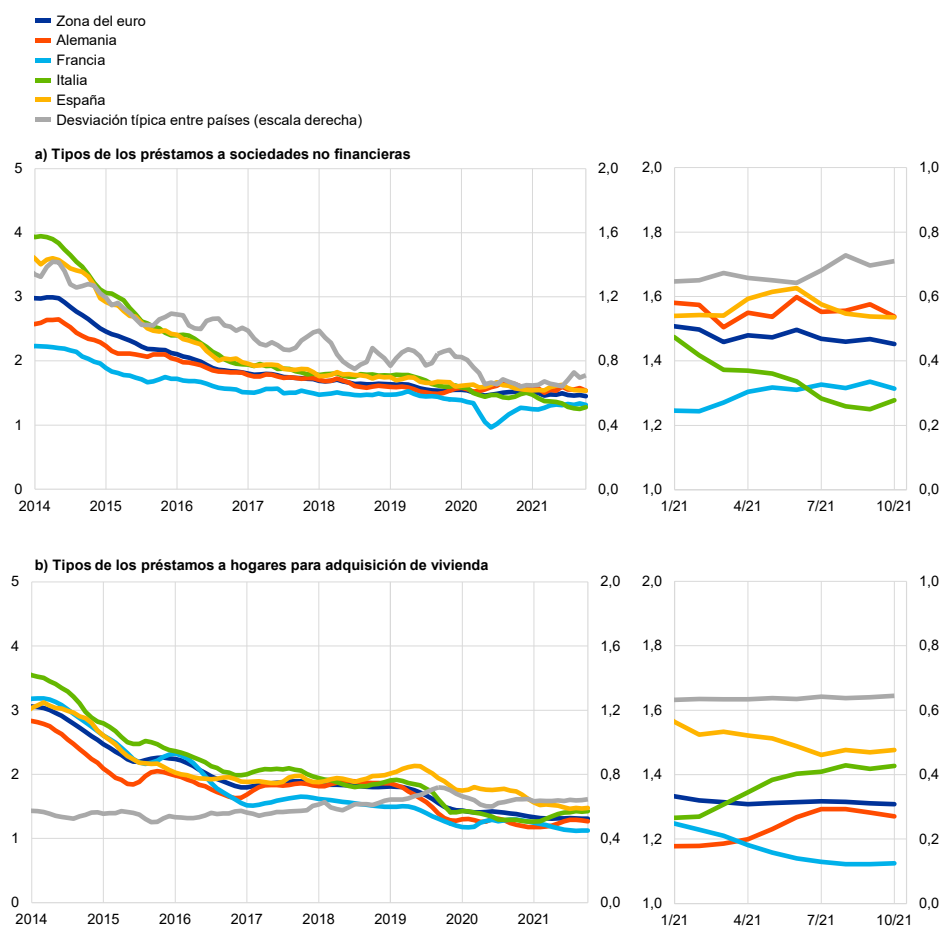
El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras cayó hasta el 1,43 %, y el de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo prácticamente sin variación en el 1,31 % (gráfico 27). El descenso del tipo de los préstamos a empresas obedeció, sobre todo, a la evolución registrada en los principales países de la zona del euro. Además, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros aumentó —aunque siguió por debajo de los niveles observados antes de la pandemia—, lo que principalmente reflejó el incremento de los tipos aplicados a los primeros. La incertidumbre sobre las consecuencias económicas de la pandemia se

ha intensificado con la propagación en todo el mundo de nuevas variantes y de la cuarta ola del COVID-19. Sin embargo, las medidas aplicadas por el BCE han evitado hasta la fecha un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación que habría intensificado el impacto adverso de las nuevas variantes sobre la economía de la zona del euro.

Gráfico 27

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

(porcentajes, medias móviles de tres meses; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2021.

El volumen total de financiación externa de las empresas aumentó en el tercer trimestre de 2021.

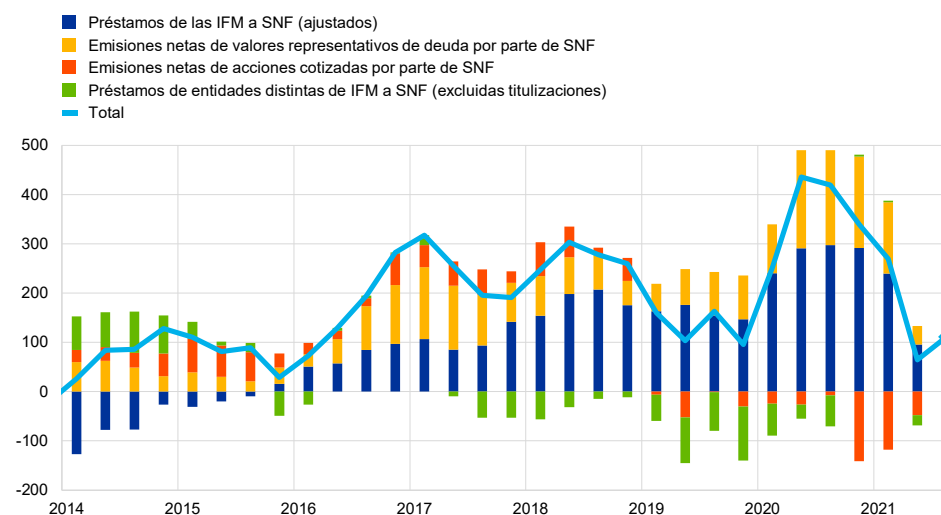
La tasa de crecimiento interanual de esta financiación subió hasta el 2,2 % en septiembre, frente al 2,1 % de junio, impulsada por el reducido coste de la financiación mediante deuda. Los mayores flujos de financiación externa registrados en el tercer trimestre de 2021 obedecieron, principalmente, a un incremento de los préstamos bancarios a empresas y de la emisión de valores representativos de deuda, mientras que la contribución positiva de los préstamos del sector financiero no bancario fue más reducida (gráfico 28). La demanda de crédito de las sociedades no financieras se sustentó en la mayor fortaleza de la inversión

empresarial, mientras que la mejora de los resultados y los beneficios no distribuidos, los considerables colchones de liquidez y los elevados niveles de deuda bruta de las empresas continuaron frenando la demanda. En países y sectores que se han visto especialmente afectados por los cuellos de botella en la oferta, las mayores necesidades de capital circulante debido a los retrasos en la producción y a la reposición de existencias han dado lugar a un ascenso de la toma de financiación a corto plazo. Sin embargo, en general las sociedades no financieras han continuado mostrando una preferencia mayor por los instrumentos de financiación con vencimientos a más largo plazo, lo que sugiere que la financiación externa suele utilizarse sobre todo para inversión empresarial, en lugar de dedicarse a la acumulación de colchones de liquidez.

Gráfico 28

Flujos netos de financiación externa de las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro

(flujos interanuales en mm de euros)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE, Eurostat y Dealogic.

Notas: La financiación externa neta es la suma de los préstamos de las IFM, las emisiones netas de valores representativos de deuda, las emisiones netas de acciones cotizadas y los préstamos de entidades distintas de IFM. Los préstamos de IFM están ajustados de titulaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Los préstamos de entidades distintas de IFM incluyen los préstamos otorgados por otras instituciones financieras y empresas de seguros y fondos de pensiones, netos de titulaciones. La barra vertical rayada y el rombo de color azul claro representan la previsión actual para el tercer trimestre de 2021. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021 para los datos de las cuentas de la zona del euro; las estimaciones para el tercer trimestre de 2021 están basadas en datos de partidas del balance (BSI) del BCE y de valores (SEC), y en Dealogic.

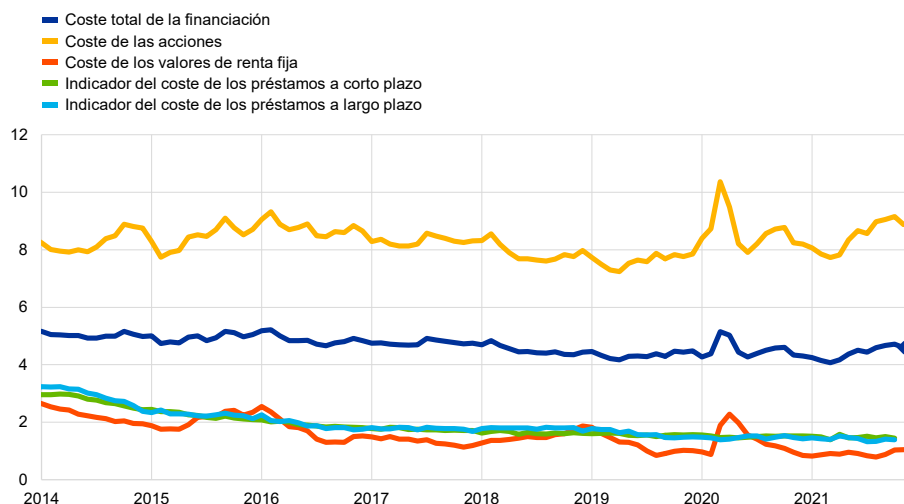
El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras (que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones) se incrementó en el período comprendido entre julio y octubre de 2021, como resultado del coste de las acciones. El coste de la financiación externa aumentó hasta el 4,7 % en octubre de 2021 (gráfico 29), unos 40 puntos básicos por debajo del máximo de marzo de 2020, pero 60 puntos básicos por encima del mínimo histórico registrado en marzo de 2021. El alza observada en octubre se debió fundamentalmente al mayor coste de las acciones, que reflejó un repunte tanto de los tipos de interés libres de riesgo como, en mucho menor grado, de la prima de riesgo de dichos valores. La subida de los tipos de interés libres de riesgo también explicó el mayor coste de los valores de

renta fija, que alcanzaron niveles que no se observaban desde octubre de 2020, a pesar de que los diferenciales de los bonos corporativos apenas variaron. Se estima que, entre finales de octubre y el 15 de diciembre, el coste total de la financiación se ha reducido ligeramente, ya que la caída del coste de las acciones compensó con creces el leve ascenso que volvió a registrar el coste de los valores de renta fija. El descenso del coste de las acciones en ese período obedeció a una caída de los tipos de interés libres de riesgo, que compensó sobradamente la ligera subida de la prima de riesgo de las acciones. En cambio, esa caída no fue suficiente para reducir el coste de los valores de renta fija, como consecuencia de la ampliación de los diferenciales de los bonos corporativos, sobre todo en el segmento de alta rentabilidad (*high-yield*).

Gráfico 29

Coste nominal de la financiación externa de las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro, por componente

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las SNF se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Los rombos de color azul oscuro indican el coste total de financiación previsto actualmente para noviembre y diciembre de 2021, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de octubre de 2021. Las últimas observaciones corresponden al 15 de diciembre de 2021 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 10 de diciembre de 2021 para el coste de las acciones (datos semanales) y a octubre de 2021 para el coste del crédito (datos mensuales).

6 Evolución de las finanzas públicas

Aunque la crisis del coronavirus (COVID-19) siguió constituyendo un lastre considerable para las finanzas públicas en 2021, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021 muestran que el saldo presupuestario ya se encuentra en una senda de mejora. Tras registrar un máximo del 7,2 % del PIB en 2020, la ratio de déficit habría descendido hasta el 5,9 % en 2021, y se prevé que continúe disminuyendo hasta situarse en el 3,2 %, en 2022 y que se estabilice justo por debajo del 2 % al final del horizonte de proyección en 2024. Estas mejoras obedecen a la combinación de unos saldos primarios ajustados de ciclo más elevados y, en particular a partir de 2022, a una contribución significativamente mayor del ciclo económico. En cuanto a la orientación de la política fiscal de la zona del euro, a un tono muy expansivo en 2020 siguió un ligero endurecimiento en 2021, después de ajustar por las subvenciones del programa Next Generation EU (NGEU). Según las proyecciones, esta orientación se endurecerá de forma notable en 2022, aunque mucho menos de lo previsto anteriormente, sobre todo como consecuencia de la retirada de una parte sustancial del apoyo de emergencia frente a la crisis. Se prevé que la orientación más restrictiva continúe durante el resto del horizonte de proyección, si bien en un grado mucho menor, dado que se seguirá proporcionando un importante respaldo a la economía en los próximos años. En general, unas políticas fiscales favorables que se sustenten en una retirada gradual de las medidas fiscales contribuirían a sostener la recuperación de la economía de la zona del euro y a mitigar las secuelas a más largo plazo. Este apoyo también ayudaría a la economía a adaptarse a los cambios estructurales que se están produciendo. Las medidas de política fiscal deberían promover el crecimiento y estar bien enfocadas para abordar las vulnerabilidades de manera efectiva. Como complemento de las medidas fiscales nacionales, se espera que el NGEU y el paquete «Objetivo 55» contribuyan a que la recuperación sea más sólida, más verde y más equilibrada.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará de forma sostenida a partir de 2021²². Se estima que la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona habría descendido hasta el 5,9 % del PIB en 2021, tras alcanzar un nivel sin precedentes —el 7,2 %— en 2020. Se prevé que después registre una caída aún más intensa, hasta situarse en el 3,2 % del PIB en 2022, y que siga disminuyendo hasta el 2,1 % y el 1,8 % del PIB en los dos años siguientes (gráfico 30). Tras las medidas de respaldo económico adoptadas en respuesta a la pandemia equivalentes a aproximadamente el 4,1 % del PIB en 2020, el apoyo para afrontar la crisis y para la recuperación habría aumentado hasta alrededor del 4,4 % del PIB en 2021. Este ascenso obedece a que los Gobiernos han prolongado la vigencia de sus medidas de emergencia, han ido incrementando su dotación o han adoptado otras nuevas para

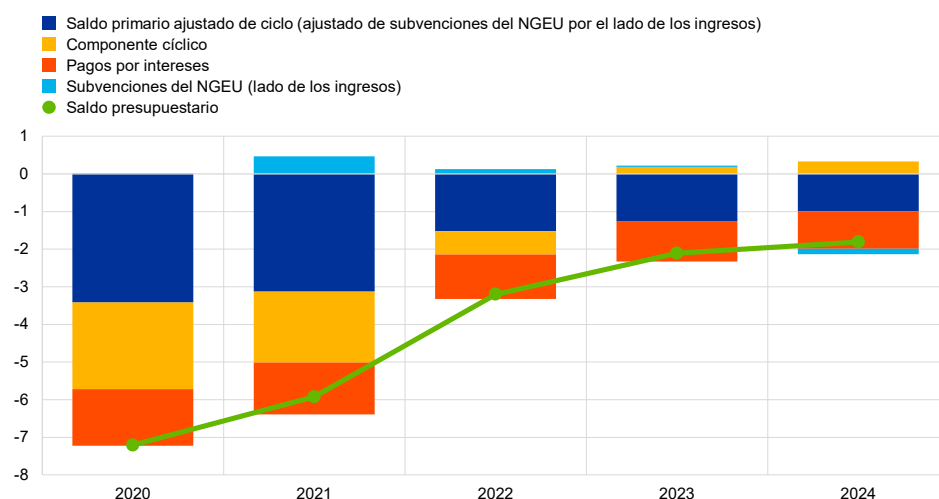
²² Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2021», publicadas en el sitio web del BCE el 16 de diciembre de 2021.

respaldar la recuperación, entre ellas las financiadas a través de las subvenciones que reciben del NGEU²³. Se espera que la aportación del importante componente cíclico negativo —que contribuyó al considerable aumento del déficit público en 2020— empiece a disminuir en 2021, aunque solo de forma moderada. A tenor de las proyecciones, la mejora más sustancial del saldo presupuestario a partir de 2022 estará impulsada por un saldo primario ajustado de ciclo más elevado, ya que buena parte de las medidas de emergencia no financiadas con las subvenciones del NGEU expirarán. Además, se espera que la contribución negativa del ciclo económico desaparezca con rapidez desde 2022 y pase a ser ligeramente positiva a partir de 2023. En menor medida, pero a lo largo de todo el horizonte de proyección, la mejora del saldo presupuestario también se verá facilitada por la disminución gradual de las aportaciones de los pagos por intereses.

Gráfico 30

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



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

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

Se considera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro se habría endurecido ligeramente en 2021, tras un tono muy expansivo en 2020²⁴. En 2022 se espera un endurecimiento más significativo de la orientación de la política fiscal, desde unos niveles de apoyo todavía elevados, a medida que el

²³ Las subvenciones del NGEU equivalen a aproximadamente el 0,5 % del PIB, en promedio, durante el horizonte de proyección, y disminuyen de forma gradual después de 2022. Junto con una cantidad limitada de préstamos, se prevé que financien gastos presupuestarios equivalentes a alrededor del 2,5 % del PIB. La evolución de las finanzas públicas que se presenta en esta sección no incluye el déficit y la deuda supranacionales europeos relacionados con las transferencias del NGEU.

²⁴ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico, y se mide como la variación de la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

respaldo fiscal desaparezca en paralelo al vencimiento de las medidas de apoyo temporales y frente a la pandemia. En 2023 y 2024 se continuaría imprimiendo un tono moderadamente más restrictivo a la política fiscal²⁵. Pese a ello, el respaldo fiscal a la recuperación económica sigue siendo sustancial durante todo el horizonte de proyección, lo que se refleja en la persistencia de un saldo presupuestario primario total claramente negativo.

Además de prestar apoyo fiscal a sus economías, los países de la zona del euro han proporcionado sustanciales avales públicos para préstamos, con el fin de reforzar la liquidez de las empresas. En total, el importe de estos avales ascendió a alrededor del 19 % del PIB de la zona del euro en 2021. Se estima que la tasa acumulada de utilización de estos avales durante el período 2020-2021 fue del 9 % del PIB. Conviene señalar que estas cifras ocultan diferencias significativas entre países en lo que respecta tanto al importe de los avales como a la tasa de utilización. Los avales para préstamos constituyen pasivos contingentes para los Gobiernos y, por tanto, su ejecución supondría un incremento del gasto público que elevaría la deuda pública.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2021, el saldo presupuestario habría mejorado de forma significativa en 2021, mientras que se prevé que registre un leve deterioro en 2022. En concreto, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado al alza en 1,1 puntos porcentuales para 2021, hasta el -5,9 %, y a la baja en 0,2 puntos porcentuales para 2022, hasta el -3,2 %, al tiempo que el correspondiente a 2023 se mantiene en el -2,1 %. Este perfil está determinado principalmente por las revisiones de la orientación de la política fiscal, que, según las estimaciones, se habría endurecido en 2021, sobre todo como resultado de un aumento de la recaudación impositiva mayor de lo previsto anteriormente y de la magnitud algo menor de las medidas discrecionales de estímulo. Las revisiones de la orientación de la política fiscal para 2022 reflejan, sobre todo, las medidas de estímulo adicionales incorporadas en el contexto de los presupuestos de 2022 y, en menor grado, factores no discrecionales relacionados con los ingresos que tienen un efecto moderador.

Tras el fuerte incremento de la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro en 2020, se prevé que esta ratio disminuya ligeramente hasta situarse justo por debajo del 97 % del PIB en 2021 y que siga descendiendo hasta alrededor del 90 % del PIB en 2024. Tras un ascenso de 14 puntos porcentuales de la ratio de deuda en 2020, en 2021 el déficit primario, decreciente pero todavía elevado, se verá compensado con creces por una importante contribución a la reducción de la deuda del diferencial tipo de interés-crecimiento. Según las proyecciones, en 2022 y 2023 esta ratio descenderá a un ritmo más rápido, ya que los déficits primarios —que contribuyen al aumento de la deuda— están disminuyendo y además se verán compensados por las contribuciones

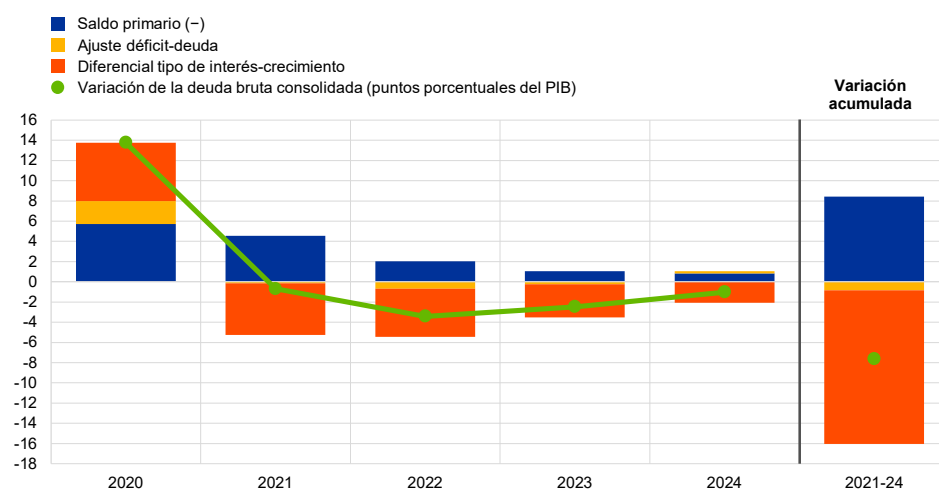
²⁵ El impacto de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro fue de -4,2 puntos porcentuales del PIB en 2020, se estima que habría sido de +0,2 % puntos porcentuales del PIB en 2021 y se prevé que sea de +1,1, +0,3 y +0,3 puntos porcentuales del PIB en 2022, 2023 y 2024, respectivamente, tras ajustar por los ingresos relacionados con las subvenciones del NGEU.

positivas de los diferenciales tipo de interés-crecimiento y, en menor medida, por los ajustes negativos entre déficit y deuda (gráfico 31). Se espera que al final del horizonte de proyección, en 2024, la ratio de deuda se estabilice en torno al 90 % del PIB, 6 puntos porcentuales por encima de su nivel previo a la crisis. En conjunto, el impacto negativo de la crisis del COVID-19 en la trayectoria de la deuda agregada de la zona del euro ha sido sustancialmente menor de lo previsto, en general, en su fase inicial²⁶.

Gráfico 31

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

(porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)



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

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

Las políticas fiscales nacionales deberían proporcionar a las empresas y hogares más expuestos a la pandemia un apoyo focalizado y que promueva el crecimiento. Ello contribuiría, sobre la base de una retirada gradual del apoyo, a sostener la recuperación y a mitigar las secuelas a más largo plazo. La reducción progresiva de los desequilibrios presupuestarios debe basarse en un cambio decisivo hacia una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento y reformas estructurales que aumenten el potencial de crecimiento de las economías de la zona del euro. El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia del NGEU y el paquete «Objetivo 55» pueden brindar un apoyo sustancial a este respecto, en especial acelerando las transiciones ecológica y digital.

²⁶ Por ejemplo, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2020 situaban el nivel de la deuda en relación con el PIB al final de 2022 6,7 puntos porcentuales por encima del contemplado en las actuales proyecciones.

Recuadros

1 Las interrupciones en las cadenas de suministro y sus efectos sobre la economía mundial

Maria Grazia Attinasi, Mirco Balatti, Michele Mancini y Luca Metelli

Las tensiones en las redes globales de producción, que empezaron a aflorar a finales de 2020, reflejan los desequilibrios entre la oferta y la demanda de determinados bienes y están obstaculizando la recuperación económica mundial en curso.

Estas tensiones, que también suelen denominarse «cuellos de botella en la oferta», constituyen un fenómeno polifacético. La contracción y la posterior recuperación de la actividad económica durante la pandemia de COVID-19 no tiene precedentes, dado que reflejan las grandes transformaciones de la oferta y la demanda desencadenadas por el cierre y la reapertura de economías, en un contexto de considerable estímulo monetario y fiscal y de volumen elevado de ahorro acumulado, especialmente en las economías avanzadas. Asimismo, dado que las oportunidades de consumo en el sector servicios (en particular, en los relacionados con viajes, turismo y actividades recreativas) se vieron seriamente restringidas por las medidas de contención de la pandemia, se produjo una rotación de la demanda hacia las mercancías, lo que intensificó la ya de por sí fuerte recuperación cíclica del sector de bienes. Ante ese notable resurgimiento de la demanda, los proveedores de bienes de todo el mundo han tenido dificultades para responder al incremento de los pedidos. Además, las interrupciones en las cadenas de suministro de carácter idiosincrásico (como consecuencia de las olas de la pandemia y de fenómenos meteorológicos adversos, por ejemplo) también han influido, limitando el crecimiento de la actividad y del comercio y, en última instancia, provocando una subida de los precios. En este recuadro se analizan las características principales de los actuales cuellos de botella en la oferta. En primer lugar, el objetivo es desligar las interrupciones en las cadenas de suministro de los factores de demanda, con el argumento de que, aunque estos últimos son una manifestación de la fase en curso del ciclo económico, es posible que las interrupciones moderen el ritmo de recuperación y, por tanto, deben ser objeto de un estrecho seguimiento. En segundo lugar, se presenta una valoración empírica del impacto de esas interrupciones sobre la actividad económica y los precios a escala mundial, además de los supuestos sobre su evolución futura¹.

Las interrupciones en las cadenas de suministro están lastrando la actividad y el comercio en todo el mundo. Los elementos más relevantes son: i) dificultades en los sectores de logística y transporte, ii) desabastecimiento de semiconductores, iii) restricciones relacionadas con la pandemia que afectan a la actividad económica, y iv) escasez de mano de obra. El transporte global de mercancías se ha visto gravemente perturbado por la mala asignación de contenedores y por la congestión

¹ Para un análisis del efecto de las interrupciones en la cadena de suministro sobre la producción industrial de la zona del euro, véase el recuadro titulado «[Las interrupciones en las cadenas de suministro y su impacto en el sector manufacturero de la zona del euro](#)» en este Boletín Económico.

debido no solo a la rápida recuperación de la economía mundial, la rotación de la demanda de consumo hacia los bienes en detrimento de los servicios y el elevado volumen de importaciones asociado, sino también al cierre de puertos provocado por brotes de COVID-19 que se producen de manera localizada y asíncrona². En consecuencia, los costes de transporte, especialmente desde los principales puertos asiáticos hacia Estados Unidos y Europa, se han disparado desde finales de 2020. La escasez de semiconductores comenzó a materializarse en la segunda mitad de 2020 y es particularmente pronunciada en el sector de la automoción. Durante el gran confinamiento, los fabricantes de automóviles redujeron sus pedidos de chips, mientras que la demanda de los chips utilizados en otros equipos electrónicos se incrementó de forma significativa (sobre todo, como consecuencia de tener que trabajar desde casa). Los productores se vieron sorprendidos por el aumento acusado de nuevos pedidos de automóviles en el segundo semestre de 2020 y, dada la escasa capacidad ociosa del sector de semiconductores, la producción de chips no pudo responder a la alta demanda, posiblemente también como resultado de una inversión insuficiente en los años previos a la pandemia³. La escasez de mano de obra parece estar menos generalizada y más concentrada en determinadas economías, como Estados Unidos y Reino Unido. En los dos países los indicadores de tensionamiento del mercado de trabajo ya se sitúan por encima de los niveles registrados antes de la crisis, lo que contrasta con la lenta recuperación observada tras la crisis financiera mundial. La menor eficiencia de la adecuación entre oferta y demanda de trabajo y la disminución de la tasa de actividad reflejan, en parte, el aumento de las prestaciones por desempleo, las jubilaciones anticipadas y la necesidad de cuidar de los niños y de otros familiares durante la pandemia, así como la reticencia a trabajar en los sectores que requieren interacción social⁴. Por último, el impacto de los factores mencionados anteriormente en lo que se refiere a saturar las cadenas de suministro podría verse agravado por el «efecto látigo», un fenómeno típico del canal de amplificación por el que las empresas acumulan existencias porque esperan una fuerte demanda en un contexto de escasez de los insumos clave para su proceso de producción, tales como materias primas y bienes intermedios.

La dilatación de los plazos de entrega de los proveedores observada en las economías avanzadas desde finales de 2020 es la manifestación más evidente de las tensiones generalizadas en las redes globales de producción. Uno de los indicadores que más se utilizan como aproximación (*proxy*) de esas tensiones es el índice global de directores de compras sobre los plazos de entrega de los proveedores (en adelante, denominado «PMI SDT», por sus siglas en inglés), que cuantifica la evolución del tiempo necesario para la entrega de insumos a las empresas. Una de sus principales ventajas es poder captar restricciones de capacidad de distintos tipos (por ejemplo, desabastecimiento de bienes intermedios, retrasos en el transporte o escasez de mano de obra), lo que hace del PMI SDT un

² Véase también el recuadro titulado «¿Qué factores están impulsando la reciente subida de los costes de transporte?», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021.

³ Véase asimismo el recuadro titulado «La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021.

⁴ Véase igualmente el recuadro titulado «Los mercados de trabajo de Estados Unidos y el Reino Unido en la recuperación pospandemia» en este *Boletín Económico*.

indicador completo de las tensiones que experimentan las redes globales de producción⁵. Este indicador sugiere que los plazos de entrega de los proveedores se han alargado enormemente en los últimos meses (panel a del gráfico A) y que este aumento de los plazos está resultando ser más prolongado que en la primera perturbación generada por el COVID-19. El gráfico también apunta a una heterogeneidad significativa entre las economías avanzadas y las emergentes, con economías como Estados Unidos, la zona del euro y Reino Unido mucho más afectadas que destacados países emergentes. Por último, aunque el aumento del PMI SDT es generalizado en la mayoría de sectores, es especialmente acusado en determinados tipos de productos, tales como maquinaria y equipos tecnológicos (panel b del gráfico A), lo que sugiere que la escasez de productos intermedios es más pronunciada en esos sectores.

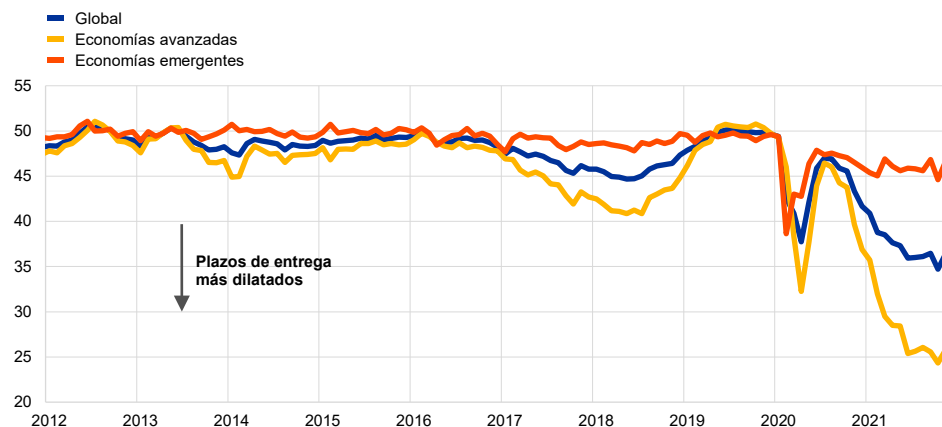
⁵ Un indicador alternativo de los cuellos de botella en la oferta son los precios del transporte, pero estos solo proporcionan una imagen parcial del fenómeno, puesto que únicamente abarcan el sector logístico, mientras que el PMI SDT es más amplio y muestra comovimiento con la actividad económica.

Gráfico A

Plazos de entrega de los proveedores

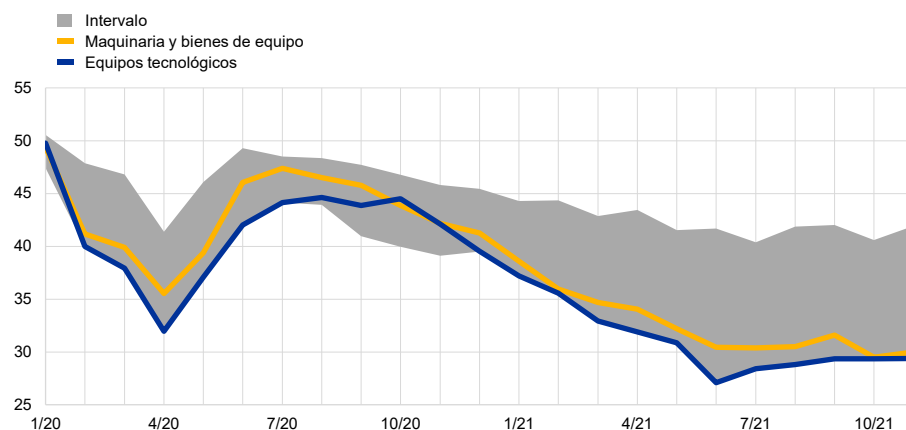
a) PMI SDT de distintas regiones

(Índices de difusión)



b) PMI SDT global de distintos sectores

(Índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Notas: La zona sombreada en el panel b indica el intervalo entre el nivel mínimo y el máximo del PMI SDT en quince sectores (materiales básicos, productos químicos, recursos, productos forestales y de papel, metalurgia y minería, bienes de consumo, automóviles y componentes, servicios de comidas y bebidas, bebidas, alimentación, productos del hogar/de uso personal, bienes industriales, materiales de construcción, maquinaria y bienes de equipo, equipos tecnológicos). Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2021.

Los plazos de entrega de los proveedores reflejan tensiones en las redes de producción y muestran cierta prociclicidad con respecto a las fluctuaciones de la producción.

El PMI SDT suele presentar un estrecho comovimiento con el PMI global de actividad de las manufacturas, que es una aproximación (*proxy*) del ciclo económico, lo que sugiere que, a medida que aumenta la producción, los plazos de entrega tienden a alargarse. Para depurar los movimientos de este indicador causados por la dilatación habitual asociada a fluctuaciones cíclicas, se ha utilizado un modelo de vectores autorregresivos (VAR, por sus siglas en inglés) de naturaleza bivalente con datos mensuales para el PMI global (excluida la zona del euro) de actividad de las manufacturas y para el PMI SDT global, en el que se identifican —utilizando restricciones de signo— las perturbaciones generadas por la

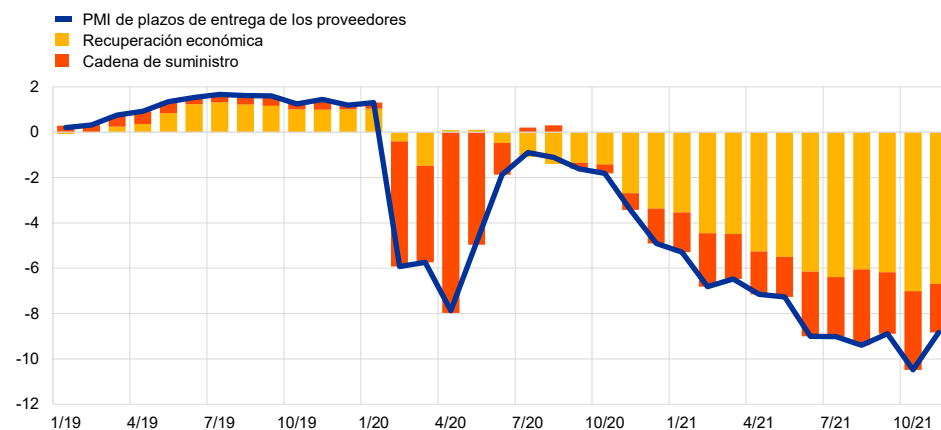
recuperación de la demanda y las disrupciones en las cadenas de suministro⁶. Más concretamente, se parte del supuesto de que dichas disrupciones alargan los plazos de entrega y reducen la producción, mientras que la mayor demanda derivada de la recuperación económica produce un aumento tanto de la producción como de los plazos. Este enfoque permite recuperar las perturbaciones estructurales que subyacen a los movimientos del PMI SDT y, en particular, el *shock* de oferta, que se ha utilizado como indicador de las perturbaciones causadas por las cadenas de suministro.

El análisis empírico presentado en este recuadro sugiere que las perturbaciones causadas por las cadenas de suministro representan en torno a un tercio de las tensiones que sufren las redes globales de producción. La descomposición histórica muestra que, aunque los factores de demanda desempeñaron un papel fundamental en el ascenso del nivel general del PMI SDT, las disrupciones en las cadenas de suministro han sido las responsables de una tercera parte del aumento de los plazos de entrega durante los seis últimos meses, y su contribución ha ido creciendo (gráfico B). En cambio, no sorprende que los factores de demanda hayan contribuido en mayor medida dada la prociclicidad de los plazos de entrega en periodos de recuperación económica y habida cuenta de la recuperación sin precedentes de la economía tras la perturbación inicial ocasionada por el COVID-19⁷.

Gráfico B

Descomposición basada en un modelo del PMI de plazos de entrega de los proveedores

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



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Markit.

Notas: Descomposición histórica del PMI global (excluida la zona del euro) de plazos de entrega de los proveedores, que se obtuvo mediante un modelo VAR bayesiano de dos variables con el PMI de actividad y el PMI de plazos de entrega de los proveedores, se identificó mediante restricciones de signos y se estimó durante el período comprendido entre mayo de 2007 y noviembre de 2021. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2021.

⁶ Esta estrategia de identificación se inspiró en S. Bhushan y D. Struyven, «Supply Chains, Global Growth, and Inflation», *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs Research, 20 de septiembre de 2021. El uso del PMI global de actividad de las manufacturas en este modelo VAR permite una estimación oportuna de la perturbación causada por las cadenas de suministro. Esto no sería posible si se utilizaran datos cuantitativos sobre la actividad económica, que se publican con un mayor desfase.

⁷ En el punto álgido de la crisis de COVID-19, en abril de 2020, las disrupciones en las cadenas de suministro fueron la razón principal por la que se ampliaron los plazos de entrega.

Las disrupciones en las cadenas de suministro tienen un impacto negativo en la producción industrial y en el comercio mundiales, y positivo en la inflación.

El objetivo del análisis realizado en este recuadro es cuantificar el efecto que causa la citada perturbación derivada de las cadenas de suministro sobre la actividad, el comercio y los precios, y, a su vez, los obstáculos que crea para la recuperación económica. Para lograrlo, se estima un VAR complementario (*companion*), con cinco variables endógenas (exportaciones, importaciones y producción industrial, junto con las tasas de inflación correspondientes al índice de precios de consumo y al índice de precios industriales). La perturbación estimada causada por las cadenas de suministro se incorpora en el modelo como variable exógena. Para cuantificar los efectos adversos sobre la actividad, el comercio y los precios, se genera un escenario contrafactual ejecutando un ejercicio de previsiones condicionales para el período comprendido entre noviembre de 2020 y septiembre de 2021, en el que se asume que no existen disrupciones en las cadenas de suministro (es decir, la perturbación ocasionada por esas cadenas se ha fijado en cero en todo momento). Para ese período, se concluye que, de no existir perturbaciones producidas por las cadenas de suministro, se habría registrado un nivel de comercio mundial en torno a un 2,7 % más elevado en términos acumulados, mientras que la producción industrial global habría sido alrededor de un 1,4 % mayor (panel a del gráfico C). Los intercambios comerciales se vieron más afectados que la producción industrial porque la debilidad del sector logístico incidió en el comercio de manera desproporcionada. Asimismo, el cambio hacia proveedores y bienes nacionales podría haber mitigado las repercusiones en la producción industrial. Del análisis efectuado también se desprende que las disrupciones en las cadenas de suministro tienen un impacto significativo en los precios, que crece con el tiempo y que es mucho más acusado en el índice de precios industriales que en el de precios de consumo (panel b del gráfico C)⁸. Esto podría atribuirse al hecho de que los productores están expuestos a esas disrupciones de forma más directa que los consumidores. Además, la subida de los precios industriales se traslada a los consumidores solo en parte o con cierto desfase. Por último, cabe señalar que los resultados agregados descritos ocultan una heterogeneidad considerable entre países, dado que los cuellos de botella en la oferta no afectan a todos por igual. Por ejemplo, se llega a la conclusión de que los efectos son mayores en Estados Unidos, donde el comercio y la producción industrial se sitúan, respectivamente, un 4,3 % y un 2 % por debajo del escenario contrafactual sin disrupciones.

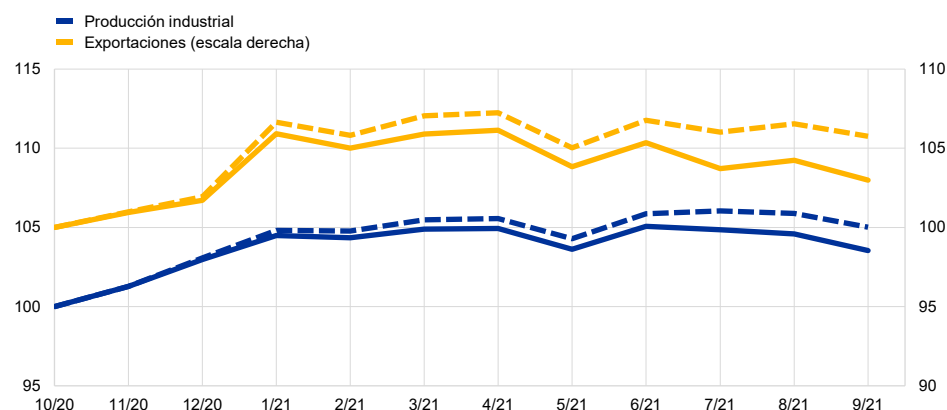
⁸ Las funciones de impulso-respuesta del VAR sugieren que, tras la perturbación en un período, los efectos sobre la inflación se disipan en un plazo de seis a nueve meses, mientras que los que inciden en variables reales tardan en torno a cuatro meses.

Gráfico C

Estimaciones del impacto

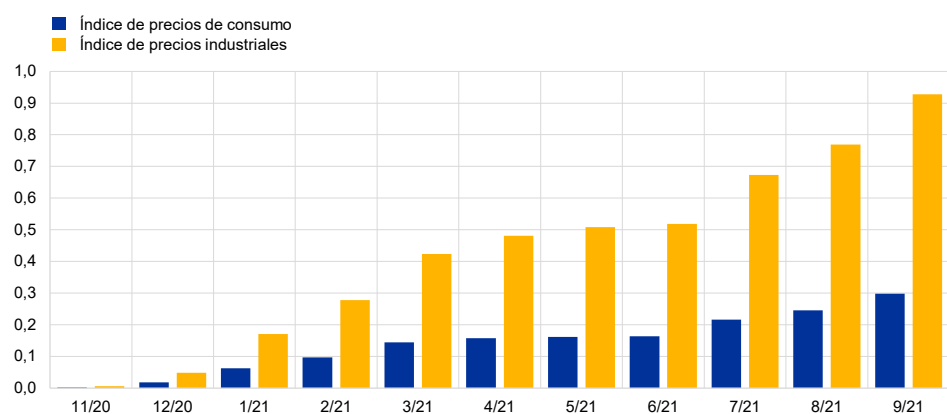
a) Comercio y producción industrial mundiales (excluida la zona del euro)

(octubre de 2020 = 100)



b) Índice de precios de consumo e índice de precios industriales mundiales (excluida la zona del euro)

(desviaciones en puntos porcentuales con respecto a la inflación mensual interanual)



Fuente: Cálculos de expertos del BCE basados en datos de Markit, del CPB y de la OCDE.

Notas: Los efectos que tienen sobre las cantidades y los precios las disrupciones en las cadenas de suministro se calculan mediante un VAR en el que una perturbación de oferta estructural (recuperada de un modelo de vectores autorregresivos estructural con restricciones de signos para el PMI de actividad y el PMI de los plazos de entrega) se incorpora como variable exógena. Los efectos calculados son la diferencia entre la trayectoria de las variables obtenidas en el escenario en el que se materializa la perturbación y en un escenario contrafactual en el que la perturbación entre noviembre de 2020 y septiembre de 2021 se fija en cero (es decir, no existen disrupciones en las cadenas de suministro). En el panel a, las líneas discontinuas muestran la evolución estimada de las exportaciones y de la producción industrial cuando no existen cuellos de botella en la oferta. En el panel b, las barras indican los efectos estimados que tienen los cuellos de botella en la oferta sobre el índice de precios de consumo y el de precios industriales. Todos los agregados mundiales excluyen la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2021.

Se espera que las disrupciones en las cadenas de suministro mejoren gradualmente en la segunda mitad de 2022, aunque sigue existiendo un alto grado de incertidumbre con respecto a su evolución. Dado su carácter polifacético, algunas disrupciones podrían tardar más tiempo en resolverse que otras. Por ejemplo, para que la producción de semiconductores reciba un impulso significativo es necesario un nivel elevado de inversión que aumente la capacidad productiva y, teniendo en cuenta el plazo que se requiere para ello, no cabe esperar mejoras considerables hasta más avanzado el año 2022 o en 2023. Que la escasez de mano de obra se reduzca en los próximos meses dependerá de la evolución del apoyo público, así como de las medidas de contención de la pandemia y de la cantidad de nuevos casos de COVID-19. Los costes de transporte se han reducido

recientemente, sobre todo como consecuencia de factores transitorios (por ejemplo, la reapertura de los puertos del sur de Asia, dado que habían descendido los contagios por COVID-19), pero permanecen próximos a sus máximos históricos. La información disponible basada en encuestas que resume las opiniones del sector empresarial sugiere que se espera que las dificultades persistan durante la mayor parte de 2022 o incluso durante todo el año⁹.

De cara al futuro, los riesgos de que se produzcan nuevas interrupciones en las cadenas de suministro no pueden descartarse, especialmente si empeora la situación pandémica. La nueva variante ómicron ha reavivado la preocupación acerca de una intensificación de la pandemia en todo el mundo. Los brotes pueden provocar cierres localizados en puertos o en empresas, lo que generaría nuevas interrupciones en la producción y en el transporte y, por consiguiente, supondría un lastre para la actividad al tiempo que ejercería presiones al alza sobre los precios. Asimismo, las nuevas medidas de contención para frenar su propagación (por ejemplo, restricciones a la movilidad y los vuelos internacionales), así como las limitaciones voluntarias, pueden volver a desplazar la demanda de consumo a favor de los bienes y en detrimento de los servicios, lo que agravaría los cuellos de botella en la oferta. Con todo, un descenso de la demanda de consumo global podría aliviar algo las restricciones de oferta a escala mundial que, como se ha indicado anteriormente, parecen derivarse, en su mayor parte, de la fuerte demanda. Por último, si la producción de semiconductores y la capacidad del sector de transporte marítimo aumentan a un ritmo mayor de lo esperado, las interrupciones en las cadenas de suministro podrían resolverse con más rapidez.

⁹ Véanse el recuadro titulado «[Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021; T. Hunter, «Supply chain problems peaking, but risks remain», *Research Briefing Global*, Oxford Economics, 18 de noviembre de 2021; *The Beige Book*, Federal Reserve System, 20 de octubre de 2021; *The CFO Survey*, Duke University, Federal Reserve Bank of Richmond y Federal Reserve Bank of Atlanta, 14 de octubre de 2021, y *Business Outlook Survey of Industrial and Service Firms*, Banca d'Italia, 8 de noviembre de 2021.

2 Los mercados de trabajo de Estados Unidos y el Reino Unido en la recuperación pospandemia

Katrin Forster van Aerssen, Ramón Gómez Salvador, Michel Soudan y Tajda Spital

En la fase de recuperación posterior a la pandemia de coronavirus (COVID-19), los mercados de trabajo de Estados Unidos y el Reino Unido presentan numerosas similitudes, pero con distintas implicaciones para los salarios. En este recuadro se repasa la evolución pospandemia de estos mercados y se pone de manifiesto que, en ambos países, los desequilibrios entre la demanda y la oferta de trabajo están causando un fuerte tensionamiento atípico en una fase tan temprana de la recuperación. Estas tensiones podrían traducirse en presiones salariales generalizadas, lo que, a su vez, entrañaría un riesgo para la inflación. Este tipo de presiones se observan de forma cada vez más evidente en Estados Unidos, pero son menos acentuadas en el Reino Unido.

En Estados Unidos, la demanda de trabajo supera a la oferta. Según los últimos datos disponibles, en octubre de 2021 la tasa de actividad todavía era claramente inferior a su cota previa a la crisis (1,7 puntos porcentuales por debajo de la registrada en febrero de 2020). Se trata de un nivel que habitualmente se observa en los primeros compases de una recuperación del ciclo del mercado de trabajo. El objetivo de máximo empleo de la Reserva Federal, uno de cuyos elementos es la tasa de actividad, parece lejos de cumplirse (gráfico A). Al mismo tiempo, las empresas están ofreciendo puestos de trabajo a un ritmo acelerado en respuesta a la rápida recuperación de la economía estadounidense. Esto ha llevado las vacantes hasta niveles muy elevados, incluso sin precedentes, que normalmente se asocian con una fase avanzada del ciclo del mercado laboral. Como consecuencia, el tensionamiento de este mercado ya ha superado las cotas previas a la crisis, en lugar de recuperarse a un ritmo lento como ocurrió después de la crisis financiera mundial (gráfico A)¹. La falta de respuesta de la oferta de trabajo (tasa de actividad baja) ante el incremento de la demanda de mano de obra (muchas vacantes) es indicativa de una caída de la eficiencia en la adecuación de la oferta y la demanda de trabajo durante la recuperación en curso. Parece que la eficiencia ha disminuido, en particular, en las actividades que requieren un contacto frecuente con los clientes, como las que desarrollan los bares y restaurantes, que han tenido dificultades para atraer a trabajadores. Además, el incremento temporal de las prestaciones por desempleo (especialmente notable para los trabajadores peor remunerados), la jubilación anticipada y la mayor necesidad de atender a niños y a otros familiares durante la pandemia, sobre todo en el caso de las mujeres, también han reducido la oferta de trabajo². Esto explica, en parte, el fenómeno que se ha

¹ En la encuesta Empire State Manufacturing Survey se confirma que las empresas del sector manufacturero están teniendo problemas para ampliar sus plantillas.

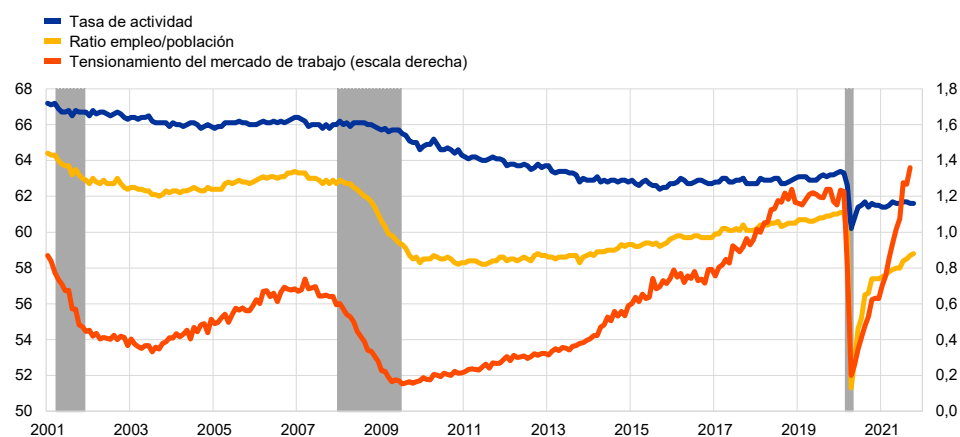
² La lenta recuperación de tasa de actividad de los colectivos de mayor edad en Estados Unidos podría deberse, en parte, al miedo a la pandemia. Para un análisis pormenorizado a escala de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Evolución de la oferta de trabajo en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021.

denominado la «Gran Renuncia», ya que los programas de apoyo han dado a los ciudadanos más libertad para dejar su trabajo o para ser más selectivos en la búsqueda de uno nuevo.

Gráfico A

Tasa de ocupación, tasa de actividad y tensionamiento del mercado de trabajo en Estados Unidos

(porcentajes de la población civil; ratio vacantes/desempleo; mensual)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics (BLS) y cálculos de los autores.

Notas: El tensionamiento del mercado de trabajo se mide mediante el ratio vacantes/desempleo. Las zonas sombreadas señalan recesiones. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2021 para el tensionamiento y a octubre de 2021 para las tasas de ocupación y de actividad.

El mayor tensionamiento del mercado de trabajo se ha traducido en una generalización de las presiones salariales.

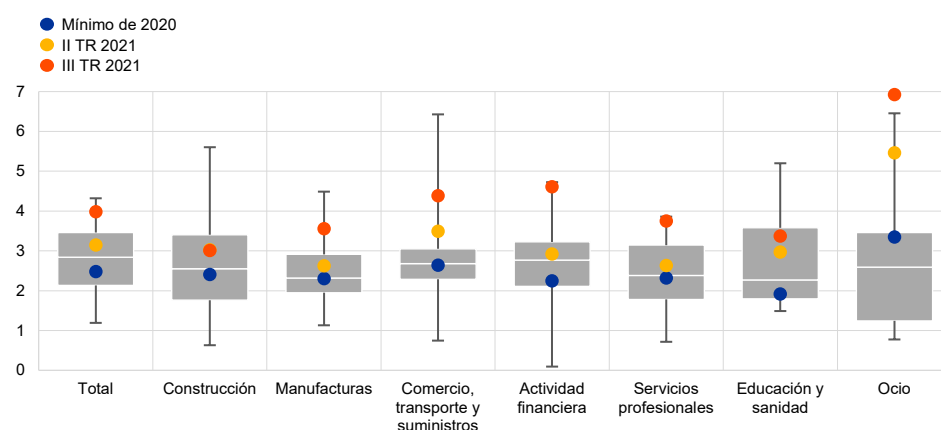
Pese a que el elevado nivel de vacantes ha afectado a todos los sectores, hasta el segundo trimestre de este año el crecimiento de los salarios —medido por el índice de costes laborales— se circunscribió al ocio y la hostelería, ya que las empresas trataban de hacer más atractivos los puestos de trabajo de este sector, que requieren mayor interacción social y generalmente pagan salarios bajos (gráfico B). Sin embargo, en el tercer trimestre de este año se observó también una aceleración de los salarios en la mayoría del resto de sectores, como el comercio, y, en menor medida, las manufacturas, las actividades financieras y los servicios profesionales, aunque en estos tres últimos todavía se mantuvieron dentro de las bandas observadas en el pasado. Esta evolución ha suscitado un debate sobre el riesgo de una mayor generalización de las presiones salariales y la posibilidad de que esta acabe dando origen a una espiral de salarios y precios. Que estos riesgos se materialicen o no depende de varios factores. En primer lugar, se espera que la mayoría de los factores que han lastrado la oferta de trabajo en Estados Unidos sean transitorios y se reviertan en los próximos meses, lo que reduciría el tensionamiento. El incremento temporal de las prestaciones por desempleo ya ha concluido. En segundo lugar, los nuevos contagios por coronavirus llevan cayendo desde el verano, lo que debería atenuar la preocupación por la vuelta al trabajo en los sectores que requieren interacción social, y la reapertura de los centros escolares debería favorecer el retorno al trabajo de los padres. Al mismo tiempo, un crecimiento de la productividad superior al promedio ha mantenido los costes laborales unitarios —un indicador que para las empresas tiene más peso en la

fijación de precios que los salarios nominales— próximos a sus medias de largo plazo. En tercer lugar, la reciente subida de la inflación se ha debido en gran medida a los bienes y servicios, cuya producción sigue mostrando un crecimiento salarial moderado (un ejemplo es la fabricación de automóviles), o está relacionada con otros factores (como los alquileres, que dependen de la evolución del mercado de la vivienda). Por otra parte, aunque las cláusulas de indexación no son habituales en Estados Unidos, el entorno de alta inflación (la mayor tasa de inflación general registrada desde 1990), unido al tensionamiento del mercado de trabajo, podría incrementar el riesgo de que en el futuro proliferen las demandas de salarios más elevados.

Gráfico B

Índice de costes laborales de Estados Unidos, por sectores

(tasas de crecimiento interanual)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics y cálculos de los autores.

Notas: El diagrama de caja representa el mínimo, el primer cuartil, la mediana, el tercer cuartil y el máximo entre el primer trimestre de 1997 y el cuarto trimestre de 2019. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2021.

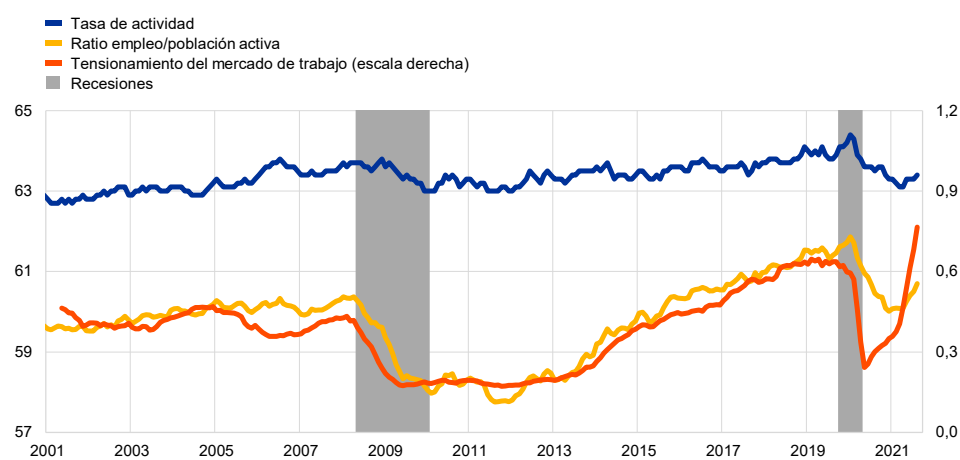
El mercado de trabajo del Reino Unido también muestra indicios de un mayor tensionamiento, así como de una recuperación lenta del empleo y de la participación en el mercado laboral. Al igual que en Estados Unidos, tanto la tasa de ocupación como la de actividad se han ido acercando muy lentamente a sus niveles anteriores a la crisis. Las brechas respectivas, de 1,2 y 0,9 puntos porcentuales con respecto a las tasas de febrero de 2020, continúan siendo considerables e indican una fase temprana de recuperación del ciclo del mercado de trabajo (gráfico C). En cambio, las vacantes han ido aumentando de forma bastante acusada, ya que las empresas británicas han tenido que afrontar tanto una mayor demanda de bienes y servicios (impulsada por la reapertura de la economía) como una menor oferta de trabajadores poco cualificados de la UE (debido al Brexit). Como consecuencia, el tensionamiento del mercado de trabajo ya ha superado los niveles previos a la crisis, lo que indicaría una fase avanzada del ciclo, en contraposición con la recuperación más lenta que se experimentó tras la crisis financiera global (gráfico C). Como en Estados Unidos, la débil respuesta de la oferta de trabajo en el Reino Unido en comparación con la fortaleza de la demanda de trabajo sugiere que la adecuación entre ambas es menos eficiente. Esto se debe a motivos similares, pero también a la menor participación en el mercado laboral de muchos jóvenes que han optado por seguir estudiando. El programa de regulación

temporal de empleo puede ser otra de las causas del tensionamiento del mercado de trabajo, dado que los empleados acogidos a él tenían menos incentivos para incorporarse al colectivo de trabajadores disponibles y para presentarse a nuevos puestos de trabajo. Sin embargo, este programa terminó en septiembre, por lo que el tensionamiento del mercado laboral podría ser ya inferior al que muestran los datos oficiales.

Gráfico C

Tasa de ocupación, tasa de actividad y tensionamiento del mercado de trabajo en el Reino Unido

(porcentajes de la población en edad de trabajar y ratio vacantes/desempleo, media móvil de tres meses)



Fuentes: Office for National Statistics (ONS) y cálculos de los autores.

Notas: El tensionamiento del mercado de trabajo se mide mediante la ratio vacantes/desempleo. Las zonas sombreadas señalan recesiones. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2021.

Hasta la fecha, las presiones salariales han seguido circunscritas a sectores concretos, lo que refleja la evolución dispar de las vacantes.

Aunque el crecimiento del salario semanal medio en el conjunto de la economía continúa siendo alto (5,8 % en septiembre), la mayor parte del ascenso obedece a los efectos de base negativos derivados de la introducción del programa de regulación temporal de empleo el año pasado³. Esto se observa también a nivel sectorial, ya que los efectos de base impulsaron los salarios en el segundo trimestre de este año hasta niveles históricamente elevados en la mayoría de los sectores. Los datos más recientes correspondientes al tercer trimestre indican que el crecimiento de los salarios no se ha acelerado más y, en la mayor parte de los casos, incluso se ha ralentizado (gráfico D)⁴. Los incrementos salariales fueron especialmente pronunciados en los servicios profesionales y empresariales, así como en sectores que antes dependían de mano de obra migrante poco cualificada (construcción, y ocio y hostelería). Cabe destacar que, pese a que profesiones concretas (como los conductores de camión) experimentaron un sustancial incremento en sus remuneraciones, este ascenso no afectó al conjunto del sector (comercio, transporte y suministros). Por lo tanto, el riesgo de que se produzcan presiones salariales generalizadas y una espiral de

³ El programa público de regulación temporal de empleo del Reino Unido pagaba a los trabajadores afectados el 80 % de su salario habitual, hasta un máximo de 2.500 libras esterlinas mensuales. Esto produjo una considerable reducción del salario semanal medio.

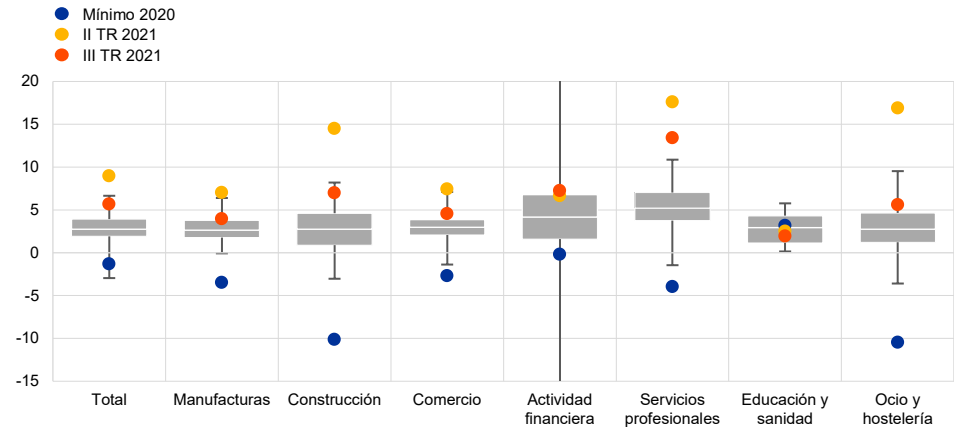
⁴ Si se comparan las tasas de crecimiento anualizadas en dos años, la influencia de los efectos de base desaparece, y en el segundo y el tercer trimestre se aprecian solo presiones salariales moderadas.

salarios y precios parece menos probable en esta fase de la recuperación, habida cuenta de que el crecimiento subyacente de los salarios sigue mucho más contenido.

Gráfico D

Salario semanal medio por sector en el Reino Unido

(tasas de crecimiento interanual; media móvil de tres meses)



Fuentes: Office for National Statistics y cálculos de los autores.

Notas: El diagrama de caja representa el mínimo, el primer cuartil, la mediana, el tercer cuartil y el máximo entre el primer trimestre de 2020 y el cuarto trimestre de 2019. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2021.

En resumen, aunque tanto Estados Unidos como el Reino Unido están experimentando escasez de mano de obra, la evolución de los salarios en los dos países presenta algunas diferencias. Se prevé que los factores que restringen la oferta de trabajo desaparezcan en cierta medida en ambos países. En el Reino Unido, es probable que esto reduzca el tensionamiento del mercado laboral y atenúe unas presiones salariales que, hasta la fecha, han sido muy localizadas. En Estados Unidos, las expectativas de que el fuerte crecimiento económico continúe a corto plazo podrían prolongar el tensionamiento del mercado de trabajo, lo que a su vez causaría incrementos salariales generalizados.

3 Las condiciones de financiación desde la perspectiva de las empresas de la zona del euro

Annalisa Ferrando y Sofia Gori

En este recuadro se analizan nuevos indicadores de las condiciones de financiación de las empresas de la zona del euro a partir de datos de una encuesta realizada a nivel de empresa. Desde el inicio de la pandemia y, en especial, desde diciembre de 2020, el Consejo de Gobierno se ha comprometido a mantener unas condiciones de financiación favorables mientras dure la pandemia, considerándolas la brújula que guía la política monetaria¹. El BCE sigue un enfoque holístico para evaluar las condiciones de financiación, que comprende un amplio conjunto de indicadores a lo largo de toda la cadena de transmisión de la política monetaria. Estos indicadores van desde las fases iniciales (*upstream*) del proceso de transmisión —con los tipos de interés que se encuentran al principio del proceso (es decir, los tipos de interés libres de riesgo y las rentabilidades de los bonos soberanos)— hasta las fases finales (*downstream*) —con indicadores que miden los efectos sobre el coste y el volumen de la financiación externa disponible para las empresas y los hogares—. Este recuadro se centra en los nuevos indicadores de las condiciones de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro en las fases finales del proceso de transmisión, obtenidos a partir de la información procedente de la [encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación \(SAFE, por sus siglas en inglés\)](#). Dicha información complementa el análisis de las condiciones financieras basado en indicadores cuantitativos bancarios y de mercado.

A partir del extenso conjunto de datos de la encuesta SAFE, las percepciones de las empresas sobre las condiciones de financiación en la zona del euro desde 2009 se resumen en tres indicadores sintéticos. Las preguntas incluidas en la SAFE se dividen en cuatro grupos. El primer grupo de preguntas cubre los cambios en las condiciones de los préstamos asociadas al precio, y se refiere a los tipos de interés aplicados por los bancos y otros costes de la financiación bancaria (gastos y comisiones), mientras que el segundo se centra en los cambios de las condiciones no asociadas al precio e incluye el colateral y otros factores como las garantías requeridas, los requisitos de información, los procedimientos, el tiempo necesario para la aprobación de los préstamos y los compromisos asociados a los contratos de préstamo. El tercer grupo de preguntas está relacionado con la posición financiera de las empresas y pone el foco en las variaciones de los beneficios, los recursos propios y el historial crediticio, en la medida en que se considera que estas variables influyen en el acceso de las empresas al crédito. Los cambios en las citadas variables aportan información sobre la solidez financiera de los balances de los prestatarios, y las entidades de crédito las usan para decidir si conceden crédito. El cuarto grupo de preguntas se refiere a las percepciones de las empresas sobre los cambios en la «disposición» de los bancos a conceder crédito, y ofrece también información importante sobre la oferta de financiación externa. Este

¹ Véase P. Lane, «[The compass of monetary policy: favourable financing conditions](#)», discurso pronunciado en la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 25 de febrero de 2021.

tipo de preguntas puede indicar indirectamente en qué medida las operaciones de política monetaria están contribuyendo a facilitar el acceso a la financiación bancaria y, por tanto, a mantener el flujo de crédito a la economía real. Partiendo de las respuestas individuales de unas 35.000 empresas a los cuatro grupos de preguntas anteriores², se pueden captar diversos aspectos de las condiciones generales de financiación aplicando un análisis factorial³. Este análisis identifica tres «componentes principales», que puede interpretarse que guardan relación con la posición financiera de las empresas, las condiciones de los préstamos no asociadas al precio y las condiciones asociadas al precio. Estos componentes se muestran en el gráfico A, ordenados en función de su importancia para explicar la varianza total de las condiciones generales de financiación. Un valor positivo en uno de los componentes principales indica un endurecimiento de las condiciones de financiación.

En general, los tres indicadores sugieren que han existido varias fases importantes en las percepciones de las empresas sobre sus condiciones de financiación, estrechamente alineadas con las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE a lo largo del tiempo (todos los paneles del gráfico A).

Estos indicadores apuntan a una relajación general de las condiciones de financiación durante la última década, lo que es acorde con la orientación acomodaticia de la política monetaria durante ese período y con las medidas implementadas para restablecer el mecanismo de transmisión desde la crisis financiera global⁴. Aunque las condiciones de financiación fueron, en general, más duras para las pequeñas y medianas empresas que para las grandes empresas durante la mayor parte del período, se relajaron para todas ellas, independientemente de su tamaño, y esta relajación continuó, solo con algunos episodios transitorios en los que se revirtió.

² Lo que corresponde a un total de 58.000 observaciones en el período 2009-2021 (hasta septiembre).

³ Desde el punto de vista técnico, en el análisis factorial se obtiene un mayor número de componentes principales. Usando el análisis paralelo de Horn se conservaron tres componentes principales, que explican más del 65 % de la varianza total observada en el conjunto de datos correspondientes a las ocho variables individuales. Tras evaluar la validez de la reducción de datos mediante los estadísticos alfa de Kaiser-Meyer-Olkin y de Cronbach, se aplicó una rotación oblicua a las ponderaciones (*factor loadings*) para obtener factores correlacionados. A partir de la matriz de ponderaciones rotadas, a cada componente principal se le asignó un significado concreto considerando las cargas más elevadas de cada variable.

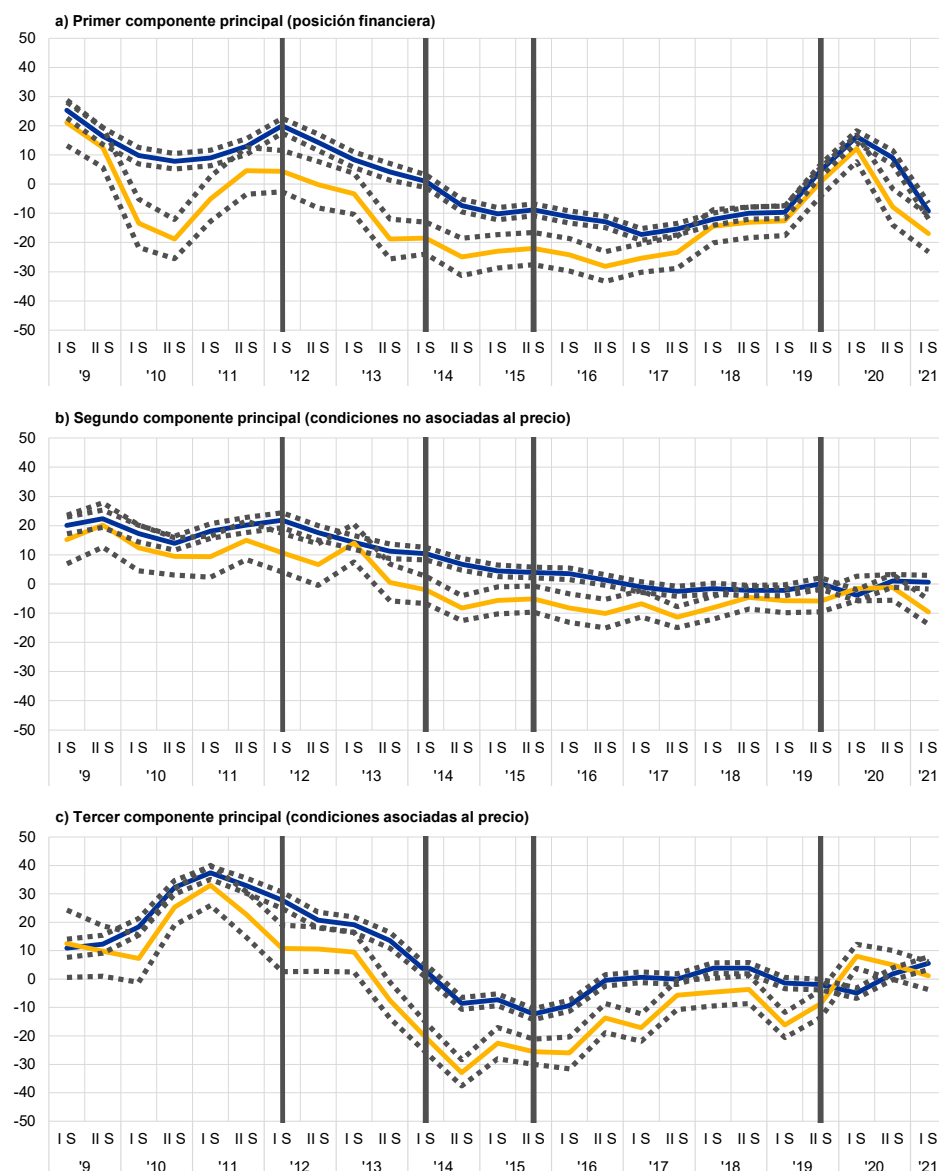
⁴ Para una descripción detallada de las distintas fases y de las medidas conexas adoptadas por el BCE hasta la irrupción de la pandemia de COVID-19, véase el artículo titulado «[Access to finance for small and medium-sized enterprises after the financial crisis: evidence from survey data](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

Gráfico A

Indicadores de las condiciones de financiación basados en un análisis factorial

(puntuaciones ponderadas en porcentajes)

■ Pequeñas y medianas empresas
■ Grandes empresas
■ Intervalo de confianza del 95 %



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).

Notas: Los valores positivos indican un endurecimiento de las condiciones de financiación, medidas por los componentes principales. Las pequeñas y medianas empresas son aquellas con menos de 250 empleados. Las puntuaciones individuales de cada componente principal están ponderadas por tamaño, actividad económica y país para reflejar la estructura económica de la población de empresas. Dichas puntuaciones se han estandarizado para que oscilen en un rango comprendido entre -1 y 1, y se han multiplicado por 100 para obtener saldos ponderados en porcentajes. La primera línea vertical de color gris señala el anuncio de las operaciones monetarias de compraventa (OMT, por sus siglas en inglés); la segunda, el inicio de la primera serie de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO I, por sus siglas en inglés) y de la política de tipos de interés negativos; la tercera, el comienzo de las TLTRO II y del programa de compras de bonos corporativos, y la última, la puesta en marcha del programa de compras de emergencia frente a la pandemia y de las TLTRO III. Las líneas discontinuas señalan intervalos de confianza del 95 %. Las últimas observaciones corresponden al período comprendido entre abril y septiembre de 2021.

La fase más reciente de las percepciones de las empresas sobre los cambios en las condiciones de financiación coincidió con la puesta en marcha del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus

siglas en inglés) y la relajación de las condiciones aplicadas en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés). Los resultados de la última encuesta, que abarcan el período comprendido entre abril y septiembre de 2021, muestran que, tras la rápida contracción económica, el acceso a la financiación mejoró hasta el punto de que se consideró que la disponibilidad de financiación externa superaba la demanda. Con todo, durante esta última fase, los tres componentes principales proporcionaron valoraciones divergentes de las condiciones de financiación, dada la naturaleza particular de la crisis económica provocada por la pandemia.

El primer indicador de las condiciones de financiación subraya la importancia de los cambios en la calidad de los balances de las empresas (beneficios, recursos propios y solvencia) como determinantes de su acceso a la financiación externa (posición financiera: panel a del gráfico A). Si se considera el período de la pandemia y el inmediatamente anterior (correspondiente a las cuatro últimas encuestas), después de registrar un deterioro significativo al inicio de la pandemia, la posición financiera de las empresas ha mejorado en paralelo al reciente repunte de la actividad económica. Desde abril de 2020 hasta marzo de 2021, las pequeñas y medianas empresas sufrieron una caída acusada de los beneficios y cierta erosión de su capital. Dado que ambos indicadores son importantes determinantes de las decisiones de concesión de crédito de los bancos, las empresas percibieron este deterioro como un impedimento para acceder a financiación externa. En la encuesta más reciente (realizada entre abril y septiembre de 2021), las pequeñas y medianas empresas indicaron que las condiciones habían vuelto a relajarse, lo que reflejó su percepción optimista sobre el crecimiento de la facturación a largo plazo, pese a la persistencia del escaso dinamismo de sus beneficios. Los beneficios de las grandes empresas también se vieron reducidos, si bien de forma más transitoria.

El segundo componente se centra principalmente en factores relativos a los cambios en el colateral requerido y otras garantías (condiciones no asociadas al precio: panel b del gráfico A). Este indicador se ha mantenido más estable a lo largo del tiempo —con una tendencia, en general, descendente—, y apunta a una relajación de las condiciones de financiación durante la pandemia solo para las grandes empresas, mientras que las pequeñas y medianas empresas señalaron un deterioro debido a las mayores exigencias de colateral y de otros requerimientos como los compromisos asociados a los contratos de préstamo.

El tercer componente refleja, sobre todo, los cambios registrados en los tipos de interés y en otros costes de financiación (condiciones asociadas al precio: panel c del gráfico A). Quizás sea este componente el que mejor refleja la transmisión de la política monetaria a las condiciones de financiación de las empresas durante las cuatro fases descritas anteriormente. En el caso de las pequeñas y medianas empresas, indica un cierto endurecimiento asociado a los costes bancarios desde octubre de 2020, mientras que para las grandes empresas señala un endurecimiento al principio de la pandemia que se ha moderado de manera sustancial en el período más reciente (entre abril y septiembre de 2021).

Las percepciones de las empresas sobre las condiciones asociadas al precio siguen muy de cerca la tendencia de las condiciones generales señaladas por los bancos de la zona del euro.

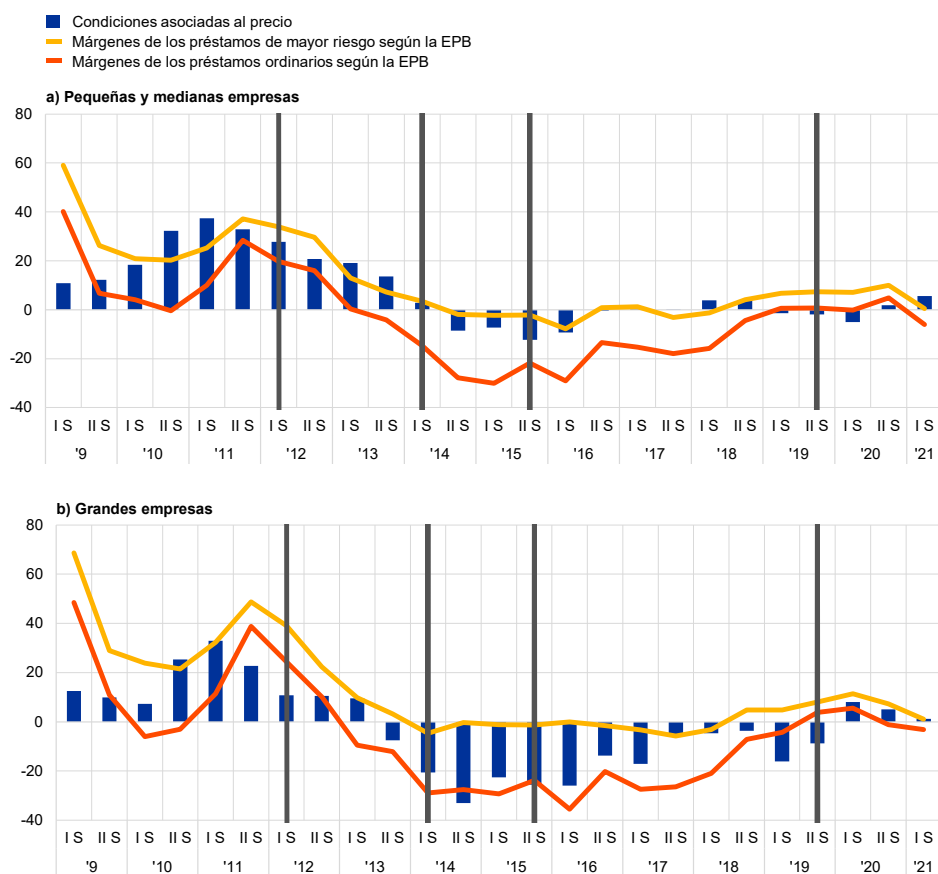
En el gráfico B se compara la evolución del componente relativo a las condiciones asociadas al precio con la de dos elementos importantes de las condiciones acordadas por los bancos en los préstamos. Se trata de los márgenes aplicados tanto a los préstamos ordinarios como a los de mayor riesgo, definidos como el diferencial con respecto a los tipos de interés de mercado de referencia relevantes. Los bancos de la zona del euro indican periódicamente los cambios observados en estas variables en la encuesta sobre préstamos bancarios (EPB) trimestral⁵. Desde 2009, una ampliación (estrechamiento) de los márgenes de las entidades se ha traducido en un empeoramiento (mejora) de las condiciones de financiación comunicadas por las empresas. Justo antes de la irrupción de la pandemia, las señales procedentes de la EPB apuntaban a un endurecimiento generalizado de las condiciones crediticias, aunque los tipos de interés del crédito bancario se mantenían en niveles muy favorables en términos históricos. Los bancos atribuyeron dicho endurecimiento a la intensificación de los riesgos para la solvencia de las empresas (que también se refleja aquí en el primer indicador) y a la perspectiva de posibles pérdidas crediticias en el futuro. A medida que la recuperación económica fue llegando a un número cada vez mayor de empresas, el grado de endurecimiento disminuyó, y en la EPB realizada durante la última ronda de la encuesta SAFE se indicó que los márgenes aplicados a los préstamos apenas habían variado. Con todo, al mismo tiempo, las pequeñas y medianas empresas percibieron un deterioro de las condiciones asociadas al precio. Este endurecimiento más reciente, observado en el período comprendido entre abril y septiembre de 2021, podría deberse al escaso recurso a los préstamos con avales públicos vinculados a la pandemia que, en general, los bancos han otorgado en condiciones muy favorables (entre ellas, la aplicación de unos criterios de concesión más laxos).

⁵ Para cada ronda (bianual) de la encuesta SAFE, se ha calculado el promedio de las respuestas de la EPB de los dos trimestres correspondientes.

Gráfico B

Condiciones de los préstamos bancarios y tercer componente principal (condiciones asociadas al precio)

(márgenes en porcentajes netos; puntuaciones ponderadas para las condiciones asociadas al precio en porcentajes)



Fuentes: Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB) en la zona del euro, encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).

Notas: Los valores positivos indican un deterioro del componente principal y una ampliación de los márgenes de los préstamos en términos netos. Las pequeñas y medianas empresas son aquellas con menos de 250 empleados. Las puntuaciones individuales de cada componente principal están ponderadas por tamaño, actividad económica y país para reflejar la estructura económica de la población de empresas. Dichas puntuaciones se han estandarizado de manera que oscilen en un rango comprendido entre -1 y 1, y se han multiplicado por 100 para obtener saldos ponderados en porcentajes. Para cada ronda (bianual) de la encuesta SAFE, se ha calculado el promedio de las respuestas de la EPB de los dos trimestres correspondientes. La primera línea vertical de color gris señala el anuncio de las operaciones monetarias de compraventa (OMT, por sus siglas en inglés); la segunda, el inicio de la primera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO I, por sus siglas en inglés) y de la política de tipos de interés negativos; la tercera, el comienzo de las TLTRO II y del programa de compras de bonos corporativos, y la última, la puesta en marcha del programa de compras de emergencia frente a la pandemia y de las TLTRO III. Las últimas observaciones corresponden al período comprendido entre abril y septiembre de 2021.

Un endurecimiento de las condiciones de financiación que se plasma en un aumento de alguno de los componentes principales eleva la probabilidad de que una empresa señale expectativas de deterioro de la disponibilidad futura de préstamos bancarios (gráfico C). En la encuesta SAFE se solicita a las empresas que indiquen sus expectativas acerca de la disponibilidad futura de financiación externa en los seis meses siguientes a la realización del trabajo de campo⁶.

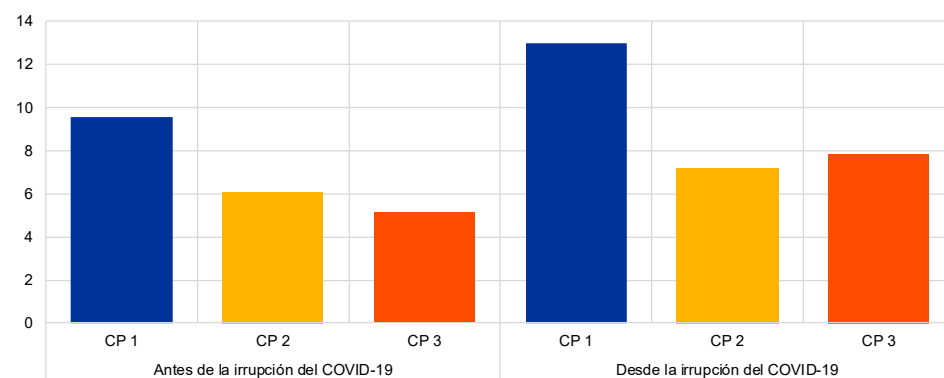
⁶ Así, por ejemplo, en la última ronda de la encuesta, llevada a cabo entre mediados de septiembre y mediados de octubre de 2021, se preguntó a las empresas sobre los cambios observados en el acceso a la financiación entre abril y septiembre de 2021, así como acerca de los cambios en el acceso a la financiación esperados para el período comprendido entre octubre de 2021 y marzo de 2022.

Siguiendo el enfoque adoptado por Ferrando y Ganoulis⁷, se utiliza un modelo logístico (*logit*) para relacionar el deterioro esperado en la disponibilidad futura de préstamos bancarios con los tres componentes principales, con un conjunto de variables ficticias (*dummies*) para controlar por la evolución macroeconómica de cada país y período por separado, y por las características de las empresas (sector y tamaño)⁸. El gráfico C muestra la probabilidad de que una empresa comunique un deterioro de la disponibilidad futura de préstamos bancarios como resultado de cambios en las condiciones de financiación (efectos marginales medios). Las tres primeras columnas se basan en estimaciones para el período anterior a la pandemia y las tres siguientes en estimaciones para el período posterior al inicio de la pandemia. Todos los efectos marginales indicados son de signo positivo y estadísticamente significativos.

Gráfico C

Contribuciones de los indicadores de las condiciones de financiación a un deterioro de la percepción sobre la disponibilidad futura de préstamos bancarios

(efectos marginales medios, porcentajes)



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).

Notas: Efectos marginales medios de un aumento de una desviación típica de los componentes principales en el deterioro de la disponibilidad futura de préstamos bancarios a partir de regresiones logísticas (*logit*). «CP» corresponde a «componente principal». «CP 1» se refiere a la posición financiera de las empresas; «CP 2», a las condiciones no asociadas al precio, y «CP 3», a las condiciones asociadas al precio.

Desde la irrupción de la pandemia de COVID-19, las empresas han mostrado una preocupación creciente por la posibilidad de que la disponibilidad de préstamos bancarios disminuya en el futuro si los costes de financiación aumentan. El componente principal que recoge los cambios en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otros costes de la financiación es el que más ha crecido en importancia desde el inicio de la pandemia de COVID-19 a la hora de predecir la disponibilidad futura de préstamos bancarios. Un empeoramiento de este componente —que está directamente relacionado con las evaluaciones que hacen las empresas del comportamiento de los bancos— de una desviación típica aumenta en un 7,8 % la probabilidad de un deterioro en la disponibilidad futura de préstamos bancarios. Este porcentaje se situó en el 5,1 % hasta marzo de 2020. Con todo, el factor que más incide en las expectativas de disponibilidad futura de

⁷ A. Ferrando e I. Ganoulis, «Firms' expectations on access to finance at the early stages of the COVID-19 pandemic», *Working Paper Series*, n.º 2446, BCE, 2020.

⁸ Una segunda especificación incluye las variaciones en la disponibilidad de préstamos bancarios. Esta variable desempeña un papel similar al de una variable dependiente retardada en un modelo de sección cruzada, pero las empresas informan sobre ella a la vez que sobre sus expectativas. Los resultados econométricos se confirman en esta segunda especificación, pero no se presentan en este recuadro.

financiación sigue siendo la posición financiera de las empresas (el primer componente principal), con unos efectos marginales medios del 9,6 % antes de la irrupción del COVID-19 y del 13 % desde el inicio de la pandemia. En cuanto al componente relativo a las condiciones no asociadas al precio (el segundo componente principal), el incremento correspondiente desde el principio de la pandemia ha sido de 1,1 puntos porcentuales, hasta un nivel del 7,2 %.

En conclusión, el análisis empírico muestra que, desde el comienzo de la pandemia, las condiciones generales de financiación señaladas por las empresas en la encuesta SAFE y que se han analizado a través de los tres componentes principales, han adquirido una importancia mayor a la hora de valorar las opiniones de las empresas sobre la disponibilidad futura de préstamos bancarios.

4 Descomposición de los indicadores de mercado de la compensación por inflación en expectativas de inflación y primas de riesgo

Valentin Burban, Bruno De Backer, Fabian Schupp y Andreea Liliana Vladu

En este recuadro se presenta un enfoque basado en modelos para distinguir entre dos componentes no observables integrados en los indicadores de mercado de la compensación por inflación, concretamente las expectativas de inflación y las primas de riesgo de inflación. El enfoque descansa en modelos econométricos utilizados para analizar la estructura temporal de los tipos *swap* de inflación (ILS, por sus siglas en inglés). Las estimaciones indican que el aumento de los tipos *forward* de los ILS observado desde mediados de 2020 es más atribuible a las primas de riesgo de inflación que a las expectativas de inflación, lo que sugiere que esta subida está relacionada principalmente con el cambio en la apreciación del riesgo de inflación, que pasó de ser inferior a lo esperado a ser superior a lo esperado.

Los tipos de los ILS se emplean a menudo como referencia para los indicadores de mercado de la compensación por inflación en la zona del euro. Al vencimiento de los contratos de ILS se intercambia el tipo fijo del *swap*, acordado de antemano, por la tasa media de inflación observada durante la vigencia del *swap*, con ambas cantidades multiplicadas por el importe nominal establecido en el contrato. A diferencia de las tasas de inflación implícitas, que se calculan a partir de los bonos soberanos nominales y de los bonos vinculados a la inflación que emiten algunos Estados miembros de la zona del euro, los tipos de los ILS se ven menos afectados por cuestiones relativas a la liquidez de los mercados¹.

Como los tipos de los ILS reflejan las opiniones de los participantes en los mercados financieros sobre la inflación futura, son objeto de un seguimiento atento por parte de los bancos centrales (gráfico A). Estos tipos se mantuvieron relativamente estables en un nivel algo superior al 2 % durante el período 2005-2007, pero se desplomaron en la segunda mitad de 2008 a medida que evolucionaba la crisis financiera mundial. Si bien habían retornado a cotas cercanas al 2 % a finales de 2010, se redujeron gradualmente otra vez hasta niveles incompatibles con el objetivo de inflación del BCE en ese momento, que era una tasa «inferior, aunque próxima,» al 2 %. Por ejemplo, el tipo *forward* del ILS a un año dentro de cuatro años se situó ligeramente por debajo del 1 % a mediados de 2016. Aunque los tipos de los ILS se habían recuperado en cierta medida a mediados de 2018, posteriormente volvieron a situarse en niveles reducidos hasta que la crisis del coronavirus (COVID-19) provocó otro descenso drástico y se

¹ Para una descripción del mercado de ILS, véanse «[Derivatives transactions data and their use in central bank analysis](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2019; «[Interpreting recent developments in market-based indicators of longer-term inflation expectations](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2018, y *Work stream on inflation expectations*, «[Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 264, BCE, 2021. Por convención del mercado, el índice de precios de referencia para los tipos de los ILS de la zona del euro es el IAPC, excluido el tabaco (IAPCxT). Los tipos de los ILS se refieren al IAPCxT con un desfase de indexación de tres meses.

registró un mínimo a finales de marzo de 2020. Durante el siguiente año y medio se incrementaron de manera significativa. Más recientemente, el tipo del ILS a un año ha llegado a alcanzar un nivel del 3 %, pero el tipo *forward* a un año dentro de un año ha permanecido por debajo del 2 %. Esto sugiere que los mercados financieros están asumiendo que la subida reciente de la inflación es transitoria. Lo importante para el objetivo a medio plazo de estabilidad de precios es el hecho de que el tipo *forward* a cinco años dentro de cinco años haya retornado a niveles cercanos al 2 %.

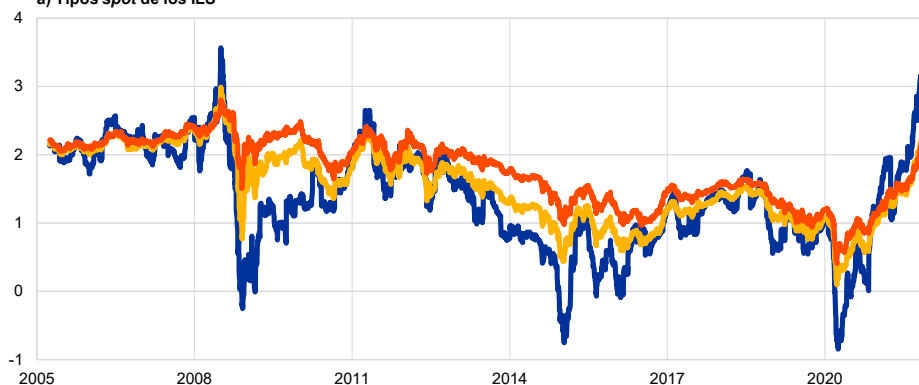
Gráfico A

Tipos *swap* de inflación (ILS) de la zona del euro

(porcentajes)

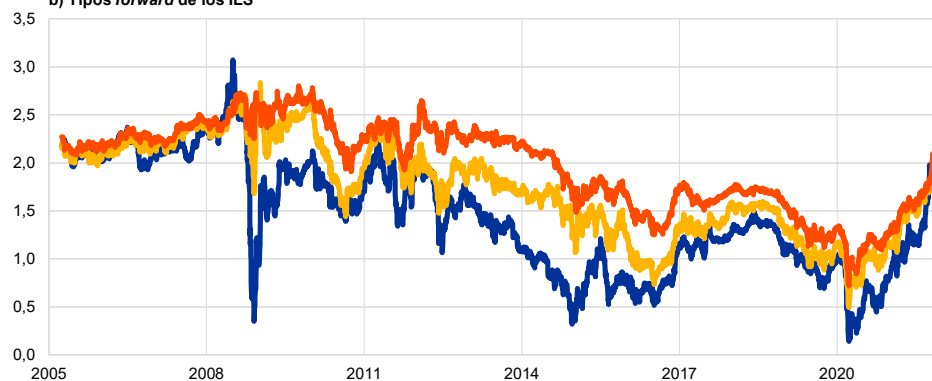
- Tipo del ILS 1a
- Tipo del ILS 5a
- Tipo del ILS 10a

a) Tipos *spot* de los ILS



- Tipo del ILS 1a1a
- Tipo del ILS 1a4a
- Tipo del ILS 5a5a

b) Tipos *forward* de los ILS



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: El «tipo del ILS 1a4a» es el tipo *forward* del ILS a un año dentro de cuatro años; la misma lógica se aplica al «tipo del ILS 1a1a» y al «tipo del ILS 5a5a». La última observación corresponde al 26 de noviembre de 2021.

Los tipos de los ILS y otros indicadores de mercado de la compensación por inflación reflejan no solo las expectativas de inflación reales de los participantes en los mercados financieros, sino también las primas de riesgo de inflación. La presencia de estas primas se debe a que los participantes en dichos mercados tienen aversión al riesgo y han de afrontar la incertidumbre. En general, la teoría indica que las primas de riesgo de inflación tienden a ser positivas en épocas

en las que predominan las perturbaciones de oferta y negativas cuando prevalecen las perturbaciones de demanda². Las perturbaciones de oferta adversas, por ejemplo, propician primas de riesgo de inflación positivas, dado que la inflación tiende a aumentar cuando se valoran mucho los pagos de los activos financieros (en términos reales), es decir, cuando disminuye la actividad real y aumenta la utilidad marginal del consumo.

Los modelos econométricos de la estructura temporal de los tipos de los ILS pueden utilizarse para descomponer estos tipos en expectativas de inflación y primas de riesgo de inflación. Los modelos estimados suelen incorporar los principales determinantes económicos de la tasa de inflación a corto plazo («factores de valoración») y un mecanismo para la dinámica de estos factores (la «ley de movimiento»). Estos componentes permiten prever la tasa de inflación a corto plazo y calcular las medias de estas previsiones a cualquier plazo de vencimiento. Por consiguiente, las expectativas de inflación pueden estimarse como la media de la tasa de inflación a corto plazo durante un horizonte determinado, y las primas de riesgo de inflación pueden aproximarse por la diferencia entre los tipos de los ILS y estas expectativas de inflación³.

En este recuadro se recurre a dos variantes de un modelo econométrico de estructura temporal para descomponer los tipos de los ILS en expectativas de inflación y primas de riesgo de inflación. Los modelos incorporan tres factores de valoración que explican el grueso de la variación —a lo largo del tiempo— de los tipos de los ILS de fin de mes a distintos vencimientos⁴. En los dos modelos, el tipo del ILS a corto plazo converge a un nivel fijo a largo plazo, al igual que en cualquier modelo de estructura temporal estacionaria. Como el nivel de largo plazo es difícil de fijar empíricamente⁵, se calibra a un nivel del 1,9 %. Este valor está en consonancia con la media histórica de las previsiones de inflación a largo plazo de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica y de las encuestas de Consensus Economics, y es compatible con los valores del objetivo del BCE para la

² Véase, por ejemplo, M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint Guilhem y J. Yiangou, «[Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank](#)», Oxford University Press, 2021.

³ Las primas de riesgo de inflación suelen calcularse como la diferencia entre los tipos de los ILS «ajustados» (es decir, implícitos en el modelo estimado) y los componentes de expectativas estimados.

⁴ El modelo de referencia sigue la metodología del trabajo seminal de S. Joslin, K. J. Singleton y H. Zhu, «[A new perspective on Gaussian dynamic term structure models](#)», *The Review of Financial Studies*, vol. 24, número 3, 2011, pp. 926-970, y se aplica a los tipos ILS de fin de mes ajustados por el desfase de indexación de tres meses, como en G. Camba-Mendez y T. Werner, «[The inflation risk premium in the post-Lehman period](#)», *Working Paper Series*, n.º 2033, BCE, 2017.

⁵ Véase, por ejemplo, M. Villani, «[Steady-state priors for vector autoregressions](#)», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 24, número 4, 2009, pp. 630-650.

mayor parte del período analizado⁶. Las dos variantes difieren en la forma de estimar la ley de movimiento para los factores de valoración. Concretamente, mientras que uno de los métodos tiene en cuenta un conocido sesgo que afecta a las estimaciones de procesos persistentes, el otro método no lo considera⁷.

Los resultados de la descomposición se representan como medias de los resultados de los dos modelos. Las expectativas de inflación basadas en el primer enfoque tienen la ventaja de aproximarse bastante al nivel de las previsiones de las encuestas, lo que sirve para avalar los resultados, ya que los datos de las encuestas no se tienen en cuenta en la fase de estimación. Sin embargo, las expectativas de inflación a plazos más largos basadas en el primer enfoque suelen ser bastante rígidas y es posible que subestimen la verdadera variación temporal, que no es observable. El segundo enfoque, en el que se corrige el sesgo de estimación, produce expectativas a largo plazo más variables, pero a veces parece establecer una conexión demasiado estrecha entre los tipos de los ILS a corto plazo y las expectativas a largo plazo. Al utilizar la media de los modelos se logra un equilibrio entre los dos enfoques⁸. Al mismo tiempo, cabe señalar que las expectativas de inflación (y, en consecuencia, las primas) basadas en modelos extraídas de los tipos de los ILS están sujetas a incertidumbre en la estimación y sus niveles no pueden ser validados directamente con una variable observada⁹.

⁶ La calibración de la media de la inflación a largo plazo al 1,9 % es acorde con el nuevo modelo para la zona del euro (*New Area-Wide Model*) en el que, antes de la adopción del nuevo objetivo de inflación del BCE del 2 %, el objetivo de inflación a largo plazo del banco central se había fijado en una tasa anualizada del 1,9 % (véanse K. Christoffel, G. Coenen y A. Warne, «[The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis](#)», *Working Paper Series*, n.º 944, BCE, 2008, y G. Coenen, P. Karadi, S. Schmidt y A. Warne, «[The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector](#)», *Working Paper Series*, n.º 2200, BCE, 2019). Véase también F. Mazelis, R. Motto y A. Ristinieni, «Monetary policy strategies in a low interest rate environment for the euro area», de próxima publicación, donde también se usa el 1,9 %. Como consecuencia del ajuste efectuado por el BCE en su revisión de la estrategia de 2020-2021 para establecer un objetivo de inflación del 2 % a medio plazo, es posible que sea necesario actualizar la media a largo plazo de las expectativas de inflación en algún momento, lo que daría lugar a estimaciones de primas de riesgo de inflación ligeramente inferiores en general.

⁷ Con los test de Dickey-Fuller aumentados y los de Philips y Perron no se rechaza la hipótesis nula de una raíz unitaria en los tipos de los ILS. La corrección del sesgo de estimación (hacia la falta de persistencia) en el segundo modelo se basa en la metodología de L. Kilian, «[Finite sample properties of percentile and percentile-t bootstrap confidence intervals for impulse responses](#)», *Review of Economics and Statistics*, vol. 81, n.º 4, 1999, pp. 652-660.

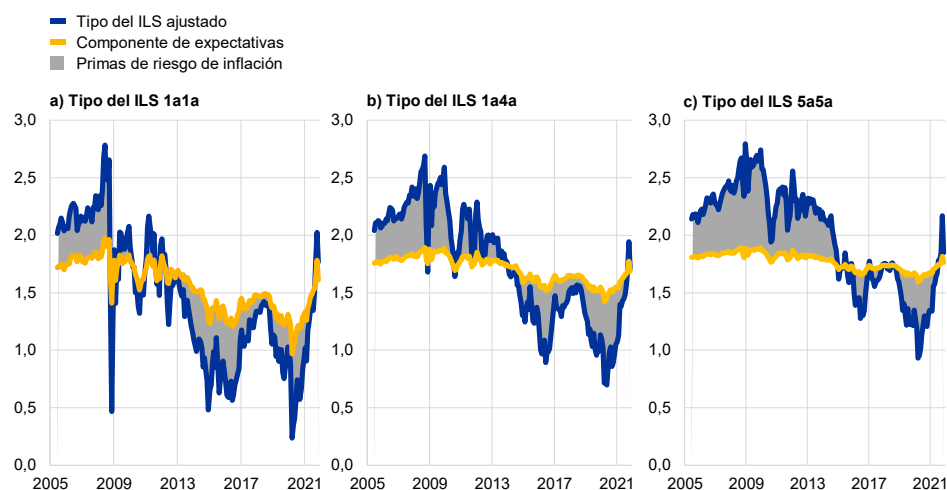
⁸ Como comprobación general de la «razonabilidad», la desviación típica de los componentes de expectativas que se obtiene de la media de las estimaciones de los dos modelos se aproxima bastante a la de las previsiones de inflación procedentes de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica y de las encuestas de Consensus Economics (por ejemplo, en torno a 10 puntos básicos en el horizonte de cuatro a cinco años).

⁹ Concretamente, las estimaciones de las encuestas pueden variar con respecto a las expectativas reales (no observables) integradas en los tipos de los ILS por el simple hecho de que distintos participantes en los mercados expresen sus opiniones.

Gráfico B

Descomposición, basada en modelos, de los tipos *swap* de inflación de la zona del euro

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Media de las estimaciones calculadas a partir de dos modelos de estructura temporal afines basados en Joslin, Singleton y Zhu (2011) aplicados a tipos de los ILS ajustados por el desfase de indexación, como en Camba-Mendez y Werner (2017). La última observación corresponde a noviembre de 2021 (modelos mensuales).

Las descomposiciones estimadas sugieren que las expectativas de inflación son, por lo general, más estables que los tipos de los ILS, y que las primas de riesgo de inflación de los distintos plazos han cambiado de signo en el pasado e incluso recientemente (gráfico B). Las descomposiciones indican que las expectativas de inflación pueden variar de manera significativa con el tiempo, aunque, en general, fluctúan menos que los tipos de los ILS. Este es el caso, sobre todo, de los tipos *forward* más distantes, lo que es acorde con la intuición de que las expectativas de inflación están, en principio, mejor ancladas en el largo plazo. Se estima que las primas de riesgo de inflación pasaron de ser positivas a negativas en torno a 2013-2014, lo que indica que los mercados consideraron cada vez más el riesgo de que la inflación observada se situara por debajo de sus expectativas. Más recientemente, a medida que los efectos de la pandemia de coronavirus (COVID-19) han empezado a desvanecerse, las estimaciones de las primas de riesgo de inflación se han incrementado de forma significativa e incluso han cambiado de signo y es posible que vuelvan a ser algo positivas. Este cambio de signo podría estar relacionado con el hecho de descontar una mayor probabilidad, o al menos el riesgo, de que las perturbaciones de oferta predominen en la economía en un futuro próximo en un contexto de persistentes cuellos de botella en la oferta¹⁰.

¹⁰ Véase, por ejemplo, el recuadro 4, «El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021.

5 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 28 de julio y el 2 de noviembre de 2021

Elvira Fioretto y Juliane Kinsele

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE y la evolución de la liquidez durante el quinto y el sexto período de mantenimiento de reservas de 2021. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 28 de julio y el 2 de noviembre de 2021 (el «período de referencia»).

El exceso medio de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro aumentó en 175,5 mm de euros durante el quinto y el sexto período de mantenimiento de 2021 y alcanzó una cifra récord de 4.367 mm de euros. Este incremento se debió, principalmente, a las compras de activos realizadas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como a la liquidación de la octava y la novena operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III.8 y III.9, por sus siglas en inglés). El efecto de las operaciones de política monetaria sobre el exceso de liquidez se vio parcialmente compensado por el aumento considerable registrado en los factores autónomos netos.

Necesidades de liquidez

Las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, aumentaron, en promedio, en 170,8 mm de euros en el período de referencia, con lo que se situaron en 2.290,2 mm de euros. El avance significativo en comparación con los dos períodos de mantenimiento anteriores obedeció casi en su totalidad al incremento, de 167,8 mmm de euros, de los factores autónomos netos, que alcanzaron los 2.138,4 mm de euros (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»), mientras que las exigencias de reservas mínimas aumentaron tan solo en 3 mm de euros hasta los 151,9 mm de euros.

Durante el período considerado, los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un alza de 120,3 mm de euros, hasta situarse en 3.116,6 mm de euros, como consecuencia de otros factores autónomos, así como del aumento observado en los billetes en circulación y en los depósitos de las Administraciones Públicas. Otros factores autónomos (véase el cuadro A para más información) registraron un incremento de 55,1 mm de euros en el período analizado y alcanzaron los 959,4 mm de euros. Al mismo tiempo, los billetes en circulación aumentaron en 28,7 mm de euros, hasta los 1.503,7 mm de euros. Los depósitos de las Administraciones Públicas se mantienen en un nivel muy elevado después de anotarse un ascenso de 36,6 mm de euros hasta los 653,5 mm de

euros, aunque esta cifra es inferior al máximo de 729,8 mm de euros registrado en 2020.

Los factores autónomos de inyección de liquidez experimentaron una disminución de 47,5 mm de euros y se situaron en 978,6 mm de euros. Este descenso fue el efecto neto de una reducción de 63,1 mm de euros observada en los activos netos denominados en euros y de un incremento de 15,6 mm de euros en los activos exteriores netos.

En el cuadro A se presentan los factores autónomos¹ considerados anteriormente y sus variaciones.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 28 de julio de 2021-2 de noviembre de 2021						Período de referencia anterior: 28 de abril de 2021-27 de julio de 2021	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 28 de julio-14 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 15 de septiembre-2 de noviembre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	3.116,6	(+120,3)	3.086,2	(+28,8)	3.147,0	(+60,8)	2.996,3	(+46,9)
Billetes en circulación	1.503,7	(+28,7)	1.499,9	(+14,1)	1.507,4	(+7,5)	1.475,0	(+35,0)
Depósitos de las AAPP	653,5	(+36,6)	635,7	(-16,5)	671,3	(+35,6)	616,9	(-1,3)
Otros factores autónomos (neto) ¹⁾	959,4	(+55,1)	950,6	(+31,2)	968,3	(+17,7)	904,3	(+13,2)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	3.614,5	(+143,3)	3.575,3	(+72,3)	3.653,7	(+78,4)	3.471,2	(+338,8)
de los cuales, exceso de reservas exento en el sistema de dos tramos	904,2	(+17,1)	899,2	(+4,4)	909,2	(+10,0)	887,1	(+13,1)
de los cuales, exceso de reservas no exento en el sistema de dos tramos	2.709,5	(+123,2)	2.675,3	(+67,2)	2.743,7	(+68,4)	2.586,3	(+317,9)
Exigencias de reservas mínimas²⁾	151,9	(+3,0)	150,9	(+0,8)	152,8	(+1,9)	148,9	(+1,9)
Tramo exento³⁾	911,3	(+18,1)	905,6	(+4,5)	916,9	(+11,3)	893,2	(+11,6)
Facilidad de depósito	752,6	(+32,2)	766,6	(+30,1)	738,5	(-28,2)	720,4	(+86,2)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

1) Se calculan como la suma de las cuentas de revaloración, otros activos y pasivos de residentes en la zona del euro, capital y reservas.

2) Partida *pro memoria* que no figura en el balance del Eurosistema y, por tanto, no debería incluirse en el cálculo de los pasivos totales.

3) El exceso de reservas exento y el no exento se explican en el [sitio web](#) del BCE.

¹ Para más detalles sobre los factores autónomos, véase el artículo titulado «[La gestión de la liquidez del BCE](#)», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2002.

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 28 de julio de 2021-2 de noviembre de 2021						Período de referencia anterior: 28 de abril de 2021-27 de julio de 2021	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 28 de julio-14 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 15 de septiembre-2 de noviembre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	978,6	(-47,5)	987,2	(-19,9)	970,0	(-17,2)	1.026,1	(-39,9)
Activos exteriores netos	830,9	(+15,6)	826,7	(+5,0)	835,1	(+8,3)	815,3	(-11,2)
Activos netos denominados en euros	147,7	(-63,1)	160,5	(-24,9)	134,9	(-25,5)	210,8	(-28,6)
Instrumentos de política monetaria	6.657,3	(+346,3)	6.592,2	(+151,6)	6.722,3	(+130,1)	6.311,0	(+513,8)
Operaciones de mercado abierto	6.657,3	(+346,3)	6.592,2	(+151,6)	6.722,3	(+130,1)	6.311,0	(+513,8)
Operaciones de subasta	2.211,7	(+63,5)	2.213,3	(+17,2)	2.210,0	(-3,3)	2.148,2	(+234,4)
OPF	0,2	(+0,0)	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,1	(-0,2)
OFPM a tres meses	0,1	(-0,1)	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,4)
Operaciones TLTRO II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-9,7)
Operaciones TLTRO III	2.195,0	(+74,3)	2.188,9	(+20,4)	2.201,1	(+12,3)	2.120,7	(+244,3)
Operaciones PELTRO	16,4	(-10,8)	24,2	(-3,2)	8,6	(-15,6)	27,2	(+0,5)
Carteras en firme	4.445,6	(+282,8)	4.378,9	(+134,4)	4.512,3	(+133,4)	4.162,8	(+279,4)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,4	(-0,0)	2,4	(+0,0)	2,4	(+0,0)	2,4	(-0,2)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	295,9	(+4,4)	294,7	(+2,1)	297,1	(+2,4)	291,6	(+2,1)
Programa para los mercados de valores	9,5	(-7,7)	12,6	(-4,5)	6,5	(-6,1)	17,2	(-8,4)
Programa de compras de bonos de titulación de activos	27,0	(-1,4)	27,5	(-0,7)	26,6	(-1,0)	28,4	(-0,3)
Programa de compras de valores públicos	2.448,0	(+36,0)	2.439,7	(+18,1)	2.456,3	(+16,6)	2.412,0	(+37,7)
Programa de compras de bonos corporativos	294,8	(+15,4)	290,6	(+7,0)	298,9	(+8,3)	279,3	(+15,9)
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	1.367,5	(+236,1)	1.311,0	(+112,4)	1.424,1	(+113,2)	1.131,4	(+232,6)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 28 de julio de 2021-2 de noviembre de 2021						Período de referencia anterior: 28 de abril de 2021-27 de julio de 2021	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 28 de julio-14 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 15 de septiembre-2 de noviembre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas ¹⁾	2.290,2	(+170,8)	2.250,3	(+49,3)	2.330,2	(+79,8)	2.119,4	(+88,8)
Factores autónomos netos ²⁾	2.138,4	(+167,8)	2.099,4	(+48,5)	2.177,3	(+78,0)	1.970,6	(+86,8)
Exceso de liquidez ³⁾	4.367,0	(+175,5)	4.341,9	(+102,4)	4.392,2	(+50,3)	4.191,5	(+425,0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

1) Se calculan como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas mínimas.

2) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez del pasivo y los factores autónomos de liquidez del activo. En este cuadro también se incluyen las partidas en curso de liquidación en los factores autónomos netos.

3) Se calcula como la suma de los saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.

Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Período de referencia actual: 28 de julio de 2021-2 de noviembre de 2021						Período de referencia anterior: 28 de abril de 2021-27 de julio de 2021	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 28 de julio-14 de septiembre		Sexto período de mantenimiento: 15 de septiembre-2 de noviembre		Tercer y cuarto período de mantenimiento	
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
Eonia ¹⁾	-0,485	(-0,005)	-0,484	(-0,003)	-0,486	(-0,002)	-0,480	(-0,001)
€STR	-0,569	(-0,004)	-0,569	(-0,003)	-0,570	(-0,002)	-0,565	(-0,001)

Fuente: BCE.

Nota: Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

1) Desde el 1 de octubre de 2019, el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se calcula como el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) más 8,5 puntos básicos. Las diferencias en las variaciones del eonia y del €STR se deben al redondeo.

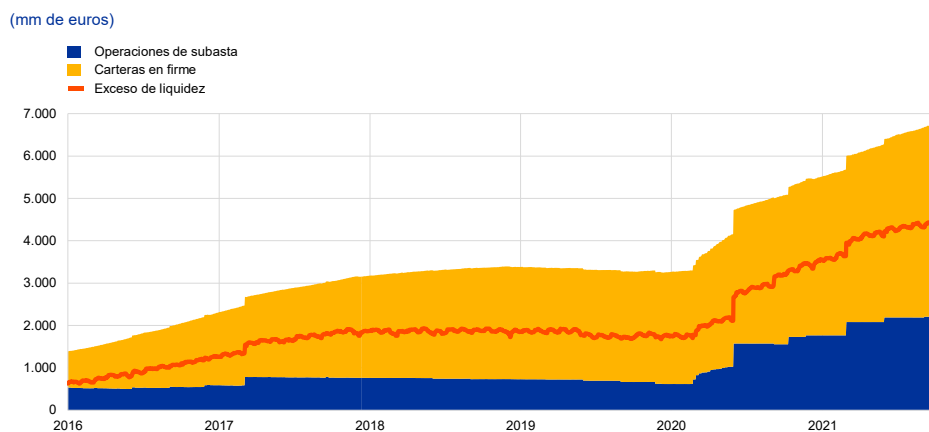
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria aumentó en 346,3 mm de euros, hasta un importe de 6.657,3 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A). Alrededor del 82 % de este

incremento fue el resultado de las compras netas realizadas en el marco de los programas de compras de activos, sobre todo al amparo del PEPP, y el 18 % restante se debió a operaciones de crédito, especialmente operaciones TLTRO III, mientras que las operaciones que fueron venciendo y los reembolsos drenaron liquidez.

Gráfico A

Evolución de la liquidez proporcionada a través de las operaciones de mercado abierto y del exceso de liquidez



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 2 de noviembre de 2021.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito aumentó en 63,5 mm de euros durante el período de referencia.

Este incremento estuvo impulsado tanto por el efecto de los 109,8 mm de euros inyectados mediante la octava operación TLTRO III liquidada en junio (cuyo efecto en las medias del período no se materializa plenamente hasta el período de mantenimiento posterior a la liquidación) como por los 97,6 mm de euros adjudicados en la novena operación TLTRO III a finales de septiembre. El efecto de inyección de liquidez de la novena operación se vio contrarrestado, en parte, por la primera ronda de reembolsos voluntarios del programa TLTRO III, que ascendió a un total de 79,3 mm de euros en septiembre. Además, al final de septiembre vencieron tres operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO, por sus siglas en inglés) por un importe de 22,1 mm de euros, mientras que solo se adjudicaron 1,3 mm de euros en la PELTRO de septiembre. El efecto conjunto de los importes adjudicados en las nuevas operaciones PELTRO y de las operaciones de subasta que vencieron dio lugar a una absorción de liquidez neta media de 10,8 mm de euros con respecto al período de referencia anterior. Las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses siguieron desempeñando un papel marginal, y el recurso medio a estas dos operaciones regulares de financiación se mantuvo en mínimos, como en el período de referencia anterior.

Al mismo tiempo, las carteras en firme aumentaron en 282,8 mm de euros, hasta situarse en 4.445,6 mm de euros, debido a las adquisiciones netas realizadas en el contexto del PEPP y del APP. Si se comparan con la media del período de referencia anterior, las tenencias de valores en el marco del PEPP se incrementaron, en promedio, en 236,1 mm de euros y se situaron en 1.367,5 mm de euros. Las adquisiciones realizadas en el contexto de este programa registraron el mayor incremento de todos los programas de compras de activos del BCE, seguidas de las del programa de compras de valores públicos (PSPP, por sus siglas en inglés) y de las del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, por sus

siglas en inglés), que aumentaron, en promedio, en 36 mm de euros (hasta 2.448 mm de euros) y en 15,4 mm de euros (hasta 294,8 mm de euros), respectivamente. El vencimiento de los valores mantenidos en programas no activos redujo el volumen de las carteras en firme en 7,7 mm de euros.

Exceso de liquidez

El exceso medio de liquidez aumentó en 175,5 mm de euros, hasta alcanzar un nuevo récord de 4.367 mm de euros (gráfico A). El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas y el recurso a la facilidad de depósito neto de cualquier recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito. Los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas registraron un incremento de 143,3 mm de euros y se situaron en 3.614,5 mm de euros, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito creció 32,2 mm de euros, hasta un importe de 752,6 mm de euros.

El exceso de reservas exento de la aplicación del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito en el marco del sistema de dos tramos² se incrementó en 17,1 mm de euros y alcanzó una cifra de 904,2 mm de euros. El tramo no exento del exceso de liquidez, que incluye la facilidad de depósito, aumentó en 155,4 mm de euros, hasta los 3.462,1 mm de euros. La tasa de utilización agregada del tramo exento máximo, es decir, la ratio de las reservas exentas sobre el máximo que podría estar exento³, que ha permanecido por encima del 98 % desde el tercer período de mantenimiento de 2020, disminuyó ligeramente del 99,3 % al 99,2 %. En el período considerado, el exceso de reservas exento supuso el 20,7 % del exceso de liquidez total, frente al 21,2 % del período de referencia precedente.

Evolución de los tipos de interés

El €STR apenas experimentó cambios y se situó, en promedio, en -56,9 puntos básicos durante el período de referencia. Como consecuencia del elevado exceso de liquidez, el €STR sigue siendo relativamente inelástico, incluso a las variaciones sustanciales de la liquidez. Desde octubre de 2019, el eonia se ha calculado sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Por tanto, su evolución fue paralela a la del €STR, y siguió siéndolo hasta que dejó de emplearse el eonia el 3 de enero de 2022. Desde el 18 de octubre de 2021, como parte de la transición al €STR como nuevo tipo de referencia, el eonia ya no se utiliza en los nuevos contratos de derivados que se compensan mediante contrapartida central. Los tipos oficiales del BCE —los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las

² Se puede consultar información adicional sobre el sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de liquidez en el [sitio web](#) del BCE.

³ El importe máximo exento se calcula como la suma de las reservas mínimas y el tramo exento, que equivale a seis veces la cuantía de las reservas mínimas.

OPF y de la facilidad marginal de crédito— no variaron durante el período de referencia.

6 La comunicación del BCE sobre las perspectivas económicas: un análisis comparativo

Julian Ashwin, Maarten Dossche, Katrin Forster van Aerssen, Ramón Gómez-Salvador, Eleni Kalamara y Beatrice Pierluigi

La comunicación del Banco Central Europeo (BCE) sobre las perspectivas económicas se ha modificado sustancialmente durante los veinte últimos años. En este recuadro se muestra cómo ha evolucionado la comunicación del BCE relativa a los marcos y conceptos en los que se sustentan dichas perspectivas desde la creación del banco central en 1998. También se compara su comunicación de las perspectivas económicas con la de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal (Reserva Federal) y la del Banco de Inglaterra en el período 2015-2019. El análisis concluye en 2019 para que los resultados no se vean afectados por las medidas adoptadas en relación con la pandemia de coronavirus (COVID-19) o por las revisiones de la estrategia de política monetaria que han llevado a cabo la Reserva Federal y el BCE. Si bien este recuadro se centra en un aspecto concreto de la comunicación del BCE, en el artículo titulado «ECB communication with the wider public» de este Boletín Económico se adopta una perspectiva más amplia y se presentan las lecciones aprendidas de la reciente revisión de la estrategia del BCE¹.

En 2015, la comunicación periódica del BCE sobre las perspectivas económicas experimentó dos cambios importantes. En primer lugar, el BCE disminuyó la frecuencia de las reuniones de política monetaria del Consejo de Gobierno de cuatro a seis semanas y, en segundo lugar, empezó a publicar las reseñas de esas reuniones. Estas modificaciones redujeron el riesgo de introducir «ruido» en la comunicación de las perspectivas económicas, lo que puede suceder cuando se publican actualizaciones con excesiva frecuencia. También incrementaron la transparencia y mejoraron la rendición de cuentas del proceso de toma de decisiones. Ambos cambios contribuyeron a que el enfoque del BCE se asemeje más al que sigue la Reserva Federal de Estados Unidos en sus deliberaciones de política monetaria. Aunque las comunicaciones oficiales sobre las perspectivas económicas se han reducido de doce (Boletín Mensual) a ocho (Boletín Económico) al año, el número de discursos y presentaciones públicas del economista jefe (*Chief Economist*) del BCE sobre las perspectivas económicas (panel a del gráfico A) ha aumentado durante los veinte últimos años. Asimismo, el número de discursos pronunciados por el economista jefe del BCE también fue, en general, considerablemente mayor que los de su homólogo del Banco de Inglaterra

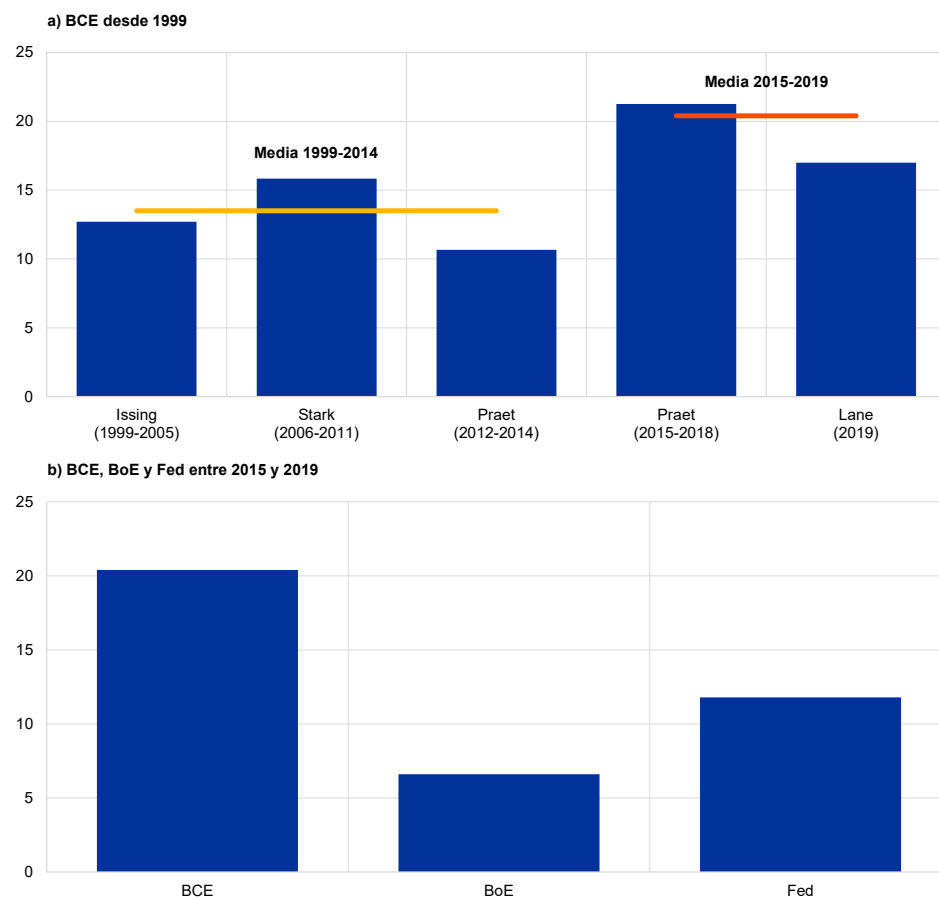
¹ Véanse el artículo titulado «ECB communication with the wider public» en este Boletín Económico y K. Assenmacher, G. Glöckler, S. Holton y P. Trautmann, «[Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy communication in a changing world](#)», Workstream on monetary policy communications, *Occasional Paper Series*, n.º 274, BCE, septiembre de 2021.

o del vicepresidente de la Reserva Federal (panel b del gráfico A) durante el período 2015-2019².

Gráfico A

Número de discursos sobre las perspectivas económicas pronunciados por el economista jefe

(media anual)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, si el cargo se relevó durante un año determinado (por ejemplo, 2006 Issing/Stark; 2019 Praet/Lane), los discursos se han incluido en el cálculo de la media anual del nuevo miembro del Comité Ejecutivo. En el panel b, se ha considerado que el puesto de vicepresidente de la Reserva Federal (Fischer, Clarida) se corresponde con el de economista jefe en el BCE (Praet, Lane) y en el Banco de Inglaterra (Haldane). «BoE» se refiere al Banco de Inglaterra y «Fed» a la Reserva Federal.

La legibilidad de la comunicación del BCE sobre las perspectivas económicas ha mejorado desde 2008. Esto queda ilustrado en el panel a del gráfico B, en el que se presentan los años de formación académica necesarios para entender los discursos del BCE sobre ese tema. El gráfico muestra que la complejidad del lenguaje utilizado en las intervenciones sobre las perspectivas económicas ha disminuido con el tiempo. Esta mejora es similar a la observada en la legibilidad de todos los discursos de representantes del BCE, incluidos los relativos a otros

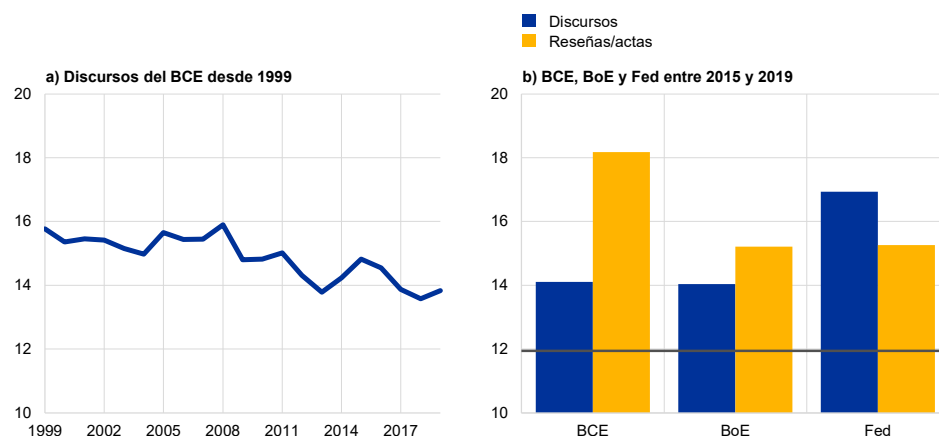
² En el caso del Banco de Inglaterra, el análisis se centra en los discursos del economista jefe. Los resultados no se verían afectados de manera sustancial si, además de los discursos del economista jefe, también se tomaran en consideración los del subgobernador responsable de la política monetaria (*Deputy Governor for Monetary Policy*), cuya responsabilidad ejecutiva se asemeja más a la del economista jefe del BCE.

temas³. La legibilidad de los discursos de representantes del BCE sobre las perspectivas económicas es similar a la de los pronunciados por representantes del Banco de Inglaterra, mientras que, de acuerdo con la misma métrica, los discursos de la Reserva Federal son algo más difíciles de entender que los del BCE (panel b del gráfico B). Por otro lado, la legibilidad de las reseñas de las reuniones de política monetaria del BCE, que llevan publicándose desde 2015, es notablemente menor que la de las actas de las reuniones del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal o las del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra. Si bien las reseñas del BCE pueden estar dirigidas a un público más experto, reciben una puntuación más elevada que denota que son más difíciles de entender para el público general.

Gráfico B

Legibilidad de los discursos sobre las perspectivas económicas y de las reseñas/actas

(índice)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Medición realizada según la escala (*Grade Level score*) de Flesch-Kincaid para el período 2015-2019. La puntuación puede entenderse como el número de años de formación necesarios para comprender el texto. Cuanto mayor sea la puntuación en la escala de Flesch-Kincaid, más difícil de entender es el lenguaje utilizado. Todas las puntuaciones superiores a 12 requieren una formación superior a la educación secundaria. «BoE» se refiere al Banco de Inglaterra y «Fed» a la Reserva Federal.

Las modificaciones introducidas por el BCE en su forma de comunicar las perspectivas económicas reflejan la adopción de conceptos teóricos nuevos. El panel a del gráfico C muestra que el uso de palabras o términos como *output gap* (brecha de producción), *Phillips curve* (curva de Phillips), *unemployment* (desempleo) y *slack* (grado de holgura) tendió claramente al alza durante la segunda década del euro. En cambio, a lo largo de los diez últimos años, la utilización del término *money* (dinero) ha mostrado una pronunciada tendencia descendente. Ello obedece a un cambio en la manera de interpretar y analizar el crecimiento y la inflación en la zona del euro, que de modo creciente se basa en la relación entre las medidas de utilización de la capacidad productiva y las presiones salariales e inflacionistas⁴. El menor uso del término *money* y la aparición cada vez más frecuente de conceptos

³ Véase el artículo titulado «ECB communication with the wider public» en este Boletín Económico.

⁴ Para conocer más evidencia, véase P. Hartmann y F. Smets, «[The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy](#)», *Working Paper Series*, n.º 2219, BCE, diciembre de 2018.

como *unemployment* y *slack* también es evidente en los discursos de miembros del Comité Ejecutivo (panel a del gráfico C).

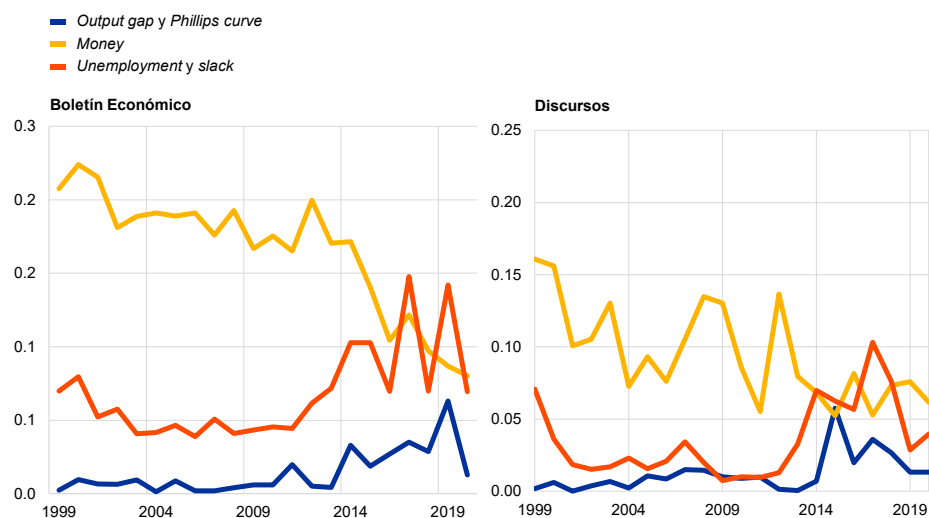
Las dos diferencias principales entre las prácticas de comunicación del BCE y las de otros bancos centrales están relacionadas con diferencias en sus estrategias de política monetaria. En primer lugar, en el panel b del gráfico C se muestra que las palabras *unemployment* o *slack* aparecen menos en los discursos de miembros del Comité Ejecutivo del BCE que en los de representantes del Banco de Inglaterra o de la Reserva Federal, aunque son las más utilizadas en los distintos temas tratados. En el caso de la Reserva Federal, esto refleja la importancia del objetivo de pleno empleo, que es parte de su mandato dual. La frecuencia con la que se hace referencia a *output gap* o a *Phillips curve* es similar en los tres bancos centrales. Esto sugiere que, si bien el BCE utilizó menos estos conceptos en sus comunicaciones en el pasado, en la actualidad su uso es similar al del Banco de Inglaterra o de la Reserva Federal. En segundo lugar, en los discursos del BCE, *money* se emplea más a menudo que en los de la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra, lo que podría deberse a la importancia del análisis monetario en su estrategia de política monetaria.

Gráfico C

Frecuencia de uso de palabras relacionadas con distintos temas en los bancos centrales

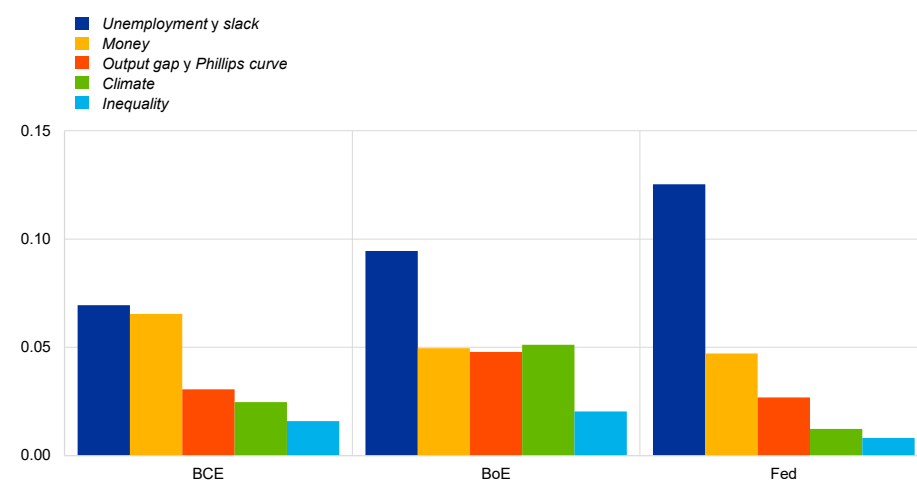
a) Frecuencia de uso en la comunicación del BCE

(porcentaje del número total de palabras)



b) Frecuencia de uso en discursos de representantes de los bancos centrales

(porcentaje del número total de palabras)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: La frecuencia de uso de un término/palabra concreto se calcula como el número de veces que se utiliza, dividido por el número total de palabras publicadas ese año. «BoE» se refiere al Banco de Inglaterra y «Fed» a la Reserva Federal.

Las referencias a *inequality* (desigualdad) son comparables en los tres bancos centrales considerados, y *climate change* (cambio climático) es también un tema destacado. Aunque el foco en la desigualdad ha ido aumentando con el tiempo en la mayoría de los bancos centrales, este tema parece estar recibiendo una atención similar por parte del BCE que por los otros dos grandes bancos centrales. Aparentemente, las alusiones al cambio climático son más frecuentes en los discursos de representantes del Banco de Inglaterra que en los del BCE o de la Reserva Federal.

El análisis textual subraya la importancia de las «narrativas» en la comunicación de previsiones económicas. Sharpe *et al.* documentan la forma en que el sentimiento o la «tonalidad» de las narrativas utilizadas en las previsiones económicas de la Reserva Federal presenta una estrecha correlación con la evolución económica futura, que es positiva en el caso del PIB y negativa en el del desempleo y la inflación. Por otra parte, la tonalidad transmite información adicional en cuanto a que predice errores en las previsiones sobre el PIB de la Reserva Federal y del sector privado, y sobre el desempleo con hasta cuatro trimestres de antelación⁵. Los autores consideran que la tonalidad tiene capacidad predictiva porque permite señalar riesgos a la baja para la evolución económica, y además tiene un poder predictivo significativo para la política monetaria. Un tono más optimista en el informe *Tealbook* precede a una subida mayor de la prevista del tipo de interés de los fondos federales con hasta cuatro trimestres de antelación⁶. Asimismo, Jones *et al.* llegan a la conclusión de que el análisis cualitativo de las previsiones de crecimiento del PIB recogido en el informe trimestral sobre la inflación (*Inflation Report*) del Banco de Inglaterra contiene información que mejora sus predicciones a muy corto plazo (*nowcasts*) cuantitativas y sus previsiones a un trimestre vista⁷.

La evidencia presentada en este recuadro muestra que los análisis cualitativos (o «narrativas») relativos a las previsiones contienen información adicional sobre la economía que complementa el análisis cuantitativo. Esto subraya la importancia de que la comunicación de las perspectivas económicas sea clara e informativa, una prioridad que también se ha reafirmado durante la revisión reciente de la estrategia del BCE⁸. El flujo constante de nueva información hace que la narrativa del BCE sobre las perspectivas económicas también se actualice continuamente, para lo que es necesario disponer de un amplio conjunto de modelos económicos, herramientas y encuestas.

⁵ Véase S. Sharpe, N. Sinha y C. Hollrah, «The Power of Narratives in Economic Forecasts», *Finance and Economics Discussion Series*, n.º 2020-001, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, 2020.

⁶ El título oficial del informe *Tealbook* es «Report to the FOMC on Economic Conditions and Monetary Policy», y lo elaboran expertos de la Reserva Federal. Se llama *Tealbook* desde la fusión del *Bluebook* y el *Greenbook* en junio de 2010.

⁷ Véase J. Jones, T. Sinclair y H. Stekler, «A textual analysis of Bank of England growth forecasts», *International Journal of Forecasting*, vol. 36(4), 2020, pp. 1478-1487. Para conocer evidencia similar del Banco de España, véase N. Sobrino, C. Ghirelli, S. Hurtado, J. Pérez y A. Urtasun, «The narrative about the economy as a shadow forecast: an analysis using Bank of Spain quarterly reports» *Applied Economics*, noviembre de 2021.

⁸ Véase el artículo titulado «An overview of the ECB's monetary policy strategy», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

Las causas de las disrupciones en las cadenas de suministro y su impacto en el sector manufacturero de la zona del euro

Roberto A. De Santis

La recuperación de la zona del euro a lo largo de 2021 se ha visto afectada por crecientes disrupciones en las cadenas globales de suministro. El avance del PIB real en 2021 ha estado impulsado fundamentalmente por la recuperación de los servicios empresariales, mientras que la contribución de la industria y la construcción ha sido menor como consecuencia de la escasez de equipos e insumos intermedios importados. Las disrupciones en las cadenas globales de suministro se han debido a la interacción de varios factores, que pueden agruparse en cinco categorías principales: i) una recuperación temprana y acusada de la demanda mundial de manufacturas; ii) el desabastecimiento de determinados semiconductores; iii) trastornos logísticos en el sector del transporte, relacionados sobre todo con la actividad de los buques portacontenedores; iv) medidas de confinamiento estricto en algunos países asiáticos que desempeñan un papel clave en la producción de insumos intermedios, y v) el tiempo necesario para ampliar la capacidad de oferta de la producción de semiconductores y la de los buques.

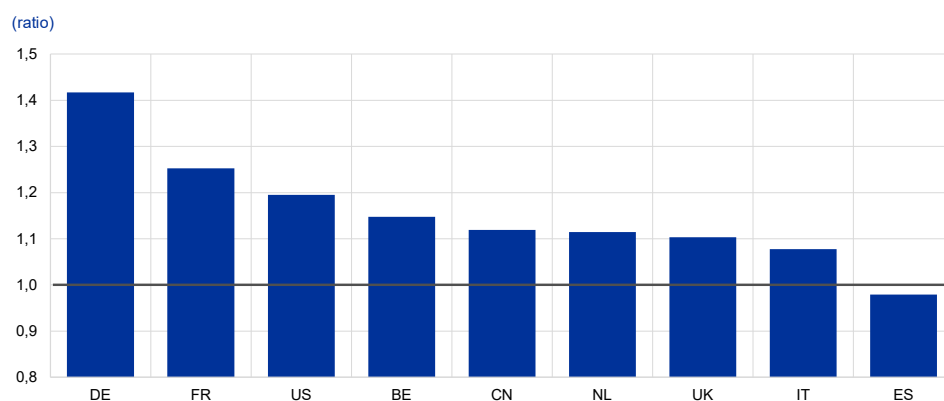
El desequilibrio entre la intensa recuperación de la demanda mundial y la escasez de oferta ha sido más severo y duradero de lo que se esperaba inicialmente. El repunte en todo el mundo de la demanda de alta tecnología, por el teletrabajo en el caso de los hogares y por la necesidad de ampliar el ancho de banda y el acceso a las redes en el de las empresas, junto con las perturbaciones de oferta derivadas de la pandemia de coronavirus (COVID-19), ha causado una crisis de abastecimiento de semiconductores que ha perjudicado, en particular, al sector del automóvil¹. Igualmente relevante es el hecho de que la actividad de los buques portacontenedores se viera alterada de manera notable y persistente por la pandemia. A raíz del desplome del comercio mundial en abril de 2020, los cargueros no pudieron operar a plena capacidad y, con los confinamientos, muchos contenedores quedaron apilados en puertos de países occidentales. Tras el verano de 2020, una vez que la demanda mundial se había vuelto a recuperar, la falta de contenedores para transportar estas mercancías desde Asia hasta Estados Unidos y Europa, así como la llegada de numerosos barcos a su destino con un retraso significativo (circunstancia que se vio agravada por el bloqueo del Canal de Suez al encallar un enorme buque portacontenedores), causó considerables cuellos de botella en la oferta. Según la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés), el tiempo medio de permanencia en

¹ Para más información sobre la evolución del sector de los semiconductores, véanse «¿Qué factores están impulsando la reciente subida de los costes de transporte?», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021; «La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021; el *Special Issue* de Autumn 2021 European Economic Forecast de la Comisión Europea, y el documento de debate titulado «Bottlenecks: causes and macroeconomic implications» publicado por el Banco de Pagos Internacionales en su *BIS Bulletin*, n.º 48, BPI, 2021.

puerto de los buques portacontenedores en el primer semestre de 2021 fue un 11 % superior al promedio registrado antes de la pandemia (2018-2019). En Europa, la congestión de los muelles, los retrasos en los plazos de entrega programados y las limitaciones de las infraestructuras hicieron que las instalaciones portuarias alemanas y francesas experimentaran un incremento muy pronunciado del tiempo medio de permanencia en puerto de los buques (que se situó un 42 % y un 25 % por encima de su promedio en 2018 y 2019, por ejemplo), superior incluso a los de Estados Unidos. En cambio, las variaciones en Bélgica, Italia y Países Bajos fueron más similares a la media mundial (gráfico A). Otra circunstancia que empeoró estos cuellos de botella en la oferta fue la imposición de nuevas medidas de confinamiento como consecuencia de la propagación de la variante delta del coronavirus en algunos países de la región de Asia-Pacífico (como Malasia, Singapur, Tailandia y Vietnam), que son localizaciones clave para la producción de chips semiconductores. Según contactos del BCE en el sector empresarial, se prevé que tanto la capacidad de fabricación de semiconductores como la de los cargueros sigan tensionadas en 2023².

Gráfico A

Tiempo medio de permanencia en puerto de buques portacontenedores en el primer semestre de 2021 frente al promedio registrado en 2018-2019



Fuentes: UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) y cálculos del BCE.
Nota: La última observación corresponde a junio de 2021.

En épocas normales, los incrementos de la producción suelen asociarse con mayores plazos de entrega por parte de los proveedores, así como con una reducción de las existencias. Antes de la pandemia, el factor clave era un mecanismo por el cual un aumento de la demanda daba lugar a un incremento de la producción, lo que retrasaba la entrega de mercancías a las empresas y reducía los niveles de existencias; sin embargo, una asignación eficiente de los recursos gracias a la globalización contribuía a mejorar los procesos de la oferta y a acelerar los plazos de entrega. Desde el segundo semestre de 2020, el dinamismo de la demanda ha dejado de ser la única causa de la dilatación de los plazos, y los cuellos de botella en la oferta también están provocando graves demoras, hasta el punto de reducir la producción (gráfico B). Estos cuellos de botella causaron un

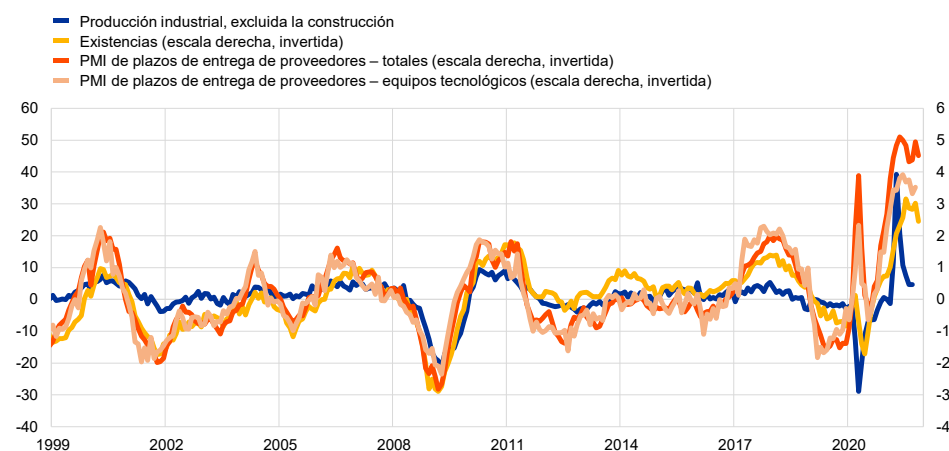
² Sobre las opiniones de las empresas acerca de la persistencia de las restricciones de oferta, véase el recuadro «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021.

desabastecimiento de materiales y equipos que impidió a las empresas de la zona del euro responder de forma adecuada a la rápida recuperación de la demanda de manufacturas, lo que posteriormente dio lugar a una caída de las existencias en todos los sectores (gráfico C). Esta nueva evolución puede utilizarse para evaluar en qué medida los cuellos de botella en la oferta son la causa de la debilidad de la producción industrial de la zona del euro.

Gráfico B

Producción industrial, plazos de entrega de los proveedores y existencias de la zona del euro

(escala izquierda: tasa de crecimiento interanual; escala derecha: z-scores)

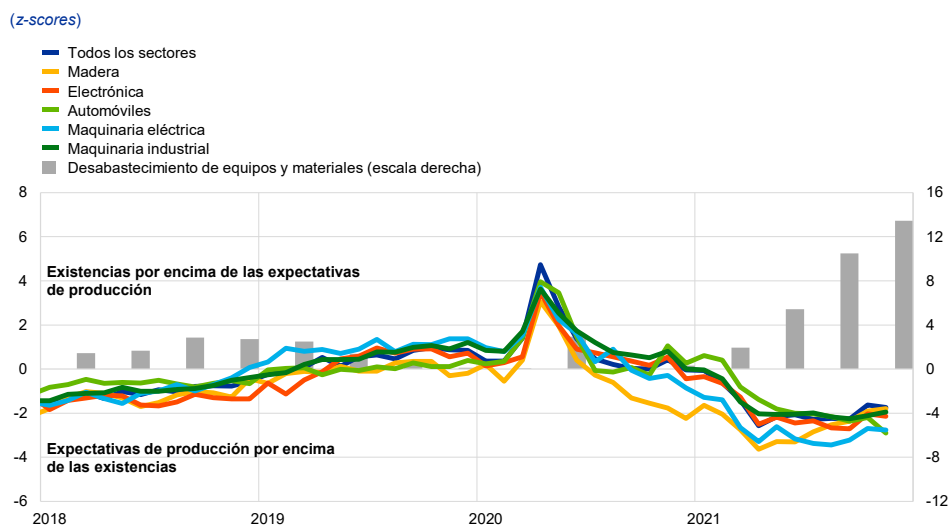


Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, IHS Markit y cálculos del BCE.

Notas: Se calculan z-scores para cada indicador restando sus respectivas medias y dividiendo la diferencia obtenida por sus respectivas desviaciones típicas calculadas en el período 1999-2019. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2021 (producción industrial), a octubre de 2021 (PMI de plazos de entrega de los proveedores para equipos tecnológicos) y a noviembre de 2021 (PMI de plazos de entrega totales de los proveedores y existencias).

Gráfico C

Existencias de la zona del euro en relación con las expectativas de producción por sector, y desabastecimiento de equipos y materiales



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Se calculan z-scores para cada indicador restando sus respectivas medias y dividiendo la diferencia obtenida por sus respectivas desviaciones típicas calculadas en el período 1999-2019. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2021 (existencias en relación con expectativas de producción) y a noviembre de 2021 (desabastecimiento de equipos y materiales).

Se puede utilizar un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR, por sus siglas en inglés) para desentrañar la importancia relativa de los principales determinantes de la evolución tanto de los plazos de entrega como de la producción industrial. Concretamente, este modelo identifica la contribución de las perturbaciones de demanda, de tipos de interés, financieras, de inflación de costes de producción y de cuellos de botella utilizando el IAPC, la producción industrial (sin incluir la construcción), el tipo OIS (*overnight index swap*) a diez años, los diferenciales corporativos y el PMI de plazos de entrega de los proveedores.

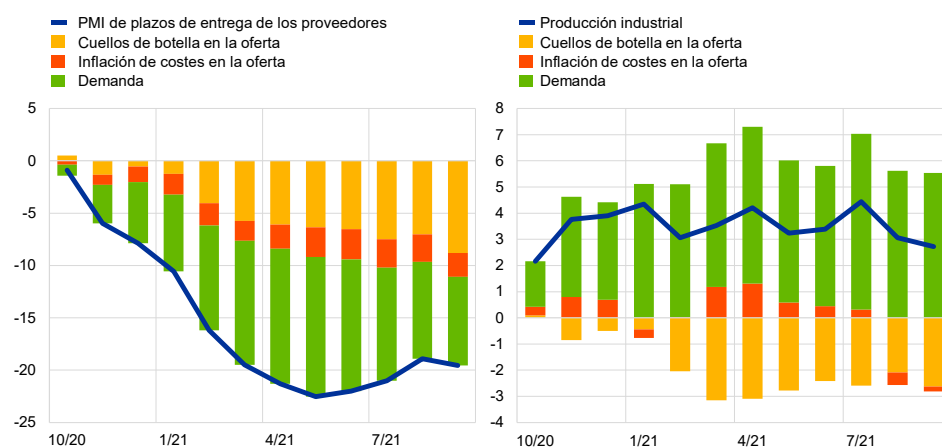
El modelo indica que los cuellos de botella en la oferta han lastrado sensiblemente la producción industrial a lo largo de 2021. Según el modelo, entre octubre de 2020 y septiembre de 2021, aproximadamente el 45 % de la variación del PMI de plazos de entrega de los proveedores de la zona del euro se debió a factores de demanda agregada (es decir, la suma de perturbaciones de demanda, de tipos de interés y financieras), en torno al 45 % a los cuellos de botella en la oferta y cerca del 10 % a otros tipos de perturbaciones de inflación de costes (escala izquierda del gráfico D). La contribución de las perturbaciones de demanda, de cuellos de botella en la oferta y de inflación de costes a la producción industrial se refleja en la escala derecha del gráfico D. Suponiendo que el resto de factores se mantienen constantes, se estima que los cuellos de botella en la oferta han reducido el nivel de producción industrial de la zona del euro aproximadamente un 2,6 %, en

términos acumulados, entre octubre de 2020 y septiembre de 2021, en comparación con un escenario sin este tipo de perturbación³.

Gráfico D

Contribución de las perturbaciones de cuellos de botella en la oferta a la evolución de la producción industrial de la zona del euro y del PMI de plazos de entrega de los proveedores

(panel izquierdo: índice de difusión, desviación con respecto al escenario central; panel derecho: desviación porcentual respecto al escenario central, acumulada entre octubre de 2020 y septiembre de 2021).



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: El modelo muestra la contribución de las perturbaciones de demanda agregada (perturbaciones de demanda, de tipos de interés y financieras), de inflación de costes y de cuellos de botella utilizando el IAPC, la producción industrial (sin incluir la construcción), el tipo OIS a diez años, los diferenciales corporativos y el PMI de plazos de entrega de los proveedores. El modelo se basa en datos agregados de la zona del euro entre enero de 1999 y septiembre de 2021, y las perturbaciones se identifican por medio del método empleado por J. Antón Díaz y J. F. Rubio Ramírez en «Narrative Sign Restrictions for SVARs», *American Economic Review*, n.º 108, 2018, pp. 2802-2829. Se suponen las siguientes restricciones de signo en el momento del impacto: las perturbaciones de demanda suponen IAPC (+), producción industrial (+), tipo OIS a diez años (+), diferenciales corporativos (-) y PMI de plazos de entrega de los proveedores (-). Las perturbaciones de tipos de interés suponen IAPC (-), tipo OIS a diez años (+) y diferenciales corporativos (+). Las perturbaciones financieras suponen producción industrial (-) y diferenciales corporativos (+). Las perturbaciones de inflación de costes suponen IAPC (+) y producción industrial (-). Las perturbaciones de cuellos de botella suponen IAPC (+), producción industrial (-) y PMI de plazos de entrega de los proveedores (-). Se suponen las siguientes restricciones de signo de la narrativa: la mayor contribución a los errores de predicción del tipo OIS a diez años en enero de 2015 se atribuye a perturbaciones de política monetaria; en el caso de los diferenciales corporativos en julio de 2007, se atribuye a perturbaciones financieras; en el del PMI de plazos de entrega de los proveedores en abril de 2020 y marzo de 2021, a perturbaciones de cuellos de botella. También se supone que todas las perturbaciones financieras tienen signo positivo en septiembre y octubre de 2008 y que todas las de demanda tienen signo negativo en marzo y abril de 2020.

Para febrero de 2021, comenzó a hacerse cada vez más evidente el efecto de los cuellos de botella en la oferta sobre la producción industrial. Los indicadores de opinión disponibles relativos al cuarto trimestre de 2021 sugieren que muy probablemente este impacto no se habrá reabsorbido para el último trimestre de este año. Dado que la industria (sin incluir la construcción) representa aproximadamente el 20 % del valor añadido total de la zona del euro, las estimaciones mencionadas anteriormente implican que el crecimiento del PIB real en 2021 habría sido cerca de un 0,5 % más elevado si no se hubieran producido los cuellos de botella en la oferta. Esta estimación puede considerarse un límite inferior, ya que esas restricciones de oferta continuaron afectando a la producción en el último trimestre de 2021, además de a la construcción y los servicios empresariales.

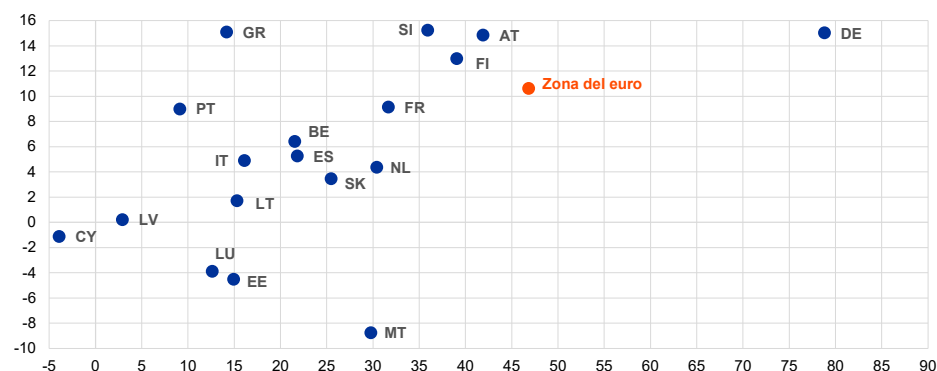
³ Los cuellos de botella en la oferta también han afectado de forma notable a las exportaciones, como se describe en el recuadro titulado «El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021. Para más información sobre la contribución de las perturbaciones de oferta a la producción industrial y el comercio mundiales, véase el recuadro 1, titulado «Las disrupciones en las cadenas de suministro y sus efectos sobre la economía mundial» en este *Boletín Económico*.

Los efectos de las perturbaciones de cuellos de botella en la oferta podrían prolongarse durante buena parte de 2022. Es poco probable que el desabastecimiento de semiconductores, la desfavorable evolución de la pandemia en Asia y la actual congestión en los puertos de contenedores mejoren sustancialmente, lo que apunta a que la economía de la zona del euro seguirá viéndose afectada por estas perturbaciones durante los próximos meses y a que el impacto de los cuellos de botella en la oferta podría persistir hasta bien entrado el año 2022, como también señalan los contactos del BCE en el sector empresarial. Según los resultados de las encuestas de opinión de la Comisión Europea de octubre de 2021, las empresas esperan que la escasez de materiales se agrave durante los próximos tres meses en todos los países de la zona del euro, con la excepción de unos pocos Estados de menor tamaño (gráfico E). Cuanto mayor es el porcentaje de encuestados que confirman que sus empresas sufren desabastecimiento en comparación con la respectiva media de largo plazo, mayor es la proporción de participantes en las encuestas que esperan que su situación siga deteriorándose, lo que corrobora la valoración general de que el impacto de los cuellos de botella en la oferta es prolongado y persistente.

Gráfico E

Desabastecimiento de equipos y materiales en países de la zona del euro previsto en el cuarto trimestre de 2021

(eje de abscisas: porcentaje de encuestados, niveles corregidos por su media histórica; eje de ordenadas: porcentaje de encuestados, diferencia con el tercer trimestre de 2021)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Los valores de cada indicador se calculan restando sus respectivas medias para cada economía en el período 1999-2019. La última observación corresponde a octubre de 2021.

Las políticas fiscales en 2022: implicaciones de los proyectos de planes presupuestarios para ese año

Giovanni Bardone, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier y Philip Muggenthaler

El 24 de noviembre de 2021, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios de los Gobiernos de la zona del euro para 2022¹. Los dictámenes se centran en la coherencia de los planes con las recomendaciones del Consejo de 18 de junio de 2021, en las que se invita a los Estados miembros a que adopten políticas fiscales más diferenciadas en 2022. El Consejo recomendó a los Estados miembros con un nivel bajo o medio de deuda que apliquen o mantengan una orientación fiscal expansiva en 2022 y, a aquellos con un nivel de deuda elevado, que utilicen el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) para financiar inversiones adicionales en apoyo de la recuperación, aplicando al mismo tiempo una política fiscal prudente. Asimismo, aconsejó a todos los Estados miembros que preserven las inversiones financiadas a nivel nacional. En la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios, la Comisión tiene en cuenta la aplicación continuada de la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2022, que se espera se desactive a partir de 2023².

De acuerdo con un indicador ajustado que trata de captar la orientación de las políticas fiscales en el contexto económico actual, el tono de la política fiscal en la zona del euro seguirá siendo expansivo en 2021 y 2022. Para realizar la evaluación, la Comisión usa un indicador revisado de la orientación fiscal elaborado en el contexto de la crisis actual y las medidas fiscales adoptadas a escala nacional y de la UE para abordarla³. En primer lugar, el indicador del tono fiscal toma en consideración el gasto financiado a través del MRR y otros fondos de la UE, que proporcionan un impulso fiscal a la economía, pero no quedan reflejados en el saldo

¹ Comisión Europea (2021), «Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo y al Banco Central Europeo sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2022: evaluación general».

² Esta cláusula, que se introdujo como parte de la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2011 asociada al paquete legislativo denominado *Six-pack*, puede activarse en caso de que se produzca una circunstancia inusual —sobre la cual no tenga ningún control el Estado miembro afectado— que incida de manera significativa en la situación financiera de las Administraciones Públicas, o en períodos de grave recesión económica para la zona del euro o para la Unión en su conjunto. Su activación permite que los Estados miembros se desvíen temporalmente de las exigencias de ajuste presupuestario establecidas en los componentes preventivo y corrector del Pacto, siempre que ello no ponga en peligro la sostenibilidad fiscal a medio plazo.

³ La Comisión calcula la orientación fiscal examinando el aumento anual del gasto neto en relación con el crecimiento potencial a diez años. A raíz de las recomendaciones del Consejo sobre los programas de estabilidad para 2021, el gasto neto agregado utilizado para calcular la orientación global de la política fiscal se ajustó para incluir el gasto financiado mediante subvenciones del MRR y otros fondos de la UE y para excluir las medidas de emergencia temporales relacionadas con la crisis del coronavirus (COVID-19). Además de la contribución que supone el gasto financiado por la UE, en la evaluación, la Comisión también considera las contribuciones a la orientación fiscal general procedentes de diferentes componentes del gasto agregado financiados a nivel nacional, en concreto: i) inversiones, ii) otros gastos de capital, y iii) gasto primario corriente (excluidas las medidas discrecionales relativas a los ingresos).

presupuestario de los Estados miembros. En segundo lugar, excluye las medidas de emergencia temporales aplicadas en respuesta a la crisis. Conforme a las previsiones de otoño de 2021 de la Comisión, que toman en consideración los proyectos de planes presupuestarios para 2022, la expansión fiscal basada en esta definición de la orientación fiscal ascenderá a alrededor del 1,75 % del PIB en 2021, y en 2022 se espera una expansión adicional de casi el 1 % del PIB⁴.

Según la evaluación de la Comisión, los proyectos de planes presupuestarios de los distintos países se ajustan, en términos generales, a las recomendaciones de política fiscal adoptadas por el Consejo el 18 de junio de 2021. Si el tono de la política fiscal se mide utilizando el indicador ajustado que refleja la orientación de las políticas fiscales en la crisis actual, la mayoría de los países de la zona del euro con un nivel bajo o medio de deuda siguen una política expansiva. Entre esos Estados miembros (Alemania, Estonia, Irlanda, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Austria, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia), únicamente Malta y Eslovaquia no prevén mantener este tono en 2022. La Comisión considera que todos los países de este grupo —con la excepción de Países Bajos, que aún no ha presentado su plan de recuperación y resiliencia— tienen intención de utilizar el MRR en apoyo de la recuperación. Todos mantienen práctica o totalmente las inversiones financiadas a nivel nacional.

La Comisión señala asimismo la importancia de que los Estados miembros con un nivel de deuda elevado «mantengan una política fiscal prudente». A tal fin, la Comisión considera que Bélgica, Grecia, España, Francia e Italia —conforme a las recomendaciones del Consejo de junio de 2021— utilizan el MRR para financiar inversiones adicionales en apoyo de la recuperación y preservar las inversiones financiadas a nivel nacional⁵. La Comisión subraya asimismo que, al adoptar medidas de apoyo presupuestario, estos países deben mantener «una política fiscal prudente que garantice la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo».

La evaluación de la Comisión refleja el aumento de la inversión pública en toda la zona del euro durante la pandemia, lo que contrasta con el patrón registrado tras la crisis financiera global. Una proporción significativa de este aumento es atribuible a la financiación de la UE, incluido el MRR. Según las previsiones de la Comisión, la inversión pública de la zona del euro se incrementará del 2,8 % del PIB en 2019 al 3,2 % del PIB en 2022, lo que, en parte, revertiría la tendencia de baja inversión pública observada antes de la pandemia y después de la crisis financiera global (gráfico A). Tanto las previsiones de otoño de 2021 de la Comisión como los proyectos de planes presupuestarios apuntan a que el gasto agregado de las subvenciones del MRR se concentrará al inicio del programa, y que alrededor de dos tercios de las subvenciones asignadas a los países de la zona a través de este mecanismo se habrán gastado a finales de 2023. En términos de PIB, se estima que el gasto financiado por el MRR ascenderá a alrededor del 0,5 % del

⁴ Comisión Europea (2021), *op. cit.*

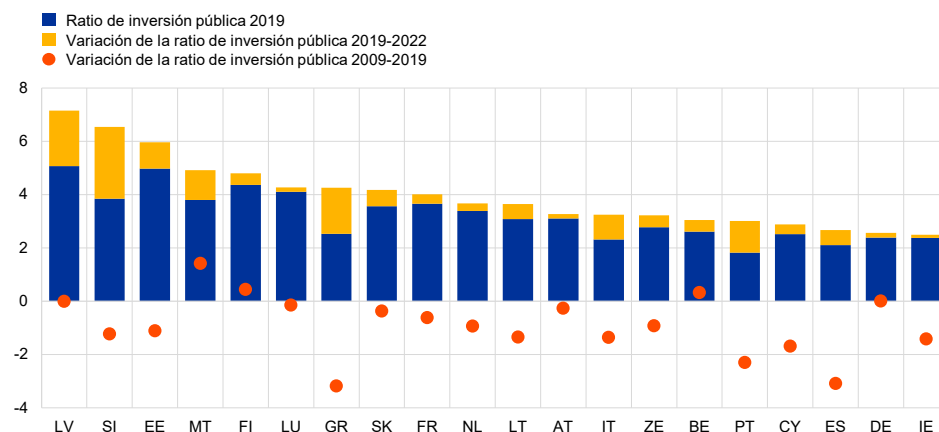
⁵ La Comisión Europea no adoptó un dictamen sobre el proyecto de plan presupuestario presentado por Portugal porque, entre tanto, el Parlamento de ese país rechazó el proyecto presupuestario en el que se basaba el plan.

PIB tanto en 2022 como en 2023. En general, la doble transición hacia unas economías digitales y ecológicas debería verse favorecida por unos presupuestos públicos de alta calidad y una inversión pública sostenida.

Gráfico A

Inversión pública, 2009-2022

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Al mismo tiempo, hay margen para reducir la contribución del gasto corriente al apoyo fiscal, lo que podría limitar el aumento de la deuda pública.

La Comisión indica que, entre los países con un nivel bajo o medio de deuda pública, no se prevé que Letonia y Lituania controlen suficientemente el crecimiento de los gastos corrientes financiados a nivel nacional. De los países con ratios de deuda sobre el PIB elevadas, la Comisión considera que Italia no aporta suficientes garantías sobre la limitación del crecimiento de los gastos corrientes financiados a nivel nacional. Por ello, la Comisión y el Eurogrupo⁶ le han invitado a que tome las medidas necesarias para reducir esos gastos.

La corrección de los desequilibrios presupuestarios sigue mostrando una evolución heterogénea en los distintos países de la zona del euro⁷.

Según las previsiones de otoño de 2021 de la Comisión, los déficits de todos los países de la zona disminuirán tanto en 2022 como en 2023 (gráfico B). En siete de ellos se registrarán déficits superiores al umbral del 3 % del PIB en 2023. En 2022-2023, los mayores déficits se alcanzarán en algunos países que tenían una ratio de deuda pública elevada en relación con el PIB al principio de la pandemia. Las ratios de deuda en relación con el PIB descenderán en la mayoría de los países de la zona del euro en 2022, aunque en varios permanecerán en una senda ascendente hasta el final del horizonte de proyección en un escenario de mantenimiento de las políticas (gráfico C). En general, las proyecciones señalan que continuarán por

⁶ En la declaración del Eurogrupo «The Eurogroup Statement on the Draft Budgetary Plans for 2022», publicada el 6 de diciembre de 2021, se invita a los Estados miembros con un nivel alto de deuda que, a juicio de la Comisión, no tengan previsto limitar suficientemente el gasto corriente financiado a nivel nacional, a que adopten las medidas necesarias en el proceso presupuestario nacional.

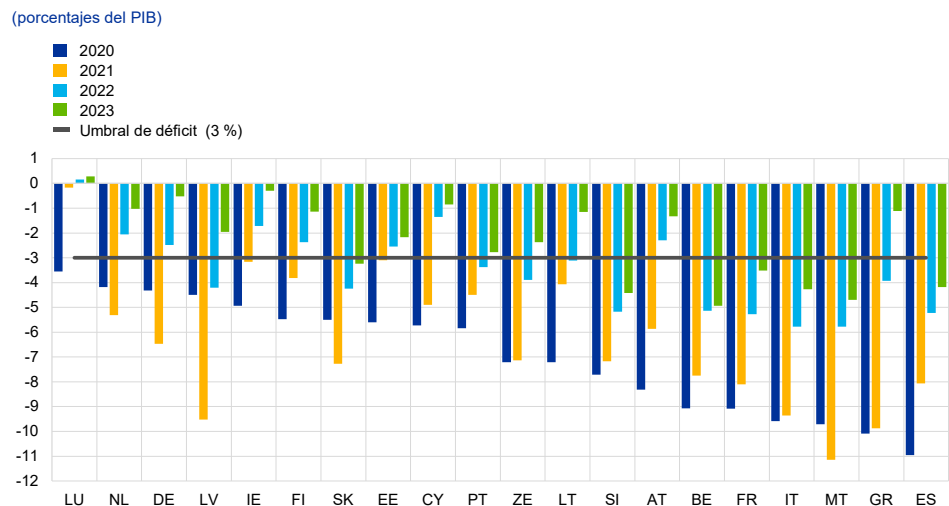
⁷ Para más detalles sobre la evolución presupuestaria del agregado de la zona del euro basada en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2021, véase la sección 6 de este Boletín Económico.

encima de los niveles anteriores a la crisis al final del horizonte de proyección, en 2023, también en algunos Estados miembros cuyas ratios de deuda en relación con el PIB eran relativamente altas al inicio de la crisis.

Es necesario mantener medidas fiscales focalizadas y que promuevan el crecimiento. Las políticas fiscales aún tienen que alcanzar un equilibrio, consiguiendo una salida segura y sostenida de la crisis, sin perder de vista la sostenibilidad fiscal. Dado el elevado grado de incertidumbre, este equilibrio puede lograrse con un apoyo fiscal que dé respuesta a la evolución macroeconómica. Si la situación derivada de la pandemia empeorase, la aplicación de medidas adicionales de apoyo fiscal reduciría el impacto negativo sobre el crecimiento del producto. Asimismo, si las economías aprenden a adaptarse a la pandemia con más efectividad y crecen más rápido de lo previsto en la actualidad, los países con un nivel alto de deuda pública podrían mejorar la sostenibilidad de sus finanzas pública utilizando ese mayor crecimiento del PIB nominal para fortalecer su posición presupuestaria. Si, en línea con las recomendaciones del Consejo de junio de 2021, el apoyo fiscal en 2022 se centrara en el gasto productivo, incluidas las inversiones financiadas a través del MRR, el impacto sobre el crecimiento económico sería particularmente beneficioso. Dadas las expectativas de que la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento se desactive a partir de 2023 y las posibles implicaciones de la revisión en curso del marco de gobernanza económica de la UE⁸, parece necesario llegar oportunamente a un acuerdo sobre la orientación de las políticas fiscales.

Gráfico B

Saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas, 2020-2023



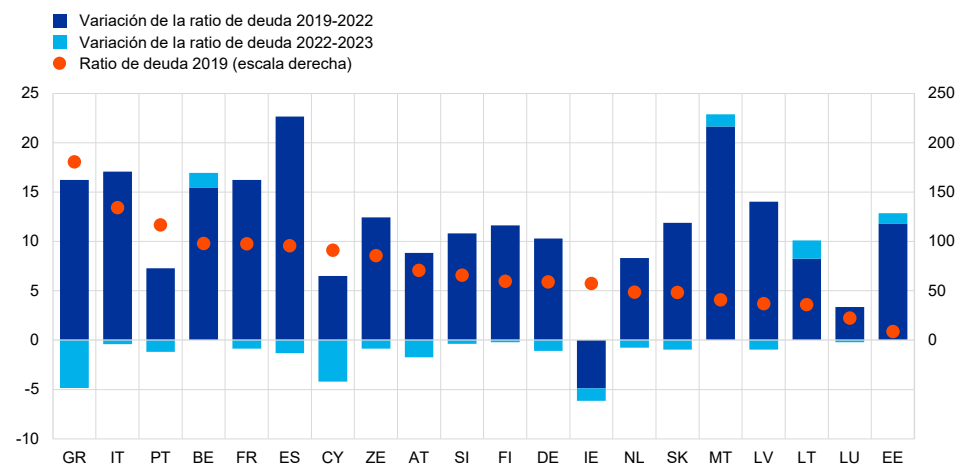
Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

⁸ Respuesta del Eurosistema a la comunicación de la Comisión Europea titulada «La economía de la UE después de la COVID-19: Implicaciones para la gobernanza económica» de 19 de octubre de 2021.

Gráfico C

Deuda bruta de las Administraciones Públicas, 2019-2023

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Artículos

1 Encuesta a analistas de política monetaria del BCE: una introducción

Claus Brand y John Hutchinson

Introducción

Comprender las expectativas de los hogares, las empresas y los mercados financieros con respecto a la política monetaria y la evolución macroeconómica es importante para la ejecución de la política monetaria. Las expectativas sobre la evolución macroeconómica y la política monetaria desempeñan un papel fundamental en la transmisión de esta política y pueden servir de baremo para evaluar su credibilidad. La evolución de dichas expectativas a lo largo del tiempo también ayuda a los bancos centrales a entender la eficacia de la política monetaria.

Las encuestas pueden contribuir notablemente a la comprensión de las expectativas y complementar a las que se infieren de los precios de mercado. Aunque no es posible medir directamente las expectativas de los hogares, las empresas y los mercados financieros, las encuestas proporcionan información sobre ellas.

La encuesta a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts, SMA*) del BCE reúne información sobre las expectativas del sector financiero con respecto a la política monetaria y la evolución macroeconómica en el marco de un cuestionario estructurado de manera coherente que se actualiza periódicamente¹. Integrar la información procedente de encuestas relativa a la evolución macroeconómica, por un lado, y a la política monetaria, por otro, permite colmar una laguna de conocimientos derivada del uso de cuestionarios centrados de forma exclusiva, o bien en la evolución económica (como la encuesta a expertos en previsión económica [EPE] del BCE), o bien en la política monetaria (como las encuestas de Thomson Reuters y Bloomberg al sector privado). La SMA no es la primera encuesta de este tipo que lleva a cabo un banco central como parte de su labor de recopilación de información de mercado (véase el recuadro 1, en el que se explica cómo la SMA amplía la información obtenida de otras encuestas realizadas en la zona del euro, se la compara con la *Survey of Primary Dealers* [SPD] del Federal Reserve Bank of New York y se analiza su contribución a la recopilación de información de mercado por parte del BCE).

El objetivo fundamental de la SMA es «recopilar información periódica, exhaustiva, estructurada y sistemática sobre las expectativas de los participantes en el mercado». Se pretende que esa información sirva para tres

¹ Para más información sobre la SMA, véase [sitio web](#) del BCE.

propósitos (en la sección 5 se ofrecen algunos ejemplos): i) evaluar las expectativas de los participantes en los mercados financieros acerca de las medidas de política monetaria del BCE, incluidos los posibles efectos de estas sobre los mercados financieros; ii) analizar las perspectivas de los participantes en la encuesta relativas a la economía, y iii) determinar si la comunicación del BCE y sus indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés (*forward guidance*) se comprenden correctamente.

El BCE lanzó inicialmente la SMA en abril de 2019, en el marco de un proyecto piloto que finalizó en junio de 2021 con la publicación de los resultados agregados. La encuesta se realiza ocho veces al año, antes de las reuniones de política monetaria del Consejo de Gobierno. El BCE decidió dar por concluida la fase piloto y publicar los resultados agregados en su sitio web tras una evaluación de sus expertos, que concluyeron que la SMA había mejorado ostensiblemente la calidad y exhaustividad de la recopilación sistemática de información de mercado².

En este artículo se analizan la estructura de la encuesta y sus fundamentos y se explica la contribución que esta realiza para comprender los cambios de las expectativas de los participantes en los mercados en relación con la política monetaria de la zona del euro y la macroeconomía. En la sección 2 se perfilan el alcance y las características principales de la SMA; en la sección 3 se describen el proceso inicial de selección de los participantes y la probable evolución futura de la encuesta; en la sección 4 se examina la gobernanza de la SMA atendiendo a distintas dimensiones, y en la sección 5 se ilustra cómo pueden usarse los resultados de la encuesta como base para determinar las expectativas de los mercados.

Conclusiones

Entender la evolución de las expectativas de los hogares, las empresas y los mercados financieros con respecto a la evolución macroeconómica y a la política monetaria es crucial para que los bancos centrales cumplan su objetivo de estabilidad de precios. Estas expectativas no pueden medirse directamente y de una forma completa y representativa. Sin embargo, las encuestas que recopilan previsiones sobre el uso esperado de los instrumentos de política monetaria y sobre las perspectivas macroeconómicas pueden realizar una importante contribución (junto con la información derivada de los precios de los activos) a la comprensión de esas expectativas. La SMA del BCE complementa a estas fuentes de información. En particular, la encuesta cubre una laguna de conocimientos relativa a la correlación de la evolución macroeconómica y la política monetaria. Asimismo, aporta información sobre cómo entienden los participantes en los mercados financieros la función de reacción del BCE. Concretamente, la SMA abarca todas las medidas de política monetaria del BCE y, por lo tanto, proporciona información relevante para realizar un seguimiento de la eficacia de las decisiones de política

² Véase la [nota de prensa](#) del 8 de febrero de 2021.

monetaria y la *forward guidance* del BCE, así como de la credibilidad de sus objetivos de inflación según las expectativas de inflación a largo plazo.

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

Marius Gardt, Siria Angino, Simon Mee y Gabriel Glöckler

Introducción

En todo el mundo, los bancos centrales han intensificado sus esfuerzos por lograr una comunicación más eficaz y llegar a un público más amplio. Como consecuencia de la mayor independencia alcanzada en las últimas décadas, los bancos centrales han aumentado su transparencia y se esfuerzan por hacerse entender mejor¹. Además, la mayor variedad de herramientas que han utilizado y las tareas adicionales que se les han encomendado desde la crisis financiera global han obligado a los bancos centrales a explicar mejor lo que hacen y por qué. Asimismo, los bancos centrales han hecho de la comunicación un elemento esencial de su conjunto de instrumentos de política monetaria con la introducción de las indicaciones sobre la orientación futura (*forward guidance*) de dicha política. Si bien, tradicionalmente, las actividades de comunicación de los bancos centrales estaban dirigidas sobre todo a una audiencia experta, como los participantes en los mercados financieros, últimamente han puesto un mayor empeño en llegar a un público no experto más amplio.

La comunicación de los bancos centrales es importante para la eficacia de la política monetaria porque puede incidir en las expectativas de los participantes en los mercados, de las empresas y de los consumidores. Para que los bancos centrales influyan de manera efectiva en las expectativas de inflación, el público en general —definido en este recuadro como el público no experto y organizaciones profesionales representativas como asociaciones empresariales, sindicatos, grupos políticos, etc.— debe conocer sus mensajes y entenderlos. Al mismo tiempo, atraer la atención de los ciudadanos y reducir la complejidad de la comunicación de los bancos centrales de modo eficaz no es una tarea fácil.

Ante la evolución de la banca central en los últimos tiempos, el BCE ha reexaminado sus prácticas de comunicación. Con el fin de tener en cuenta los sustanciales cambios que se han producido en el ámbito de la comunicación y la clara exigencia del público en general de que la comunicación del BCE sea más accesible, la institución decidió —como resultado de la reciente revisión de su estrategia— modernizar la comunicación de la política monetaria e incluir «actividades de escucha» como un elemento habitual de su comunicación².

¹ Véanse N. Dincer y B. Eichengreen, «[Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures](#)», *International Journal of Central Banking*, vol. 10, n.º 1, 2014, y M. Crowe y E. E. Meade, «[Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness](#)», *IMF Working Paper*, 2008.

² Los datos obtenidos del portal «[El BCE te escucha](#)» muestran que los encuestados consideran que el BCE utiliza demasiada jerga económica y que la comunicación no es suficientemente accesible. Los participantes reclamaban un enfoque de comunicación más directo y moderno por parte del BCE.

En este artículo se examina la comunicación del BCE con el público en general. Se parte de la premisa de que la comunicación es un proceso en el que participan una «parte emisora» —el banco central— y una «parte receptora» —diferentes audiencias que abarcan desde expertos hasta el público más general—. Para que la comunicación sea eficaz, es preciso entender correctamente la naturaleza de ambas partes, así como el vínculo entre ellas. Este artículo, que arroja luz sobre este proceso, se basa en el análisis realizado como parte de la revisión de la estrategia del BCE, principalmente por el grupo de trabajo sobre comunicación de la política monetaria³. También ofrece una valoración inicial de las iniciativas emprendidas para modernizar la comunicación del BCE tras la finalización de la revisión de la estrategia.

Conclusiones

La comunicación de los bancos centrales con los expertos y con el público en general es fundamental para influir en las expectativas y mantener la confianza, contribuyendo así a incrementar la eficacia de la política monetaria y a asegurar la legitimidad de las instituciones monetarias independientes. Una comunicación clara y coherente dirigida a un público experto seguirá siendo fundamental para garantizar la efectividad de la política monetaria del BCE. Al mismo tiempo, redoblar los esfuerzos para llegar a un público más amplio contribuirá a aumentar el impacto de la comunicación de la política monetaria de la institución.

En este artículo se han considerado las partes emisora y receptora de la comunicación del BCE con el público en general, así como los elementos que facilitan la comunicación entre ambas. El análisis pone de relieve que el público del BCE es muy diverso y justifica la necesidad de adaptar la comunicación del BCE en consecuencia. Los estudios realizados sugieren que una comunicación más accesible, cercana y visual puede intensificar el impacto de los mensajes del banco central.

Como resultado de la revisión de la estrategia se ha introducido una comunicación de la política monetaria más fácil de comprender, cercana y visual. En este artículo se ha mostrado que la legibilidad de la nueva «declaración de política monetaria» del BCE ha mejorado sensiblemente con respecto al «comunicado preliminar» anterior. A su vez, las infografías de la declaración de política monetaria introducen un nivel de comunicación más accesible que permite que el BCE llegue mejor al público en general.

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

³ Véase K. Assenmacher, S. Holton, G. Glöckler, P. Trautmann, D. Ioannou, S. Mee *et al.*, «Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy in a changing world», *Occasional Paper Series*, n.º 274, BCE, Frankfurt am Main, septiembre de 2021.

Estadísticas

Índice

1 Entorno exterior	S 2
2 Evolución financiera	S 3
3 Actividad económica	S 8
4 Precios y costes	S 14
5 Dinero y crédito	S 18
6 Evolución de las finanzas públicas	S 23

Información adicional

En el Statistical Data Warehouse (SDW) pueden consultarse y descargarse las estadísticas del BCE: <http://sdw.ecb.europa.eu/>

Los datos incluidos en esta sección del *Boletín Económico* están disponibles en el SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

En el SDW puede consultarse el *Boletín Estadístico* completo: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

Las definiciones metodológicas se encuentran en las notas generales del *Boletín Estadístico*: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Los detalles sobre los cálculos se encuentran en las notas técnicas del *Boletín Estadístico*: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

En el glosario de estadísticas del BCE se incluyen explicaciones de los términos y abreviaturas: <http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Símbolos utilizados en los cuadros

«-»	Inexistencia del fenómeno considerado/dato no aplicable
«.»	Dato no disponible por el momento
«...»	Cero o no significativo
(p)	Cifra provisional
(d.)	Desestacionalizado
(s.d.)	Sin desestacionalizar

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (tasas de variación entre periodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro ²⁾ (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	3,6	2,9	1,7	0,6	6,7	1,8	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,9	2,3	1,7	-0,2	6,0	1,6	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,3	-3,4	-9,7	-4,5	2,3	-6,4	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2020 IV TR	1,9	1,1	1,1	2,3	3,2	-0,4	1,2	1,6	1,2	0,5	-0,8	0,1	-0,3
2021 I TR	0,9	1,5	-1,4	-0,7	0,2	-0,2	1,9	1,7	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1
II TR	0,4	1,6	5,5	0,5	1,2	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
III TR	1,7	0,5	1,3	-0,9	0,2	2,2	4,4	3,1	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
2021 Jun	-	-	-	-	-	-	4,0	3,1	5,4	2,5	-0,5	1,1	1,9
Jul	-	-	-	-	-	-	4,2	3,1	5,4	2,0	-0,3	1,0	2,2
Ago	-	-	-	-	-	-	4,3	3,1	5,3	3,2	-0,4	0,8	3,0
Sep	-	-	-	-	-	-	4,6	3,2	5,4	3,1	0,2	0,7	3,4
Oct	-	-	-	-	-	-	5,2	3,5	6,2	4,2	0,1	1,5	4,1
Nov ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	6,8	.	.	.	4,9

Fuentes: Eurostat (col. 3, 6, 10, 13), BPI (col. 9, 11, 12) y OCDE (col. 1, 2, 4, 5, 7, 8).

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

3) La cifra relativa a la zona del euro es una estimación basada en datos nacionales provisionales, así como en información adelantada sobre los precios de la energía.

1.2 Principales socios comerciales, índice de directores de compras (PMI) y comercio mundial

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)						Importaciones de mercancías ¹⁾					
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global ²⁾			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,2	5,6
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,4
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,2	-4,5	-3,8
2020 IV TR	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	5,3	5,2	5,4
2021 I TR	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	3,9	1,8	6,2
II TR	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,7	1,4	1,9
III TR	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,8	53,4	50,3	-1,2	-0,5	-1,9
2021 Jun	56,1	63,7	62,2	48,9	50,6	59,5	52,9	57,2	51,7	1,7	1,4	1,9
Jul	54,9	59,9	59,2	48,8	53,1	60,2	53,2	55,5	51,4	-0,4	0,4	-1,2
Ago	51,2	55,4	54,8	45,5	47,2	59,0	50,6	51,5	49,5	-0,8	-0,3	-1,4
Sep	52,8	55,0	54,9	47,9	51,4	56,2	51,4	53,2	50,1	-1,2	-0,5	-1,9
Oct	54,7	57,6	57,8	50,7	51,5	54,2	51,2	55,9	49,7	.	.	.
Nov	54,8	57,2	.	53,3	51,2	55,4	52,4	55,6	50,7	.	.	.

Fuentes: Markit (col. 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE (col. 10-12).

1) Las columnas «Mundiales» y «Economías avanzadas» excluyen la zona del euro. Los datos anuales y trimestrales son variaciones entre periodos; los datos mensuales son variaciones intertrimestrales. Todos los datos están desestacionalizados.

2) Excluida la zona del euro.

2 Evolución financiera

2.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾						Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) ²⁾	Depósitos a la vista (eonia)	Depósitos a 1 mes (euribor)	Depósitos a 3 meses (euribor)	Depósitos a 6 meses (euribor)	Depósitos a 12 meses (euribor)	Depósitos a 3 meses (libor)	Depósitos a 3 meses (libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021 May	-0,56	-0,48	-0,56	-0,54	-0,51	-0,48	0,15	-0,09
Jun	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,51	-0,48	0,13	-0,09
Jul	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,49	0,13	-0,08
Ago	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,12	-0,10
Sep	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,12	-0,08
Oct	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,53	-0,48	0,13	-0,08
Nov	-0,57	-0,49	-0,57	-0,57	-0,53	-0,49	0,16	-0,09

Fuente: Refinitiv y cálculos del BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse notas generales del *Boletín Estadístico*.

2) El BCE publicó el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) por primera vez el 2 de octubre de 2019, con referencia a la actividad de negociación del 1 de octubre de 2019.

Los datos sobre períodos anteriores se refieren al *pre-€STR*, que se publicó únicamente a efectos informativos y no para que se utilizase como índice o tipo de interés de referencia en las operaciones de mercado.

2.2 Curvas de rendimiento

(fin de período; tasas en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos <i>forward</i> instantáneos			
	Zona del euro ^{1), 2)}					Zona del euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años – 1 año	10 años – 1 año	10 años – 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021 May	-0,63	-0,68	-0,69	-0,54	-0,15	0,53	1,54	0,75	-0,72	-0,67	-0,16	0,57
Jun	-0,65	-0,69	-0,70	-0,56	-0,20	0,49	1,40	0,68	-0,72	-0,68	-0,22	0,45
Jul	-0,66	-0,75	-0,80	-0,75	-0,44	0,31	1,16	0,52	-0,83	-0,86	-0,50	0,16
Ago	-0,68	-0,73	-0,77	-0,68	-0,39	0,34	1,24	0,56	-0,79	-0,79	-0,43	0,16
Sep	-0,71	-0,73	-0,72	-0,54	-0,17	0,56	1,41	0,78	-0,74	-0,66	-0,16	0,46
Oct	-0,74	-0,69	-0,62	-0,37	-0,07	0,62	1,43	0,45	-0,63	-0,46	0,03	0,34
Nov	-0,90	-0,85	-0,82	-0,64	-0,35	0,50	1,23	0,49	-0,81	-0,73	-0,30	0,07

Fuente: Cálculos del BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse notas generales del *Boletín Estadístico*.

2) Cálculos del BCE basados en datos brutos facilitados por EuroMTS y en calificaciones crediticias proporcionadas por Fitch Ratings.

2.3 Índices bursátiles

(niveles de los índices en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021 May	443,8	4.003,6	959,5	290,0	183,0	94,8	167,8	808,7	811,7	384,1	278,3	870,2	4.169,6	28.517,1
Jun	455,3	4.105,8	958,5	305,3	188,6	97,4	168,5	831,8	850,4	375,9	287,2	883,4	4.238,5	28.943,2
Jul	453,8	4.062,6	979,0	300,5	190,2	91,2	162,2	835,4	875,2	372,0	290,2	896,1	4.363,7	28.118,8
Ago	468,5	4.177,0	1.014,5	303,3	191,9	91,6	169,0	865,0	938,2	380,0	303,6	922,1	4.454,2	27.692,7
Sep	465,5	4.158,3	993,9	295,0	188,1	93,9	169,0	863,3	969,5	371,3	294,8	917,5	4.449,6	29.893,6
Oct	461,4	4.132,2	976,8	294,4	185,0	101,7	175,8	836,1	925,6	367,5	285,7	897,1	4.460,7	28.586,2
Nov	478,7	4.306,4	1.020,6	311,7	191,9	100,4	176,9	859,8	1.002,3	380,2	286,3	933,0	4.668,9	29.370,6

Fuente: Refinitiv.

2 Evolución financiera

2.4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a los hogares y a sus depósitos (nuevas operaciones)^{1), 2)}

(porcentajes; media del período, salvo indicación en contrario)

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE ³⁾		Por período inicial de fijación del tipo de interés					
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 a 10 años	Más de 10 años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2020 Nov	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,77	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35
Dic	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,77	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32
2021 Ene	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,80	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,49	1,29	1,35	1,60	1,33
Feb	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,74	5,05	5,25	5,86	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,59	1,31
Mar	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,77	4,88	5,12	5,72	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31
Abr	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,16	5,17	5,78	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,59	1,31
May	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,76	5,16	5,31	5,93	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
Jun	0,01	0,34	0,16	0,59	4,88	15,71	5,16	5,15	5,77	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
Jul	0,01	0,34	0,19	0,58	4,77	15,67	5,31	5,24	5,85	1,98	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
Ago	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	15,71	5,70	5,30	5,90	2,04	1,33	1,47	1,24	1,28	1,59	1,32
Sep	0,01	0,34	0,18	0,57	4,89	15,64	5,43	5,24	5,87	1,93	1,32	1,46	1,25	1,29	1,58	1,30
Oct ^(p)	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,62	5,53	5,21	5,83	2,01	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

3) Tasa anual equivalente (TAE).

2.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a las sociedades no financieras y a sus depósitos (nuevas operaciones)^{1), 2)}

(porcentajes; media del período, salvo indicación en contrario)

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020 Nov	-0,01	-0,20	0,42	1,83	1,97	2,00	1,98	1,57	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
Dic	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,01	1,94	1,94	1,61	1,42	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021 Ene	-0,01	-0,14	0,39	1,84	2,14	2,00	1,92	1,61	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,50
Feb	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48
Mar	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,97	2,02	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
Abr	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,98	1,57	1,44	1,40	1,32	1,33	1,38	1,56
May	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,87	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46
Jun	-0,02	-0,31	0,27	1,84	1,89	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
Jul	-0,02	-0,31	0,13	1,72	1,82	2,14	2,00	1,59	1,43	1,37	1,28	1,32	1,16	1,48
Ago	-0,03	-0,35	0,17	1,76	1,79	1,94	2,02	1,56	1,45	1,37	1,23	1,11	1,14	1,44
Sep	-0,03	-0,35	0,15	1,78	1,80	2,00	2,00	1,52	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
Oct ^(p)	-0,03	-0,36	0,17	1,73	1,81	2,09	2,00	1,55	1,51	1,33	1,15	1,15	1,24	1,43

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades *holding* de grupos no financieros se reclasifican del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras.

2 Evolución financiera

2.6 Valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro, por sector emisor y plazo

(mm de euros, operaciones durante el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas
Corto plazo														
2018	1.215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1.530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021 May	1.536	463	151	.	100	692	130	410	187	48	.	37	105	33
Jun	1.542	481	152	.	90	694	126	451	216	56	.	34	106	39
Jul	1.539	478	148	.	101	688	124	470	224	44	.	39	113	50
Ago	1.538	493	146	.	99	678	121	415	232	40	.	25	93	25
Sep	1.568	506	139	.	99	697	127	473	220	44	.	39	124	46
Oct	1.517	478	133	.	103	686	117	418	202	39	.	41	105	32
Largo plazo														
2018	15.748	3.688	3.162	.	1.249	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.315	3.817	3.397	.	1.324	7.152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.290	3.892	3.203	.	1.464	8.006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 May	17.908	3.946	3.311	.	1.489	8.393	769	269	46	69	.	21	121	12
Jun	18.092	3.980	3.361	.	1.498	8.473	780	341	75	87	.	29	136	15
Jul	18.186	3.992	3.397	.	1.502	8.515	780	302	56	99	.	18	119	10
Ago	18.222	3.990	3.398	.	1.500	8.554	779	134	27	34	.	4	66	3
Sep	18.322	4.021	3.433	.	1.521	8.558	788	316	72	92	.	22	114	15
Oct	18.407	4.038	3.499	.	1.530	8.553	787	293	64	102	.	22	92	13

Fuente: BCE.

1) A efectos de comparación, los datos anuales se refieren a las respectivas medias mensuales durante el año.

2.7 Tasas de crecimiento y saldos vivos de valores representativos de deuda y acciones cotizadas

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Adminis-tración Central	Otras Adminis-traciones Públicas				
Saldo vivo											
2018	16.962,7	4.190,4	3.332,4	.	1.320,6	7.445,8	673,5	7.023,4	465,0	1.099,2	5.459,2
2019	17.598,1	4.367,4	3.577,7	.	1.408,5	7.558,1	686,5	8.586,6	538,4	1.410,6	6.637,6
2020	18.819,0	4.346,8	3.347,6	.	1.561,1	8.720,3	843,3	8.448,2	469,3	1.321,5	6.657,4
2021 May	19.444,5	4.409,7	3.462,1	.	1.588,4	9.085,1	899,2	9.646,8	575,7	1.508,7	7.562,4
Jun	19.633,4	4.461,5	3.512,9	.	1.587,7	9.166,3	905,1	9.773,2	564,9	1.521,5	7.686,9
Jul	19.724,5	4.469,9	3.544,5	.	1.602,6	9.202,9	904,7	9.895,0	559,2	1.526,8	7.809,0
Ago	19.759,4	4.483,2	3.544,4	.	1.599,5	9.232,7	899,6	10.166,4	587,9	1.612,9	7.965,7
Sep	19.890,1	4.527,2	3.572,4	.	1.620,0	9.255,6	914,9	9.899,5	597,2	1.616,9	7.685,4
Oct	19.924,3	4.516,5	3.631,8	.	1.632,7	9.239,3	904,0	10.296,1	613,8	1.701,4	7.980,9
Tasa de crecimiento											
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	7,5	1,2	2,7	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,1	3,1	0,8
2021 May	5,6	0,1	5,1	.	5,4	8,1	12,3	2,1	1,5	6,1	1,3
Jun	4,5	-0,3	4,4	.	4,1	6,6	9,7	2,3	1,9	6,4	1,5
Jul	4,6	0,3	5,2	.	3,7	6,1	10,1	2,3	1,9	6,5	1,5
Ago	4,0	0,8	4,0	.	3,4	5,3	9,2	2,3	1,8	7,7	1,3
Sep	4,1	1,1	4,6	.	3,7	5,0	8,6	2,4	1,8	8,0	1,4
Oct	4,3	1,2	5,5	.	4,0	5,3	5,6	2,2	1,7	6,3	1,4

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

2.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice: I TR 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Defactor del PIB real	CLUM reales ²⁾	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	99,9	95,5	94,1	90,7	80,5	89,6	117,3	94,9
2019	98,1	93,1	92,9	88,9	77,4	87,2	115,4	92,3
2020	99,6	93,5	94,1	89,3	76,5	87,8	119,4	93,8
2020 IV TR	101,2	94,6	95,4	90,3	73,8	88,2	122,3	95,5
2021 I TR	100,7	94,6	95,2	90,0	73,5	87,8	121,7	95,3
II TR	100,5	94,1	94,9	88,8	72,0	85,9	121,9	94,9
III TR	99,5	93,3	94,3	.	.	.	120,5	94,0
2021 Jun	100,2	93,7	94,7	-	-	-	121,5	94,5
Jul	99,7	93,5	94,5	-	-	-	120,8	94,2
Ago	99,3	93,2	94,1	-	-	-	120,4	93,9
Sep	99,4	93,2	94,2	-	-	-	120,4	93,8
Oct	98,4	92,4	92,9	-	-	-	119,5	93,1
Nov	97,6	92,0	91,8	-	-	-	118,8	92,9
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2021 Nov	-0,9	-0,4	-1,2	-	-	-	-0,6	-0,2
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2021 Nov	-3,0	-2,3	-3,1	-	-	-	-2,3	-2,2

Fuente: BCE.

1) Para una definición del grupo de socios comerciales e información adicional, véanse las notas generales en el *Boletín Estadístico*.

2) Las series deflactadas por los CLUM solo están disponibles para el grupo de socios comerciales TCE-18.

2.9 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslopi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2020 IV TR	7,901	7,559	26,667	7,443	360,472	124,607	4,505	0,903	4,8718	10,268	1,078	1,193
2021 I TR	7,808	7,572	26,070	7,437	361,206	127,806	4,546	0,874	4,8793	10,120	1,091	1,205
II TR	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206
III TR	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179
2021 Jun	7,739	7,498	25,454	7,436	349,937	132,631	4,501	0,859	4,9238	10,117	1,094	1,205
Jul	7,654	7,503	25,636	7,437	357,257	130,349	4,562	0,856	4,9255	10,198	1,086	1,182
Ago	7,624	7,496	25,470	7,437	351,843	129,284	4,569	0,853	4,9232	10,216	1,076	1,177
Sep	7,601	7,492	25,392	7,436	352,514	129,656	4,568	0,857	4,9471	10,171	1,086	1,177
Oct	7,450	7,513	25,496	7,440	360,822	131,212	4,591	0,847	4,9480	10,056	1,071	1,160
Nov	7,293	7,520	25,391	7,437	364,504	130,118	4,646	0,848	4,9494	10,046	1,052	1,141
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2021 Nov	-2,1	0,1	-0,4	0,0	1,0	-0,8	1,2	0,1	0,0	-0,1	-1,7	-1,6
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2021 Nov	-6,7	-0,6	-4,1	-0,1	1,3	5,3	3,4	-5,4	1,6	-1,8	-2,4	-3,6

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

2.10 Balanza de pagos de la zona del euro; cuenta financiera

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos vivos a fin de período; transacciones durante el período)

	Total ¹⁾			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2020 III TR	28.047,3	28.661,8	-614,5	11.135,6	9.375,6	9.995,2	12.597,2	-103,7	6.110,7	6.689,0	909,5	15.163,2
IV TR	28.366,3	28.991,0	-624,7	11.051,2	9.359,9	10.692,6	12.893,1	-94,2	5.836,9	6.738,0	879,7	14.854,7
2021 I TR	29.644,2	30.313,3	-669,1	11.385,0	9.473,4	11.435,3	13.696,1	-134,1	6.108,5	7.143,7	849,4	15.485,7
II TR	30.098,3	30.694,6	-596,3	11.348,2	9.453,7	11.947,6	14.079,2	-126,2	6.059,7	7.161,7	869,0	15.399,0
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2021 II TR	254,9	260,0	-5,1	96,1	80,1	101,2	119,2	-1,1	51,3	60,7	7,4	130,4
Transacciones												
2020 IV TR	80,6	-48,2	128,8	-59,1	45,4	348,7	-225,1	-14,5	-196,6	131,5	2,1	-
2021 I TR	523,0	425,0	97,9	100,7	-7,1	266,3	178,8	6,4	152,6	253,4	-3,1	-
II TR	184,3	83,6	100,7	-37,2	-38,0	227,6	67,0	8,5	-22,1	54,6	7,5	-
III TR	335,8	290,2	45,6	30,2	-41,8	126,4	70,1	-7,3	63,4	261,8	123,2	-
2021 Abr	200,6	193,9	6,7	30,1	12,1	56,4	33,1	4,5	109,0	148,8	0,7	-
May	14,0	-26,3	40,3	-51,3	-58,4	75,2	-2,0	-2,1	-9,1	34,1	1,4	-
Jun	-30,4	-84,1	53,7	-16,0	8,3	96,0	35,9	6,2	-121,9	-128,2	5,3	-
Jul	143,3	101,1	42,1	23,6	-10,4	22,6	41,1	8,9	88,5	70,4	-0,3	-
Ago	184,4	183,4	1,0	5,7	-8,8	44,8	22,6	-6,7	18,5	169,6	122,1	-
Sep	8,1	5,7	2,5	0,9	-22,6	58,9	6,4	-9,5	-43,6	21,9	1,5	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2021 Sep	1.123,6	750,6	373,0	34,6	-41,6	969,0	90,8	-6,9	-2,7	701,4	129,6	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2021 Sep	9,4	6,3	3,1	0,3	-0,3	8,1	0,8	-0,1	0,0	5,8	1,1	-

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos están incluidos en los activos totales.

3 Actividad económica

3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾	
					Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>												
2018	11.600,2	11.132,8	6.223,1	2.369,5	2.430,6	1.177,5	746,1	500,5	109,6	467,4	5.571,6	5.104,2
2019	11.982,7	11.577,1	6.378,5	2.456,6	2.652,5	1.253,7	770,3	621,7	89,4	405,6	5.765,4	5.359,7
2020	11.400,4	10.976,4	5.902,0	2.573,5	2.494,9	1.216,3	681,9	589,7	6,1	424,0	5.173,4	4.749,5
2020 IV TR	2.927,3	2.787,0	1.486,4	660,9	641,9	318,6	183,2	138,4	-2,3	140,3	1.364,7	1.224,4
2021 I TR	2.939,5	2.806,3	1.469,7	662,4	646,6	325,3	185,5	134,0	27,6	133,2	1.401,5	1.268,3
II TR	3.010,8	2.888,2	1.531,1	675,6	661,7	337,5	187,5	134,9	19,7	122,6	1.464,6	1.341,9
III TR	3.110,8	2.981,6	1.606,7	685,1	668,7	343,5	186,7	136,7	21,1	129,1	1.521,4	1.392,2
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2020	100,0	96,3	51,8	22,6	21,9	10,7	6,0	5,2	0,1	3,7	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2020 IV TR	-0,4	-0,4	-3,0	0,8	2,7	1,7	1,9	6,4	-	-	4,3	4,8
2021 I TR	-0,2	-0,3	-2,3	-0,6	0,0	0,5	1,8	-3,7	-	-	1,2	1,0
II TR	2,2	2,4	3,9	2,1	1,3	1,9	0,4	0,8	-	-	2,4	2,9
III TR	2,2	2,0	4,1	0,3	-0,9	-0,9	-1,5	0,1	-	-	1,2	0,7
<i>tasas de variación interanual</i>												
2018	1,8	1,8	1,5	1,1	3,1	3,9	3,7	0,4	-	-	3,6	3,8
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,7	3,3	1,8	22,0	-	-	2,7	4,7
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,3	-7,0	-4,6	-12,0	-5,9	-	-	-9,1	-9,1
2020 IV TR	-4,4	-6,5	-7,6	3,2	-10,1	-0,4	-4,7	-30,7	-	-	-4,8	-9,3
2021 I TR	-1,1	-3,8	-5,6	2,8	-6,0	2,7	6,9	-31,5	-	-	-0,1	-5,7
II TR	14,4	12,3	12,2	7,8	18,5	19,7	30,1	3,5	-	-	25,9	21,6
III TR	3,9	3,7	2,5	2,6	3,1	3,2	2,5	3,5	-	-	9,4	9,7
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2020 IV TR	-0,4	-0,3	-1,6	0,2	0,6	0,2	0,1	0,3	0,5	0,0	-	-
2021 I TR	-0,2	-0,3	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,1	-	-
II TR	2,2	2,3	1,9	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,4	-0,1	-	-
III TR	2,2	1,9	2,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2018	1,8	1,7	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	0,9	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,3	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2020 IV TR	-4,4	-6,4	-4,0	0,7	-2,4	0,0	-0,3	-2,0	-0,6	2,0	-	-
2021 I TR	-1,1	-3,7	-2,9	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,0	2,5	-	-
II TR	14,4	11,9	6,3	1,9	3,9	2,1	1,7	0,2	-0,2	2,5	-	-
III TR	3,9	3,5	1,3	0,6	0,7	0,3	0,2	0,2	1,0	0,3	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3 Actividad económica

3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2018	10.395,4	175,4	2.055,6	525,8	1.963,1	499,9	477,2	1.170,0	1.210,2	1.960,3	358,0	1.204,8
2019	10.741,0	178,5	2.100,8	561,2	2.041,4	531,2	478,9	1.204,6	1.249,7	2.025,5	369,2	1.241,7
2020	10.268,7	176,6	1.971,0	552,4	1.799,8	544,9	469,0	1.210,9	1.168,0	2.054,1	321,8	1.131,7
2020 IV TR	2.634,0	43,7	521,7	146,7	458,4	139,5	117,2	305,6	301,7	522,0	77,5	293,3
2021 I TR	2.646,9	44,0	532,9	145,9	455,7	141,4	118,5	305,9	302,1	523,2	77,2	292,6
II TR	2.700,4	45,2	535,9	150,3	480,5	144,8	118,2	308,4	305,8	530,6	80,6	310,4
III TR	2.781,8	45,1	545,5	150,5	519,4	146,2	118,9	310,8	315,8	541,3	88,4	329,0
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2020	100,0	1,7	19,2	5,4	17,5	5,3	4,6	11,8	11,4	20,0	3,1	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2020 IV TR	-0,4	0,6	3,5	2,0	-3,6	-1,0	-0,3	-0,4	1,7	-1,4	-11,5	0,0
2021 I TR	0,1	-2,8	1,0	-1,0	-1,0	2,0	1,3	-0,1	0,1	0,0	-0,4	-2,6
II TR	1,9	0,5	0,6	1,9	4,6	1,9	0,6	0,9	1,3	1,7	5,7	4,8
III TR	2,3	-1,0	0,1	-0,6	6,7	1,3	0,2	0,5	2,8	1,5	12,0	1,6
<i>tasas de variación interanual</i>												
2018	1,8	-0,7	1,9	2,2	1,5	6,4	0,2	1,4	4,0	0,7	1,3	1,7
2019	1,6	1,7	0,2	2,1	2,5	5,7	0,4	1,5	1,7	1,1	1,7	1,6
2020	-6,3	-0,7	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-1,0	-0,8	-7,9	-2,9	-17,1	-6,5
2020 IV TR	-4,5	-0,8	-1,2	-0,7	-12,8	1,2	-0,8	-0,7	-5,7	-1,5	-21,9	-3,6
2021 I TR	-1,3	-1,1	3,1	0,6	-8,1	3,6	1,4	0,1	-2,8	0,8	-16,5	0,4
II TR	14,3	-0,9	21,8	18,6	23,0	11,1	4,3	3,6	15,5	9,9	15,4	15,3
III TR	3,9	-2,7	5,2	2,2	6,5	4,1	1,8	0,9	6,1	1,9	4,2	3,8
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2020 IV TR	-0,4	0,0	0,7	0,1	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,4	-
2021 I TR	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-
II TR	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	-
III TR	2,3	0,0	0,0	0,0	1,2	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2018	1,8	0,0	0,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,0	-
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,3	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,5	-0,6	-
2020 IV TR	-4,5	0,0	-0,2	0,0	-2,4	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,3	-0,8	-
2021 I TR	-1,3	0,0	0,6	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,2	-0,6	-
II TR	14,3	0,0	4,0	1,0	3,8	0,6	0,2	0,5	1,7	2,0	0,5	-
III TR	3,9	0,0	1,0	0,1	1,2	0,2	0,1	0,1	0,7	0,4	0,1	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Actividad económica

3.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2018	100,0	85,9	14,1	3,1	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
<i>tasas de variación interanual</i>													
2018	1,6	1,9	0,0	-0,4	1,5	2,6	1,6	3,8	-1,0	2,4	2,8	1,4	0,3
2019	1,3	1,5	0,2	-2,4	1,1	2,5	1,5	3,3	0,0	1,7	1,4	1,4	0,5
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,4	-1,8	0,7	-3,6	1,4	-0,5	-0,2	-2,4	0,9	-3,4
2020 IV TR	-1,8	-1,8	-1,5	-1,5	-2,3	0,8	-4,7	1,6	-0,4	1,7	-2,2	1,2	-4,0
2021 I TR	-1,7	-1,8	-1,4	0,0	-2,2	1,4	-5,4	2,1	-0,5	1,3	-1,6	1,4	-4,8
II TR	2,0	2,4	-0,1	3,4	-0,4	4,8	0,5	4,6	0,7	2,2	4,5	2,7	1,6
III TR	2,0	2,3	0,5	0,9	0,3	3,0	1,5	5,5	0,7	1,4	4,4	2,1	1,0
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,7	25,9	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,0	6,9	24,3	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
<i>tasas de variación interanual</i>													
2018	1,8	2,2	0,0	-0,1	1,5	3,2	1,8	3,8	-0,9	3,1	3,1	1,2	0,7
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,3	0,5	2,3	1,1	3,4	0,3	2,0	1,3	1,3	0,2
2020	-7,8	-7,0	-11,2	-2,6	-7,5	-6,3	-13,7	-1,7	-2,8	-6,6	-8,0	-2,0	-13,4
2020 IV TR	-6,3	-5,8	-8,8	-1,2	-5,5	-2,9	-13,5	-0,5	-1,7	-2,6	-5,6	-0,7	-12,4
2021 I TR	-2,8	-3,1	-1,6	2,0	-1,4	4,9	-11,1	1,8	1,0	3,4	-1,8	2,1	-8,5
II TR	16,3	14,9	23,2	7,7	14,7	25,3	23,8	11,7	6,2	20,1	18,5	8,3	25,0
III TR	3,0	3,3	1,8	-0,2	2,2	2,7	3,9	7,5	1,3	4,7	6,3	1,3	1,1
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2018	0,1	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,7	0,3	-0,2	0,4
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2020	-6,3	-5,6	-9,7	-0,3	-5,8	-7,0	-10,5	-3,1	-2,3	-6,4	-5,8	-2,9	-10,4
2020 IV TR	-4,7	-4,0	-7,4	0,3	-3,3	-3,6	-9,2	-2,1	-1,2	-4,2	-3,5	-1,9	-8,7
2021 I TR	-1,1	-1,3	-0,1	2,0	0,8	3,5	-6,0	-0,4	1,4	2,1	-0,2	0,6	-3,9
II TR	14,0	12,2	23,3	4,2	15,1	19,6	23,1	6,8	5,5	17,5	13,4	5,5	23,0
III TR	1,0	1,0	1,3	-1,1	1,9	-0,2	2,3	1,9	0,5	3,3	1,9	-0,8	0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos de empleo se basan en el SEC 2010.

3 Actividad económica

3.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones	Sub-empleo, % de población activa	Desempleo ¹⁾										Tasa de vacantes ³⁾	
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa ²⁾	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones		% de población activa
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2020			100,0		80,6		19,4		51,4		48,6			
2018	163,346	3,9	13,399	8,2	3,8	10,926	7,3	2,473	17,2	6,891	7,9	6,507	8,6	2,1
2019	164,125	3,6	12,419	7,6	3,3	10,114	6,8	2,306	16,0	6,363	7,3	6,056	7,9	2,2
2020	162,416	3,6	12,771	7,9	3,0	10,288	6,9	2,482	17,7	6,570	7,6	6,201	8,2	1,8
2020 IV TR	163,149	3,6	13,107	8,0	3,2	10,630	7,1	2,478	17,8	6,751	7,8	6,356	8,3	1,9
2021 I TR	162,332	3,7	13,491	8,3	3,2	10,871	7,4	2,620	18,5	6,851	7,9	6,640	8,8	2,1
II TR	163,545	3,5	13,153	8,0	3,3	10,536	7,1	2,618	17,9	6,657	7,6	6,496	8,5	2,3
III TR	.	.	12,306	7,5	.	9,917	6,6	2,389	16,3	6,232	7,1	6,074	7,9	2,6
2021 May	-	-	13,105	8,0	-	10,551	7,1	2,554	17,7	6,613	7,6	6,492	8,5	-
Jun	-	-	12,787	7,8	-	10,265	6,9	2,522	17,3	6,431	7,4	6,356	8,3	-
Jul	-	-	12,477	7,6	-	10,063	6,7	2,413	16,5	6,288	7,2	6,189	8,1	-
Ago	-	-	12,332	7,5	-	9,954	6,7	2,377	16,3	6,256	7,2	6,076	7,9	-
Sep	-	-	12,109	7,4	-	9,733	6,5	2,376	16,1	6,152	7,0	5,957	7,8	-
Oct	-	-	12,045	7,3	-	9,679	6,5	2,367	15,9	6,122	7,0	5,923	7,7	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En caso de que todavía no se hayan publicado los datos anuales y trimestrales de la encuesta de población activa, dichos datos se calculan como medias simples de los datos mensuales. Debido a problemas técnicos con la introducción del nuevo sistema alemán de encuestas integradas a los hogares, las cifras relativas a la zona del euro incluyen datos de Alemania a partir del primer trimestre de 2020 que no son estimaciones directas obtenidas de los microdatos de la encuesta de población activa, sino que se basan en una muestra más amplia que incluye datos de otras encuestas integradas a hogares.

2) Sin desestacionalizar.

3) La tasa de vacantes es igual al número de vacantes dividido por la suma de puestos de trabajo ocupados y el número de vacantes, expresado en porcentaje.

3.5 Indicadores económicos a corto plazo

	Producción industrial					Producción de la construcción	Índice del BCE sobre nuevos pedidos industriales	Ventas del comercio al por menor				Matriculaciones de automóviles	
	Total (excluida construcción)		Principales ramas de actividad					Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible		
	Manu-facturas	Bienes inter-medios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
tasas de variación interanual													
2018	0,8	1,0	0,6	1,2	1,5	-1,4	1,7	1,6	1,4	2,0	0,7	4,9	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	2,4	1,0	3,7	0,8	3,0	1,8
2020	-8,6	-9,0	-7,4	-13,2	-4,7	-5,2	-5,7	-0,9	3,6	-2,4	-14,4	-8,7	-25,0
2020 IV TR	-1,5	-1,6	1,5	-3,2	-2,6	-1,8	-1,2	1,6	4,5	1,3	-13,8	-5,9	-9,2
2021 I TR	3,5	3,6	4,8	5,2	0,5	0,6	2,9	2,4	2,6	3,2	-5,2	0,1	3,4
II TR	22,4	24,1	25,4	29,1	17,4	7,7	17,8	11,9	2,0	18,7	29,7	25,1	53,8
III TR	5,9	6,6	7,6	5,4	7,7	0,5	0,7	2,4	0,2	4,0	3,5	13,1	-23,5
2021 May	20,5	22,2	24,0	27,2	14,2	6,2	12,6	8,8	0,2	14,2	28,6	25,1	49,5
Jun	10,5	11,3	15,9	6,8	12,8	3,3	4,1	5,7	2,1	7,5	11,9	25,1	5,4
Jul	7,7	8,4	11,2	6,1	9,2	1,5	2,2	3,3	1,2	4,9	4,2	13,1	-22,0
Ago	4,9	5,7	6,7	3,2	7,5	-0,5	-2,6	1,3	-1,4	3,3	1,4	13,1	-24,8
Sep	5,1	5,6	4,9	6,2	6,6	0,5	1,5	2,6	0,8	3,7	4,8	13,1	-24,2
Oct	3,3	3,9	2,1	5,2	6,3	-1,0	.	1,4	-1,2	2,5	8,5	.	-28,6
tasas de variación intermensual (d.)													
2021 May	-1,1	-0,8	-0,1	-2,5	-1,7	-2,5	0,2	4,2	-0,5	8,8	8,0	-	1,8
Jun	0,3	0,2	0,1	-1,4	3,0	-0,4	-0,9	1,9	-1,2	3,6	2,5	-	-0,4
Jul	1,2	1,3	0,3	2,7	1,2	-0,4	-0,9	-2,2	-0,5	-3,8	0,9	-	-5,9
Ago	-1,7	-1,9	-1,4	-3,5	-1,9	0,6	-1,4	0,9	-0,8	2,4	-0,5	-	-3,8
Sep	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	0,6	0,4	0,9	-0,4	0,8	-1,9	1,0	-	3,4
Oct	1,1	1,2	-0,6	3,0	0,5	0,1	.	0,2	-0,1	0,4	1,3	-	-3,1

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE, estadísticas experimentales del BCE (col. 8) y Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (col. 13).

3 Actividad económica

3.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)				
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de producción
		Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	99,3	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2018	111,8	6,7	83,7	-4,8	7,2	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,7	-5,2	82,0	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,2	-14,4	74,0	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2020 IV TR	91,4	-8,8	76,9	-15,6	-8,3	-10,9	-15,4	85,7	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 I TR	95,3	-2,4	80,0	-13,7	-5,9	-16,6	-14,8	85,8	58,4	58,5	46,9	49,9
II TR	114,3	11,7	82,7	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,2	63,1	62,7	54,7	56,8
III TR	118,1	14,2	82,5	-4,6	5,7	3,5	16,9	88,5	60,9	58,6	58,4	58,4
2021 Jun	117,9	12,8	-	-3,3	5,2	4,7	17,9	-	63,4	62,6	58,3	59,5
Jul	119,0	14,5	83,0	-4,4	4,0	4,4	18,9	88,0	62,8	61,1	59,8	60,2
Ago	117,6	13,8	-	-5,3	5,5	4,6	16,8	-	61,4	59,0	59,0	59,0
Sep	117,8	14,1	-	-4,0	7,5	1,4	15,2	-	58,6	55,6	56,4	56,2
Oct	118,6	14,2	82,1	-4,8	8,6	1,9	18,0	88,9	58,3	53,3	54,6	54,2
Nov	117,5	14,1	-	-6,8	9,0	3,7	18,4	-	58,4	53,8	55,9	55,4

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) (col. 1-8) y Markit (col. 9-12).

3.7 Resumen de indicadores de los hogares y de sociedades no financieras

(precios corrientes, salvo indicación en contrario; datos sin desestacionalizar)

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) ¹⁾		Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12,5	93,0	1,9	1,9	6,2	2,5	4,6	35,5	5,9	75,2	2,0	7,6	1,5
2019	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,0	3,9	35,3	6,3	74,9	1,9	7,9	1,8
2020	19,5	96,1	-0,5	4,1	-3,5	5,0	4,7	31,2	4,5	82,0	3,3	-14,7	2,0
2020 III TR	17,8	95,3	0,8	3,7	-1,3	3,7	4,2	31,5	4,4	81,8	2,7	-15,1	2,0
IV TR	19,5	96,1	0,2	4,1	1,8	5,0	4,7	31,2	4,5	82,0	3,3	-20,9	2,0
2021 I TR	20,6	96,5	-0,2	4,6	10,6	7,3	4,6	32,3	5,8	83,1	4,0	-10,5	2,2
II TR	19,1	96,6	3,3	4,1	30,0	6,3	4,8	34,2	7,8	80,5	4,5	20,8	2,3

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Basada en importes acumulados de cuatro trimestres del ahorro, de la deuda y de la renta disponible bruta (ajustada por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones).

2) Activos financieros (netos de pasivos financieros) y activos no financieros. Los activos no financieros se componen principalmente de riqueza inmobiliaria (construcciones residenciales y terrenos). También incluyen los activos no financieros de las empresas no constituidas en sociedad clasificadas dentro del sector hogares.

3) La participación en los beneficios utiliza la renta empresarial neta, que es prácticamente equivalente a los beneficios corrientes en contabilidad de empresas.

4) Definida como préstamos consolidados y pasivos materializados en valores representativos de deuda.

3 Actividad económica

3.8 Balanza de pagos de la zona del euro, cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros; datos desestacionalizados salvo indicación en contrario; transacciones)

	Cuenta corriente											Cuenta de capital ¹⁾	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020 IV TR	1.021,2	930,4	90,8	581,6	479,6	225,5	197,6	183,3	173,9	30,7	79,3	23,8	24,6
2021 I TR	1.050,7	945,3	105,5	602,3	496,9	226,5	203,5	191,2	169,0	30,8	75,8	15,4	12,4
II TR	1.073,4	1.007,8	65,6	617,7	536,1	232,5	212,4	193,8	188,1	29,4	71,2	17,2	11,6
III TR	1.079,2	1.021,1	58,1	620,2	559,7	243,7	227,1	175,4	160,0	39,9	74,2	23,2	11,6
2021 Abr	354,3	336,7	17,6	203,2	176,6	77,1	71,5	63,4	64,9	10,7	23,7	4,6	3,6
May	360,3	342,1	18,2	208,5	180,6	77,0	72,0	65,7	65,6	9,0	23,9	5,3	3,0
Jun	358,9	329,0	29,9	206,1	178,9	78,4	68,8	64,7	57,7	9,7	23,6	7,3	4,9
Jul	357,2	334,9	22,3	208,8	183,3	79,3	72,5	59,1	55,2	10,1	23,8	6,7	4,8
Ago	362,1	345,0	17,1	204,5	186,0	80,5	81,1	57,8	53,1	19,3	24,9	7,1	2,8
Sep	359,9	341,2	18,7	206,9	190,4	83,9	73,6	58,5	51,6	10,5	25,5	9,5	4,1
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2021 Sep	4.224,6	3.904,6	320,0	2.421,8	2.072,3	928,3	840,6	743,7	691,1	130,8	300,6	79,7	60,2
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2021 Sep	35,2	32,6	2,7	20,2	17,3	7,7	7,0	6,2	5,8	1,1	2,5	0,7	0,5

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

3.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro¹⁾, en términos nominales y reales por grupos de productos²⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu-facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufac-turas	Petró-leo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2020 IV TR	-2,6	-5,5	569,3	265,7	114,6	178,5	480,2	494,0	262,2	87,0	135,7	381,4	35,3
2021 I TR	0,6	0,2	582,1	280,6	115,0	174,6	487,8	512,9	285,1	91,5	129,8	383,4	47,1
II TR	34,2	33,9	595,3	290,8	116,9	176,3	492,5	558,0	322,5	92,2	135,4	404,3	53,5
III TR	13,4	22,5	604,8	.	.	.	498,5	575,8	.	.	.	412,1	.
2021 Abr	46,7	38,3	198,1	95,2	39,7	60,0	164,4	185,2	106,4	30,7	45,9	133,7	17,1
May	34,8	35,0	199,3	97,5	39,0	58,8	164,5	186,1	107,7	30,8	44,7	135,4	18,3
Jun	23,7	28,9	197,9	98,1	38,3	57,4	163,5	186,8	108,4	30,7	44,8	135,2	18,2
Jul	11,9	17,9	201,1	99,1	40,5	57,1	166,6	187,9	111,4	30,4	43,5	134,2	19,6
Ago	19,2	28,5	202,2	102,7	39,1	56,2	166,2	192,5	113,5	31,4	44,8	139,9	19,3
Sep	10,0	21,6	201,4	.	.	.	165,6	195,3	.	.	.	138,0	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2020 IV TR	-1,4	-0,8	104,4	105,9	99,9	106,6	103,8	105,7	102,8	107,8	111,4	109,6	84,7
2021 I TR	0,8	0,1	104,5	108,5	100,8	101,8	104,0	105,0	103,5	112,6	105,5	108,3	85,8
II TR	29,1	20,3	104,5	108,9	101,7	101,1	103,2	109,6	109,9	113,8	108,0	111,9	84,9
III TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Mar	11,4	15,0	105,7	110,5	100,3	102,5	103,1	108,5	107,8	118,6	108,9	111,5	84,5
Abr	41,9	25,2	104,6	107,7	104,0	102,9	103,5	110,0	110,8	113,0	109,4	111,2	84,0
May	29,3	20,4	104,8	109,4	101,1	101,4	103,3	109,9	110,4	113,9	107,2	112,6	87,4
Jun	18,9	15,9	104,1	109,8	100,0	99,1	102,8	109,1	108,7	114,4	107,2	111,8	83,4
Jul	4,8	3,1	104,0	108,7	104,1	96,8	102,8	106,4	107,7	109,2	102,6	108,2	85,8
Ago	9,0	10,9	103,0	110,4	99,8	94,5	101,0	108,0	108,3	114,0	104,3	112,2	84,4

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Las diferencias entre la cuenta de bienes de la balanza de pagos del BCE (cuadro 3.8) y el comercio exterior de bienes de Eurostat (cuadro 3.9) se deben fundamentalmente a distintas definiciones.

2) Grupos de productos clasificados según la Clasificación por destino económico de los bienes.

4 Precios y costes

4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾						Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total, excluidos energía y alimentos											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2020 IV TR	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,9	-0,8	0,5	0,2	-0,4	0,5
2021 I TR	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,4	0,6	-0,5	1,6	6,5	0,6	1,0	1,4
II TR	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,6	0,4	1,5	-0,2	3,7	0,2	1,8	2,4
III TR	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,1	0,6	0,6	1,2	4,3	0,5	2,7	3,5
2021 Jun	107,7	1,9	0,9	2,8	0,7	0,3	0,2	-0,2	0,3	1,3	0,1	1,8	2,5
Jul	107,6	2,2	0,7	3,3	0,9	0,6	0,3	0,3	1,1	2,0	0,1	2,0	3,5
Ago	108,0	3,0	1,6	4,5	1,1	0,3	0,2	0,6	0,1	1,0	0,2	2,9	3,5
Sep	108,5	3,4	1,9	4,6	1,7	0,2	0,2	0,2	-0,6	1,4	0,4	3,3	3,6
Oct	109,4	4,1	2,0	5,5	2,1	0,7	0,3	-0,1	-0,1	5,6	0,3	4,0	4,6
Nov ³⁾	109,9	4,9	2,6	.	2,7	0,7	0,3	0,8	0,2	2,9	0,5	.	.

	Bienes						Servicios						
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Alquileres						
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% del total en 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4	
2020 IV TR	1,7	1,2	3,5	-2,4	-0,3	-7,8	1,2	1,2	-0,6	-1,5	0,6	1,3	
2021 I TR	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5	
II TR	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6	
III TR	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6	
2021 Jun	0,5	0,8	-0,3	4,1	1,2	12,6	1,4	1,3	0,7	-0,1	0,1	1,7	
Jul	1,6	1,5	1,9	4,3	0,7	14,3	1,4	1,1	1,7	0,7	0,3	1,7	
Ago	2,0	1,7	3,0	6,0	2,6	15,4	1,4	1,1	2,3	0,7	1,0	1,6	
Sep	2,0	1,9	2,6	6,1	2,1	17,6	1,5	1,2	3,3	0,6	1,9	1,5	
Oct	1,9	2,1	1,4	7,6	2,0	23,7	1,6	1,2	3,6	1,5	2,3	1,7	
Nov ³⁾	2,2	2,3	1,9	.	2,4	27,4	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) En mayo de 2016, el BCE empezó a publicar nuevas series desestacionalizadas del IAPC de la zona del euro, tras una revisión del método de desestacionalización descrita en el recuadro 1 del *Boletín Económico* 3/2016 del BCE (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

3) Estimación de avance.

4 Precios y costes

4.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción ¹⁾										Construcción ²⁾	Precios de los inmuebles residenciales ³⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ³⁾
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía			
		Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo							
						Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,5	4,9	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	1,9	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,3	5,4	1,7
2020 IV TR	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	6,0	-0,9
2021 I TR	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,6	6,1	-1,3
II TR	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,5	7,2	-2,8
III TR	115,6	14,0	9,3	7,4	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	.	.	.
2021 May	109,3	9,6	7,2	4,9	9,3	1,8	2,0	1,9	1,3	25,1	-	-	-
Jun	110,9	10,3	7,4	5,6	10,7	2,0	2,4	2,6	1,4	25,5	-	-	-
Jul	113,7	12,4	8,4	6,8	12,8	2,5	2,7	2,8	1,9	30,1	-	-	-
Ago	114,9	13,4	9,2	7,4	14,3	3,1	2,8	2,8	2,2	31,9	-	-	-
Sep	118,1	16,1	10,3	8,1	15,2	3,6	3,0	3,1	2,3	40,8	-	-	-
Oct	124,5	21,9	11,8	8,9	16,8	3,9	3,4	3,2	2,8	62,5	-	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE, cálculos del BCE basados en datos de MSCI y fuentes nacionales (col. 13).

1) Únicamente ventas interiores.

2) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

3) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html para más información).

4.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB							Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)						
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones ¹⁾		Importaciones ¹⁾	Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimentación	No alimentación	Total	Alimentación	No alimentación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2018	103,6	1,5	1,8	1,5	1,9	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,6	-6,2	5,7
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3
2020	107,1	1,6	1,1	0,5	3,5	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,1	-1,8
2020 IV TR	107,4	1,2	0,9	0,0	2,8	0,5	-1,4	-2,6	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,1	6,2
2021 I TR	108,1	1,5	1,6	1,0	2,4	1,1	0,8	0,8	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,1	24,6
II TR	108,3	0,5	1,5	1,5	-1,3	2,4	4,3	7,0	57,0	38,3	20,1	56,4	35,6	20,2	54,4
III TR	109,5	2,7	3,5	2,6	2,9	4,3	7,0	9,5	61,9	31,1	26,2	35,4	32,3	28,2	36,7
2021 Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	60,7	38,2	22,2	53,4	35,9	21,9	52,1
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	62,9	36,9	26,8	46,0	36,1	27,4	45,5
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	59,5	29,8	28,7	30,7	31,6	31,4	31,8
Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	26,7	23,1	29,9	29,4	26,0	33,0
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	72,1	33,7	27,3	39,7	35,2	28,5	42,7
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	70,8	29,8	30,9	28,7	33,0	35,1	30,8

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Bloomberg (col. 9).

1) Los deflatores de las exportaciones y de las importaciones se refieren a los bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

2) Ponderados por las importaciones: ponderados en función de la media de la estructura de las importaciones en el período 2009-2011; ponderados por el uso: ponderados en función de la media de la estructura de la demanda interna en el período 2009-2011.

4 Precios y costes

4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)				Tendencias de los precios de los consumos de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,3	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2018	11,5	7,5	9,6	12,6	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,2	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,3	1,6	-0,8	-5,8	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2020 IV TR	1,6	2,6	-2,7	-7,8	7,0	56,7	52,6	51,6	48,3
2021 I TR	10,7	5,0	-1,8	-3,8	8,1	74,0	54,0	56,5	48,6
II TR	30,0	18,2	8,5	15,7	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
III TR	37,0	28,0	12,3	26,1	35,0	87,7	63,8	70,3	55,1
2021 Jun	36,0	23,1	10,9	21,9	24,7	88,5	63,2	71,1	55,6
Jul	35,5	26,1	12,2	25,7	31,2	89,2	63,1	71,9	55,4
Ago	37,2	27,3	11,7	27,8	34,4	87,0	63,3	68,6	54,7
Sep	38,3	30,6	13,1	24,8	39,3	86,9	65,2	70,4	55,1
Oct	42,3	36,9	16,6	32,7	46,3	89,5	67,5	72,6	55,8
Nov	49,0	44,5	19,8	37,8	52,5	88,9	71,4	73,7	57,8

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) y Markit.

4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2018	104,4	2,5	2,3	3,2	2,6	2,3	2,0
2019	106,9	2,4	2,6	2,1	2,4	2,5	2,2
2020	110,2	3,1	3,7	1,2	2,7	3,8	1,8
2020 IV TR	116,6	2,9	3,4	0,7	2,2	4,2	2,0
2021 I TR	104,6	1,3	2,0	-1,0	1,2	1,9	1,4
II TR	115,8	-0,2	-0,4	0,8	-0,9	1,6	1,8
III TR	.	.	.	.	.	.	1,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html para más información).

4 Precios y costes

4.6 Costes laborales unitarios, remuneración del factor trabajo y productividad del trabajo

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario; datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufac- turer, agua, gas y elec- tricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios												
2018	103,4	1,9	1,2	1,5	2,6	2,1	0,1	1,1	3,9	1,5	2,6	2,0
2019	105,3	1,9	-1,0	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-1,2	2,8	4,7	6,5	0,7	0,3	1,6	5,6	6,3	13,6
2020 IV TR	109,8	3,7	-0,5	-1,1	3,0	5,4	1,8	1,0	4,9	4,9	6,1	22,4
2021 I TR	110,3	1,5	3,2	-3,2	5,1	2,0	0,6	1,1	4,3	3,1	2,8	15,4
II TR	108,9	-4,4	7,1	-10,7	-3,1	-7,7	1,1	-2,4	8,7	-2,3	-4,6	-2,1
III TR	109,8	1,2	6,0	-1,3	2,1	-0,6	5,0	0,7	4,3	1,0	2,3	0,0
Remuneración por asalariado												
2018	105,2	2,1	0,9	1,8	2,2	2,0	2,6	2,3	2,9	2,7	1,9	2,9
2019	107,4	2,1	3,2	1,4	1,4	1,6	3,2	2,2	2,4	2,8	2,3	3,3
2020	106,7	-0,6	0,5	-2,3	-1,6	-4,6	0,4	-0,3	0,9	-0,3	2,4	-2,6
2020 IV TR	109,0	0,9	0,2	0,0	1,5	-3,5	1,4	0,7	2,4	1,1	3,3	-0,4
2021 I TR	109,4	2,1	2,0	2,0	4,3	-0,8	2,0	3,1	3,1	1,9	2,2	1,2
II TR	109,5	7,2	2,7	9,2	9,6	12,9	7,5	1,1	10,2	8,0	2,2	11,1
III TR	111,8	3,0	2,2	3,5	1,3	4,4	3,6	1,8	3,9	2,7	2,1	3,1
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2018	101,7	0,2	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	2,5	1,2	-1,0	1,1	-0,7	1,0
2019	102,0	0,3	4,2	-0,9	-0,4	0,9	2,4	0,3	-0,2	0,3	-0,3	1,2
2020	97,0	-4,9	1,7	-5,0	-6,0	-10,5	-0,2	-0,5	-0,7	-5,6	-3,7	-14,3
2020 IV TR	99,3	-2,7	0,7	1,1	-1,4	-8,4	-0,4	-0,4	-2,4	-3,6	-2,6	-18,7
2021 I TR	99,2	0,6	-1,2	5,5	-0,8	-2,8	1,4	1,9	-1,2	-1,2	-0,6	-12,3
II TR	100,6	12,1	-4,1	22,2	13,2	22,3	6,3	3,5	1,4	10,5	7,0	13,6
III TR	101,8	1,8	-3,6	4,9	-0,7	5,0	-1,3	1,1	-0,4	1,6	-0,2	3,2
Remuneración por hora trabajada												
2018	104,9	1,9	1,3	1,8	1,5	1,4	2,4	2,3	2,0	2,2	2,2	2,4
2019	107,4	2,3	3,7	1,9	1,7	2,0	3,1	1,8	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	113,0	5,2	2,7	3,2	4,0	5,9	2,8	1,3	5,6	4,6	4,9	6,8
2020 IV TR	113,6	5,2	1,9	3,0	3,9	6,1	2,5	1,3	6,1	3,8	4,9	7,1
2021 I TR	114,4	3,4	0,8	1,1	1,3	6,2	2,6	1,6	3,3	2,5	1,8	4,6
II TR	112,6	-4,5	-2,2	-4,2	-7,2	-6,6	1,6	-3,5	-0,4	-3,0	-2,4	-5,6
III TR	113,5	2,0	2,7	1,6	1,5	1,7	2,1	1,5	0,7	0,9	3,1	2,5
Productividad del trabajo por hora												
2018	101,9	0,1	-0,5	0,4	-0,9	-0,4	2,4	1,1	-1,7	0,8	-0,5	0,6
2019	102,5	0,6	5,2	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,1	-0,5	0,4	-0,2	1,5
2020	104,1	1,5	2,0	0,8	1,0	0,0	3,0	1,8	6,2	0,2	-0,8	-4,3
2020 IV TR	104,7	2,1	0,4	4,5	2,2	0,9	1,7	0,9	1,9	-0,1	-0,8	-10,9
2021 I TR	104,8	1,7	-3,1	4,6	-4,1	3,4	1,8	0,5	-3,2	-1,0	-1,2	-8,7
II TR	104,3	-1,7	-7,9	6,2	-5,3	-0,6	-0,5	-1,8	-13,7	-2,5	1,5	-7,7
III TR	104,3	0,8	-2,5	2,9	-0,5	2,6	-3,2	0,6	-3,6	-0,2	0,6	3,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Dinero y crédito

5.1 Agregados monetarios ¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				7	8	9	10	11	12
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario							Valores representativos de deuda hasta 2 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2018	1.164,6	7.112,2	8.276,8	1.126,8	2.299,7	3.426,6	11.703,4	74,9	523,7	63,1	661,7	12.365,1
2019	1.222,4	7.721,9	8.944,3	1.069,7	2.364,2	3.433,9	12.378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12.984,8
2020	1.360,8	8.886,2	10.247,0	1.034,9	2.450,1	3.485,0	13.731,9	101,5	636,5	-0,7	737,3	14.469,2
2020 IV TR	1.360,8	8.886,2	10.247,0	1.034,9	2.450,1	3.485,0	13.731,9	101,5	636,5	-0,7	737,3	14.469,2
2021 I TR	1.392,9	9.137,6	10.530,4	991,5	2.477,0	3.468,5	13.998,9	109,3	617,9	15,7	743,0	14.741,9
II TR	1.419,7	9.350,5	10.770,2	936,3	2.489,6	3.425,9	14.196,1	111,9	613,7	27,5	753,1	14.949,2
III TR	1.444,4	9.617,8	11.062,2	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,7	120,4	597,7	37,3	755,4	15.214,2
2021 May	1.411,3	9.254,2	10.665,5	961,1	2.485,8	3.446,9	14.112,4	107,6	614,1	30,8	752,5	14.864,9
Jun	1.419,7	9.350,5	10.770,2	936,3	2.489,6	3.425,9	14.196,1	111,9	613,7	27,5	753,1	14.949,2
Jul	1.427,4	9.428,9	10.856,3	931,1	2.490,4	3.421,5	14.277,8	115,7	614,2	34,2	764,2	15.042,0
Ago	1.435,8	9.519,2	10.955,1	914,2	2.487,1	3.401,3	14.356,4	112,7	615,0	35,8	763,5	15.119,9
Sep	1.444,4	9.617,8	11.062,2	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,7	120,4	597,7	37,3	755,4	15.214,2
Oct ^(p)	1.451,7	9.663,2	11.114,9	929,6	2.495,8	3.425,3	14.540,2	132,6	618,6	40,3	791,5	15.331,7
Operaciones												
2018	51,3	467,7	519,1	-74,5	45,4	-29,1	489,9	-0,8	12,6	-4,8	7,0	496,9
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3	605,0
2020	138,4	1.250,1	1.388,5	-28,9	86,7	57,8	1.446,3	19,5	113,8	0,1	133,4	1.579,8
2020 IV TR	29,5	279,0	308,5	-29,9	24,6	-5,3	303,3	-2,2	41,3	-6,3	32,9	336,1
2021 I TR	32,1	238,9	271,0	-47,1	28,5	-18,6	252,4	6,9	-18,6	18,1	6,4	258,7
II TR	26,9	217,3	244,2	-54,0	12,6	-41,4	202,8	2,9	-3,6	11,7	11,0	213,8
III TR	25,0	254,4	279,3	-34,4	11,7	-22,6	256,7	5,5	-16,0	8,6	-1,9	254,8
2021 May	8,9	70,2	79,1	-7,9	2,2	-5,7	73,4	-1,1	0,4	7,5	6,8	80,1
Jun	8,4	89,2	97,6	-26,7	3,7	-23,0	74,6	3,7	-0,3	-3,8	-0,4	74,3
Jul	8,0	77,6	85,6	-5,0	0,9	-4,1	81,5	3,8	0,5	6,8	11,1	92,5
Ago	8,4	81,0	89,4	-17,2	4,7	-12,5	76,8	-3,1	0,8	1,2	-1,1	75,8
Sep	8,6	95,8	104,4	-12,1	6,2	-6,0	98,4	4,8	-17,3	0,6	-11,9	86,5
Oct ^(p)	8,3	46,5	54,7	26,8	2,4	29,1	83,9	12,3	20,9	3,4	36,6	120,4
Tasas de crecimiento												
2018	4,6	7,0	6,7	-6,2	2,0	-0,8	4,4	-1,1	2,5	-	1,1	4,2
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2
2020 IV TR	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2
2021 I TR	10,1	14,2	13,7	-7,8	4,9	0,9	10,2	-3,6	16,5	-	7,7	10,1
II TR	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4
III TR	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,6	0,5	-	6,8	7,5
2021 May	9,2	12,1	11,7	-11,5	4,1	-0,8	8,4	9,0	13,2	-	13,3	8,6
Jun	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4
Jul	8,9	11,3	11,0	-13,7	3,5	-1,8	7,6	5,0	6,2	-	9,8	7,7
Ago	8,6	11,4	11,0	-12,7	3,3	-1,5	7,8	15,3	7,2	-	12,1	8,0
Sep	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,6	0,5	-	6,8	7,5
Oct ^(p)	8,5	11,1	10,7	-12,0	2,9	-1,6	7,5	27,9	3,9	202,5	11,1	7,7

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

5 Dinero y crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2018	2.335,4	1.902,7	277,2	148,1	7,3	6.646,9	4.036,6	517,5	2.091,3	1,5	992,0	204,6	434,7
2019	2.483,9	2.070,3	256,7	150,5	6,4	7.044,4	4.399,1	492,0	2.152,4	1,0	1.026,5	215,7	464,7
2020	2.988,5	2.531,8	310,0	143,5	3,2	7.651,2	4.956,1	437,2	2.257,1	0,9	1.097,1	234,6	501,2
2020 IV TR	2.988,5	2.531,8	310,0	143,5	3,2	7.651,2	4.956,1	437,2	2.257,1	0,9	1.097,1	234,6	501,2
2021 I TR	3.060,5	2.609,4	300,2	143,5	7,5	7.813,5	5.104,5	422,0	2.286,1	0,9	1.133,3	217,0	491,1
II TR	3.100,2	2.660,9	290,8	140,0	8,5	7.906,0	5.197,8	407,0	2.300,5	0,7	1.164,8	222,5	494,6
III TR	3.160,4	2.736,2	283,8	130,9	9,6	8.020,8	5.314,2	388,9	2.317,1	0,7	1.210,6	227,4	515,6
2021 May	3.066,3	2.623,0	294,7	141,6	6,9	7.870,1	5.161,5	411,6	2.296,2	0,8	1.152,1	228,1	492,1
Jun	3.100,2	2.660,9	290,8	140,0	8,5	7.906,0	5.197,8	407,0	2.300,5	0,7	1.164,8	222,5	494,6
Jul	3.108,6	2.679,9	284,9	135,9	7,8	7.944,3	5.236,6	399,2	2.307,7	0,8	1.186,6	227,3	499,3
Ago	3.128,9	2.707,2	282,4	130,7	8,7	7.988,4	5.282,3	394,6	2.310,8	0,7	1.186,9	227,1	501,9
Sep	3.160,4	2.736,2	283,8	130,9	9,6	8.020,8	5.314,2	388,9	2.317,1	0,7	1.210,6	227,4	515,6
Oct ⁽⁶⁾	3.188,0	2.758,2	292,8	128,9	8,2	8.040,2	5.332,4	383,5	2.323,3	1,0	1.244,8	239,8	508,4
Operaciones													
2018	96,7	108,7	-9,7	-1,0	-1,3	327,6	325,8	-45,0	46,1	0,6	-1,6	-3,1	18,2
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,7	469,6	55,8	-6,8	-2,9	612,0	560,6	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2020 IV TR	40,1	59,0	-11,9	-3,3	-3,7	159,1	140,4	-9,5	28,1	-0,1	50,9	-6,0	27,5
2021 I TR	67,0	72,8	-9,9	0,0	4,2	160,8	146,1	-15,8	30,5	0,0	27,5	-18,2	-10,0
II TR	42,0	53,6	-9,2	-3,4	1,1	93,3	93,9	-14,9	14,4	-0,1	34,2	5,6	3,6
III TR	60,9	69,2	-8,0	-1,2	0,9	108,3	111,2	-18,3	15,4	-0,1	44,2	1,9	21,9
2021 May	14,0	15,3	0,3	-1,2	-0,4	32,3	35,0	-5,6	3,0	-0,1	14,9	3,6	-1,4
Jun	30,5	35,3	-4,8	-1,5	1,5	34,7	35,4	-4,8	4,2	-0,1	8,2	-6,0	2,5
Jul	16,0	23,3	-5,9	-0,8	-0,7	30,0	33,8	-7,8	4,1	0,0	21,9	4,7	4,7
Ago	18,8	21,0	-2,6	-0,5	0,8	44,8	44,4	-4,6	5,0	0,0	-0,7	-0,2	2,6
Sep	26,1	24,8	0,5	0,1	0,8	33,4	33,0	-5,9	6,4	-0,1	23,0	-2,6	14,7
Oct ⁽⁶⁾	28,1	22,4	9,0	-2,0	-1,4	19,5	18,3	-5,3	6,2	0,4	35,0	12,5	-7,2
Tasas de crecimiento													
2018	4,3	6,0	-3,4	-0,6	-15,9	5,2	8,8	-8,0	2,3	70,4	-0,2	-1,5	4,4
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,7	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2020 IV TR	20,7	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021 I TR	17,9	19,6	15,2	-2,7	9,2	9,1	12,6	-10,4	6,0	40,9	4,6	-5,7	4,1
II TR	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
III TR	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	14,9	-6,8	9,1
2021 May	9,0	11,7	-5,8	-3,9	48,1	7,9	11,3	-11,3	4,9	-13,4	11,7	-0,1	6,5
Jun	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
Jul	6,8	10,4	-14,2	-5,4	47,1	7,3	10,6	-12,6	4,3	-28,6	14,7	-4,1	4,4
Ago	6,9	10,1	-13,0	-5,6	97,0	7,3	10,7	-12,6	4,1	-27,9	16,6	-1,8	6,1
Sep	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	14,9	-6,8	9,1
Oct ⁽⁶⁾	7,4	10,5	-10,0	-6,8	44,7	6,5	9,6	-13,7	3,9	6,7	18,2	-0,1	6,0

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades *holding* de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras. En las estadísticas del balance de las IFM, estas entidades se incluyen en el sector de instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones.

3) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Corresponde al sector de AAPP, excluida la Administración Central.

5 Dinero y crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
	Préstamos ajustados ²⁾	6	7	8						9	10	11
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2018	4.678,9	1.010,8	3.656,7	13.410,4	11.119,2	11.480,7	4.404,0	5.741,0	847,9	126,3	1.518,3	772,9
2019	4.654,5	989,2	3.653,5	13.856,8	11.446,4	11.835,1	4.474,3	5.930,1	891,0	151,0	1.560,6	849,9
2020	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.295,3	4.721,5	6.118,8	911,7	167,8	1.548,1	865,3
2020 IV TR	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.295,3	4.721,5	6.118,8	911,7	167,8	1.548,1	865,3
2021 I TR	6.069,4	994,5	5.073,2	14.457,5	12.058,9	12.410,0	4.777,1	6.176,5	953,7	151,6	1.518,4	880,2
II TR	6.217,4	1.004,1	5.211,7	14.488,0	12.077,6	12.440,5	4.746,7	6.239,8	942,0	149,1	1.523,1	887,2
III TR	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,5	12.182,5	12.536,2	4.774,6	6.311,0	952,2	144,7	1.532,3	896,7
2021 May	6.148,8	1.002,3	5.144,7	14.463,2	12.067,9	12.417,4	4.747,0	6.215,4	949,0	156,4	1.510,7	884,7
Jun	6.217,4	1.004,1	5.211,7	14.488,0	12.077,6	12.440,5	4.746,7	6.239,8	942,0	149,1	1.523,1	887,2
Jul	6.305,8	1.006,9	5.297,2	14.530,9	12.114,7	12.474,0	4.747,8	6.273,3	945,7	147,9	1.527,9	888,3
Ago	6.347,9	1.004,0	5.342,2	14.556,8	12.137,3	12.492,9	4.759,2	6.292,7	939,4	146,0	1.524,0	895,5
Sep	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,5	12.182,5	12.536,2	4.774,6	6.311,0	952,2	144,7	1.532,3	896,7
Oct ^(p)	6.393,6	987,4	5.404,6	14.677,4	12.228,9	12.590,0	4.794,2	6.334,3	945,9	154,5	1.553,0	895,5
Operaciones												
2018	91,7	-27,8	119,5	373,3	305,8	381,1	123,7	165,9	-1,4	17,5	88,4	-20,9
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,7	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4
2020	1.042,0	13,5	1.028,4	737,1	538,1	559,4	288,3	209,1	23,8	16,9	170,7	28,2
2020 IV TR	165,1	-0,3	165,3	145,2	75,0	112,3	-0,6	59,7	5,7	10,1	28,4	41,8
2021 I TR	150,1	-3,8	164,3	150,6	139,6	111,2	55,9	60,8	39,2	-16,4	2,7	8,3
II TR	164,2	9,5	154,1	53,3	43,6	51,8	-18,8	75,3	-10,6	-2,4	4,8	5,0
III TR	150,2	-5,1	155,2	131,9	117,5	120,4	39,5	65,8	19,1	-7,0	9,6	4,9
2021 May	57,2	1,8	55,2	40,3	34,4	26,0	4,2	24,3	1,5	4,4	-1,6	7,5
Jun	63,5	1,9	61,7	22,0	10,2	26,3	1,0	26,0	-9,5	-7,3	9,4	2,4
Jul	62,7	2,8	59,9	44,4	42,6	42,4	14,4	25,3	4,2	-1,2	4,1	-2,3
Ago	51,1	-3,1	54,1	32,6	30,6	29,0	10,3	19,9	2,4	-1,9	-3,1	5,1
Sep	36,4	-4,8	41,2	54,9	44,2	49,0	14,9	20,7	12,5	-3,9	8,5	2,1
Oct ^(p)	33,9	-12,0	45,9	74,7	46,2	58,5	18,9	23,7	-6,1	9,8	32,0	-3,5
Tasas de crecimiento												
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,2	16,2	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2020 IV TR	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2021 I TR	21,7	-0,8	28,0	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,2	-3,5	10,1	8,3
II TR	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,6
III TR	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,2	1,6	4,3	5,9	-10,1	3,0	7,3
2021 May	15,4	-0,2	19,3	3,5	2,8	2,7	1,5	4,3	0,5	1,7	5,2	9,6
Jun	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,6
Jul	12,4	1,0	15,1	3,4	3,1	3,0	1,3	4,5	4,2	-4,9	4,5	6,9
Ago	12,1	1,0	14,8	3,2	3,0	3,0	1,0	4,5	5,2	-6,0	2,7	7,1
Sep	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,2	1,6	4,3	5,9	-10,1	3,0	7,3
Oct ^(p)	10,5	-1,2	13,2	3,7	3,3	3,4	1,9	4,3	5,7	-5,7	4,4	7,7

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) Ajustados de titulizaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM), así como de posiciones resultantes de los servicios de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*) prestados por las IFM.

3) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades *holding* de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras. En las estadísticas del balance de las IFM, estas entidades se incluyen en el sector de instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones.

4) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

5 Dinero y crédito

5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del euro¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

	Sociedades no financieras ²⁾				Hogares ³⁾					
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	Préstamos ajustados ⁴⁾					Préstamos ajustados ⁴⁾				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2018	4.404,0	4.488,4	990,5	842,3	2.571,1	5.741,0	6.023,6	682,6	4.355,4	703,0
2019	4.474,3	4.576,5	966,7	877,5	2.630,1	5.930,1	6.221,7	720,1	4.523,5	686,5
2020	4.721,5	4.839,5	898,1	1.011,3	2.812,1	6.118,8	6.386,6	700,2	4.723,8	694,8
2020 IV TR	4.721,5	4.839,5	898,1	1.011,3	2.812,1	6.118,8	6.386,6	700,2	4.723,8	694,8
2021 I TR	4.777,1	4.897,7	894,4	1.017,8	2.864,9	6.176,5	6.439,5	696,3	4.786,6	693,7
II TR	4.746,7	4.866,6	833,0	971,6	2.942,2	6.239,8	6.498,5	693,7	4.851,8	694,3
III TR	4.774,6	4.889,7	835,1	972,1	2.967,5	6.311,0	6.569,3	696,6	4.914,4	699,9
2021 May	4.747,0	4.861,8	872,6	973,7	2.900,7	6.215,4	6.475,0	692,1	4.830,8	692,5
Jun	4.746,7	4.866,6	833,0	971,6	2.942,2	6.239,8	6.498,5	693,7	4.851,8	694,3
Jul	4.747,8	4.860,7	828,2	968,1	2.951,4	6.273,3	6.531,3	695,6	4.874,6	703,1
Ago	4.759,2	4.873,8	828,1	969,4	2.961,7	6.292,7	6.552,2	695,4	4.894,9	702,4
Sep	4.774,6	4.889,7	835,1	972,1	2.967,5	6.311,0	6.569,3	696,6	4.914,4	699,9
Oct ^(p)	4.794,2	4.912,3	859,1	971,0	2.964,1	6.334,3	6.590,2	698,8	4.935,0	700,5
Operaciones										
2018	123,7	175,9	17,3	31,3	75,1	165,9	187,6	41,1	134,1	-9,4
2019	115,0	142,5	-13,1	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,3	324,8	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,9	-11,8	210,6	10,4
2020 IV TR	-0,6	20,3	-21,6	-1,8	22,8	59,7	64,9	-1,0	59,5	1,2
2021 I TR	55,9	58,1	-3,8	6,8	52,9	60,8	58,1	-2,2	63,3	-0,3
II TR	-18,8	-22,4	-57,6	-43,2	82,0	75,3	70,6	2,4	72,1	0,9
III TR	39,5	43,9	4,0	1,8	33,7	65,8	67,6	4,1	63,9	-2,2
2021 May	4,2	-5,2	-0,4	-22,5	27,0	24,3	23,4	1,1	22,9	0,3
Jun	1,0	9,6	-39,9	-1,5	42,3	26,0	24,5	2,1	23,6	0,3
Jul	14,4	10,3	-3,0	-1,2	18,6	25,3	25,0	1,7	23,8	-0,2
Ago	10,3	14,1	0,0	0,8	9,5	19,9	21,3	0,3	20,3	-0,7
Sep	14,9	19,4	7,0	2,3	5,6	20,7	21,4	2,1	19,9	-1,3
Oct ^(p)	18,9	25,2	24,1	-1,6	-3,6	23,7	23,5	2,7	20,2	0,9
Tasas de crecimiento										
2018	2,9	4,1	1,8	3,8	3,0	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2020 IV TR	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021 I TR	4,6	5,3	-9,2	11,1	7,5	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
II TR	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
III TR	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
2021 May	1,5	1,9	-7,8	-2,6	6,2	4,3	3,9	0,7	5,4	0,7
Jun	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
Jul	1,3	1,7	-11,4	-3,1	7,2	4,5	4,1	0,4	5,7	0,4
Ago	1,0	1,5	-11,0	-3,8	6,8	4,5	4,2	0,1	5,8	0,2
Sep	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
Oct ^(p)	1,9	2,5	-5,0	-3,6	6,1	4,3	4,1	0,6	5,5	-0,1

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades *holding* de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras. En las estadísticas del balance de las IFM, estas entidades se incluyen en el sector de instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones.

3) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Ajustados de titulaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM), así como de posiciones resultantes de los servicios de centralización notional de tesorería (*notional cash pooling*) prestados por las IFM.

5 Dinero y crédito

5.5 Contrapartidas de M3 distintas del crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM				
	Tenencias de la Administración Central ²⁾	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro				Activos exteriores netos	Otros			
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años		Capital y reservas	Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2018	389,1	6.813,8	1.938,6	56,1	2.097,7	2.721,4	1.046,1	432,7	187,0	194,9
2019	363,4	7.055,1	1.944,5	50,2	2.155,2	2.905,3	1.474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6.961,3	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,5	1.437,6	489,7	130,1	139,2
2020 IV TR	744,6	6.961,3	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,5	1.437,6	489,7	130,1	139,2
2021 I TR	704,0	6.891,1	1.897,4	41,2	1.985,5	2.967,0	1.409,5	400,7	127,2	130,2
II TR	680,1	6.847,0	1.868,8	40,2	1.956,0	2.982,1	1.411,2	359,8	123,7	134,5
III TR	690,9	6.856,9	1.850,7	38,7	1.976,4	2.991,1	1.375,2	410,5	139,0	146,0
2021 May	698,1	6.839,0	1.869,6	40,7	1.947,2	2.981,6	1.463,6	326,4	133,4	130,8
Jun	680,1	6.847,0	1.868,8	40,2	1.956,0	2.982,1	1.411,2	359,8	123,7	134,5
Jul	686,8	6.889,7	1.860,9	39,4	1.962,6	3.026,7	1.436,9	344,9	133,4	133,2
Ago	708,7	6.873,4	1.851,2	39,0	1.960,7	3.022,5	1.445,8	351,6	125,3	128,4
Sep	690,9	6.856,9	1.850,7	38,7	1.976,4	2.991,1	1.375,2	410,5	139,0	146,0
Oct ^(p)	739,6	6.866,9	1.835,3	38,1	2.005,7	2.987,7	1.396,4	470,7	139,2	146,9
Operaciones										
2018	44,9	49,0	-38,0	-4,9	15,1	76,8	91,8	34,0	16,2	23,6
2019	-25,0	107,9	-5,5	-2,9	28,0	88,3	312,6	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,9	-14,9	-8,0	-101,2	89,1	-60,2	142,3	-48,8	-48,0
2020 IV TR	-48,7	-3,0	-6,9	-0,8	-43,1	47,9	-85,4	59,5	-9,8	-8,1
2021 I TR	-40,5	-27,4	-20,9	-0,9	-29,6	24,0	10,9	-120,7	-2,9	-8,9
II TR	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,1	-17,1	-30,0	-3,6	4,3
III TR	10,8	0,5	-18,5	-1,5	8,8	11,8	-44,9	29,0	15,3	11,5
2021 May	-21,8	-24,2	-1,0	-0,3	-17,6	-5,3	-10,9	-52,4	0,6	-0,5
Jun	-18,0	21,0	-2,3	-0,5	-2,9	26,7	-40,6	32,4	-9,7	3,7
Jul	6,7	-0,6	-7,6	-0,7	8,1	-0,4	3,5	-12,0	9,7	-1,3
Ago	22,0	-9,4	-10,0	-0,4	-3,9	4,9	4,9	-0,3	-8,0	-4,8
Sep	-17,9	10,5	-1,0	-0,4	4,6	7,3	-53,3	41,2	13,7	17,6
Oct ^(p)	48,7	11,3	-15,1	-0,5	26,4	0,5	8,4	63,4	0,2	0,9
Tasas de crecimiento										
2018	12,9	0,7	-1,9	-8,0	0,7	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 IV TR	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 I TR	56,2	-0,3	-1,6	-12,6	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
II TR	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
III TR	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,3	3,8	-	-	-0,6	-0,9
2021 May	5,3	-0,9	-2,7	-9,6	-4,9	3,2	-	-	-32,1	-38,1
Jun	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
Jul	-9,5	-0,5	-3,0	-9,4	-4,0	3,7	-	-	-17,9	-23,5
Ago	-12,0	-0,8	-3,9	-9,4	-3,8	3,5	-	-	-26,5	-27,7
Sep	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,3	3,8	-	-	-0,6	-0,9
Oct ^(p)	-11,3	-0,4	-4,3	-10,5	-1,9	3,4	-	-	-6,4	-4,8

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) Comprende los depósitos en el sector de IFM y los valores emitidos por este sector en poder de la Administración Central.

3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit

(en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

	Déficit (-)/superávit (+)					Pro memoria: Déficit (-)/superávit (+) primarios
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	6
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,2	1,0
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,2	-5,9	-0,4	0,0	-0,9	-5,7
2020 III TR	-5,2	.	.	.	.	-3,7
IV TR	-7,2	.	.	.	.	-5,7
2021 I TR	-8,4	.	.	.	.	-6,8
II TR	-7,0	.	.	.	.	-5,6

Fuentes: BCE para los datos anuales y Eurostat para los datos trimestrales.

6.2 Recursos y empleos

(en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,1	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,7
2020	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2020 III TR	46,6	46,1	13,0	12,8	15,5	0,4	51,8	47,6	10,5	5,8	1,6	24,8	4,2
IV TR	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2021 I TR	46,5	46,1	13,0	12,7	15,7	0,5	54,9	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,6
II TR	46,3	45,8	12,8	12,8	15,5	0,5	53,3	48,7	10,5	5,9	1,5	25,0	4,6

Fuentes: BCE para los datos anuales; Eurostat para los datos trimestrales.

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

(en porcentaje del PIB; saldos vivos a fin de período)

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor			Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda	
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	IFM	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	87,5	3,2	14,5	69,9	48,0	32,0	39,5	8,6	78,9	16,4	28,9	42,3	85,7	1,8
2018	85,5	3,1	13,7	68,7	47,9	32,2	37,7	8,1	77,5	16,0	28,3	41,2	84,1	1,5
2019	83,6	3,0	12,9	67,6	45,2	30,4	38,4	7,6	75,9	15,6	27,7	40,3	82,2	1,4
2020	97,3	3,2	14,2	79,9	54,6	39,1	42,7	11,3	86,0	19,1	31,5	46,7	95,6	1,7
2020 III TR	96,6	3,1	13,9	79,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	97,3	3,2	14,2	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 I TR	100,0	3,2	14,1	82,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	98,3	3,1	13,9	81,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: BCE para los datos anuales y Eurostat para los datos trimestrales.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores subyacentes¹⁾

(en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

	Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB ²⁾	Déficit (+)/superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda								Diferencial entre interés y crecimiento	Pro memoria: Necesidad de financiación
			Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen	Otros		
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-2,5	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	-1,3	1,0
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	5,8	9,6
2020 III TR	11,3	3,7	3,0	3,2	2,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,0	4,6	8,5
IV TR	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	5,8	9,6
2021 I TR	14,3	6,8	1,9	2,2	1,6	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,3	5,5	10,3
II TR	3,9	5,6	-1,3	-0,4	-1,0	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,9	-0,3	5,8

Fuentes: BCE para los datos anuales y Eurostat para los datos trimestrales.

1) Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado, excepto en los datos trimestrales sobre el ajuste entre déficit y deuda.

2) Calculada como la diferencia entre las ratios de deuda pública en relación con el PIB al final del período de referencia y un año antes.

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

(servicio de la deuda en porcentaje del PIB; flujos durante el período de servicio de la deuda; rendimiento nominal medio en porcentaje)

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾							
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones			
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	Tipo de interés variable		Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización			
												1	2	3
2018	12,5	11,0	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1	
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8	
2020 III TR	15,8	14,4	4,7	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8	
IV TR	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8	
2021 I TR	15,7	14,2	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5	
II TR	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5	
2021 May	15,7	14,3	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6	
Jun	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5	
Jul	15,4	14,1	5,2	1,3	0,3	7,9	1,6	0,5	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5	
Ago	15,4	14,0	5,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5	
Sep	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5	
Oct	14,6	13,3	4,0	1,4	0,3	8,0	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5	

Fuente: BCE.

1) Datos registrados al valor nominal y sin consolidar dentro del sector AAPP.

2) Excluye los pagos futuros de valores representativos de deuda que todavía no están en circulación y amortizaciones anticipadas.

3) Vida residual a fin de período.

4) Saldos vivos a fin de período; operaciones en media de doce meses.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.6 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de un año y saldos vivos a fin de período)

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2017	-0,7	1,3	-0,5	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9	
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2020 III TR	-7,1	-2,8	-4,0	-3,4	-5,5	-8,2	-7,2	-7,4	-4,2	
IV TR	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2021 I TR	-8,8	-5,8	-5,6	-5,6	-12,6	-11,6	-10,5	-10,2	-7,4	
II TR	-6,4	-5,2	-4,3	-4,4	-11,2	-8,7	-9,2	-8,9	-6,2	
Deuda pública										
2017	102,0	64,7	9,1	67,8	179,5	98,6	98,1	134,2	92,9	
2018	99,9	61,3	8,2	63,1	186,4	97,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	95,5	97,5	134,3	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3	
2020 III TR	112,0	69,1	19,1	61,2	199,8	114,1	115,4	154,2	116,0	
IV TR	112,8	68,7	19,0	58,4	205,7	120,0	115,0	155,6	115,3	
2021 I TR	116,9	69,9	19,6	60,4	209,0	125,3	117,9	159,6	121,4	
II TR	113,7	69,7	19,6	59,1	207,2	122,8	114,6	156,3	112,0	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2017	-0,8	0,4	1,4	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,5	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,5	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2020 III TR	-3,5	-4,1	-2,6	-7,0	-2,5	-4,5	-4,2	-4,9	-4,0	-4,1
IV TR	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2021 I TR	-6,6	-7,2	-2,5	-10,0	-5,8	-10,6	-7,0	-8,2	-6,4	-6,0
II TR	-7,0	-5,4	-0,6	-8,6	-4,2	-8,5	-5,8	-6,4	-6,2	-4,4
Deuda pública										
2017	39,0	39,1	21,8	47,7	56,9	78,5	126,1	74,2	51,6	61,2
2018	37,1	33,7	20,8	43,6	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,5
2020	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,5
2020 III TR	44,4	45,4	26,2	51,5	55,1	78,5	131,6	77,8	60,2	67,2
IV TR	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	60,1	69,5
2021 I TR	45,4	45,1	28,0	57,5	54,9	87,0	139,1	84,9	60,1	70,4
II TR	43,3	44,6	26,2	59,5	54,2	86,2	135,4	80,0	61,4	69,4

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2022

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 15 de diciembre de 2021.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-21-008-ES-N (edición electrónica)