

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Rasgos básicos

### Actividad económica

**La recuperación de la actividad económica global continúa, aunque la persistencia de cuellos de botella en la oferta y la propagación de la variante delta del coronavirus (COVID-19), más contagiosa, ensombrecen las perspectivas de crecimiento a corto plazo.** Encuestas recientes señalan cierta moderación del ritmo de crecimiento, en especial entre las economías emergentes. En comparación con las proyecciones anteriores, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2021 se han revisado ligeramente al alza, en particular para 2022. El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumentaría hasta situarse en el 6,3 % este año, y después se desaceleraría hasta el 4,5 % en 2022 y el 3,7 % en 2023. Las proyecciones sobre la demanda externa de la zona del euro se han corregido al alza en comparación con las de junio de 2021. Esta demanda se incrementaría un 9,2 % este año y un 5,5 % y un 3,7 % en 2022 y 2023, respectivamente. Esto refleja, sobre todo, el hecho de que, a principios de 2021, las importaciones mundiales mostraron más fortaleza de lo previsto con anterioridad, así como la mayor prociclicidad del comercio en las fases de recuperación económica. Los precios de exportación de los competidores de la zona del euro se han revisado al alza para este año, en un contexto de aumento de los precios de las materias primas y de la demanda. Los riesgos para las proyecciones de referencia relativas a la economía global están relacionados fundamentalmente con la evolución futura de la pandemia. Se considera que otros riesgos para las perspectivas mundiales están orientados a la baja en lo que respecta al crecimiento global y al alza para la inflación mundial.

**La economía de la zona del euro repuntó un 2,2 % en el segundo trimestre del año, un nivel mayor de lo esperado, y está en la senda adecuada para registrar un fuerte crecimiento en el tercer trimestre.** La recuperación se cimienta en el éxito de las campañas de vacunación en Europa, que han permitido una reapertura significativa de la economía. Debido al levantamiento de las restricciones, los servicios se están beneficiando de la vuelta del público a los comercios y restaurantes, así como de la recuperación de los viajes y del turismo. La actividad del sector manufacturero es vigorosa, aun cuando la producción sigue viéndose frenada por la escasez de materiales y equipos. La propagación de la variante Delta no ha requerido hasta ahora la nueva imposición de medidas de confinamiento, aunque podría ralentizar la recuperación del comercio mundial y la plena reapertura de la economía.

**El gasto en consumo está creciendo, aunque los consumidores siguen manteniendo cierta prudencia en vista de la evolución de la pandemia.**

El mercado de trabajo también está mejorando rápidamente, lo que respalda la perspectiva de aumento de los ingresos y del gasto. El desempleo está descendiendo y el número de personas acogidas a programas de mantenimiento del empleo ha bajado en aproximadamente 28 millones desde el máximo del año pasado. La recuperación de la demanda interna y mundial sigue promoviendo el optimismo entre las empresas, lo que favorece la inversión empresarial. Sin embargo, aún queda camino por recorrer hasta que se superen los daños causados por la pandemia en la economía. Todavía hay más de dos millones de empleados menos que antes de la pandemia, fundamentalmente jóvenes y trabajadores menos cualificados, y el número de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo sigue siendo sustancial.

**Tras una expansión fiscal considerable desde el inicio de la pandemia, en los últimos meses solo se han adoptado medidas adicionales de estímulo limitadas, ya que los planes presupuestarios para 2022 todavía están en fase de preparación y la recuperación económica parece avanzar algo más rápido de lo que se preveía.**

En consecuencia, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2021 incluyen unas perspectivas fiscales de la zona del euro mejores que en las proyecciones de junio. Aunque se prevé que la ratio de déficit se mantenga elevada en 2021, en el 7,1 % tras el 7,3 % de 2020, se espera que posteriormente mejore con celeridad a medida que la pandemia vaya remitiendo y la recuperación de la economía se afiance. Por lo tanto, esta ratio caería hasta situarse en el 3 % en 2022 y en el 2,1 % al final del horizonte de proyección, en 2023. Como reflejo de esta evolución, se proyecta que la deuda de la zona del euro alcance un máximo ligeramente por debajo del 99 % del PIB en 2021 y descienda hasta alrededor del 94 % del PIB en 2023. Una política fiscal ambiciosa, bien enfocada y coordinada debe seguir complementando la política monetaria para sostener la recuperación. En particular, el programa *Next Generation EU* contribuirá a asegurar una recuperación más sólida y más uniforme en los distintos países de la zona del euro. También acelerará las transiciones verde y digital, apoyará las reformas estructurales y elevará el crecimiento a largo plazo.

**Se espera que la economía se recupere firmemente a medio plazo.**

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2021 prevén un crecimiento anual del PIB real del 5 % en 2021, del 4,6 % en 2022 y del 2,1 % en 2023. Si se compara con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, las perspectivas han mejorado para 2021, en gran parte debido a unos resultados mejores de lo previsto en la primera mitad del año, y se mantienen prácticamente sin variación para 2022 y 2023.

## Inflación

**La inflación de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 3 % en agosto.**

Se espera que la inflación continúe incrementándose este otoño, pero que disminuya el año próximo. Se prevé que el actual avance de la inflación sea en

gran medida transitorio, principalmente como consecuencia de la fuerte subida de los precios del petróleo desde aproximadamente mediados del año pasado, de la finalización de la reducción temporal del IVA en Alemania, del retraso de las rebajas de verano en 2020 y de las presiones sobre los costes derivadas de la escasez temporal de materiales y equipos. Estos factores deberían suavizarse o desaparecer del cálculo de la inflación interanual durante 2022. Las presiones sobre la inflación subyacente han crecido. A medida que la economía siga recuperándose, y con el apoyo de las medidas de política monetaria del Consejo de Gobierno, se espera que la inflación subyacente se incremente a medio plazo. Se prevé que este incremento sea gradual, dado que pasará algún tiempo hasta que la economía vuelva a operar a plena capacidad, por lo que se proyecta que los salarios crezcan solo moderadamente. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo han seguido aumentando, pero continúan a cierta distancia del objetivo del BCE del 2 %.

**Esta valoración se refleja en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021, que sitúan la inflación anual en el 2,2 % en 2021, el 1,7 % en 2022 y el 1,5 % en 2023, tras revisarse al alza en comparación con las anteriores proyecciones de junio.** Se prevé que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en un promedio del 1,3 % en 2021, del 1,4 % en 2022 y del 1,5 % en 2023, lo que supone también una revisión al alza con respecto a las proyecciones de junio.

## 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 actualmente. Una mejora más rápida de la situación de la pandemia también podría dar lugar a una expansión más vigorosa de lo previsto en la actualidad. Las presiones sobre los precios podrían ser más persistentes si los cuellos de botella en la oferta se prolongaran y se tradujeran en subidas salariales mayores de lo previsto. Paralelamente, las perspectivas económicas podrían deteriorarse si la pandemia empeorara, lo que podría retrasar el avance en la reapertura de la economía, o si las escaseces de oferta resultaran más persistentes de lo actualmente esperado y frenaran la producción.

## Condiciones financieras y monetarias

**La recuperación del crecimiento y de la inflación sigue dependiendo de unas condiciones de financiación favorables en todos los sectores de la economía.** Los tipos de interés de mercado se han moderado durante el verano, aunque han vuelto a aumentar recientemente. En conjunto, las condiciones de financiación de la economía siguen siendo holgadas.

**La curva de tipos *forward* del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) registró un fuerte desplazamiento a la baja en los tramos medios,**

**mientras que en el tramo corto se ha mantenido prácticamente sin variación, lo que sugiere que no se espera una modificación inminente de los tipos de interés oficiales a muy corto plazo.** Durante el período de referencia (del 10 de junio al 8 de septiembre de 2021), los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo experimentaron primero un descenso, que reflejó, entre otros factores, las indicaciones revisadas sobre la evolución futura de los tipos de interés (*forward guidance*) del BCE comunicadas después de la reunión de julio del Consejo de Gobierno, tras la publicación de la nueva estrategia de política monetaria, y posteriormente recuperaron parte de esa caída en las últimas semanas del período. Los diferenciales de la deuda soberana con respecto al tipo *swap* del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) apenas variaron en las distintas jurisdicciones. En general, los activos de riesgo mostraron capacidad de resistencia ante la creciente preocupación por la propagación de la variante delta. Los precios de las acciones subieron, respaldados fundamentalmente por la firme recuperación de las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales, que solo se vio parcialmente contrarrestada por el incremento de las primas de riesgo de las acciones. Como reflejo de la subida de las cotizaciones, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro siguieron disminuyendo.

**La creación de dinero en la zona del euro se moderó en julio de 2021 y continuó normalizándose tras la sustancial expansión monetaria asociada a las anteriores olas de la pandemia.** El crédito interno siguió siendo el principal factor impulsor de la creación de dinero, y las compras de activos del Eurosistema fueron las que más contribuyeron. El crecimiento de los préstamos al sector privado se estabilizó cerca de los niveles a largo plazo inferiores observados antes de la pandemia, al tiempo que las condiciones de financiación continuaron siendo muy favorables. Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares se sitúan en mínimos históricos. Los préstamos a los hogares se mantienen, especialmente para la compra de vivienda. La ligera ralentización del crédito a las empresas se debe, sobre todo, a que estas siguen estando bien financiadas tras endeudarse considerablemente en la primera ola de la pandemia. Sus tenencias de efectivo son elevadas y sus beneficios no distribuidos cada vez mayores, lo que reduce la necesidad de financiación externa. La emisión de bonos también es una alternativa atractiva frente al crédito bancario para las grandes empresas. Los sólidos balances bancarios continúan asegurando la disponibilidad de crédito suficiente.

**Sin embargo, muchas empresas y hogares han asumido más deuda durante la pandemia,** y un deterioro de las perspectivas económicas podría poner en peligro su salud financiera, lo que, a su vez, deterioraría la calidad de los balances de las entidades de crédito. El apoyo de las políticas sigue siendo esencial para impedir que las tensiones en los balances y el endurecimiento de las condiciones de financiación se refuercen mutuamente.

## Decisiones de política monetaria

En su reunión de política monetaria celebrada en septiembre, el Consejo de Gobierno revisó su valoración de la economía y de sus medidas frente a la pandemia.

Sobre la base de una evaluación conjunta de las condiciones de financiación y de las perspectivas de inflación, el Consejo de Gobierno consideró que pueden mantenerse unas condiciones de financiación favorables con un ritmo de compras netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) ligeramente inferior al de los dos trimestres anteriores.

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

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

## 1 Entorno exterior

*Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2021 sugieren que la recuperación de la actividad económica global continúa, aunque la persistencia de cuellos de botella en la oferta y la propagación de la variante delta del coronavirus (COVID-19), más contagiosa, ensombrecen las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Encuestas recientes señalan cierta moderación del ritmo de crecimiento, en especial entre las economías emergentes. En comparación con las proyecciones anteriores, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han revisado ligeramente al alza, en particular para 2022. El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumentaría hasta situarse en el 6,3 % este año, y después se desaceleraría hasta el 4,5 % en 2022 y el 3,7 % en 2023. Las proyecciones sobre la demanda externa de la zona del euro también se han corregido al alza en comparación con las de junio de 2021. Esta demanda se incrementaría un 9,2 % este año y un 5,5 % y un 3,7 % en 2022 y 2023, respectivamente. Esto refleja, sobre todo, el hecho de que, a principios de 2021, las importaciones mundiales mostraron más fortaleza de lo previsto con anterioridad, así como la mejora de las perspectivas de crecimiento global y la mayor prociclicidad del comercio en las fases de recuperación económica. Los precios de exportación de los competidores de la zona del euro se han revisado al alza para este año, en un contexto de aumento de los precios de las materias primas y de la demanda. Los riesgos para las proyecciones de referencia relativas a la economía global están relacionados fundamentalmente con la evolución futura de la pandemia. Se considera que otros riesgos para las perspectivas de la actividad mundial están orientados a la baja en lo que respecta al crecimiento global, y al alza para la inflación a escala mundial.*

### Actividad económica y comercio mundiales

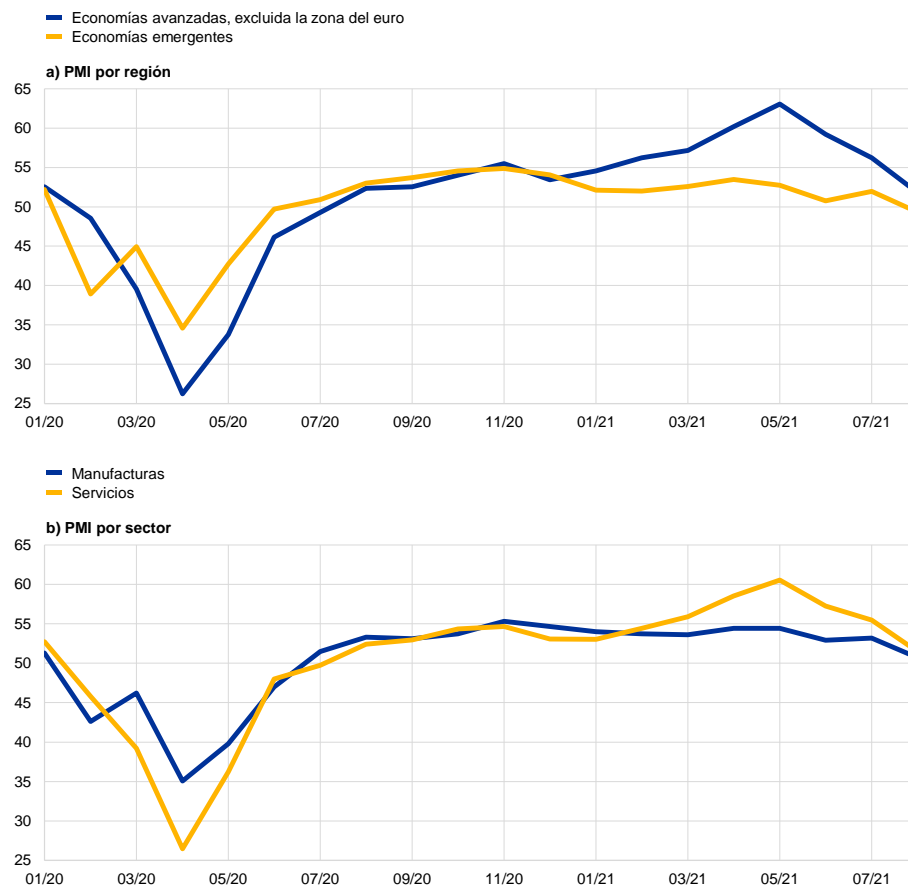
**La actividad económica mundial se desaceleró en la primera mitad de 2021, en un contexto de aumento de los contagios por COVID-19, de avance desigual de la vacunación y de adopción de medidas restrictivas.** En las economías avanzadas, el incremento de los contagios dio lugar a un endurecimiento de las medidas restrictivas a principios de 2021. A finales de la primavera, el rápido ritmo de administración de las vacunas permitió la reapertura gradual de algunas economías importantes, lo que proporcionó cierto alivio a la economía mundial. Con todo, al mismo tiempo, la pandemia empeoró en los países emergentes, donde los progresos en la vacunación han sido más lentos. En consecuencia, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se desaceleró hasta el 0,8 % en el primer trimestre del año y, según las estimaciones, hasta el 0,6 % en el segundo, después de incrementarse un 2,5 % en el último trimestre de 2020. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, en el segundo trimestre, la actividad habría sido básicamente acorde con las proyecciones en las economías emergentes, pero más débil en las avanzadas, debido a un crecimiento menos dinámico de lo previsto en Estados Unidos.

**Los indicadores de opinión sugieren una moderación del ritmo de recuperación de la actividad económica mundial, en particular en las economías emergentes, en un contexto de persistencia de los cuellos de botella en la oferta.** En agosto, el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de actividad descendió por tercer mes consecutivo y se situó en 51,3, frente a 54,9 de julio. Si bien el índice permanece en terreno expansivo, muestra cierta desaceleración del crecimiento con respecto al segundo trimestre. El PMI compuesto de actividad se redujo tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, y en el caso de las segundas cayó hasta situarse por debajo del umbral de expansión por primera vez desde junio de 2020 (hasta 49,3, frente a un valor de 52,0 en julio). Por componentes, el PMI de actividad de los servicios disminuyó de manera acusada —desde el máximo de 60,5 alcanzado en mayo hasta 51,5— sobre todo para las economías avanzadas. El PMI de las manufacturas también retrocedió y se situó por debajo del umbral de expansión para las economías emergentes, si bien, en conjunto, se mantuvo ligeramente por encima de dicho umbral (50,7, desde un nivel de 53,2). Aunque la economía mundial continúa afrontando una recuperación a dos velocidades —dado que los países avanzados están repuntando a un ritmo más rápido que los emergentes— los PMI recientes señalan una reducción de la diferencia entre las dos regiones, así como entre sectores (gráfico 1).

## Gráfico 1

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

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2021.

**Las condiciones financieras siguen siendo favorables.** Desde la fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, estas condiciones se han endurecido algo en las economías avanzadas, mientras que se han mantenido estables, en líneas generales, en las emergentes. Los mercados financieros mundiales han seguido, en la mayoría de los casos, dentro de un rango limitado (*range-bound*), en un contexto de dinamismo todavía intenso del crecimiento económico, pero de aumento de los riesgos a corto plazo. El repunte de los contagios por COVID-19 y el temor a que los bancos centrales, incluida la Reserva Federal, empiecen a reducir las compras de activos en breve, han llevado a los inversores a adoptar una actitud más prudente. Los mercados de renta variable han seguido registrando nuevos máximos en algunas economías avanzadas, pero las ratios de precios de las acciones sobre beneficios —que se incluyen en los índices de condiciones financieras— han retrocedido de forma notable como consecuencia de la publicación de resultados históricamente elevados en Estados Unidos y en otras economías avanzadas. La creciente inquietud por la posibilidad de que la recuperación económica pueda demorarse más de lo previsto también se ha observado en los diferenciales de los valores de renta fija privada, que han registrado un leve incremento en algunas economías, en particular en las



emergentes, aunque desde niveles históricamente bajos. Los mercados de deuda pública libre de riesgo apenas han experimentado variaciones y se han mantenido en niveles reducidos, ya que las presiones a la baja procedentes de las entradas de fondos en busca de «activos seguros» asociadas a la preocupación sobre la propagación de la variante delta se han visto contrarrestadas por las mayores expectativas de que la Reserva Federal comience a reducir su ritmo de compras de activos este mismo año.

**A corto plazo, el repunte de los contagios por COVID-19 arroja dudas sobre una recuperación que, de otro modo, sería vigorosa.** Se espera que la actividad económica mundial recobre impulso en el segundo semestre del año a medida que se produzca la reapertura gradual de las economías en un contexto de disminución de las tasas de contagio y —en particular en las economías avanzadas— de rápidos progresos en la vacunación. De hecho, mientras que muchas de estas economías ya han conseguido vacunar a más de la mitad de su población, en las economías emergentes, los avances en este ámbito han sido mucho más lentos. China es una excepción a este respecto, ya que, según los datos facilitados, alrededor del 70 % de la población ha sido vacunada. Recientemente, el nuevo aumento de los contagios por COVID-19 atribuibles a la variante delta, más contagiosa, ha ensombrecido las perspectivas. En las economías avanzadas, el incremento de los contagios sigue provocando un aumento significativo de las hospitalizaciones y de los fallecimientos en comparación con los niveles mínimos observados este verano, aunque se mantienen por debajo de los registrados a principios de este año. Aunque algunos países, sobre todo China y Japón, han vuelto a imponer confinamientos (locales), otros no lo han hecho y han preferido recurrir a medidas menos intrusivas, como la obligación de llevar mascarilla. En esos países, las consecuencias económicas del nuevo incremento de los contagios probablemente se manifiesten a través de cambios en el comportamiento de los consumidores, en especial en sectores que requieren un contacto estrecho. Con todo, los progresos en la vacunación y el mayor conocimiento sobre cómo evitar el contagio han reducido los riesgos económicos asociados al avance de los contagios. Si las autoridades logran contener el aumento de las hospitalizaciones y de los fallecimientos, es probable que el impacto sea solo temporal y que no descarrile la recuperación en curso.

**Se espera que el apoyo fiscal disminuya de forma gradual este año, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.** Según el informe *Fiscal Monitor* de abril de 2021 del Fondo Monetario Internacional, los déficits públicos comenzarían a descender en 2021 en las economías avanzadas y en las emergentes a medida que expiren las medidas relacionadas con la pandemia y los estabilizadores automáticos comiencen a actuar en un contexto de recuperación de las economías nacionales. No obstante, es probable que la velocidad a la que los distintos países empiecen a reequilibrar sus presupuestos sea diferente. En Estados Unidos, los amplios paquetes de estímulo fiscal de la Administración Biden contribuirán a la recuperación económica en 2021 e impulsarán la economía

mundial durante el horizonte de proyección<sup>1</sup>. En el Reino Unido se prevé que el déficit público se reduzca, aunque algunas de las medidas fiscales que iban a finalizar se han ampliado a septiembre de este año. Asimismo, también se esperan procesos de consolidación en Brasil y en Rusia, mientras que, en India, recientemente se ha aprobado cierto apoyo fiscal adicional, en un contexto de empeoramiento de la situación de la pandemia.

**En conjunto, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial son algo más favorables que en las proyecciones anteriores, sobre todo para 2022.** Tras una tasa prevista de avance del 6,3 % en 2021, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumentaría un 4,5 % en 2022 y un 3,7 % en 2023. Se prevé que la recuperación global de la crisis siga siendo desigual, así como que las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro recuperen el ritmo previo a la pandemia a principios de 2022, gracias principalmente a Estados Unidos. En China, que fue el primer país afectado por la pandemia, pero el más rápido en recuperarse en un contexto de firme apoyo público, el PIB real ya retornó a su trayectoria anterior a la crisis a finales del año pasado. En otros mercados emergentes, la recuperación sería lenta. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, la tasa de crecimiento se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2021 y en 0,3 puntos porcentuales para 2022, y no ha variado para 2023. Las perspectivas más favorables de crecimiento mundial en 2022 reflejan principalmente el nuevo perfil del gasto público en Estados Unidos<sup>2</sup> y, en menor medida, la previsión de retraso de la recuperación en Japón, donde las altas tasas de contagio registradas durante el verano de este año hicieron necesaria la reintroducción de medidas de contención en algunas grandes prefecturas, incluida la de Tokio.

**En Estados Unidos, la economía crecería en un contexto de firme apoyo público y de desaparición gradual de las restricciones de oferta, aunque el reciente aumento de los contagios por COVID-19 deteriora las perspectivas.** La actividad económica siguió expandiéndose en el segundo trimestre de 2021 a una tasa anualizada del 6,5 % (6,4 % en el primer trimestre), menos de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, debido a un gasto público menor de lo esperado y a la contribución negativa de la variación de existencias. El crecimiento estuvo impulsado por el gasto en consumo, que reflejó el apoyo a las rentas proporcionado en meses anteriores de este año, así como la rápida relajación de las restricciones relacionadas con el COVID-19. La inversión continuó siendo dinámica. El reciente incremento de los pedidos pendientes en determinados sectores, como el de fabricación de vehículos, obedece

<sup>1</sup> El plan de rescate estadounidense (*American Rescue Plan*, ARP), que asciende a un total de 1,9 billones de dólares (8,9 % del PIB), incluye la renovación de las prestaciones por desempleo, pagos extraordinarios adicionales a los hogares y un aumento del gasto local y estatal para financiar medidas de salud pública y la educación. Asimismo, la Administración estadounidense ha anunciado dos nuevos planes fiscales a medio plazo, que también se han incluido en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre, aunque es probable que su impacto en la actividad económica sea más limitado que el del ARP.

<sup>2</sup> El crecimiento del PIB real de Estados Unidos se ha revisado al alza para finales de este año y principios de 2022 a raíz de la publicación reciente de las proyecciones de la Oficina de Presupuestos del Congreso, lo que se ha traducido en un perfil del gasto público (tanto en consumo como en inversión) menos concentrado al inicio del período que el utilizado como supuesto en las proyecciones de junio de 2021.

a restricciones de oferta. Las negociaciones del Congreso estadounidense sobre dos planes fiscales que se habían incluido en las proyecciones de junio continúan, lo que ha introducido cierta incertidumbre en relación con las perspectivas. Aunque el firme apoyo público y el supuesto de desaparición gradual de las restricciones de oferta estimularían el crecimiento a medio plazo, las perspectivas a corto plazo se ven ensombrecidas por el acusado aumento de los contagios causados por la variante delta, más virulenta, del COVID-19, en particular en los estados con tasas de vacunación bajas. En consecuencia, los consumidores, que hasta ahora han impulsado la recuperación, parecen haber adoptado una actitud más prudente: el gasto en consumo personal descendió un 0,1 % en julio, al tiempo que la tasa de ahorro privado se incrementó. El avance del empleo en julio también fue menor de lo esperado, sobre todo en los sectores que requieren un contacto estrecho, como el ocio y la hostelería. La inflación general se estabilizó en un nivel elevado en julio y se prevé que permanezca en torno al 5 % hasta el final de 2021, debido a las presiones al alza sobre los precios de los automóviles y de otros bienes originadas por los cuellos de botella en la oferta, a la normalización de la demanda de servicios, a las subidas de los precios de las materias primas y a una brecha de producción positiva. Se espera que la inflación retorne a un nivel próximo al 2 % en 2022-2023 a medida que los cuellos de botella se desvanezcan y las empresas se adapten a los patrones de demanda pospandemia.

#### **En el Reino Unido se proyecta que la economía se mantenga en una senda de recuperación sostenida, pese al reciente repunte de los casos de COVID-19.**

Después de experimentar una contracción acusada en 2020, el PIB real repuntó en el segundo trimestre de 2021 y se prevé que permanezca en una senda de recuperación. Se espera que el avanzado programa de vacunación proteja a gran parte de la población de contagios graves por COVID 19, incluso ante la propagación de la variante delta, por lo que es poco probable que sea necesario reintroducir restricciones a la movilidad relacionadas con el COVID-19 que afecten a la actividad económica. Es posible que el crecimiento continúe viéndose respaldado por la solidez del consumo y la inversión privados, como consecuencia del gasto fiscal adicional del 2,7 % del PIB aprobado por el Gobierno en marzo. Se sigue considerando probable que la variación de existencias incremente la volatilidad del producto en el corto plazo. La inflación interanual medida por los precios de consumo descendió hasta situarse en el 2 % en julio, desde el 2,5 % de junio. La inflación subyacente también se redujo, hasta el 1,8 %, frente al 2,3 % de junio. El retroceso de la tasa interanual de inflación general tuvo su origen, sobre todo, en los precios del ocio y la cultura, así como en los de los artículos de vestir, y las subidas de precios observadas cuando finalizó el confinamiento el año pasado se han traducido en efectos de base negativos este año. Esta disminución probablemente sea temporal, ya que la inflación habría vuelto a incrementarse de forma acusada en agosto y seguiría aumentando en los próximos meses, hasta situarse en torno al 4 %. Aparte de los efectos directos procedentes del componente energético, que representarían alrededor de la mitad del avance previsto, los precios de los bienes también subirían, reflejo de las presiones inflacionistas mundiales derivadas del aumento de los precios de las materias primas, de los costes de transporte y de la escasez de oferta.

**En China, el dinamismo del crecimiento afronta factores adversos de carácter temporal a corto plazo, pero se prevé que la actividad económica avance a un ritmo sólido a medio plazo.**

La adopción de medidas de contención más estrictas como consecuencia del incremento de los casos de COVID-19, las graves inundaciones y algunas disrupciones de oferta apuntan a una ralentización en el tercer trimestre. En julio, la producción industrial, las ventas del comercio minorista y la inversión fueron inferiores a las expectativas, aunque siguieron creciendo. El PMI de manufacturas cayó hasta 49,2 en agosto —la primera vez que se situó en terreno contractivo desde abril de 2020—, lo que aumenta la probabilidad de desaceleración de este sector en el tercer trimestre. El PMI de actividad general de los servicios también retrocedió hasta 46,7, como resultado del endurecimiento de las medidas de contención. No obstante, a mediados de agosto, los nuevos casos locales de COVID-19 empezaron a disminuir hasta niveles muy bajos, y las autoridades disponen de margen suficiente para reactivar el crecimiento en caso de que la economía se contraiga a un ritmo más acusado. La inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta el 1 % en julio, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de producción repuntó hasta el 9 % ese mes, después de un ligero descenso hasta el 8,8 % en junio, principalmente como resultado de las fuertes subidas de los precios en los sectores energético y extractivo. En conjunto, la inflación medida por los precios de consumo sigue siendo moderada, en gran parte como consecuencia de la deflación en curso de los precios de los alimentos en un contexto de normalización de los precios de la carne de porcino, mientras que los precios de los combustibles han aumentado.

**En Japón, las restricciones relacionadas con el COVID-19 han seguido lastrando la actividad económica, con lo que la recuperación se aplazaría a finales de 2021.**

La recuperación de la perturbación inicial causada por el COVID-19 se estancó a principios de 2021, debido al endurecimiento de las restricciones en un contexto de aumento de los contagios. En consecuencia, el PIB real se contrajo en el primer trimestre. La actividad económica registró un modesto repunte en el segundo trimestre, ya que la recuperación de la demanda interna, en particular del consumo privado, fue más sólida de lo esperado, dada la adopción de nuevas medidas de control de los contagios en abril y mayo. Posteriormente, el rápido incremento de los casos de COVID-19 provocó la declaración del cuarto estado de emergencia en varias prefecturas (incluida la de Tokio). Aunque la disminución asociada de la movilidad fue limitada al principio, recientemente ha pasado a ser más acusada, y el PMI de los servicios volvió a descender en agosto, hasta un nivel de 42,9. La producción industrial se redujo en julio, y el PMI de actividad de las manufacturas cayó hasta 51 en agosto. Se espera una recuperación más firme hacia el final del trimestre suponiendo que la situación de la pandemia mejore de forma paulatina en un entorno de avance constante de la campaña de vacunación y de retirada de las medidas de control de los contagios. Se prevé que el apoyo actual de las políticas fiscal y monetaria, así como la recuperación continuada de la demanda externa, sostengan el crecimiento en los próximos meses. La inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) se incrementó desde el -0,5 % hasta el -0,3 % en julio, mientras que la inflación subyacente aumentó hasta el -0,8 % (frente al -1,1 % del mes precedente). La subida de los precios de la energía y de los servicios de alojamiento

ha contribuido al avance de la inflación y a contrarrestar el impacto de los pronunciados descensos de las tarifas de telefonía móvil. Es probable que la inflación subyacente, excluidos factores especiales, haya continuado su tendencia al alza, lo que apunta a un dinamismo más positivo que el que sugieren las tasas de inflación general.

**En los Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental, se proyecta que la actividad económica recobre impulso gradualmente, respaldada por el estímulo fiscal y monetario.** En esta región, la recuperación se ralentizó en la primera mitad de 2021 porque una nueva ola de contagios por COVID-19 afectó a la actividad. Se espera que el PIB real repunte de nuevo y que su avance siga siendo sólido a lo largo del año, ya que la relajación continuada de las restricciones y las mayores tasas de vacunación reactivarían el crecimiento. Se prevé que la demanda interna sea el principal factor impulsor de la recuperación a medida que disminuya la incertidumbre y mejore la confianza en un contexto de firme apoyo de las políticas fiscal y monetaria.

**En los grandes países exportadores de materias primas, un entorno exterior favorable está sosteniendo la recuperación de la actividad económica.** En Rusia, el PIB real ha alcanzado los niveles previos a la crisis y se espera que avance con vigor durante el horizonte de proyección. La mayor fortaleza de la demanda mundial de petróleo está contribuyendo al aumento de la producción y de las exportaciones de crudo. La recuperación prevista del consumo y de la inversión también estimularían el crecimiento durante el período considerado. La persistencia de unos precios elevados de los alimentos y la creciente demanda han generado presiones inflacionistas que, a su vez, han dado lugar a un endurecimiento de la política monetaria. En Brasil, la actividad económica se ha mostrado resistente al repunte de los contagios por COVID-19, respaldada por el sólido crecimiento de las exportaciones y por la recuperación continuada de la inversión (excluidos factores idiosincrásicos). El repunte relativamente rápido de la confianza de los consumidores y de las ventas del comercio minorista, así como la reintroducción de las transferencias a las familias con rentas bajas y de los programas de apoyo al empleo, aunque a menor escala que en 2020, brindarán apoyo al consumo privado a corto plazo. La política monetaria ha empezado a adoptar un tono más restrictivo en respuesta al aumento de las presiones inflacionistas, ya que se espera que los altos precios de las materias primas y factores internos (sequías en algunas regiones, incremento de los precios de la energía y recuperación de la demanda) mantengan la inflación en niveles elevados a corto plazo.

**En Turquía se prevé que la economía crezca de forma sostenida a medio plazo.** Tras la perturbación inicial generada por el COVID-19, la economía turca se recuperó con rapidez y ha mostrado capacidad de resistencia ante el repunte posterior de los contagios. En el segundo trimestre de 2021, el avance del PIB real sorprendió al alza con un aumento intertrimestral del 0,9 %. El crecimiento se vio respaldado, sobre todo, por el consumo de los hogares, pese a la introducción de nuevas restricciones en mayo y al endurecimiento de las condiciones financieras, así como por la demanda exterior neta. De cara al futuro, siempre que se mantenga el cambio reciente de las políticas, que ahora están orientadas a la estabilidad

macroeconómica, es probable que el crecimiento del PIB real continúe siendo moderado, pero que pase a ser más equilibrado.

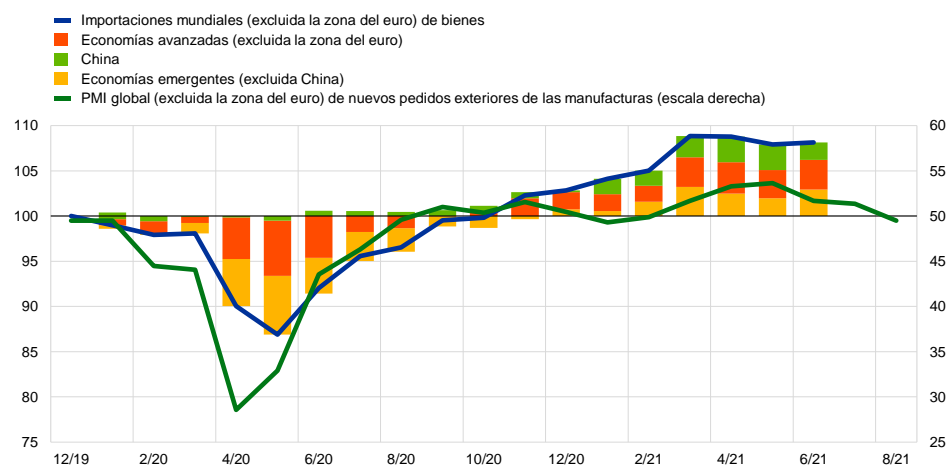
**Se prevé que el comercio mundial crezca de manera sostenida a medio plazo, aunque están empezando a aparecer señales de moderación a corto plazo.**

Tras experimentar una dinámica recuperación de la perturbación generada por el COVID-19, el comercio mundial retornó a los niveles previos a la pandemia en el primer trimestre de 2021. Con todo, últimamente han surgido signos de moderación del crecimiento de los flujos comerciales, lo que refleja, sobre todo, el impacto de los cuellos de botella en la oferta que indican datos recientes. Las importaciones de mercancías volvieron a disminuir en mayo, pero en junio fueron estables, en líneas generales, y permanecieron próximas a los elevados niveles observados en marzo. Las importaciones de servicios se mantienen muy por debajo de la cota anterior a la pandemia, y se dispone de escasa evidencia de una generalización de la recuperación. Datos de alta frecuencia sobre vuelos internacionales y reservas de hoteles sugieren que el crecimiento del turismo y del comercio de otros servicios relacionados no ha seguido acelerándose en los últimos meses. El PMI global (excluida la zona del euro) de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas volvió a descender en agosto y se situó justo por debajo del umbral de expansión. Asimismo, ese mes, los indicadores PMI de demora en el plazo entrega de proveedores aún se mantuvieron por encima del máximo histórico registrado en el punto álgido de la pandemia. Los cuellos de botella en la oferta han tenido su origen fundamentalmente en una recuperación más intensa de lo esperado de la demanda de bienes manufacturados, y se supone que comenzarán a desaparecer a principios de 2022. La demanda de estos bienes ha sido mucho más intensa que la de servicios, que ha seguido viéndose mermada por las medidas de contención. Como las economías han adquirido mayor capacidad de resistencia a las medidas restrictivas y conforme los consumidores vayan reequilibrando sus compras hacia los servicios, la demanda podría desempeñar un papel más limitado en los cuellos de botella. Con todo, en la actualidad, factores idiosincrásicos como las restricciones de capacidad en el sector de semiconductores, los brotes de COVID-19 y los fenómenos meteorológicos extremos están determinando las disrupciones de oferta.

## 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 agosto de 2021 (PMI) y a junio de 2021 (importaciones mundiales de mercancías).

### De acuerdo con las proyecciones, la demanda externa de la zona del euro aumentaría como consecuencia de un entorno exterior más favorable.

Esta demanda se incrementaría un 9,2 % este año y un 5,5 % y un 3,7 % en 2022 y 2023, respectivamente. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, esto supone una revisión al alza de 0,6 puntos porcentuales para 2021 y de 0,3 puntos porcentuales por año para 2022 y 2023. La previsión para 2021 refleja, en gran parte, un comportamiento de las importaciones mundiales mejor de lo esperado en el primer trimestre del año, en especial entre las economías emergentes, ya que los flujos comerciales mantuvieron una capacidad de resistencia relativa frente a los factores adversos para la actividad económica. La revisión al alza para 2022 y 2023 tiene su origen en la mejora de las perspectivas de crecimiento global y se debe a la mayor prociclicidad del comercio en las fases de recuperación económica. Las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) también se han corregido al alza para el horizonte de proyección, y aumentarían un 11,9 % en 2021, un 5,3 % en 2022 y un 4,1 % en 2023.

### Se considera que los riesgos para las proyecciones de referencia están orientados a la baja para el crecimiento mundial, y al alza para la inflación a escala global.

En línea con las proyecciones anteriores, para ilustrar la incertidumbre en torno al curso futuro de la pandemia se han utilizado dos escenarios alternativos relativos a las perspectivas mundiales. Estos escenarios reflejan la interacción entre la evolución de la pandemia y la trayectoria asociada de las medidas de contención<sup>3</sup>. Además, los riesgos al alza para la inflación global están relacionados principalmente con la posibilidad de que las presiones

<sup>3</sup> Para más detalles, véase el recuadro 4 de las «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2021» publicadas en el sitio web del BCE el 9 de septiembre de 2021.

inflacionistas actuales se afiancen más, como resultado de unos cuellos de botella en la oferta más persistentes de lo esperado en la actualidad y de que, por lo tanto, se traduzcan en un aumento de las expectativas de inflación. Esto, a su vez, podría dar lugar a un endurecimiento más prematuro y pronunciado de la política monetaria. Unas condiciones financieras globales más restrictivas podrían hacer descarrilar la frágil recuperación económica, en particular en las economías emergentes, lo que acrecentaría la volatilidad de los mercados financieros internacionales y el impacto negativo del elevado endeudamiento en el crecimiento. Se considera que estos factores tienen más peso que los riesgos al alza para las perspectivas, que están relacionados con un efecto expansivo más acusado de lo previsto del paquete de estímulo fiscal de Estados Unidos y con una reducción del ahorro acumulado a un ritmo más rápido del proyectado actualmente. Por tanto, se estima que los riesgos para el crecimiento mundial ya no están equilibrados, como en las proyecciones anteriores, sino que ahora están sesgados a la baja.

## Evolución mundial de los precios

**Los precios del petróleo han aumentado ligeramente desde las proyecciones anteriores, mientras que la escalada de los precios de las materias primas no energéticas se ha interrumpido.** La volatilidad en el mercado de crudo también ha vuelto a aumentar porque la falta de acuerdo entre los países que integran la OPEP+ presionó al alza los precios mundiales del petróleo de forma temporal, en un contexto de mejora de las perspectivas de demanda mundial de esta materia prima. Los participantes en el mercado esperan un incremento de la demanda de petróleo en 2021, ya que la movilidad retornaría gradualmente a los niveles anteriores a la pandemia. Sin embargo, los precios se moderaron a principios de agosto, reflejo del aumento de los contagios por COVID-19 y de que las perspectivas de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos estaban afectando a la percepción de riesgos. Los precios al contado de las materias primas no energéticas apenas variaron en las proyecciones de septiembre con respecto a los previstos en las de junio, dado que la reciente caída de los precios de los metales en un entorno de mayor debilidad de la demanda y de uso de las reservas estratégicas en China han frenado la escalada observada desde el verano de 2020 hasta finales de la primavera de 2021.

**A tenor de las proyecciones, la inflación mundial medida por los precios de consumo aumentaría este año, en un contexto de efectos de base, de cuellos de botella en la oferta y de recuperación de la demanda, y disminuiría durante el resto del horizonte de proyección.** La subida de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas, el incremento de los costes de los fletes marítimos, y las fricciones en las cadenas de suministro han acentuado las presiones inflacionistas, lo que es especialmente evidente en los países avanzados, en los que la reapertura de la economía y el sustancial apoyo público han ocasionado una intensa demanda de consumo. Esto ha hecho que, en la mayoría de las economías avanzadas, las tasas de inflación de los precios de consumo más recientes se hayan situado por encima de las medias históricas. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación

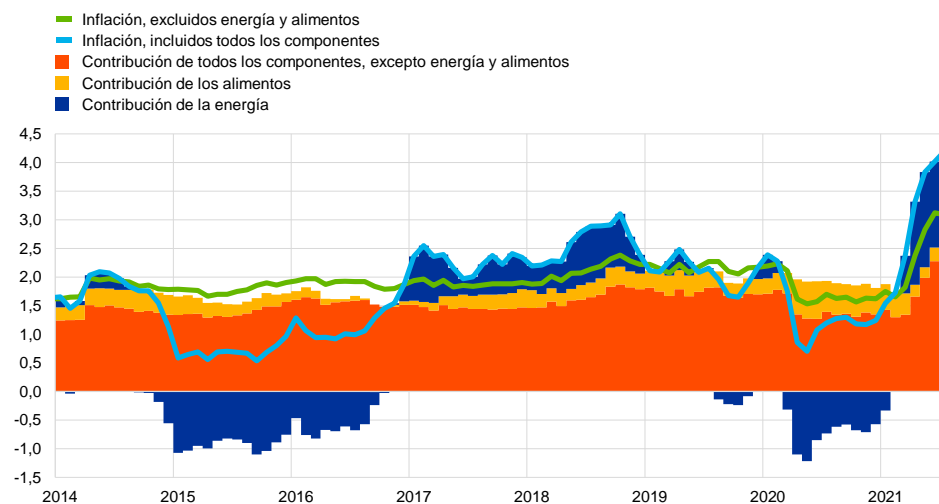


general interanual medida por el IPC se incrementó hasta el 4,2 % en julio, desde el 4 % de junio (gráfico 3). La tasa correspondiente a julio supuso el noveno aumento consecutivo y estuvo determinada principalmente por la tasa de variación de los precios de los alimentos (del 1,9 % al 3,1 %), mientras que la inflación del componente energético experimentó un alza marginal (del 16,9 % al 17,4 %), lo que todavía refleja, en gran parte, efectos de base anuales. En los países de la OCDE, la inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, no varió y permaneció en el 3,1 %. La inflación general interanual medida por los precios de consumo se mantuvo estable en Estados Unidos (en el 5,4 %), aumentó en Canadá y descendió en el Reino Unido. En Japón, tras una modificación del año base, la inflación general continuó siendo negativa en julio, aunque se incrementó con respecto al mes precedente (hasta el -0,3 %, desde el -0,5 %). En las principales economías emergentes no pertenecientes a la OCDE, la inflación general interanual avanzó hasta el 9 % en Brasil, mientras que en Rusia se mantuvo estable y en India disminuyó. En China permaneció estable en torno al 1 %.

### 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 julio de 2021.

**Cuando se amplíe la base de comparación de los precios de las materias primas y se reduzcan los cuellos de botella en la oferta (lo que está previsto que suceda a principios de 2022), la inflación mundial medida por los precios de consumo disminuiría.** Un patrón similar se refleja asimismo en las proyecciones relativas a los precios de exportación (en moneda nacional) de los competidores de la zona del euro, que subieron de forma significativa en la primera mitad de este año. Las proyecciones sobre estos precios en 2021 se han revisado notablemente al alza, debido, en gran medida, a los datos publicados recientemente en países que son importantes socios comerciales de la zona del euro —que sorprendieron al alza en comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021— y, en menor medida, a la subida de los precios del petróleo y a una demanda algo más vigorosa en las economías avanzadas.

## 2 Evolución financiera

*La curva de tipos forward del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se desplazó a la baja en los tramos medios, mientras que en el tramo corto se ha mantenido prácticamente sin variación, lo que sugiere que no se espera una modificación inminente de los tipos de interés oficiales a muy corto plazo. Durante el período de referencia (del 10 de junio al 8 de septiembre de 2021), los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo primero experimentaron un descenso que reflejó, entre otros factores, las indicaciones revisadas sobre la evolución futura de la política monetaria (forward guidance) del BCE comunicadas después de la reunión de julio del Consejo de Gobierno, tras la publicación de la nueva estrategia de política monetaria. Posteriormente, en las últimas semanas del período, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo recuperaron parte de esa caída, en un contexto de sorpresas al alza de los indicadores generales de inflación y de especulaciones sobre una ralentización del ritmo de las adquisiciones en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). Los diferenciales de la deuda soberana con respecto al tipo swap del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) apenas variaron en las distintas jurisdicciones. En general, los activos de riesgo mostraron capacidad de resistencia ante la creciente preocupación por la propagación de la variante delta del coronavirus (COVID-19). Los precios de las acciones subieron, respaldados sobre todo por la firme recuperación de las expectativas de crecimiento de los beneficios empresariales, que solo se vieron parcialmente compensadas por el incremento de las primas de riesgo de las acciones. Como reflejo de la subida de las cotizaciones, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro siguieron disminuyendo.*

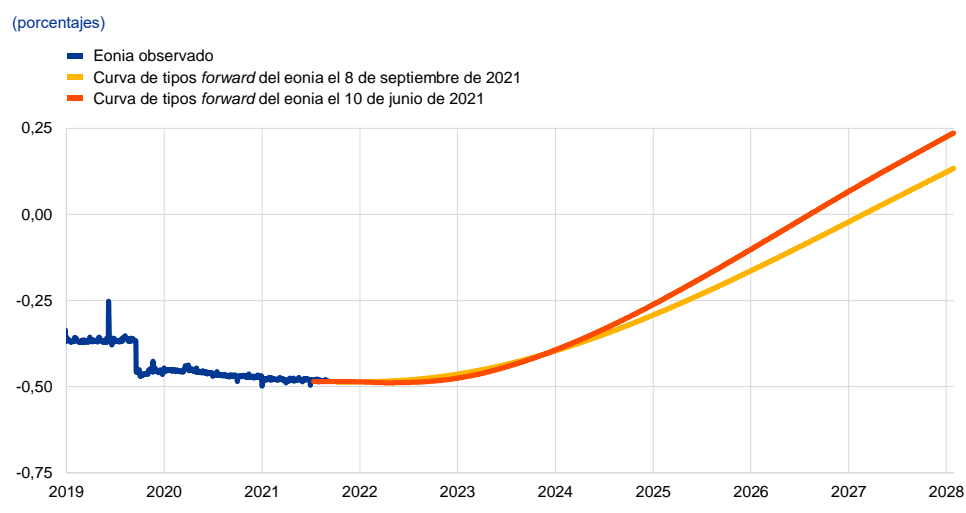
**El eonia y el tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situaron, en promedio, en -48 y -57 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado<sup>4</sup>.** El exceso de liquidez aumentó en unos 189 mm de euros y se situó en torno a los 4.395 mm de euros. Este incremento reflejó, principalmente, las adquisiciones de activos en el marco del PEPP y del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como los 109,83 mm de euros adjudicados en la octava operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés). Este crecimiento, inducido por el aumento de los activos relacionados con operaciones de política monetaria, se vio mitigado por una disminución neta de los otros activos de aproximadamente 180 mm de euros durante el período de referencia.

**Mientras que la curva de tipos *forward* del eonia se desplazó a la baja en su tramo medio durante el período analizado, en el tramo corto se mantuvo estable (gráfico 4).** La curva prácticamente no varió en los plazos cortos (hasta finales de 2024 aproximadamente), lo que sugiere que los participantes en el mercado no esperan una modificación de los tipos de interés oficiales en un futuro

<sup>4</sup> La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019, y ahora se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

próximo. En cambio, los tipos de los tramos medios se desplazaron a la baja. En parte, ese descenso refleja la *forward guidance* revisada del BCE comunicada después de la reunión del Consejo de Gobierno de julio, tras de la publicación de la nueva estrategia de política monetaria a principios de ese mes.

**Gráfico 4**  
Tipos *forward* del eonia



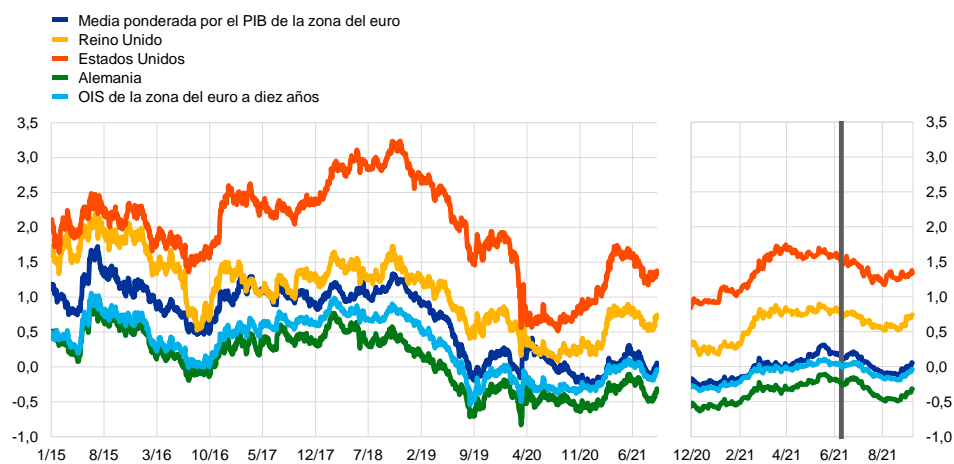
Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

**Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro experimentaron una caída durante el período de referencia, en un entorno de expectativas de mantenimiento de las medidas de apoyo monetario (gráfico 5).** La evolución de los mercados de deuda soberana de la zona del euro siguió de cerca la de los tipos de interés libres de riesgo, y los rendimientos trazaron trayectorias paralelas en las distintas jurisdicciones y se aproximaron a sus mínimos históricos en varios países durante el período considerado, aunque en las últimas semanas del período recuperaron parte de ese retroceso. Concretamente, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el de la deuda soberana de Alemania se redujeron en unos 7 puntos básicos, hasta situarse en el -0,05 % y el -0,32 %, respectivamente. En Estados Unidos se produjo un descenso similar, ya que los rendimientos de la deuda soberana a diez años cayeron 10 puntos básicos, hasta el 1,34 %.

## Gráfico 5

### Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

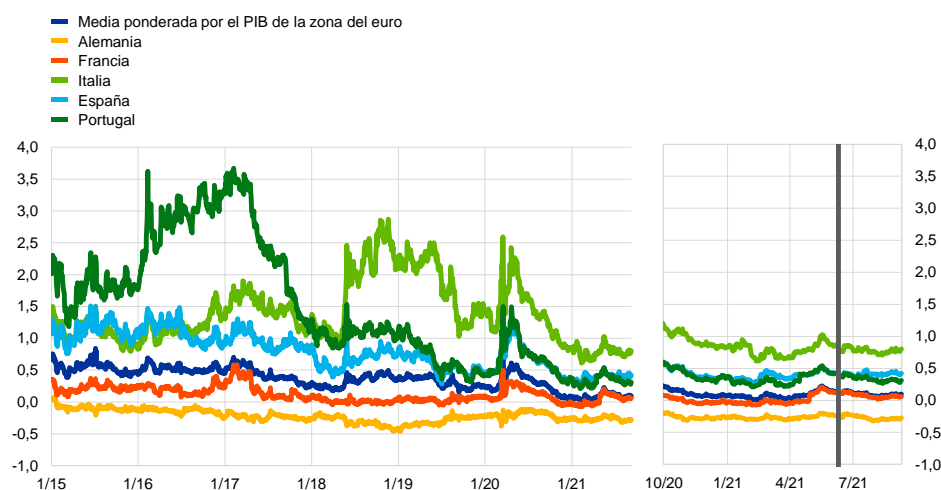
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de junio de 2021). La última observación corresponde al 8 de septiembre de 2021.

**Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos OIS permanecieron prácticamente sin cambios en las distintas jurisdicciones, favorecidos por las decisiones de política monetaria, así como por la comunicación publicada tras la reunión del Consejo de Gobierno de julio (gráfico 6).** Las variaciones de los distintos diferenciales soberanos con respecto a los tipos de interés libres de riesgo fueron muy limitadas, como refleja el diferencial soberano a diez años agregado de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo OIS correspondiente, que experimentó un descenso de 3 puntos básicos, hasta el 0,10 %. En consecuencia, esta métrica permanece muy próxima a los niveles muy bajos observados a finales de 2020, tras revertir un incremento temporal a principios de verano. En conjunto, los diferenciales soberanos a diez años portugueses y franceses registraron leves caídas de 9 y 7 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el 0,31 % y el 0,06 %. En el mismo período, los correspondientes a Italia se mantuvieron sin variación en el 0,80 % y los de España subieron 3 puntos básicos, hasta el 0,42 %. Es probable que estos movimientos contenidos se vieran favorecidos por la decisión del Consejo de Gobierno, adoptada en junio y ratificada en julio, de mantener un ritmo de compras notablemente más elevado en el tercer trimestre que en meses anteriores. En el contexto de esta evolución sosegada de los mercados de deuda soberana, las primeras emisiones del programa *Next Generation EU* (NGEU) se colocaron con buenos resultados en el mercado.

## Gráfico 6

### Diferenciales de la deuda soberana a diez años de la zona del euro frente al tipo *swap* del eonia (OIS)

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

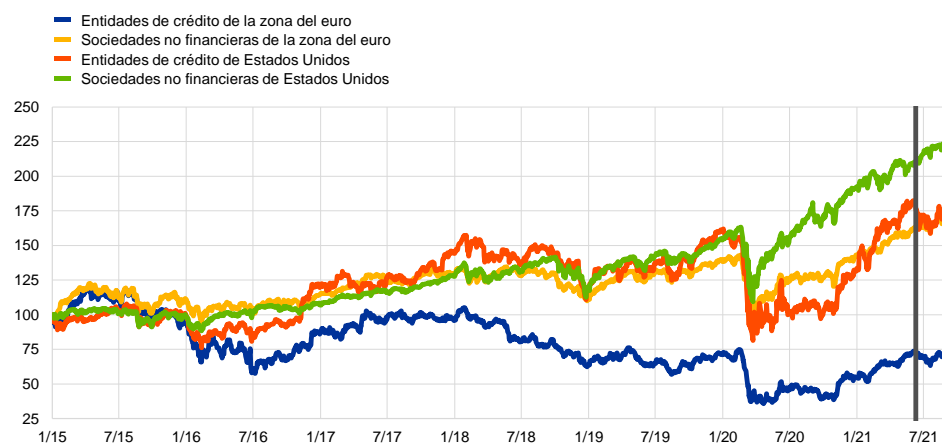
Notas: El diferencial se calcula restando el tipo OIS a diez años del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de junio de 2021). La última observación corresponde al 8 de septiembre de 2021.

**Pese a cierta volatilidad transitoria relacionada con las noticias sobre la propagación de la variante delta del coronavirus, los precios de las acciones subieron a ambos lados del Atlántico, impulsados, sobre todo, por la nueva mejora de las expectativas de beneficios de las empresas (gráfico 7).** Las cotizaciones de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos se revalorizaron un 3,1 % y un 6,6 %, respectivamente, y alcanzaron máximos históricos en este último país. Los precios de las acciones del sector bancario en Estados Unidos experimentaron un ligero descenso, mientras que los de las acciones de las entidades de crédito de la zona del euro apenas variaron. En el caso de las sociedades no financieras, la subida de los precios se vio respaldada, fundamentalmente, por las fuertes expectativas de beneficios empresariales y por una leve disminución de los tipos de descuento, que, a su vez, reflejó el apoyo sostenido proporcionado por la política monetaria. En cambio, el ligero ascenso de la prima de riesgo de las acciones, que es la rentabilidad adicional que exigen los inversores para invertir en renta variable en lugar de en renta fija libre de riesgo, supuso una contribución negativa a las cotizaciones de la zona del euro. El aumento de los precios de las acciones fue generalizado, aunque la pandemia de coronavirus ha dejado una huella desigual en los mercados de renta variable de los distintos países de la zona del euro.

## Gráfico 7

### Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de junio de 2021). La última observación corresponde al 8 de septiembre de 2021.

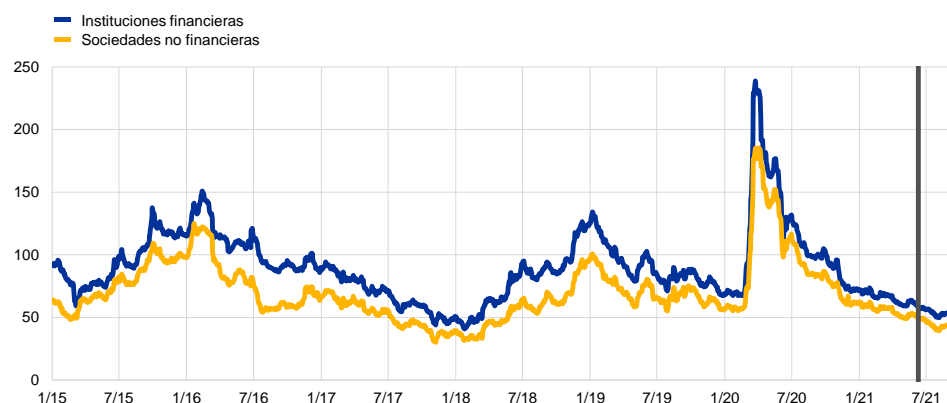
### Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro continuaron disminuyendo, lo que confirma la capacidad de resistencia de los mercados de activos de riesgo (gráfico 8).

Estos diferenciales siguieron reduciéndose, como reflejo de la subida de los precios de las acciones. Durante el período de referencia, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y el correspondiente a los bonos del sector financiero (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) se redujeron en torno a 5 y 4 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en cotas previas a la pandemia. El persistente descenso tendencial de los últimos meses puede atribuirse en gran medida a las primas en exceso de los bonos (el componente de los diferenciales de la renta fija privada de la zona del euro que no se explica por factores económicos, de crédito y relacionados con la incertidumbre), que a su vez pueden reflejar el continuo apoyo público. Al mismo tiempo, siguen existiendo focos de vulnerabilidad empresarial y el nivel actual de los diferenciales parece deberse al respaldo que están proporcionando las políticas.

## Gráfico 8

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

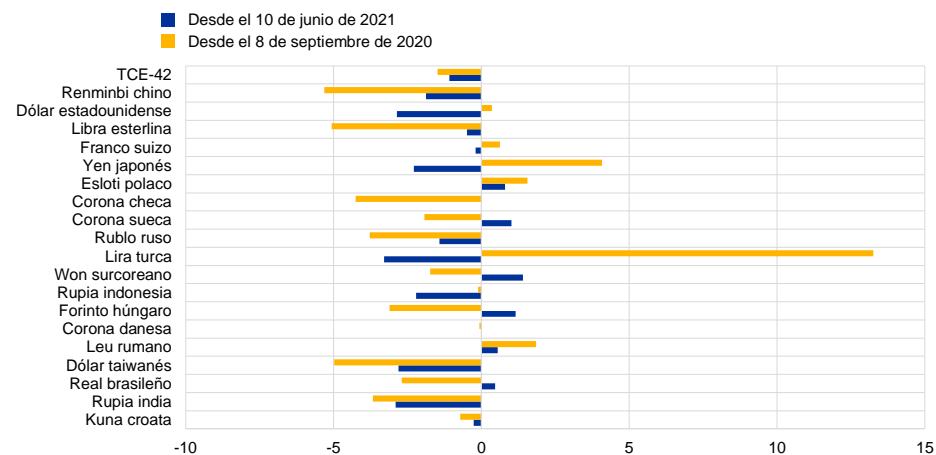
Notas: Los diferenciales son la diferencia entre los tipos de los *asset swaps* y el tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de junio de 2021). La última observación corresponde al 8 de septiembre de 2021.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció ligeramente (gráfico 9), como resultado de una pérdida generalizada de valor frente a todas las principales monedas.** 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 1,1 %. El euro perdió valor frente al dólar estadounidense (2,9 %), como consecuencia de la ampliación del diferencial de expectativas de tipos de interés a corto plazo entre la zona del euro y Estados Unidos, lo que, a su vez, se debió a la previsión de una normalización más rápida de la política monetaria estadounidense. La moneda única también se debilitó frente a otras de las principales monedas, como el yen japonés (2,3 %), el renminbi chino (1,9 %), la libra esterlina (0,5 %) y el franco suizo (0,2 %). 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 (1,2 %), la corona sueca (1 %) y el esloti polaco (0,8 %).

## 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 8 de septiembre de 2021.



### 3 Actividad económica

*La recuperación de la actividad de la zona del euro parece estar cada vez más avanzada. El PIB real repuntó en el segundo trimestre de 2021, pero todavía se sitúa en torno a un 2,5 % por debajo del nivel registrado antes de la pandemia, en el cuarto trimestre de 2019. La contribución de la demanda interna, en particular del consumo privado, fue sustancial, gracias al progresivo levantamiento de las medidas de contención, mientras que la demanda exterior neta contribuyó solo ligeramente al crecimiento del PIB. En cuanto a la producción, el valor añadido se vio respaldado, sobre todo, por un repunte de los servicios, mientras que la aportación de la industria y de la construcción fue marginal. El resultado positivo del segundo trimestre marca el inicio de la recuperación de la actividad económica, tras los dos trimestres de contracción que acompañaron a la reimposición de medidas de contención más severas a raíz de la reintensificación de la pandemia de coronavirus (COVID-19) en los meses de invierno.*

*Al principio de la segunda mitad del año, las encuestas de consumidores y empresas, así como los indicadores de alta frecuencia, apuntaban a un fuerte crecimiento adicional para el tercer trimestre, a pesar de la continuación de la pandemia y de los cuellos de botella en la oferta. Las encuestas empresariales siguen señalando una recuperación intensa de la actividad de los servicios, dado que el avance adicional de las campañas de vacunación ha contribuido a contener las hospitalizaciones pese al aumento de los contagios, lo que ha permitido una mayor normalización de las actividades que requieren interacción social. En cambio, las actividades relacionadas con las manufacturas y la construcción continúan estando limitadas por los cuellos de botella, aunque la confianza se mantiene en niveles elevados.*

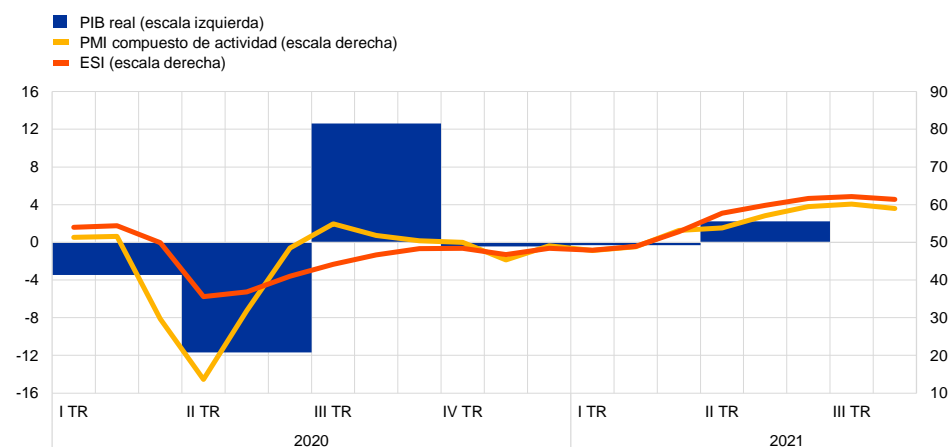
*Tras el avance esperado en el tercer trimestre, se prevé que el ritmo de la recuperación se normalice gradualmente, dado que los progresos en las campañas de vacunación deberían permitir que las medidas de contención se sigan relajando y que se espera que los cuellos de botella en la oferta disminuyan. A medio plazo, la recuperación de la economía de la zona del euro estaría cada vez más respaldada por la fortaleza de la demanda mundial, junto con el afianzamiento de la demanda interna, así como por el apoyo continuado de las políticas monetaria y fiscal. Esta valoración se refleja, en líneas generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2021, que prevé un crecimiento anual del PIB real durante el horizonte de proyección del 5 % en 2021, el 4,6 % en 2022 y el 2,1 % en 2023, y un retorno a los niveles de actividad trimestrales previos a la pandemia para finales de año. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2021, las perspectivas relativas a la actividad económica se han revisado al alza para 2021, debido, sobre todo, a unos resultados mejores de lo esperado en la primera mitad del año, mientras que se mantienen prácticamente inalteradas para 2022 y 2023.*

En conjunto, se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados. Por una parte, podría esperarse una recuperación incluso más rápida si la bolsa de ahorro acumulado por los hogares debido a la pandemia se reduce a un mayor ritmo de lo esperado, las perspectivas de demanda mundial siguen mejorando o los actuales cuellos de botella en la oferta se resuelven con más rapidez de lo previsto. Por otra, el crecimiento podría ser menor si la pandemia se intensifica como resultado de la propagación de las nuevas variantes del virus, o si las interrupciones del lado de la oferta continúan siendo más persistentes y limitan la producción en mayor medida de lo anticipado.

**La actividad económica de la zona del euro repuntó en el segundo trimestre y registró un crecimiento intertrimestral del 2,2 %, lo que indica que hay una intensa recuperación en marcha, pese a la existencia de factores adversos asociados a los cuellos de botella en la oferta.** Tras la recesión técnica registrada en torno al cambio de año, el PIB real volvió a crecer en el segundo trimestre, aunque las medidas de contención siguieron estando vigentes durante la mayor parte del período (gráfico 10). El resultado del segundo trimestre fue mejor de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, como reflejo de la menor sensibilidad de la actividad económica a las restricciones asociadas al COVID-19, y la actividad trimestral se situó solo un 2,5 % por debajo de los niveles previos a la pandemia observados a finales de 2019. En dicho trimestre, el crecimiento estuvo impulsado, en gran medida, por el fuerte repunte de la demanda interna, en particular del consumo privado, mientras que la demanda exterior neta contribuyó solo de forma modesta y la aportación de las existencias mermó ligeramente el crecimiento.

**Gráfico 10**  
PIB real de la zona del euro, PMI compuesto y ESI

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



Fuentes: Eurostat y Markit.

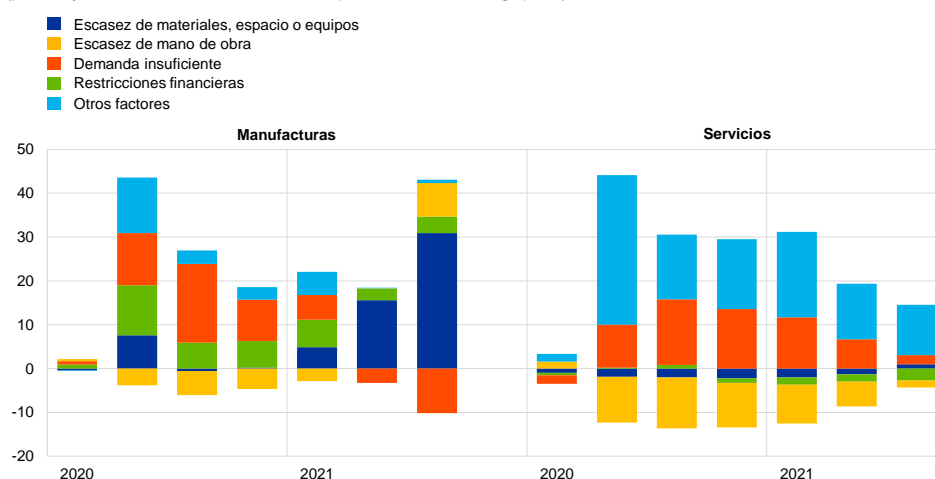
Notas: El PIB de la zona del euro se presenta en tasas de crecimiento intertrimestral, mientras que el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) y el indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) se presentan en datos mensuales. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021 para el PIB y a agosto de 2021 para el PMI y el ESI.

**Es probable que los cuellos de botella en la oferta hayan afectado a la producción industrial en mayor medida que a los servicios en el segundo trimestre.** El valor añadido de la industria y de la construcción contribuyó solo de

forma marginal al crecimiento en el segundo trimestre, debido a las interrupciones continuadas del lado de la oferta (gráfico 11) —incluida la escasez generalizada de materias primas (como semiconductores, metales y plásticos)— y a la persistencia de cuellos de botella en el transporte. Sin embargo, la actividad de los servicios repuntó con fuerza, como resultado de la progresiva relajación de las medidas de contención, que ha impulsado la confianza y el gasto de los consumidores.

**Gráfico 11**  
Factores que limitan la producción 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. Encuesta trimestral realizada en el primer mes del trimestre. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2021.

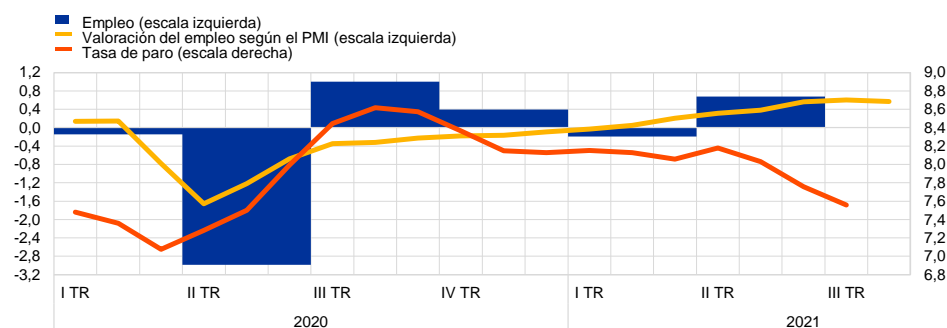
**El mercado de trabajo de la zona del euro mejoró en el segundo trimestre de 2021, aunque siguió estando respaldado por los programas de mantenimiento del empleo.** En ese trimestre, el empleo y el total de horas trabajadas registraron incrementos intertrimestrales respectivos del 0,7 % y del 2,7 % (gráfico 12). Sin embargo, en comparación con el cuarto trimestre de 2019 (antes de la pandemia) disminuyeron un 1,3 % y un 4,2 %, respectivamente; por tanto, el ajuste de las horas trabajadas fue mayor que el del empleo, debido al apoyo proporcionado por los programas de mantenimiento del empleo vigentes<sup>5</sup>. La tasa de paro se redujo hasta situarse en el 7,6 % en julio, mientras que, según las estimaciones, el número de trabajadores acogidos a estos programas ese mismo mes se situó en el 2,7 % de la población activa, una disminución importante con respecto a la media del 6,2 % de los cinco primeros meses del año, lo que refleja la relajación de las restricciones. Con todo, la proporción de trabajadores sujetos a estos programas sigue siendo sustancial, lo que pone de relieve que aún queda camino por recorrer para que el ajuste del mercado de trabajo se complete.

<sup>5</sup> Véase el artículo titulado «Hours worked in the euro area» 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 representa en datos mensuales; el empleo, en datos intertrimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021 para el empleo, a agosto de 2021 para el PMI y a julio de 2021 para la tasa de paro.

**Los indicadores coyunturales señalan que el mercado de trabajo continúa mejorando.** El PMI mensual compuesto de empleo, que engloba a la industria y a los servicios, descendió ligeramente, hasta situarse en 55,7 en agosto —desde un valor de 56,1 en julio—, pero se mantiene muy por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. Este índice se ha recuperado por completo desde su mínimo histórico registrado en abril de 2020 y actualmente todavía se sitúa en un nivel próximo al observado en julio de 2021, el más alto desde marzo de 2000.

**Los consumidores siguen mostrando un cauto optimismo a medida que su situación financiera mejora, pese a un entorno de incertidumbre persistente asociada a la pandemia.** El consumo privado experimentó un repunte intenso (3,7 %, en tasa intertrimestral) en el segundo trimestre de 2021 y se espera que continúe creciendo a un ritmo elevado en el tercero, dada la relajación en curso de las medidas de contención, la evolución positiva de las rentas del trabajo y las señales de normalización de la propensión al ahorro de los hogares. La confianza de los consumidores se mantiene en niveles altos. Tras aumentar durante cinco meses consecutivos, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea descendió ligeramente en julio y en agosto, hasta un valor de -5,3, si bien permanece por encima de su media de largo plazo (-10,6 desde 1990) y del nivel observado antes de la pandemia, en febrero de 2020 (-6,4). Aunque las matriculaciones de automóviles en junio continuaron siendo un 20 % inferiores a las anteriores a la pandemia, es probable que la contención del gasto en automóviles refleje la persistencia de restricciones de oferta, más que la debilidad de la demanda de consumo. Así se desprende del hecho de que la confianza en la industria sea elevada, pero la producción industrial en el sector de la automoción sea reducida<sup>6</sup>. Tras dos meses de crecimiento positivo, el volumen de ventas del comercio minorista disminuyó en julio, un 2,3 % en tasa intermensual, pero todavía se sitúa un 2,6 % por encima de su nivel de febrero de 2020.

<sup>6</sup> Véase también el recuadro titulado «El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio» en este *Boletín Económico*.

**Según las estimaciones, la renta real disponible de los hogares creció con fuerza en el segundo trimestre de 2021 y se espera que siga aumentando en el tercer trimestre.** Este incremento se sustenta en la remuneración del trabajo, que suele conllevar una propensión al consumo mayor que otras fuentes de ingresos, como se corrobora en la información mensual de los flujos de los depósitos bancarios de los hogares, que apunta a cierta normalización en el período comprendido entre abril y julio de 2021. Con todo, el análisis de los determinantes del fuerte incremento de los flujos del ahorro de este sector asociado a la pandemia no señala una alta probabilidad de que este ahorro acumulado sea reabsorbido de manera inmediata con fines de consumo<sup>7</sup>. Indicadores de opinión recientes de la Comisión Europea, que sugieren que los hogares esperan que su gasto en compras importantes en los próximos doce meses sea similar al observado antes de la crisis, confirman este análisis. Además, habida cuenta de la incertidumbre relacionada con la pandemia, los participantes en la encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE de agosto de 2021 no prevén que las interacciones económicas y sociales vuelvan a la normalidad hasta la primavera de 2022.

**La inversión empresarial, excluida la construcción, mejoró en el segundo trimestre de 2021, y los indicadores coyunturales apuntan a una fuerte demanda de bienes de equipo en adelante.** La inversión de la zona del euro, excluida la construcción, registró un crecimiento intertrimestral del 1 % en el segundo trimestre de 2021, después de experimentar una contracción de una magnitud similar en el trimestre anterior, pero se mantiene un 17 % 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 Alemania, Francia e Italia, al tiempo que se redujo en España y permaneció prácticamente estable en los Países Bajos en el segundo trimestre. Además, la inversión en material de transporte disminuyó en la zona del euro por segundo trimestre consecutivo, lo que probablemente estuvo relacionado con la escasez de insumos debido a las disrupciones continuadas en las cadenas de suministro, mientras que el componente de material, excluido el de transporte, mantuvo una capacidad de resistencia relativa. Los indicadores coyunturales correspondientes al tercer trimestre de 2021 sugieren que la demanda de bienes de equipo será intensa, pese a la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas de suministro: los nuevos pedidos de estos bienes están aumentando y el PMI de julio y agosto sigue claramente en terreno positivo, al tiempo que los plazos de entrega de los proveedores registraron una ligera mejora, pero continuaron siendo dilatados. En consecuencia, las expectativas de producción mejoraron en agosto. Con todo, las empresas del sector de bienes de equipo están indicando actualmente que la escasez de materiales y de equipos es un factor clave que limita la oferta en la zona del euro, mientras que el porcentaje de empresas que señala problemas de demanda sigue siendo reducido. Se señaló que la escasez de mano de obra está muy por encima de su media de largo plazo, pero solo en una proporción relativamente pequeña de empresas de este sector. La información reciente de la encuesta sobre préstamos bancarios también está en consonancia con una mejora

<sup>7</sup> Véase el recuadro titulado «El COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

de las perspectivas de inversión<sup>8</sup>. Las entidades de crédito indicaron que la demanda de préstamos para inversión en capital fijo había crecido en el segundo trimestre de 2021 y que esperaban que la demanda de préstamos a largo plazo (que suelen emplearse para financiar la inversión) mejorara en el tercer trimestre del año. Aunque persisten algunos riesgos a medio plazo para las perspectivas de inversión derivados de las posibles vulnerabilidades de las empresas<sup>9</sup>, la reducción progresiva de los cuellos de botella en la oferta que se espera en los próximos trimestres debería respaldar estas perspectivas.

**La inversión en vivienda continuó aumentando en el segundo trimestre y se espera que mantenga su dinamismo, pese a los crecientes factores adversos relacionados con la oferta.** La inversión residencial creció un 0,9 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre, y superó en un 1,2 % el nivel registrado en el último trimestre de 2019, antes de la crisis. Se prevé que la inversión en vivienda de la zona del euro continúe mostrando una tendencia positiva en la segunda mitad de 2021, pese al endurecimiento adicional de las restricciones de oferta. Aunque el indicador de la Comisión Europea relativo a las tendencias recientes de la producción de la construcción descendió ligeramente en los dos primeros meses del tercer trimestre, se mantuvo muy por encima de su media de largo plazo. El índice de directores de compras (PMI) de actividad en el sector de la vivienda aumentó en agosto con respecto al mes anterior y se adentró en mayor medida en terreno positivo. Según los indicadores de opinión de la Comisión Europea, la demanda de vivienda ha sido robusta hasta hace poco, como reflejan la cota elevada en la que se sitúan las intenciones de compra o de construcción de vivienda a corto plazo de los consumidores y el nuevo incremento significativo de la valoración del nivel total de pedidos de las empresas. Aunque puede que el vencimiento de algunas de las medidas de apoyo público relacionadas con la crisis se traduzca en cierta normalización de la demanda residencial en adelante, actualmente, la evolución de la inversión en vivienda se está viendo afectada, en particular, por las restricciones de oferta. Estas han continuado acentuándose, y ha aumentado la percepción de que la producción de la construcción siguió viéndose limitada por la escasez de materiales y de mano de obra en julio y agosto, tras unos incrementos ya acusados en el segundo trimestre. Los cuellos de botella en la oferta también se reflejan en las encuestas PMI del sector de la construcción, que muestran unos plazos de entrega de los proveedores muy dilatados. En general, es probable que estas restricciones conlleven algunos riesgos para la actual fortaleza de la inversión residencial a corto plazo.

**El avance de las exportaciones de la zona del euro continuó siendo moderado en el segundo trimestre de 2021.** Las exportaciones de la zona crecieron un 2,2 % en el citado trimestre y se vieron afectadas por la atonía de las exportaciones de manufacturas, ya que las restricciones relacionadas con el transporte y los insumos siguieron constituyendo un lastre<sup>10</sup>. Los datos de exportaciones de bienes en

<sup>8</sup> Véase «July 2021 Euro area Bank Lending Survey».

<sup>9</sup> Para un análisis más amplio de la situación financiera de las sociedades no financieras durante la pandemia, véase el recuadro titulado «La situación de las sociedades no financieras durante la pandemia» en este Boletín Económico.

<sup>10</sup> Para información más detallada, véase el recuadro titulado «El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio» en este Boletín Económico.

términos nominales mostraron una contracción en junio (-0,7 %, en tasa intermensual). El descenso fue generalizado, con Turquía, América del Norte y México como únicas excepciones entre los principales destinos de exportación. De cara al futuro, los indicadores de exportaciones de bienes basados en pedidos señalan un intenso dinamismo, aunque en moderación, conforme la actividad y el comercio globales se vayan normalizando. Se espera que las exportaciones de servicios sigan mejorando y que la relajación de la movilidad favorezca las de servicios de turismo y viajes. Las importaciones de bienes de la zona del euro y el comercio entre países de la zona, que habían registrado tasas de crecimiento notables impulsadas por la fuerte recuperación de la demanda interna, disminuyeron en junio. Como las importaciones totales crecieron un 2,3 %, en tasa intertrimestral, la contribución de la demanda exterior neta al PIB fue ligeramente positiva (0,1 puntos porcentuales) en el segundo trimestre de 2021.

**La información más reciente apunta a una nueva mejora de la actividad de la zona del euro en la segunda mitad del año.** Aunque los indicadores de opinión se han moderado últimamente con respecto a los máximos de finales de junio, siguen siendo coherentes con la continuación de un crecimiento robusto en el tercer trimestre de 2021, si bien sujeto a restricciones de oferta continuadas y crecientes, sobre todo en el sector manufacturero (gráfico 11). El PMI compuesto de actividad volvió a aumentar, y en julio y agosto se situó en un nivel medio de 59,6 —aunque con un leve estancamiento en agosto—, frente a un valor de 56,8 en el segundo trimestre. Esta evolución refleja principalmente el fortalecimiento adicional de la actividad de los servicios, mientras que la de las manufacturas —pese a ser todavía intensa— sigue viéndose afectada por cuellos de botella en la oferta. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea también está en consonancia con un crecimiento más vigoroso en el tercer trimestre, a pesar del ligero descenso registrado en agosto desde el máximo histórico observado en julio. La confianza de los consumidores se mantiene en niveles elevados tras el levantamiento de la mayor parte de las restricciones aplicadas a las actividades de ocio, ya que el sólido avance de las campañas de vacunación ha contribuido a contener las hospitalizaciones y los fallecimientos pese a algunos repuntes de las cifras de contagios en los últimos meses. Las intenciones de inversión siguen aumentando, y el progreso en la implementación de los fondos del programa *Next Generation EU* y una política monetaria acomodaticia continúan apoyando la recuperación y la estabilidad financiera general. Con todo, la incertidumbre sigue siendo elevada, especialmente en relación con la propagación de nuevas variantes más contagiosas y la persistencia de restricciones de producción derivadas de los cuellos de botella en la oferta, y aún no está claro que todos los sectores se vayan a recuperar pronto y por completo del impacto de la pandemia.

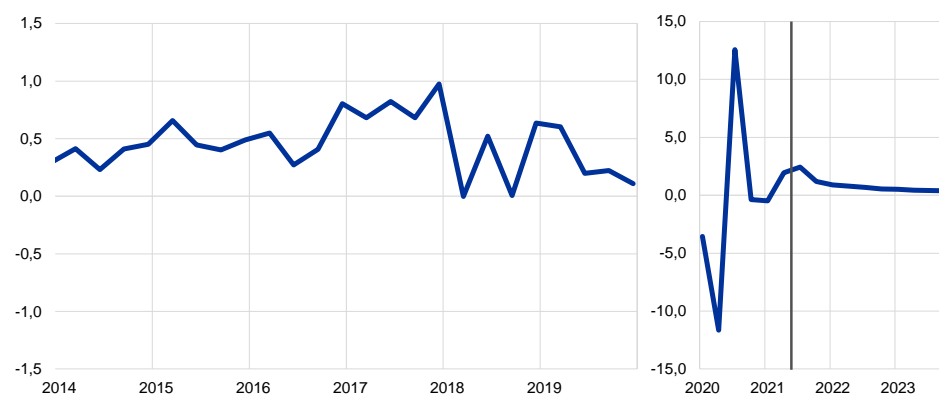
**La actual pandemia de COVID-19 continúa planteando retos para las perspectivas, pero la recuperación se mantiene en la senda adecuada.** Pese a la leve prolongación de medidas de contención localizadas y a la persistencia de cuellos de botella en la producción en algunos países de la zona del euro, las perspectivas de crecimiento siguen siendo muy positivas, gracias a la generalización de la recuperación de la actividad de la zona del euro en los principales sectores, al avance continuado de las campañas de vacunación, a un mercado de trabajo

favorable, a los efectos de aprendizaje relacionados con la pandemia y a la fortaleza de la demanda externa, así como al apoyo que están proporcionando las medidas de política monetaria y fiscal. Esta evolución se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2021, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 5 % en 2021, del 4,6 % en 2022 y del 2,1 % en 2023 (gráfico 13). La revisión al alza del crecimiento para 2021, de 0,4 puntos porcentuales, refleja principalmente los resultados mejores de lo esperado en los dos primeros trimestres del año con respecto a las proyecciones de junio, que compensarán en cierta medida el crecimiento intertrimestral previsto para la segunda mitad del año. El perfil de crecimiento para 2022 y 2023 se mantiene prácticamente inalterado. Se prevé que la actividad de la zona del euro retorne a los niveles trimestrales previos a la pandemia para el último trimestre de 2021 —un trimestre antes de lo previsto en las proyecciones de junio de 2021—, impulsada por el continuado afianzamiento de la demanda interna. Todo ello se basa en los supuestos de que las medidas de contención seguirán relajándose en los próximos meses, los cuellos de botella en la oferta se resolverán para principios de 2022, la recuperación mundial continuará fortaleciéndose y las sustanciales medidas de apoyo se mantendrán<sup>11</sup>.

### Gráfico 13

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

(variaciones intertrimestrales, datos trimestrales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2021», publicado en el sitio web del BCE el 9 de septiembre de 2021.

Notas: Los datos se muestran desestacionalizados y ajustados por días laborables. Los datos históricos pueden diferir de las últimas publicaciones de Eurostat debido a la publicación de datos después de la fecha de cierre de las proyecciones. La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Este gráfico no muestra intervalos en torno a las proyecciones. Esto refleja el hecho de que el cálculo estándar de los intervalos (basado en errores de proyección históricos) no capturaría la elevada incertidumbre relacionada con la pandemia de COVID-19. En su lugar, en el recuadro 4 del artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2021» se presentan escenarios alternativos basados en diferentes supuestos relativos a la evolución futura de la pandemia de COVID-19, las medidas de contención asociadas y el alcance de las secuelas económicas.

<sup>11</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2021», publicadas en el sitio web del BCE el 9 de septiembre de 2021.



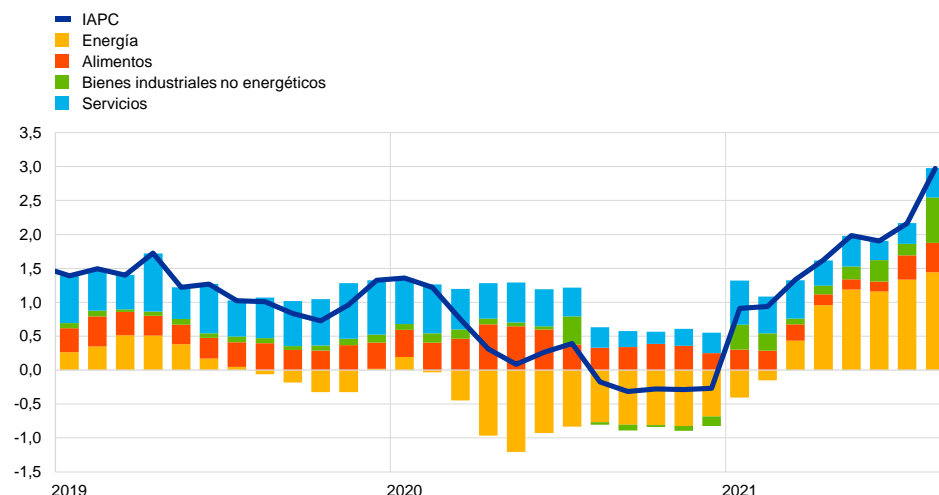
*Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro registró una nueva subida y se situó en el 3 % en agosto, frente al 2,2 % de julio y al 1,9 % de junio de 2021. Se espera que la inflación continúe avanzando este otoño, pero que disminuya el año próximo. Esta subida transitoria obedece, sobre todo, al fuerte aumento de los precios del petróleo desde aproximadamente mediados del año pasado, a la finalización de la reducción temporal del IVA aplicada en Alemania, al retraso de las rebajas de verano en 2020 y a las presiones sobre los costes derivadas de la escasez temporal de materiales y equipos. Estos factores deberían suavizarse o desaparecer del cálculo de la inflación interanual durante 2022. Las presiones sobre la inflación subyacente han crecido. A medida que la economía siga recuperándose, se espera que la inflación subyacente se incremente a medio plazo, respaldada por las medidas de política monetaria. Se prevé que este incremento sea gradual, dado que pasará algún tiempo hasta que la economía vuelva a operar a plena capacidad, por lo que los salarios crecerían solo moderadamente. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo han seguido aumentando, pero continúan a cierta distancia del objetivo del 2 %. Esta valoración se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2021, que sitúan la inflación anual medida por el IAPC en el 2,2 % en 2021, el 1,7 % en 2022 y el 1,5 % en 2023, y la inflación anual medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, en el 1,3 %, el 1,4 % y el 1,5 %, respectivamente. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, las perspectivas de inflación se han revisado al alza tanto para la inflación medida por el IAPC general como para la medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.*

**La inflación interanual medida por el IAPC aumentó en julio y en agosto, debido, en gran parte, a factores transitorios.** Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 3 % en agosto, frente al 2,2 % de julio y al 1,9 % de junio (gráfico 14). La aceleración de los precios de la energía como consecuencia de efectos base positivos y de fuertes incrementos intermensuales de los precios —que dieron como resultado una tasa de variación interanual del 15,4 % en agosto— fue un importante factor impulsor de las recientes subidas de la inflación. La dinámica de los precios de los alimentos también se intensificó y la tasa interanual creció hasta el 1,6 % en julio y el 2 % en agosto, desde el 0,5 % de junio. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), alcanzó el 1,6 % en agosto, tras haber disminuido del 0,9 % en junio al 0,7 % en julio. La volatilidad reciente de la inflación medida por el IAPCX vino determinada principalmente por las fluctuaciones observadas en el componente de bienes industriales no energéticos (BINE), donde los precios aumentaron de manera acusada en agosto con respecto a un año antes. La proporción de componentes con precios imputados se mantuvo en el nivel reducido registrado en

junio, conteniendo la incertidumbre en relación con las señales de la dinámica subyacente de los precios con respecto a los primeros meses del año<sup>12</sup>.

### Gráfico 14 Inflación general y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las tasas de crecimiento correspondientes a 2015 están distorsionadas al alza debido a un cambio metodológico (véase el recuadro titulado «Un nuevo método para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su impacto en las tasas de inflación medida por el IAPC», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2019). Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2021 (estimación de avance).

### Además del impacto al alza de los precios de la energía, otros factores temporales han seguido influyendo en la inflación general (gráfico 15).

Estos factores han ido configurando el perfil de la inflación en los últimos meses. La finalización, en enero de 2021, de la reducción temporal del IVA aplicada en Alemania en la segunda mitad de 2020 implica efectos base alcistas para el segundo semestre de este año. Los cambios en las fechas y en la duración de los períodos de rebajas de los establecimientos comerciales en algunos países de la zona del euro tuvieron un fuerte impacto al alza en la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos (2,7 % en agosto, frente al 0,7 % en julio), que se elevó muy por encima de su media de largo plazo (0,6 %). Los efectos base relacionados con los períodos de rebajas representaron en torno a 0,5 puntos porcentuales del incremento de la inflación de estos bienes entre julio y agosto. Con todo, las recientes subidas también estuvieron relacionadas, en parte, con las presiones inflacionistas en toda la cadena de suministro originadas por los cuellos de botella que afectaron a la entrega y a la producción. Las estimaciones sugieren que el cambio en las ponderaciones del IAPC de 2021 en agosto no produjo ningún efecto adicional (gráfico 15), por lo que el impacto a la baja sobre la tasa de inflación interanual ese mes fue de la misma magnitud que en julio. Si se hubieran excluido los efectos de los cambios en las ponderaciones del IAPC, se estima que la inflación general y la medida por el IAPCX habrían sido prácticamente medio punto porcentual más elevadas en agosto. Se espera que los efectos de las

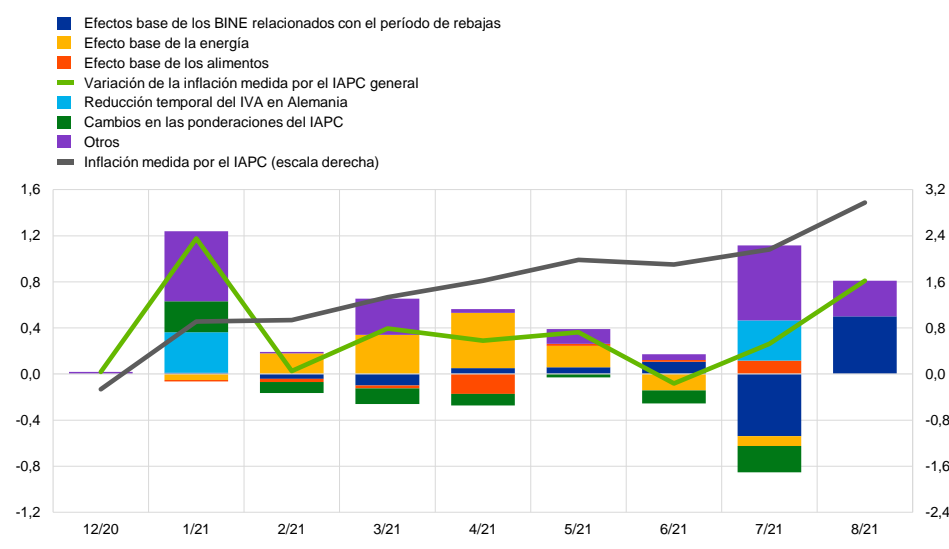
<sup>12</sup> El porcentaje de precios imputados de los componentes del IAPC fue del 3 % en julio y del 4 % en agosto, frente al 13 % de enero. En el caso de los componentes del IAPCX, este porcentaje sigue siendo bajo y se situó en el 3 % en julio y en el 5 % en agosto, frente al 18 % de enero.

ponderaciones del IAPC generen cierta volatilidad en los próximos meses. Cabe prever que la mayoría de los factores que determinan la inflación general en la actualidad desaparezcan de las tasas de crecimiento interanual a principios de 2022. Este es especialmente el caso del impacto del IVA y la tasa de variación de los precios de la energía, que en la actualidad es muy elevada y permanece por encima del 10 % desde abril de 2021.

### Gráfico 15

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

(contribuciones y variaciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Deutsche Bundesbank, ejercicio de proyecciones de la inflación a más corto plazo (NIPE, por sus siglas en inglés) y cálculos del BCE.

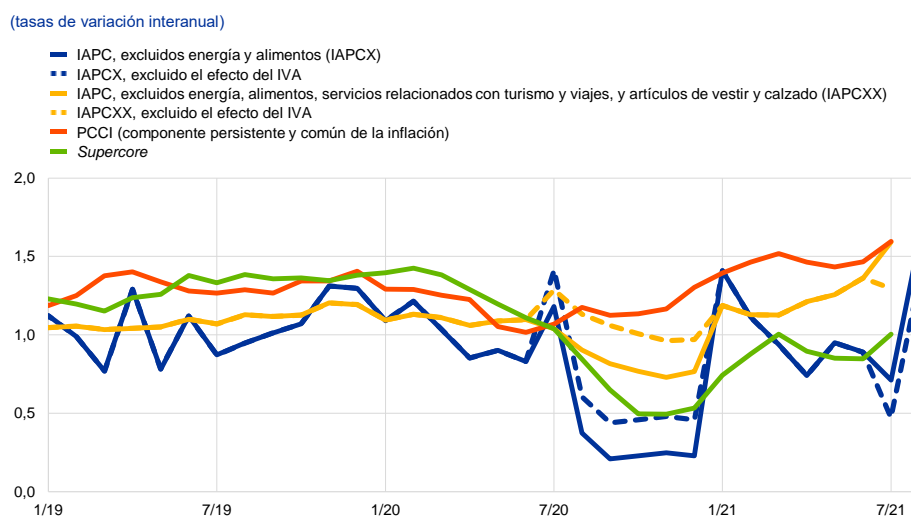
Notas: La contribución de la reducción temporal del IVA aplicada en Alemania se basa en las estimaciones presentadas en el [informe mensual de noviembre de 2020](#) del Deutsche Bundesbank. Se considera que los efectos de las ponderaciones en agosto son iguales a los de julio, pero pueden variar con la publicación del IAPC definitivo cuando se hayan calculado las estimaciones adecuadas. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2021.

#### La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente registraron movimientos al alza recientemente y, en algunos casos, se situaron por encima de las tasas observadas antes de la pandemia de coronavirus (COVID-19) (gráfico 16).

Excepto en el caso del IAPCX, los últimos datos disponibles de las medidas de inflación subyacente corresponden a julio de 2021. La inflación medida por el IAPCXX —es decir, IAPCX, excluidos los artículos de vestir y los servicios relacionados con turismo y viajes— aumentó del 1,4 % registrado en junio al 1,6 % en julio. El PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos, que se ve menos afectado por los cambios en las ponderaciones y por la reducción temporal del IVA en Alemania, se incrementó y se situó en el 1,6 % en julio, desde el 1,5 % de junio. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») aumentó hasta situarse en el 1 % en julio, desde el 0,8 % en junio. La proporción de componentes del IAPCX con variaciones de precios superiores al 2 % creció hasta el 36 % en julio, por lo que fue superior al nivel

registrado antes de la pandemia. Sin embargo, los indicadores de la inflación subyacente siguen siendo claramente inferiores al 2 % en la coyuntura actual<sup>13</sup>.

**Gráfico 16**  
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La contribución de la reducción temporal del IVA aplicada en Alemania se basa en las estimaciones presentadas en el [informe mensual de noviembre de 2020](#) del Deutsche Bundesbank. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2021 para el IAPCX (estimación de avance), y a julio de 2021 para el resto de los indicadores.

### Las presiones inflacionistas latentes sobre los bienes industriales no energéticos han continuado intensificándose en los últimos meses.

La tasa de variación de los precios de producción internos para la venta de bienes de consumo no alimenticio, que es un indicador de las presiones inflacionistas en las fases posteriores de la cadena de producción, repuntó en julio hasta situarse en el 1,9 % —desde el 1,4 % de junio y el 1,3 % de mayo—, por lo que alcanzó niveles muy superiores a su media de largo plazo (0,6 %). La tasa interanual correspondiente a los precios de importación se tornó positiva y fue del 1,2 % en julio y del 0,1 % en junio, lo que supone un incremento de 2 puntos porcentuales en el primer mes y de 0,9 puntos porcentuales en el segundo frente al nivel de mayo. Es posible que esta evolución refleje, en parte, algunas presiones alcistas derivadas de la reciente depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. En fases anteriores de la cadena de precios internos, los precios de los bienes intermedios crecieron a tasas interanuales del 12,6 % en julio y del 10,7 % en junio, es decir, 3,3 puntos porcentuales y 1,4 puntos porcentuales, respectivamente, por encima del nivel registrado en mayo. La inflación de los precios de importación también se incrementó, del 10,6 % en mayo al 12,5 % en junio y al 13,8 % en julio. Por tanto, en los próximos meses cabe esperar aún que existan presiones al alza adicionales sobre la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos derivadas de la evolución reciente de los costes de los insumos. No obstante, el grado y el momento de transmisión a las fases finales de producción y a los precios de consumo siguen siendo inciertos, y dependerán, principalmente, de lo

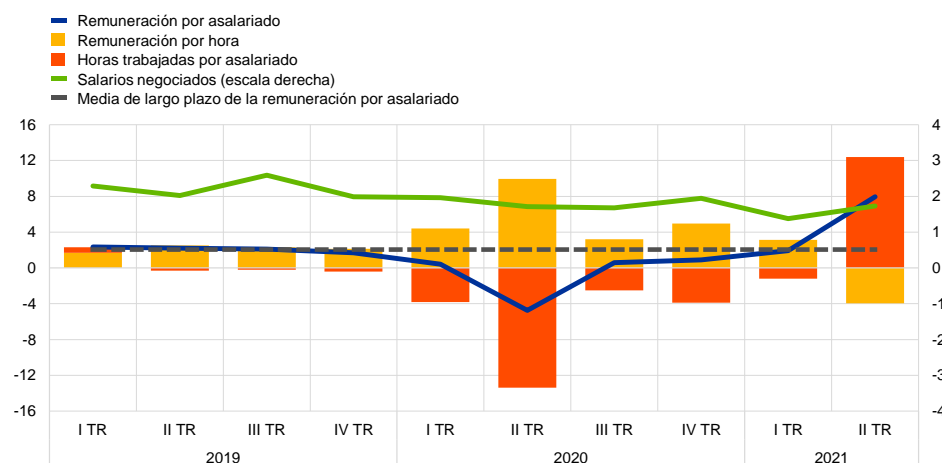
<sup>13</sup> Para más información sobre estos indicadores de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «[Measures of underlying inflation for the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

persistentes que sean las perturbaciones globales en los costes de los insumos en los próximos trimestres.

**Los indicadores del crecimiento salarial en la zona del euro se ven influidos por factores transitorios.** La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó hasta situarse en el 8 % en el segundo trimestre, desde el 1,9 % del primero (gráfico 17). Esta fuerte subida se debe a la tasa de crecimiento interanual de las horas trabajadas por persona ocupada, que se incrementó hasta el 12,4 % en el segundo trimestre, como consecuencia de efectos base relacionados con la pandemia. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por hora disminuyó hasta situarse en el -3,9 % en el segundo trimestre, frente al 3,1 % del trimestre anterior, ya que el aumento de las horas trabajadas por ocupado contrarrestó el correspondiente a la remuneración por asalariado. Los salarios negociados crecieron un 1,7 % en el segundo trimestre del año, frente al 1,4 % del primer trimestre de 2021, principalmente como consecuencia de los pagos extraordinarios efectuados en determinados países en relación con la pandemia.

**Gráfico 17**  
Contribución de los componentes de la remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La tasa media de crecimiento a largo plazo de la remuneración por asalariado se calcula desde el primer trimestre de 1999. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021.

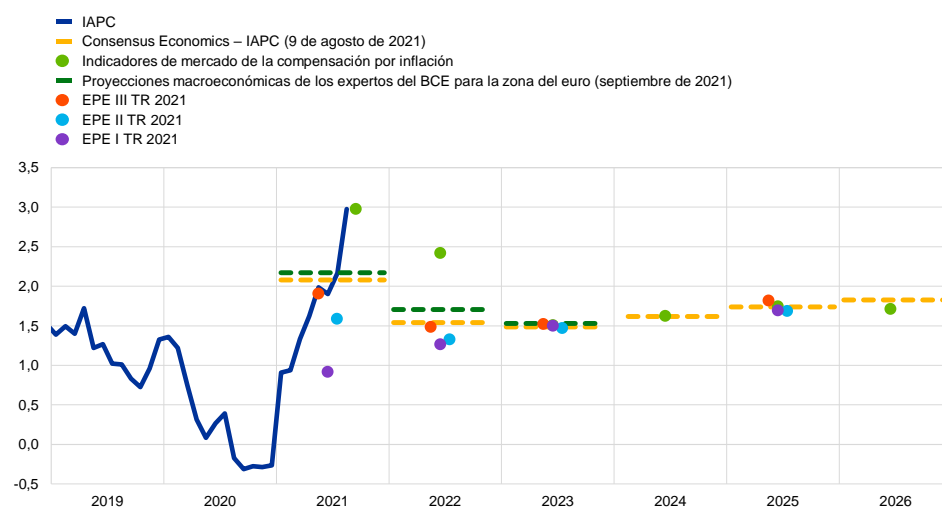
**Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo aumentaron, mientras que los indicadores de opinión de las expectativas de inflación reafirmaron las señales de punto de inflexión en distintos horizontes temporales.** Los tipos *swaps* de inflación (ILS, por sus siglas en inglés) a más largo plazo han aumentado desde mediados de julio de 2021. Por ejemplo, el tipo ILS a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro registró un incremento de alrededor de 10 puntos básicos durante el período analizado, hasta alcanzar el 1,7 % por primera vez en casi tres años. La internalización gradual por parte de los participantes en el mercado de la nueva definición del BCE de su objetivo de inflación, y de las revisiones posteriores de las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*) a este respecto, puede haber contribuido a este repunte de los indicadores de mercado de la compensación por

inflación. Según la [encuesta a expertos en previsión económica \(EPE\) del BCE](#) correspondiente al tercer trimestre de 2021 y los últimos datos publicados por Consensus Economics, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en encuestas de opinión se han revisado al alza con respecto al segundo trimestre del año (gráfico 18).

### Gráfico 18

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, BCE (EPE) y cálculos del BCE.

Notas: La serie de los indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 8 de septiembre de 2021. La encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE correspondiente al tercer trimestre de 2021 se llevó a cabo en julio de 2021. La fecha límite de recepción de los datos de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro fue el 26 de agosto de 2021 (y para los supuestos, el 16 de agosto de 2021).

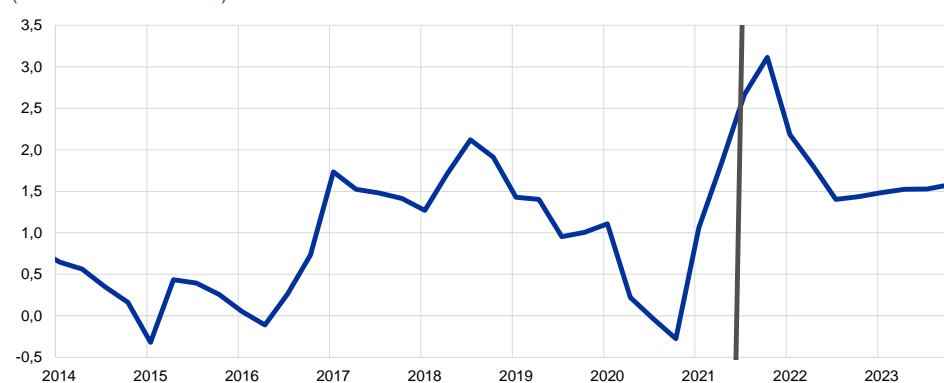
**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2021, la inflación general seguirá creciendo con moderación hasta finales de este año, volverá a caer en la primera mitad de 2022 e irá aumentando gradualmente hacia el final del horizonte de proyección.** Las proyecciones de la inflación medida por el IAPC general apuntan a que su media será del 2,2 % durante 2021 y a que alcanzará su nivel más alto en el cuarto trimestre del año, debido a diversos efectos base destacados. Según las proyecciones, la inflación general se reducirá hasta el 1,7 % en 2022 y el 1,5 % en 2023 (gráfico 19). En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, las tasas de inflación medida por el IAPC se han revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales para 2021, en 0,2 puntos porcentuales para 2022 y en 0,1 puntos porcentuales para 2023. Esto refleja las cifras más elevadas observadas en los datos recientes de la inflación y de la actividad económica, así como el incremento de las presiones del lado de la oferta derivadas de las disrupciones globales que afectan a la cadena de suministro. Haciendo abstracción de la subida transitoria de la inflación en 2021, el perfil de la inflación a medio plazo sugiere que aumentarán las presiones inflacionistas al alza originadas por la recuperación de la actividad económica y de la demanda, mientras que se

espera que desaparezcan las presiones inflacionistas alcistas del lado de la oferta. Se prevé que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, alcance el 1,3 % en 2021, el 1,4 % en 2022 y el 1,5 % en 2023, con revisiones al alza de 0,2 puntos porcentuales en 2021 y de 0,1 puntos porcentuales tanto en 2022 como en 2023 con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021.

### Gráfico 19

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre 2021», publicado en el sitio web del BCE el 9 de septiembre de 2021.

Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2023 (proyecciones). La fecha límite de recepción de los datos incluidos en las proyecciones fue el 26 de agosto de 2021 (y el 16 de agosto de 2021 para los supuestos utilizados).

## 5 Dinero y crédito

*La creación de dinero en la zona del euro se ralentizó en julio de 2021 y continuó normalizándose tras la sustancial expansión monetaria asociada a las anteriores olas de la pandemia de coronavirus (COVID-19). El crédito interno siguió siendo el principal factor impulsor de la creación de dinero, y las compras de activos del Eurosistema fueron las que más contribuyeron. El crecimiento de los préstamos al sector privado se estabilizó cerca de los niveles a largo plazo inferiores observados antes de la pandemia, al tiempo que las condiciones de financiación continuaron siendo muy favorables. El volumen total de financiación externa de las empresas se moderó en el segundo trimestre de 2021. En comparación con los datos de abril de 2021, el coste total de dicha financiación aumentó ligeramente en julio de 2021, sobre todo como consecuencia del mayor coste de las acciones, mientras que el coste de los valores de renta fija se redujo levemente y el de la financiación bancaria apenas varió.*

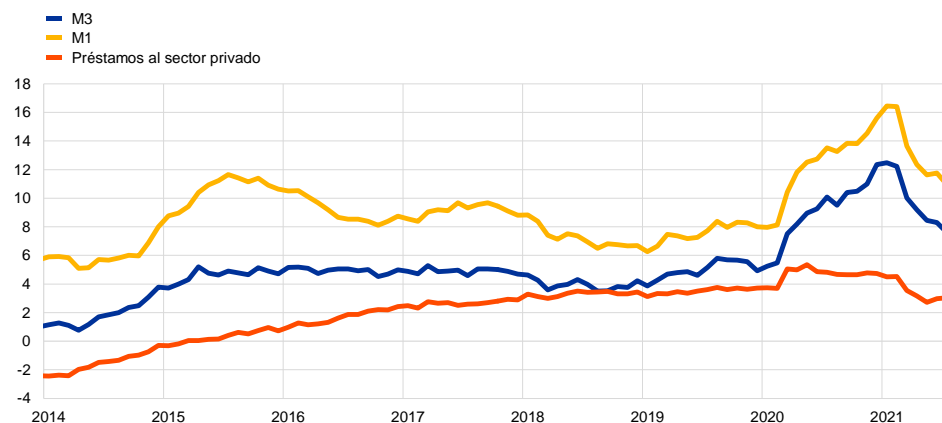
**El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se moderó en julio de 2021.** La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 7,6 % en julio, frente al 8,3 % de junio (gráfico 20), ya que siguió viéndose afectada por los efectos de base negativos asociados a las necesidades de liquidez excepcionalmente elevadas del primer semestre de 2020. La tasa de crecimiento monetario intertrimestral revirtió a su media de largo plazo, y la dinámica a más corto plazo del agregado monetario amplio reflejó un ritmo vigoroso de creación de dinero debido al sustancial apoyo proporcionado por las políticas económicas. Por lo que se refiere a los componentes, el elevado crecimiento de M3 estuvo impulsado, sobre todo, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. La tasa de crecimiento interanual de M1 retrocedió hasta el 11 % en julio, desde el 11,8 % de junio, principalmente como resultado de la desaceleración del crecimiento de los depósitos a la vista de las empresas y los hogares. Mientras que la contribución de otros depósitos a corto plazo continuó siendo negativa en julio, los instrumentos negociables siguieron realizando una pequeña aportación al crecimiento interanual de M3, habida cuenta del bajo nivel de los tipos de interés y la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.



## Gráfico 20

### 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 julio de 2021.

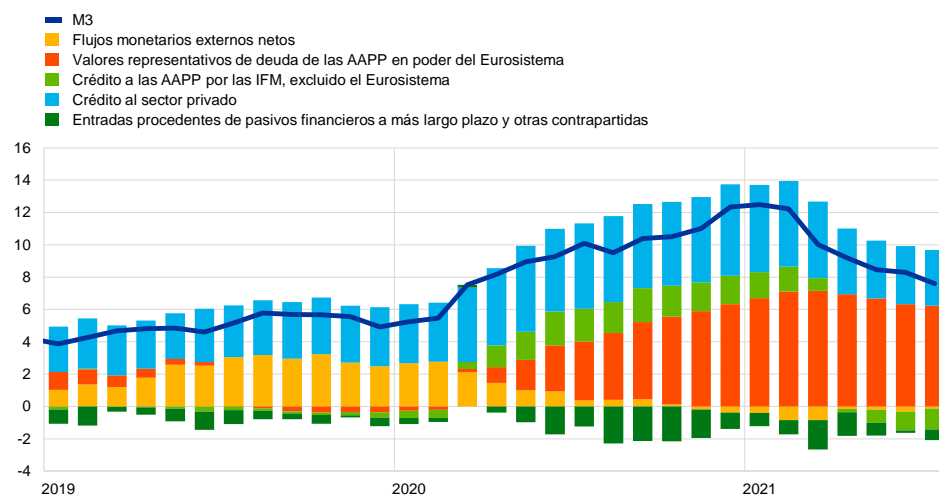
**El crecimiento de los depósitos a la vista volvió a moderarse.** La tasa de crecimiento interanual de estos depósitos disminuyó hasta el 11,3 % en julio, frente al 12,2 % de junio, debido principalmente a los depósitos de las empresas y los hogares. La marcada preferencia por los depósitos a la vista que los tenedores de dinero mostraron durante la pandemia se debió fundamentalmente a motivos de precaución. En los últimos meses, con los progresos en la vacunación y el repunte de la actividad económica, la acumulación de depósitos bancarios por parte de las empresas y los hogares ha retornado al ritmo inferior observado antes de la pandemia. Los depósitos de empresas 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. Entretanto, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación, que había caído en mayo, se mantuvo prácticamente estable en julio, en el 8,9 %.

**La creación de dinero siguió estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema.** Al igual que en meses anteriores, la mayor contribución al crecimiento de M3 procedió de las compras netas de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) (parte de color rojo de las barras del gráfico 21). El crédito al sector privado (parte de color azul de las barras) también contribuyó al crecimiento de M3. La aportación a la creación de dinero procedente del crédito a las Administraciones Públicas concedido por las entidades de crédito fue negativa, debido a las ventas de deuda pública y a la reducida actividad de emisión de este tipo de valores (parte de color verde claro de las barras), mientras que los flujos monetarios externos netos tuvieron un efecto prácticamente neutral en la creación de dinero (parte de color amarillo de las barras). Asimismo, otras contrapartidas siguieron frenando el crecimiento del agregado monetario amplio (parte de color verde oscuro de las barras), al tiempo que las condiciones favorables de las

operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) continuaron respaldando la sustitución de la financiación bancaria en detrimento de los pasivos a más largo plazo.

### Gráfico 21 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

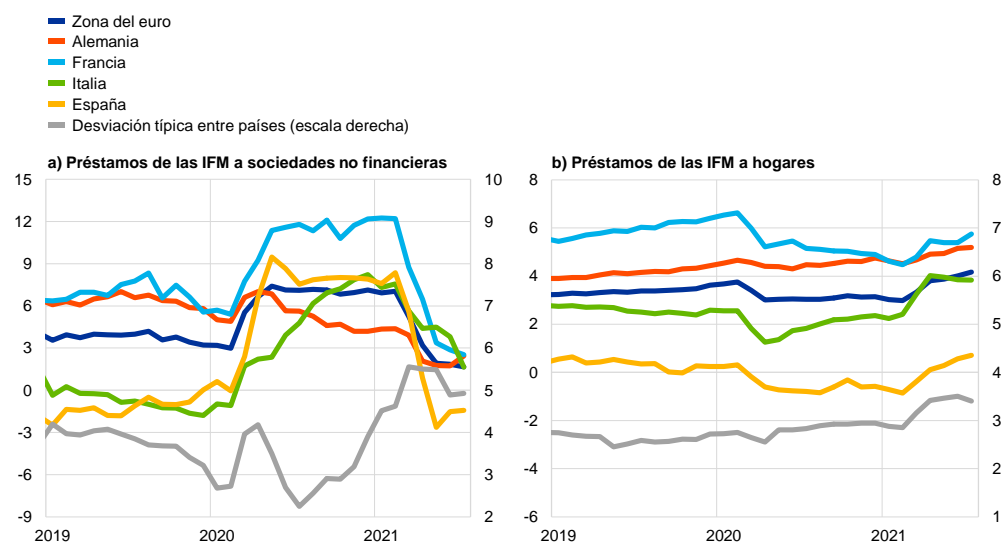
Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) a este sector y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las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

**El crecimiento de los préstamos al sector privado se estabilizó cerca de los niveles inferiores observados antes de la pandemia.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a este sector se situó en el 3 % en julio (gráfico 20). El crédito a las empresas y los hogares continuó beneficiándose de las condiciones favorables de financiación y de la recuperación económica en curso. La tasa de avance interanual de los préstamos a empresas se redujo ligeramente, hasta el 1,7 % en julio, frente al 1,8 % observado en junio, mientras que la de los préstamos a hogares aumentó hasta el 4,2 %, desde el 4 % de junio, impulsada por la financiación hipotecaria (gráfico 22). La ligera ralentización del crédito a las empresas se debe, sobre todo, a que estas siguen estando bien financiadas tras endeudarse considerablemente en la primera ola de la pandemia. Sus tenencias de efectivo son elevadas y sus beneficios no distribuidos cada vez mayores, lo que reduce la necesidad de financiación externa. En conjunto, esta evolución oculta considerables diferencias entre países, que reflejan, entre otros factores, el dispar avance de la recuperación económica.

## Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

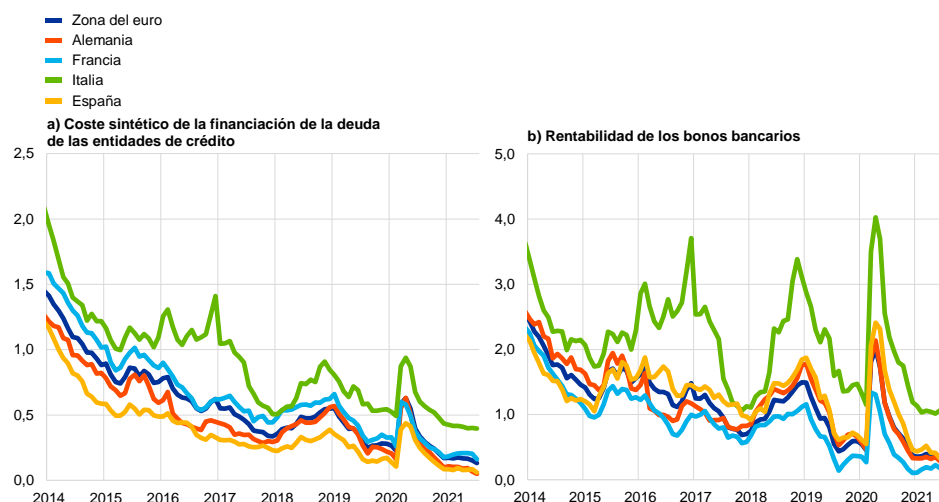
Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones y otras transferencias; en el caso de las sociedades no financieras, también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La dispersión entre países se calcula sobre la base de valores mínimos y máximos en una muestra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

**Los costes de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvieron por debajo de los niveles previos a la pandemia, favorecidos por las medidas de política monetaria del BCE.** El coste sintético de la financiación de la deuda siguió cayendo hasta registrar nuevos mínimos (gráfico 23) como consecuencia de varios factores. Primero, se ha reabsorbido un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos que había causado un incremento del coste de la financiación mediante la emisión de bonos en la primera mitad de 2021. Segundo, desde el inicio de la pandemia, las entidades de crédito de la zona del euro han aplicado tipos de interés negativos a una proporción cada vez mayor de los depósitos de las empresas, al tiempo que ha aumentado la proporción de los depósitos de los hogares con tipos negativos, aunque a partir de niveles relativamente reducidos como consecuencia de su rigidez. Tercero, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) disponibles, que proporcionan a las entidades de crédito liquidez en condiciones muy favorables, contribuyeron a una relajación adicional de las condiciones generales de financiación. Cuarto, los programas APP y PEPP del BCE siguen ayudando a reducir las divergencias en las condiciones de financiación entre países, clases de riesgo y vencimientos hasta los niveles observados antes de la pandemia. El programa *Next Generation EU* también sirve de apoyo, ya que debería contribuir a una recuperación más sólida y más uniforme en todos los países de la zona del euro y dar lugar a una caída del riesgo de crédito en toda la zona. Por último, los precios de los bonos bancarios garantizados cuentan con el respaldo directo del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés) del BCE.

## Gráfico 23

### Coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito

(coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; porcentajes)



Fuentes: BCE, Markit iBoxx y cálculos del BCE.

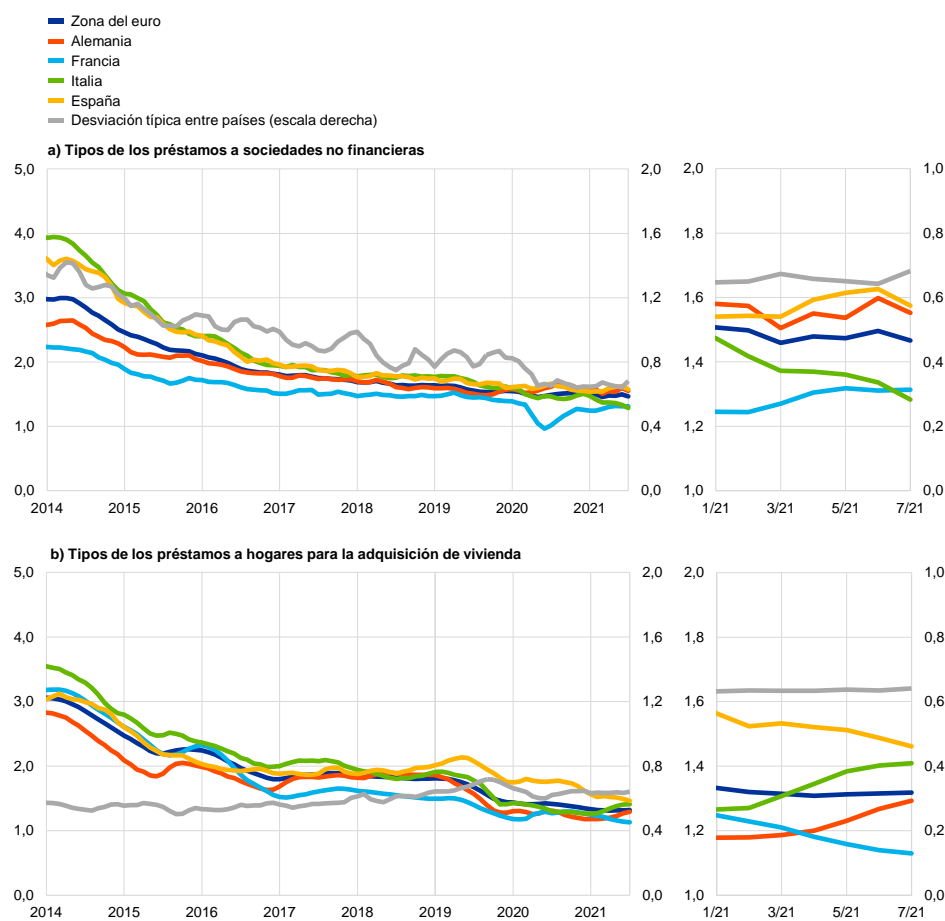
Notas: El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2021.

**Los tipos de interés del crédito bancario permanecieron próximos a sus mínimos históricos.** En julio de 2021, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares para la adquisición de vivienda permanecieron prácticamente sin variación en el 1,47 % y el 1,32 %, respectivamente (gráfico 24). Esta evolución, que oculta algunas diferencias entre las economías de mayor tamaño de la zona del euro y entre tramos de vencimiento e importes de los préstamos, refleja el impacto que están teniendo las medidas de política monetaria del BCE. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros ha continuado estabilizándose en los niveles registrados antes de la pandemia. Pese a la considerable incertidumbre sobre el efecto a más largo plazo de la pandemia en la economía, las medidas de apoyo evitaron un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación que podría haber intensificado el impacto económico adverso inicial.

## Gráfico 24

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

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



Fuente: BCE.

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

### El volumen total de financiación externa de las empresas se moderó en el segundo trimestre de 2021.

La tasa de crecimiento interanual de esta financiación cayó hasta el 2,2 % en junio, frente al 4,3 % de marzo (panel a del gráfico 25), a pesar de que los flujos de financiación externa siguieron beneficiándose de unas condiciones de financiación ventajosas. En el segundo trimestre de 2021, la emisión neta de acciones cotizadas se disparó, mientras que los menores flujos de financiación externa se debieron, fundamentalmente, a la ralentización del crecimiento del crédito bancario a las empresas. Esta desaceleración parece reflejar una evolución favorable relacionada con el aumento de las tenencias de efectivo y los beneficios no distribuidos, los considerables colchones de liquidez, las atractivas condiciones de los valores de renta fija y el uso menos intensivo de préstamos de los sectores que impulsan la recuperación. No obstante, en un contexto de abundantes reservas de efectivo y apoyo público sostenido, las empresas han reemplazado cada vez más la financiación a corto plazo con instrumentos con vencimientos a más largo plazo. Este cambio en los plazos de vencimiento respalda

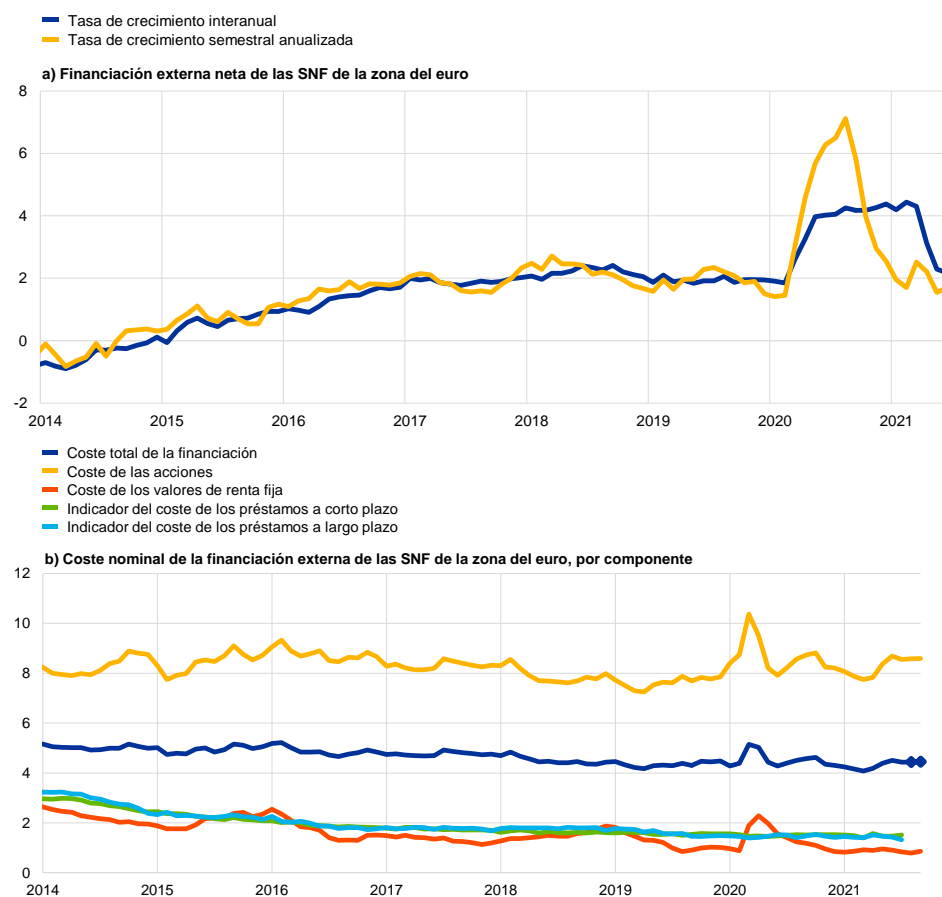
la opinión de que ha aumentado el interés por utilizar la financiación externa para inversión empresarial, en lugar de dedicarla a la acumulación de colchones de liquidez.

**El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras (que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones) se ha incrementado desde abril de 2021.** Este coste se situó en el 4,4 % en julio (panel b del gráfico 25), unos 70 puntos básicos por debajo del máximo de marzo de 2020 y 35 puntos básicos por encima del mínimo histórico registrado en marzo de 2021. El ascenso observado en julio de 2021 obedeció en gran medida al mayor coste de las acciones, reflejo de un incremento de la prima de riesgo de estos valores que compensó la caída general de los tipos libres de riesgo. Esa caída, junto con la reducción adicional de los diferenciales de los valores de renta fija privada, especialmente en el segmento de alta rentabilidad (*high-yield*), se tradujo en otro ligero descenso del coste de los valores de renta fija, que alcanzaron cotas próximas a su mínimo histórico registrado en enero de 2021. Se estima que el coste total de la financiación habría permanecido prácticamente sin variación en el período comprendido entre julio y el 8 de septiembre. Mientras que el coste de las acciones fue estable, en líneas generales, durante este período, el de los valores de renta fija mostró una mayor volatilidad y en agosto marcó un mínimo histórico antes de volver a su nivel de julio debido al ascenso de los tipos libres de riesgo.

## Gráfico 25

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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: Panel a: la financiación externa neta es la suma de los préstamos de las IFM, las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de IFM están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Panel b: el coste total de la financiación de las SNF se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Los rombos de color azul oscuro indican el coste total de financiación previsto actualmente para agosto y septiembre de 2021, asumiendo que los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantendrán sin variación en sus niveles de julio de 2021. Las últimas observaciones del panel a corresponden a junio de 2021. Las últimas observaciones del panel b corresponden al 8 de septiembre de 2021 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 3 de septiembre de 2021 para el coste de las acciones (datos semanales) y a julio de 2021 para el coste del crédito (datos mensuales).

### El endeudamiento bruto de las sociedades no financieras de la zona del euro se moderó con respecto a las elevadas cotas que alcanzó en el segundo trimestre de 2021 (gráfico 26).

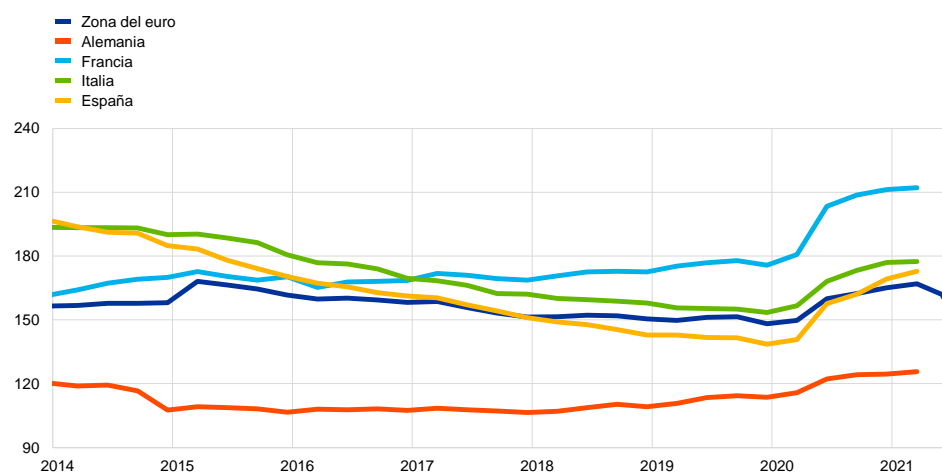
La ratio de deuda bruta, en términos del valor añadido de las empresas, disminuyó 6 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2021 debido al fuerte crecimiento del valor añadido, con lo que el incremento acumulado desde el final de 2019 se redujo hasta los 12,7 puntos porcentuales. En conjunto, el aumento generalizado de la deuda bruta de las sociedades no financieras desde principios de 2020 obedece, fundamentalmente, al mayor recurso a la financiación mediante deuda. La deuda bruta creció de forma desigual entre tipos de empresas y países, lo que refleja las diferencias existentes en sus exposiciones a la pandemia y en las respuestas nacionales en materia de políticas económicas. Como las empresas han acumulado grandes volúmenes de activos líquidos desde el estallido de la pandemia en marzo de 2020, la ratio de deuda neta

ha aumentado mucho menos que la ratio de deuda bruta. El hecho de que el endeudamiento bruto de las sociedades no financieras permanezca a un nivel alto en términos históricos sugiere que su sensibilidad a perturbaciones adversas puede seguir siendo elevada, en la medida en que los colchones de liquidez varíen entre sectores. Al mismo tiempo, las medidas de política fiscal han evitado que las empresas tengan un abultado déficit de financiación en un contexto de un fuerte ahorro bruto negativo. En síntesis, esta evolución parece indicar que la resiliencia de las sociedades y su capacidad de incrementar la inversión empresarial dependen en gran medida de que la recuperación continúe y el apoyo de las políticas se mantenga.

### Gráfico 26

#### Deuda bruta de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(porcentajes del valor añadido bruto de las sociedades no financieras)



Fuentes: BCE, Eurostat y estimaciones del BCE.

Notas: La deuda se define como la suma de los préstamos totales concedidos a sociedades no financieras, netos de préstamos intrasectoriales, valores representativos de deuda emitidos y pasivos por pensiones. El rombo de color azul representa la previsión actual para el segundo trimestre de 2021. En el resto de los casos, las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2021.



## 6 Evolución de las finanzas públicas

*Tras una expansión fiscal considerable desde el inicio de la pandemia de coronavirus (COVID-19), en los últimos meses solo se han adoptado medidas adicionales de estímulo limitadas, ya que los planes presupuestarios para 2022 todavía están en fase de preparación y la recuperación económica parece avanzar algo más rápido de lo previsto. En consecuencia, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021 incluyen unas perspectivas fiscales para la zona del euro que han mejorado en comparación con las proyecciones de junio. Aunque se prevé que la ratio de déficit se mantenga elevada en 2021 —en el 7,1 %, tras el 7,3 % registrado en 2020— se espera que posteriormente mejore con celeridad a medida que la pandemia vaya remitiendo y la recuperación económica se afiance. Por lo tanto, esta ratio caería hasta situarse en el 3 % en 2022 y en el 2,1 % al final del horizonte de proyección, en 2023. Como reflejo de esta evolución, se proyecta que la deuda de la zona del euro alcance un máximo ligeramente por debajo del 99 % del PIB en 2021 y descienda hasta alrededor del 94 % del PIB en 2023. Con todo, una orientación fiscal ambiciosa y coordinada sigue siendo crucial, puesto que una retirada prematura del apoyo fiscal podría debilitar la recuperación y agravar las secuelas a más largo plazo. Paralelamente, las medidas fiscales deberían seguir siendo de naturaleza temporal y anticíclica y, al mismo tiempo, tener un objetivo suficientemente específico para abordar las vulnerabilidades de manera efectiva y promover una rápida recuperación de la economía de la zona del euro. Como complemento de las medidas fiscales nacionales, se espera que el programa Next Generation EU (NGEU) desempeñe un papel esencial contribuyendo a una recuperación más rápida, sólida y uniforme.*

**Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2021, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará solo de forma marginal en 2021, pero debería recuperarse con fuerza a partir de 2022<sup>14</sup>.** La ratio de déficit de las

Administraciones Públicas de la zona se situó en el 7,3 % del PIB en 2020, el mayor déficit registrado desde la introducción del euro. Se prevé que descienda solo ligeramente, hasta el 7,1 % del PIB, en 2021, pero de manera más intensa después, hasta situarse en el 3 % en 2022 y el 2,1 % en 2023 (gráfico 27). El mayor déficit presupuestario en 2020 fue atribuible, en gran parte, al deterioro del saldo primario ajustado de ciclo como consecuencia de las medidas de apoyo económico adoptadas en respuesta a la pandemia por un importe equivalente a aproximadamente el 4,2 % del PIB. En la actualidad, se proyecta que el apoyo para afrontar la crisis y para la recuperación aumente hasta alrededor del 4,6 % del PIB en 2021. Este ascenso refleja el hecho de que los Gobiernos han prolongado la vigencia de sus medidas de emergencia, han incrementado progresivamente su dotación o han adoptado otras nuevas para respaldar la recuperación, entre ellas las

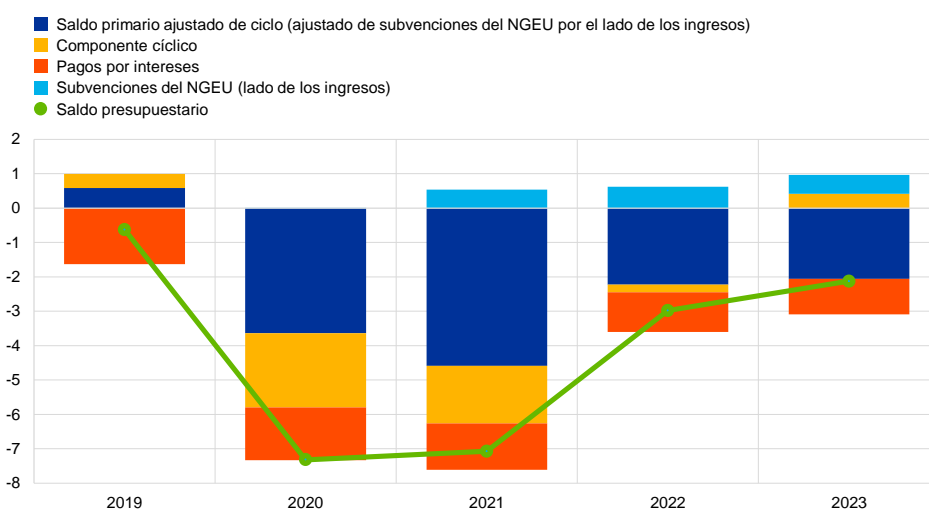
<sup>14</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2021](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 9 de septiembre de 2021.

que se financiarán a través del NGEU<sup>15</sup>. El aumento del déficit el año pasado también obedeció, en parte, a un importante componente cíclico negativo, que se espera que empiece a disminuir en 2021, aunque solo de forma 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 (que no se financian 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 positiva en 2023. A lo largo de todo el horizonte de proyección, la mejora del saldo presupuestario también se verá favorecida por la disminución gradual de las aportaciones de los pagos por intereses, pero en menor medida.

### Gráfico 27

#### Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2021.

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

**La orientación general de la política fiscal de la zona del euro fue muy expansiva en 2020 y se prevé que mantenga este tono en 2021<sup>16</sup>.** Desde estos niveles de apoyo muy elevados, en 2022 se espera un endurecimiento de la orientación de la política fiscal a medida que el respaldo fiscal desaparezca en

<sup>15</sup> Las subvenciones del NGEU ascienden a alrededor del 0,6 % del PIB en cada año del horizonte de proyección. Junto con una cantidad limitada de préstamos, se prevé que financien un estímulo adicional de aproximadamente el 1,5 % del PIB, en términos acumulados, durante el período 2021-2023. Este estímulo se mantiene prácticamente sin cambios con respecto a las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2021.

<sup>16</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. Asimismo, cabe señalar que las proyecciones fiscales para la zona del euro a las que se refiere esta sección no incluyen el déficit y la deuda supranacionales europeos relacionados con las transferencias del NGEU. En el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

paralelo al vencimiento de las medidas de apoyo de naturaleza temporal y las adoptadas frente a la pandemia. La orientación de la política fiscal sería prácticamente neutral en 2023<sup>17</sup>. Pese a ello, el apoyo 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 asciende 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 se sitúa en el 5 % del PIB, prácticamente sin variación con respecto a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2021. 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 supondrá un incremento del gasto público que elevará la deuda pública.

**Se prevé que, en 2021, el saldo presupuestario se aproxime a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2021, aunque las perspectivas para 2022 y 2023 han sido objeto de revisiones al alza más acusadas.** 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 0,1 puntos porcentuales para 2021, y en 0,4 y 0,5 puntos porcentuales, respectivamente, para los dos años siguientes. Estas revisiones obedecen fundamentalmente a una mejora del componente cíclico y, en menor medida, a la reducción de los pagos por intereses.

**Tras el fuerte incremento de la ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro en 2020, se prevé que esta ratio alcance un máximo justo por debajo del 99 % del PIB en 2021 y que posteriormente descienda de forma gradual hasta situarse en torno al 94 % en 2023.** Tras un ascenso de la ratio de deuda de 14 puntos porcentuales en 2020, en 2021 el déficit primario, todavía elevado, se verá contrarrestado solo en parte por una importante contribución del diferencial tipo de interés-crecimiento a la reducción de la deuda. Sin embargo, en 2022 y 2023, la ratio de deuda empezará a descender, ya que la disminución de los déficits primarios se compensará con creces con las contribuciones favorables de los diferenciales tipo de interés-crecimiento y, en menor medida, con los ajustes negativos entre déficit y deuda (gráfico 28). Por consiguiente, se espera que al final del horizonte de proyección, en 2023, la ratio de deuda en relación con el PIB se sitúe casi 10 puntos porcentuales por encima de su nivel previo a la crisis. Con todo, cabe señalar que la crisis del COVID-19 ha tenido

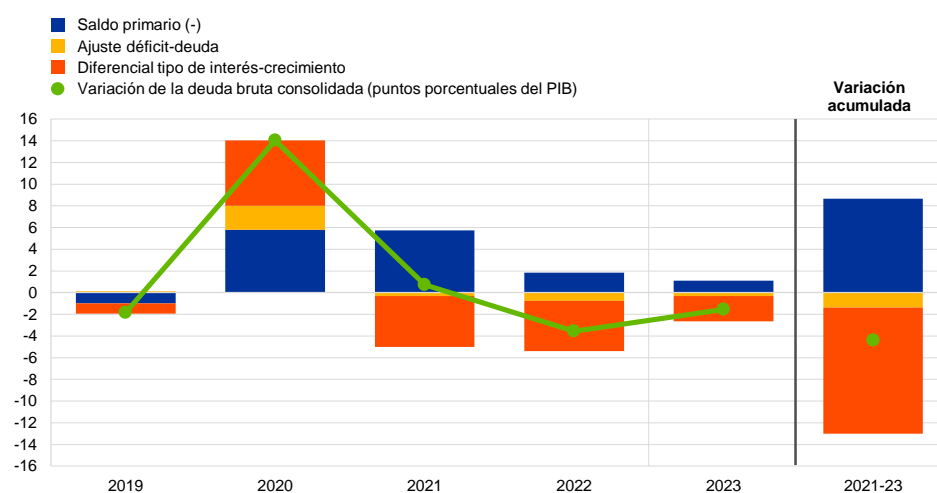
<sup>17</sup> Se considera que el impacto de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro fue de -4,3 puntos porcentuales del PIB en 2020, y se prevé que sea de -1,1, +2,3 y +0,2 puntos porcentuales del PIB en 2021, 2022 y 2023, respectivamente, tras ajustar por los ingresos relacionados con las subvenciones del NGEU.

un impacto negativo en la trayectoria de la deuda algo menor de lo previsto, en general, en su fase inicial<sup>18</sup>.

### Gráfico 28

#### 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 elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2021.  
Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los países de la zona del euro.

**Las políticas fiscales nacionales deben continuar ofreciendo un respaldo fundamental, oportuno y con un objetivo suficientemente específico a las empresas y hogares más expuestos a la pandemia.** Una retirada prematura del apoyo fiscal podría debilitar la recuperación y agravar las secuelas a largo plazo. Paralelamente, las medidas fiscales deberían seguir siendo de naturaleza temporal y anticíclica y, al mismo tiempo, tener un objetivo lo bastante específico para abordar las vulnerabilidades de manera efectiva y promover una rápida recuperación de la economía de la zona del euro. La reducción progresiva de los desequilibrios presupuestarios, una vez la actividad económica se haya recuperado suficientemente, puede verse amplificada por un cambio decisivo hacia una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento y reformas estructurales que aumenten el potencial de crecimiento de las economías de la zona del euro. El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia del NGEU puede proporcionar un apoyo sustancial a este respecto, en especial acelerando las transiciones ecológica y digital.

<sup>18</sup> Por ejemplo, las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2020 situaban el nivel de la deuda en relación con el PIB al final de 2022 unos 4 puntos porcentuales por encima del contemplado en las actuales proyecciones.