

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

Actividad económica

La actividad económica continuó expandiéndose en todo el mundo, aunque a un ritmo notablemente más moderado, debido a una combinación de factores entre los que destaca la persistencia de cuellos de botella en la oferta. Los datos del índice de directores de compras correspondientes a agosto y septiembre de 2021 sugieren que el ritmo de crecimiento se moderó en las economías avanzadas —pese a que se mantuvo por encima de su media histórica—, mientras que, en las economías emergentes, fue más débil que en las primeras. Al mismo tiempo, en septiembre, los plazos de entrega de los proveedores permanecieron en máximos históricos a escala global, lo que obedece fundamentalmente a la fortaleza de la demanda. El avance del comercio mundial también siguió ralentizándose, aunque desde unas cotas aún elevadas. Las presiones inflacionistas continúan siendo intensas, como consecuencia del aumento de la tasa de variación de los precios de los alimentos y de la energía, lo que refleja el repunte con respecto a los bajos niveles de precios registrados inmediatamente después de la irrupción de la pandemia de coronavirus (COVID-19). La mayoría de estas presiones se consideran transitorias.

La economía de la zona del euro continuó recuperándose con fuerza en el tercer trimestre, aunque su dinamismo se moderó en cierta medida. Se espera que el producto exceda su nivel anterior a la pandemia antes del final del año. Los efectos de la pandemia sobre la economía se han debilitado visiblemente, y una proporción elevada de la población ya está vacunada. Ello está apoyando el gasto en consumo, especialmente en ocio, restauración, viajes y transportes. Pero la subida de los precios de la energía puede reducir el poder adquisitivo en los próximos meses.

La recuperación de la demanda interna y mundial también está apoyando la producción y la inversión empresarial. Con todo, la escasez de materiales, equipos y mano de obra está frenando la producción en el sector manufacturero. Los plazos de entrega se han alargado considerablemente y los costes de transporte y los precios de la energía han registrado fuertes incrementos. Estas limitaciones están ensombreciendo las perspectivas para los próximos trimestres. El mercado de trabajo sigue mejorando. El desempleo ha descendido y el número de personas acogidas a programas de mantenimiento del empleo se ha reducido significativamente desde el máximo del año pasado, lo que respalda la perspectiva de aumento de los ingresos y del gasto. Sin embargo, tanto la población activa

como las horas trabajadas en la economía continúan por debajo de sus niveles anteriores a la pandemia.

Para sostener la recuperación, una política fiscal bien enfocada y coordinada debe seguir complementando la política monetaria. Este apoyo también ayudará a la economía a adaptarse a los cambios estructurales que se están produciendo. Una implementación efectiva del programa *Next Generation EU* y del paquete «Objetivo 55» contribuirá a que la recuperación sea más sólida, más verde y más equilibrada en todos los países de la zona del euro.

Inflación

La inflación aumentó hasta el 3,4 % en septiembre y se prevé que siga creciendo este año. Sin embargo, pese a que la fase actual de inflación más elevada durará más de lo previsto inicialmente, se espera que descienda en el transcurso del próximo año. El repunte de la inflación refleja en gran medida una combinación de tres factores. En primer lugar, los precios de la energía —sobre todo del petróleo, el gas y la electricidad— se han incrementado notablemente. En septiembre, la tasa de variación del componente energético representó alrededor de la mitad de la inflación general. En segundo lugar, los precios también están subiendo porque la recuperación de la demanda asociada a la reapertura de la economía está superando a la oferta. Esta dinámica es especialmente visible en los precios de los servicios de consumo, así como en los de los bienes más afectados por la escasez de oferta. Y, por último, los efectos de base relacionados con la finalización de la reducción del IVA en Alemania siguen contribuyendo a que la inflación sea más alta. Se espera que la influencia de estos tres factores disminuya a lo largo de 2022 o que desaparezca del cálculo de la inflación interanual. Mientras continúe la recuperación, el retorno gradual de la economía a su plena capacidad apoyará un aumento de los salarios con el tiempo. Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han aproximado más al 2 %. Estos factores respaldarán la inflación subyacente y el retorno de la inflación al objetivo del BCE a medio plazo.

Evaluación de riesgos

La recuperación continúa dependiendo de la evolución de la pandemia y del mayor avance de las vacunaciones. El Consejo de Gobierno considera que los riesgos para las perspectivas económicas están, en general, equilibrados. A corto plazo, los cuellos de botella en la oferta y las subidas de los precios de la energía son los principales riesgos para el ritmo de recuperación y para las perspectivas de inflación. Si la escasez de oferta y los incrementos de los precios de la energía perduraran, la recuperación podría ralentizarse. Al mismo tiempo, las presiones sobre los precios podrían intensificarse si la prolongación de los cuellos de botella se tradujera en subidas salariales mayores de lo previsto o si la economía volviera a operar a plena capacidad con mayor rapidez. Sin embargo, la actividad económica

podría superar las actuales expectativas si la confianza de los consumidores aumentara y ahorraran menos de lo esperado actualmente.

Condiciones financieras y monetarias

El crecimiento y la evolución de la inflación a medio plazo siguen dependiendo de unas condiciones de financiación favorables en todos los sectores de la economía. Los tipos de interés de mercado han aumentado, pero las condiciones de financiación de la economía continúan siendo favorables, en particular porque los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares permanecen en mínimos históricos.

La pendiente de la curva *forward* del tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) aumentó considerablemente durante el período analizado, lo que reflejó, sobre todo, la revisión de las expectativas de los participantes en los mercados de una subida de los tipos de interés oficiales antes de lo previsto. Asimismo, los tipos de interés nominales libres de riesgo a largo plazo —así como los rendimientos de la deuda soberana— se incrementaron como consecuencia del notable aumento de la compensación por inflación. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y los diferenciales de los valores de renta fija privada prácticamente no variaron, mientras que las cotizaciones bancarias experimentaron un alza. El tipo de cambio efectivo del euro se depreció.

La creación de dinero en la zona del euro siguió normalizándose en septiembre de 2021, reflejo de la mejora de la situación de la pandemia y de las medidas de apoyo. Las compras de activos por parte del Eurosistema continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero.

El crédito a empresas, si bien registró un repunte en septiembre, se mantiene moderado, lo que sigue reflejando el hecho de que estas necesitan, por lo general, menos financiación externa, pues sus tenencias de efectivo son elevadas y sus beneficios no distribuidos, cada vez mayores. Los préstamos a hogares mantienen su vigor, impulsados por la demanda de préstamos hipotecarios. Los resultados de la encuesta más reciente sobre préstamos bancarios en la zona del euro muestran que las condiciones del crédito a las empresas se han estabilizado, sustentadas, por primera vez desde 2018, en una menor percepción de riesgos de las entidades de crédito. En cambio, las entidades están adoptando un enfoque ligeramente más cauto con respecto a los préstamos para adquisición de vivienda y han endurecido sus criterios de aprobación de esta modalidad de crédito. Los balances bancarios continúan viéndose respaldados por unas condiciones de financiación favorables y siguen siendo sólidos.

Decisiones de política monetaria

Con este trasfondo, en la reunión de política monetaria celebrada en octubre, el Consejo de Gobierno siguió considerando 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 del segundo y tercer trimestre de este año.

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 indicaciones del Consejo de Gobierno sobre su posible evolución futura, 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

La actividad económica está desacelerándose en todo el mundo, debido a una combinación de factores entre los que destaca la persistencia de cuellos de botella en la oferta. Los datos del índice de directores de compras correspondientes a agosto y septiembre sugieren que el ritmo de crecimiento se moderó en las economías avanzadas —pese a que se mantuvo por encima de su media histórica—, mientras que, en las economías emergentes, fue más débil que en las primeras. Al mismo tiempo, en septiembre, los plazos de entrega de los proveedores permanecieron en máximos históricos a escala global, lo que obedeció fundamentalmente a la fortaleza de la demanda, pero también a las persistentes restricciones de oferta. El avance del comercio mundial también siguió ralentizándose, aunque desde unas cotas aún elevadas. Las presiones inflacionistas continúan siendo intensas, como consecuencia del aumento de la tasa de variación de los precios de los alimentos y de la energía, lo que refleja el repunte con respecto a los bajos niveles de precios registrados inmediatamente después de la irrupción de la pandemia de coronavirus (COVID-19). La mayoría de estas presiones se consideran transitorias.

La actividad económica global se está desacelerando, debido a una combinación de factores entre los que destaca la persistencia de cuellos de botella en la oferta. La moderación del ritmo de crecimiento refleja, en parte, una normalización tras el repunte pos-COVID-19 a medida que desaparecen los efectos de base y de las reaperturas, y se reducen los estímulos. Al mismo tiempo, en algunas economías importantes, factores idiosincrásicos adversos —como repuntes de los contagios, escasez de mano de obra y ralentización del sector inmobiliario— comportan crecientes riesgos a la baja para las perspectivas. Estos riesgos se ven reforzados por las disrupciones generalizadas en las cadenas de suministro. En el recuadro 1 se presenta una valoración de las secuelas de la pandemia a escala mundial, y se llega a la conclusión de que el nivel del producto potencial global ha disminuido durante la pandemia, aunque menos que en el período de la Gran Recesión, y principalmente como consecuencia de factores temporales.

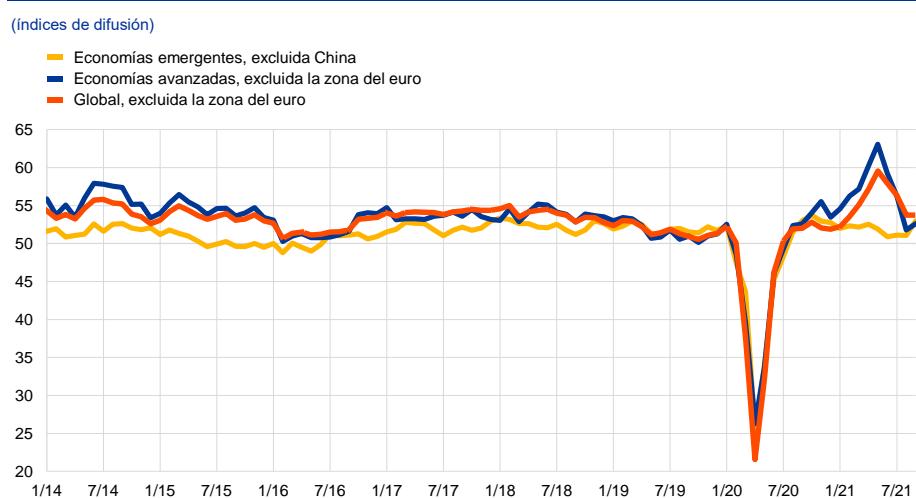
La pérdida de dinamismo de la recuperación global se refleja en los indicadores de opinión. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global (excluida la zona del euro) de actividad confirmó la ralentización del ritmo de crecimiento en las economías avanzadas en agosto y septiembre (gráfico 1), aunque se mantuvo bastante por encima de su media histórica. En las economías emergentes, este ritmo continuó siendo más moderado que en las avanzadas, en especial en las manufacturas. En concreto, la producción industrial siguió perdiendo impulso en los países avanzados en julio, mientras que en los emergentes se contrajo por tercer mes consecutivo.

No se observan indicios de normalización de los cuellos de botella en la oferta. Los plazos de entrega de los proveedores siguieron registrando máximos históricos en septiembre en todo el mundo. De acuerdo con estimaciones internas, dos terceras partes del alargamiento de estos plazos tienen su origen en factores de

demanda. Las restricciones de oferta están resultando ser bastante persistentes, ya que los cuellos de botella preexistentes, como la escasez de semiconductores, se están viendo agravados por otros factores, en concreto, por las tensiones globales en los mercados energéticos, por la creciente escasez de mano de obra y, en algunas regiones, por disrupciones relacionadas con la pandemia, como cierres de fábricas y de puertos.

Gráfico 1

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



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

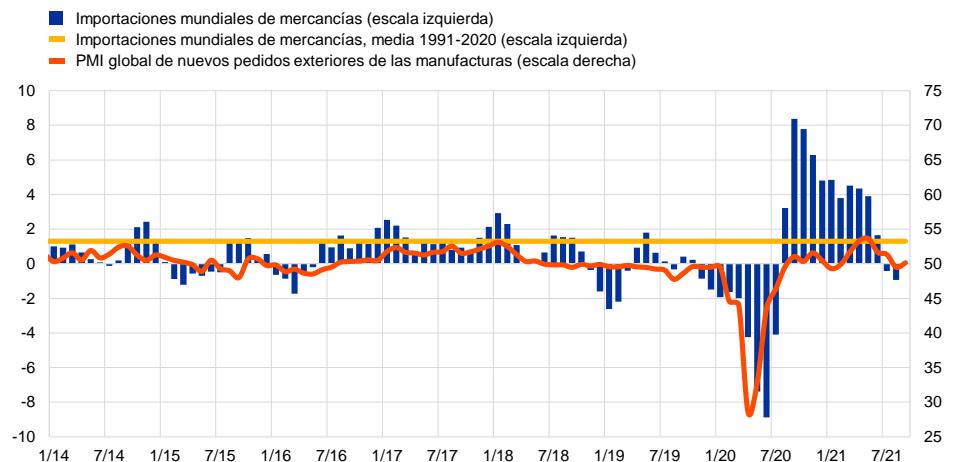
Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2021.

El crecimiento del comercio mundial continúa moderándose, aunque desde niveles aún elevados. Pese a que las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) de mercancías en términos reales se mantuvieron por encima de los niveles anteriores a la pandemia y repuntaron ligeramente en agosto, el ritmo de avance del comercio (medido en términos intertrimestrales) permaneció en terreno negativo (gráfico 2). El volumen del comercio de mercancías ha disminuido desde el máximo registrado en marzo. La moderación de la actividad comercial mundial se ve confirmada por el PMI global de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas, que en el tercer trimestre se situó, en promedio, justo por encima del umbral de expansión. Al mismo tiempo, nuevos datos publicados por la Organización Mundial del Comercio (OMC) apuntan a un aumento sostenido de los intercambios de servicios comerciales en el segundo trimestre, si bien se mantienen 20 puntos porcentuales por debajo de su nivel previo a la pandemia.

Gráfico 2

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

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



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

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

Las presiones inflacionistas globales continúan siendo elevadas. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por los precios de consumo (IPC) se incrementó marginalmente en agosto y se situó en el 4,3 %, debido al aumento de la tasa de variación de los precios de los alimentos y de la energía, lo que todavía reflejó el repunte con respecto a los bajos niveles de precios registrados después de la irrupción del COVID-19. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable, en el 3,1 %, sin variación desde junio. Se sigue considerando que la mayor parte de las presiones inflacionistas son temporales. Con todo, las expectativas de inflación para 2022 experimentaron un ligero aumento en las economías avanzadas en septiembre. Al mismo tiempo, los precios de los bienes intermedios y de producción obtenidos de los PMI relativos a las economías avanzadas permanecieron próximos a máximos históricos, en un contexto de tarifas de flete récord, mientras que las presiones inflacionistas se incrementaron de nuevo en las economías emergentes.

Los precios del petróleo aumentaron, debido a factores tanto de demanda como de oferta. Desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, estos precios se han incrementado hasta situarse bastante por encima de los niveles previos a la pandemia, impulsados por la recuperación económica global en curso y la sustitución del gas por el petróleo ante los elevados precios del gas. Por el lado de la oferta, los países que integran la OPEP+ no cumplieron sus objetivos en agosto y septiembre, principalmente como consecuencia de problemas de capacidad en Nigeria y Angola. Asimismo, en su reunión de octubre, esta alianza indicó que se atendría al plan vigente y no cedió a los llamamientos para incrementar adicionalmente sus objetivos de producción con el fin de estabilizar los precios de la energía. En Estados Unidos, la producción de petróleo no convencional (*shale oil*) se ha recuperado con lentitud y el suministro se vio nuevamente interrumpido por el huracán Ida. Los precios de los alimentos y de los metales también han subido desde la última reunión del Consejo de Gobierno, y los

mayores costes de los bienes intermedios energéticos han sustentado de manera destacada los precios del cobre y el aluminio.

En Estados Unidos, la recuperación económica se está desacelerando, debido a las disrupciones en las cadenas de suministro y a la propagación de la variante delta. El aumento de los contagios por COVID-19 a principios del tercer trimestre derivó en un fuerte retroceso de la confianza de los consumidores y en una caída del gasto, en especial en los sectores vulnerables. Además, la renta real disponible de los hogares se redujo en agosto porque las prestaciones por desempleo retrocedieron a los niveles anteriores al COVID-19. Se prevé que estos dos factores, junto con los actuales problemas en las cadenas de suministro, lastren la actividad en la segunda mitad del año. La tasa de inflación general interanual medida por el IPC se mantuvo elevada en septiembre, en el 5,4 %, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, permaneció invariable en el 4 %. En términos intermensuales, la inflación se incrementó en septiembre tras disminuir en agosto. Las disrupciones en las cadenas de suministro constituyen un riesgo al alza para la inflación futura. Con todo, si bien las expectativas de inflación a corto plazo de los hogares han aumentado recientemente, a más largo plazo se han mantenido firmemente ancladas hasta el momento.

En el Reino Unido, la economía se está desacelerando tras el fuerte repunte registrado en el segundo trimestre de 2021. El PIB de este país se recuperó con intensidad y avanzó un 5,5 % en el segundo trimestre de 2021, lo que también reflejó la mejora de la balanza comercial. No obstante, la propagación de la variante delta, unida a la escasez de mano de obra y a disrupciones más generalizadas por el lado de la oferta, hicieron que la tasa de crecimiento intermensual se moderara hasta el 0,4 % en agosto. Las ventas del comercio minorista y la confianza de las empresas y los consumidores también señalan una ralentización en el tercer trimestre. La inflación interanual medida por el IPC del Reino Unido, que es la tasa de inflación objetivo del Banco de Inglaterra, cayó hasta situarse en el 3,1 % en septiembre, mientras que la inflación subyacente medida por el IPC descendió hasta el 2,9 %. El retroceso de la inflación general interanual en septiembre fue atribuible principalmente a la menor contribución de los precios de los restaurantes y los hoteles, que se vio solo parcialmente compensada por la subida de los precios del transporte.

En Japón ya no se espera que la recuperación se intensifique hasta fechas más próximas al final del año, en un contexto de factores adversos con origen en la persistencia de cuellos de botella en la oferta. El aumento de los contagios a principios del verano y la prórroga del último estado de emergencia afectaron a la movilidad y al consumo en agosto. Como el número de contagios ha ido disminuyendo de manera sostenida, se espera que el consumo repunte en cierta medida en septiembre, como señalan los indicadores de opinión más recientes. En consecuencia, se prevé que la economía evolucione hacia una recuperación más amplia para el final del año. La inflación general interanual volvió a situarse en terreno positivo en septiembre (0,2 %), en parte como consecuencia de la mayor contribución de los precios de la energía y de la subida de los de los alimentos. Con

todo, la inflación subyacente experimentó un descenso marginal en septiembre, hasta el -0,8 %.

En China, el PIB se desaceleró en el tercer trimestre. En ese período, la actividad económica avanzó un 0,2 % en tasa intertrimestral (4,9 % en términos interanuales), frente al 1,2 % del trimestre anterior. La ralentización del ritmo de crecimiento está relacionada con el brote de COVID-19, con los problemas de suministro eléctrico y con la moderación del sector inmobiliario. Los indicadores mensuales correspondientes a septiembre apuntan a un repunte gradual de las ventas del comercio minorista desde julio. En cambio, la producción industrial y la inversión siguieron perdiendo impulso. El aumento de las incertidumbres relacionadas con la actividad del sector inmobiliario y las carencias energéticas están incrementando los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento a corto plazo. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 0,7 % en septiembre —lo que señala una inflación moderada—, debido principalmente a efectos de base y a la deflación en curso de los precios de los alimentos en un contexto de normalización de los precios de la carne de porcino. Por el contrario, la inflación interanual medida por el índice de precios industriales aumentó hasta situarse en el 10,7 %, la tasa más alta observada en aproximadamente 25 años, sobre todo como resultado de las fuertes subidas de los precios en sectores con un uso intensivo del carbón y de otras fuentes de energía.

2

Evolución financiera

Con el trasfondo de las crecientes presiones inflacionistas como factor dominante en los mercados financieros durante el período de referencia, la pendiente de la curva forward del tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) aumentó de forma significativa, lo que reflejó, sobre todo, el hecho de que los participantes en los mercados descontaran una subida de los tipos de interés oficiales antes de lo previsto. Asimismo, los tipos de interés nominales libres de riesgo a largo plazo —y, con ellos, los rendimientos de la deuda soberana— se incrementaron como consecuencia de un aumento notable de la compensación por inflación. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras y los diferenciales de los valores de renta fija privada prácticamente no variaron durante el período analizado, mientras que las cotizaciones bancarias experimentaron un alza. El tipo de cambio efectivo del euro se depreció.

El tipo de interés de referencia (€STR) y el índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) se situaron, en promedio, en -57 y -49 puntos básicos, respectivamente, durante el período considerado (del 9 de septiembre al 27 de octubre de 2021)¹. El exceso de liquidez aumentó en unos 20 mm de euros y se situó en torno a los 4.424 mm de euros, reflejo, principalmente, de las adquisiciones de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como de los 97,57 mm de euros adjudicados en la novena operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés). No obstante, el avance del exceso de liquidez se vio limitado de forma considerable por los reembolsos anticipados por importe de 79,24 mm de euros de la financiación obtenida en TLTRO III anteriores y por la disminución neta de otros activos por valor de unos 107 mm de euros durante el período analizado.

La pendiente de la curva forward del €STR aumentó de forma significativa, ya que los participantes en el mercado descontaron una subida de los tipos de interés oficiales antes de lo previsto en respuesta a las crecientes presiones inflacionistas a corto plazo. De la curva *forward* se desprende que el €STR permanecerá en su cota actual (-57 puntos básicos) hasta junio de 2022 y que posteriormente se elevará y alcanzará los 26 puntos básicos al final de 2027. Como consecuencia del sustancial incremento de los indicadores de mercado de la compensación por inflación, el momento en el que el €STR superará su nivel actual en 10 puntos básicos, como se ha reflejado en la curva *forward*, se ha desplazado de principios de 2024 a finales de 2022, y en la actualidad se sitúa más de un año antes que al principio del período de referencia.

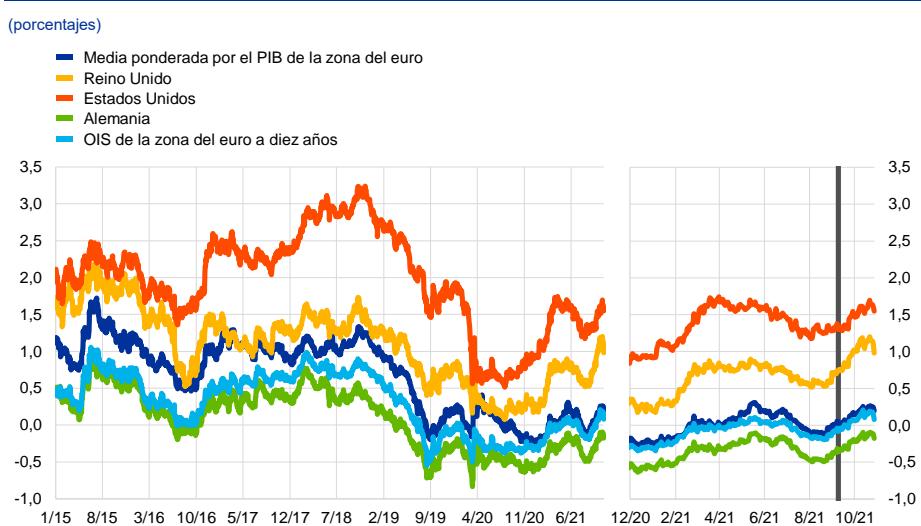
¹ La metodología de cálculo del eonia se modificó el 2 de octubre de 2019; desde entonces se calcula sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «[Adiós eonia, hola €STR](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019. El eonia dejará de utilizarse el 3 de enero de 2022.

En general, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo reflejaron la evolución de los tipos de interés nominales libres de riesgo (gráfico 3).

Durante el período de referencia, 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 al mismo plazo se incrementaron en 20 y 19 puntos básicos, hasta situarse en el 0,2 % y el -0,18 %, respectivamente, mientras que los de España y Portugal aumentaron 16 y 18 puntos básicos, respectivamente. En general, estos ascensos fueron reflejo de la evolución de los tipos libres de riesgo a largo plazo, y el tipo *swap* del eonia (OIS, por sus siglas en inglés) nominal a diez años registró un alza de 16 puntos básicos, hasta el 0,08 %. En ese mismo período, los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos se elevaron 25 puntos básicos y se situaron en el 1,55 %, mientras que los del Reino Unido se ampliaron en 24 puntos básicos, hasta el 0,98 %. El crecimiento marginalmente menor de los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro en comparación con los de estas dos economías puede atribuirse a que los participantes en el mercado han descontado que el proceso de normalización de la política monetaria se iniciará antes en Estados Unidos y el Reino Unido que en la zona del euro. Los mercados de renta fija de la zona del euro absorbieron con fluidez la subasta de la primera emisión de bonos verdes llevada a cabo con éxito en el marco del programa *Next Generation EU*, la mayor emisión de este tipo de bonos registrada hasta la fecha.

Gráfico 3

Rendimientos de la deuda soberana a diez años



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (9 de septiembre de 2021). La última observación corresponde al 27 de octubre de 2021.

Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos OIS aumentaron ligeramente. El diferencial de la deuda soberana a diez años de Alemania pasó a ser algo menos negativo, y al final del período de referencia se situó en el -0,25 %. Los diferenciales de la deuda soberana francesa e italiana al mismo plazo con respecto al tipo OIS correspondiente se ampliaron en 4 y 6 puntos básicos, hasta el 0,09 % y el 0,82 %, respectivamente. En conjunto, las variaciones de los distintos diferenciales

soberanos en relación con los tipos de interés libres de riesgo fueron limitadas, como también se reflejó en el diferencial soberano a diez años agregado de la zona del euro ponderado por el PIB, que experimentó un alza de 4 puntos básicos y se situó en el 0,12 %. Esta métrica permanece próxima a los niveles muy bajos observados al principio del período analizado y sustancialmente por debajo de los registrados antes del comienzo de la crisis del coronavirus (COVID-19).

Los precios de las acciones de las sociedades no financieras apenas variaron durante el período de referencia, mientras que las cotizaciones del sector bancario registraron fuertes ganancias. El impacto negativo de la subida de los tipos de descuento sobre los precios de las acciones se vio contrarrestado por la mejora de las expectativas de crecimiento de los beneficios, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras permanecieron prácticamente inalterados y en niveles próximos a máximos históricos. Aunque el incremento de los tipos de descuento afectó a las cotizaciones más en general, las del sector bancario subieron un 6 % en la zona del euro y un 12 % en Estados Unidos. Durante la segunda quincena de septiembre, el efecto del posible impago del promotor inmobiliario chino Evergrande lastró los mercados internacionales de capitales, como quedó reflejado en un aumento transitorio de la volatilidad de los precios, pero posteriormente se consideró que las autoridades chinas habían contenido suficientemente este riesgo.

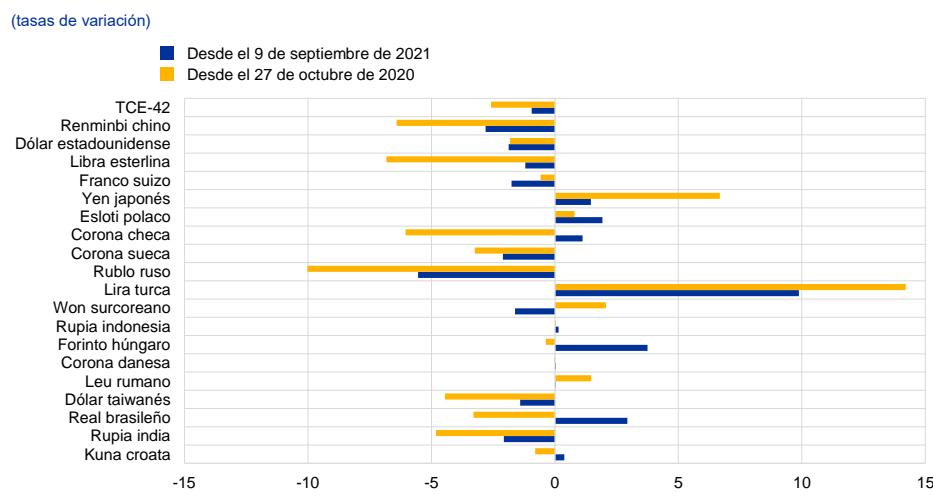
Los diferenciales de los valores de renta fija del sector financiero y de las sociedades no financieras apenas variaron durante el período de referencia, y se mantuvieron por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. Los diferenciales de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de estos dos sectores (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) se situaron en 49 y 39 puntos básicos, respectivamente, al final del período de referencia, muy por debajo de los niveles previos a la pandemia. En general, parece que los inversores y las agencias de calificación siguen siendo optimistas sobre las perspectivas de rentabilidad y crediticias de las empresas de la zona del euro.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció (gráfico 4), como resultado de una pérdida generalizada de valor frente a varias de 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 0,9 %. El euro perdió valor frente al dólar estadounidense (1,8 %), con lo que continuó su reciente tendencia a la baja y reflejó las expectativas de los mercados de una normalización más rápida de la política monetaria en Estados Unidos que en la zona del euro. El euro también se debilitó frente a otras de las principales monedas, como el renminbi chino (2,8 %), el franco suizo (1,8 %) y la libra esterlina (1,2 %), y registró una depreciación acusada (5,5 %) frente al rublo ruso, que mostró una fortaleza generalizada en el contexto de la reciente subida de los precios energéticos. En el mismo período, el euro se apreció de forma significativa frente a la lira turca (9,9 %) y el real brasileño (2,9 %) en un entorno de volatilidad generalizada de estas monedas últimamente. El euro también continuó apreciándose frente a las monedas de varios de los Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes a la zona

del euro, entre ellas el forinto húngaro (3,8 %), el esloti polaco (1,9 %) y la corona checa (1,1 %).

Gráfico 4

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



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 27 de octubre de 2021.

3

Actividad económica

La actividad económica de la zona del euro continuó su senda de recuperación en el tercer trimestre de 2021, tras crecer un 2,1 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. El levantamiento de las restricciones relacionadas con la pandemia, las elevadas tasas de vacunación y el menor temor al contagio permitieron que los servicios de mercado que requieren interacción social y el turismo repuntaran con fuerza en los meses de verano. Al mismo tiempo, la producción de las manufacturas se ha seguido viendo frenada por la escasez de materiales, equipos y mano de obra, así como por el incremento de los costes del transporte y de los precios de la energía.

Se espera que el crecimiento del producto mantenga su dinamismo en los próximos meses, si bien a un ritmo más lento hacia finales de año. El gasto en consumo —en particular en servicios— continúa recuperándose y la confianza de los consumidores es elevada, aunque el impacto de la subida de los precios del petróleo puede reducir el poder adquisitivo de los hogares. Al mismo tiempo, el mercado de trabajo sigue mejorando, lo que respalda la perspectiva de aumento de los ingresos y del gasto. Además, la recuperación de la demanda interna y mundial está impulsando la inversión empresarial, pero las restricciones de oferta siguen lastrando la producción y el comercio, especialmente en el sector de bienes de equipo.

Para sostener la recuperación, una política fiscal bien enfocada y coordinada debe seguir complementando la política monetaria. Este apoyo también ayudará a la economía a adaptarse a los cambios estructurales que se están produciendo. Una implementación efectiva del programa Next Generation EU y del paquete «Objetivo 55» contribuirá a que la recuperación sea más sólida, más verde y más equilibrada en todos los países de la zona del euro.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la zona del euro están, en general, equilibrados. Con todo, las incertidumbres relacionadas con la pandemia continúan siendo elevadas. El ritmo de la recuperación podría verse ralentizado por los riesgos a la baja relacionados con los cuellos de botella en la oferta y la subida de los precios de la energía. Sin embargo, un desahorro mayor de lo esperado por parte de los consumidores podría dar lugar a una expansión más vigorosa de lo previsto en la actualidad.

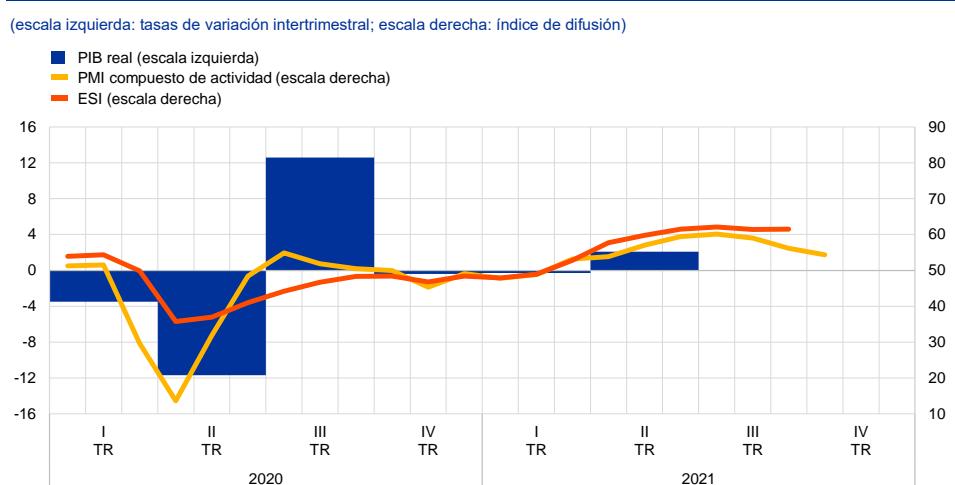
Tras dos trimestres de caída del producto, el PIB real de la zona del euro experimentó un repunte en el segundo trimestre de 2021 y se estima que siguió creciendo en el tercero². En el segundo trimestre, la actividad económica repuntó y el PIB registró un crecimiento intertrimestral del 2,1 %. Este resultado compensó con creces la caída acumulada —el 0,7 %— en los dos trimestres anteriores. Con todo, el PIB todavía se situaba un 2,7 % por debajo del máximo previo a la pandemia, observado a finales de 2019 (gráfico 5). La desagregación del

² El PIB real creció un 2,2 % en el tercer trimestre, según la estimación de avance de Eurostat publicada tras la reunión del Consejo de Gobierno, el 28 de octubre. Esta estimación está básicamente en consonancia con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2021.

gasto muestra que la demanda interna fue el factor que más contribuyó al crecimiento, junto con una pequeña aportación positiva de la demanda exterior neta. Al mismo tiempo, en el segundo trimestre, la contribución de la variación de existencias al crecimiento fue negativa, después de dos trimestres de aportaciones muy positivas. El aumento de la actividad en dicho trimestre fue generalizado en los distintos países.

Gráfico 5

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



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea se normaliza y reescaliza para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés). Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2021 para el PIB real, a septiembre de 2021 para el ESI y a octubre de 2021 para el PMI.

La información cuantitativa, junto con los resultados de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia, apuntan a la continuación del intenso crecimiento del PIB en el tercer trimestre de este año y a su moderación en el cuarto. Este resultado reflejaría el aumento de las tasas de vacunación y el descenso de las tasas de contagio en el tercer trimestre, lo que permitió la relajación de las medidas de contención. Es probable que la expansión en el citado trimestre se viera impulsada, sobre todo, por los servicios, dado que los cuellos de botella en la oferta siguieron afectando a parte del sector manufacturero. Estos cuellos de botella, unidos a la escasez de mano de obra, probablemente frenen el avance del producto hacia finales de año, mientras que cualquier efecto compensador de los servicios podría ser menos pronunciado porque el cuarto trimestre suele ser un período de menor actividad turística. En el [recuadro 5](#) se presenta un análisis más detallado del papel de los servicios que requieren interacción social en la recuperación. Las empresas que operan en el sector no financiero corroboran, en líneas generales, esta narrativa global sobre las perspectivas a corto plazo (véase [recuadro 2](#)).

En cuanto a los datos mensuales más recientes, la producción industrial disminuyó un 1,6 %, en tasa intermensual, en agosto, tras un avance de magnitud similar en julio. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto de actividad, más actualizado, aumentó hasta situarse en 58,4 en el tercer trimestre de

2021 —desde un valor de 56,8 en el segundo—, lo que reflejó el descenso de la producción de las manufacturas (58,6) y la mayor actividad de los servicios (58,4). Sin embargo, el PMI retrocedió de nuevo en octubre y se situó en 54,3, debido a la evolución tanto de la actividad del sector servicios como de la producción manufacturera. Los cuellos de botella en la oferta observados en las manufacturas, reflejados en el PMI de plazos de entrega de los proveedores, se intensificaron en ese mes. Las existencias de compras de este sector alcanzaron un máximo en octubre, lo que sugiere una acumulación adicional de existencias para afrontar una posible escasez de suministros. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea también mejoró entre el segundo y el tercer trimestre y se mantuvo muy por encima del nivel previo a la pandemia observado en febrero del año pasado. La mejora fue generalizada en los distintos componentes, y el mayor incremento correspondió a los servicios. Al mismo tiempo, los indicadores de alta frecuencia relativos al consumo se stabilizaron en torno a los niveles anteriores a la pandemia en el tercer trimestre, lo que indica una mayor demanda de servicios (como ocio, restaurantes y hoteles) que de bienes (como automóviles).

La tasa de paro de la zona del euro descendió en agosto, aún respaldada por los programas de mantenimiento del empleo³. Esta tasa se situó en el 7,5 % en agosto, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la de julio (gráfico 6) y unos 0,1 puntos porcentuales por encima de la registrada antes de la pandemia, en febrero de 2020. El número de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo está disminuyendo y supuso en torno al 2 % de la población activa en agosto. El empleo creció un 0,7 % en el segundo trimestre de 2021, tras experimentar un retroceso del 0,1 % en el primero⁴. El total de horas trabajadas aumentó un 2,3 % en el segundo trimestre del año, después de caer un 0,3 % en el primero. Esta evolución reciente refleja el impacto de la relajación de las restricciones relacionadas con la pandemia a raíz del avance de las campañas de vacunación. Con todo, el total de horas trabajadas en el segundo trimestre de 2021 se mantuvo un 4,1 % por debajo del nivel observado en el cuarto trimestre de 2019. Del mismo modo, la tasa de actividad en el segundo trimestre de 2021 seguía siendo inferior —en unos 1,4 millones de personas— a los niveles registrados antes de la crisis⁵.

³ Para una descripción del uso de los programas públicos de mantenimiento del empleo durante la pandemia, véase el gráfico 11 del artículo titulado «[Hours worked in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021. Para un análisis más amplio del mercado de trabajo de la zona del euro durante la pandemia, véase el artículo «[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

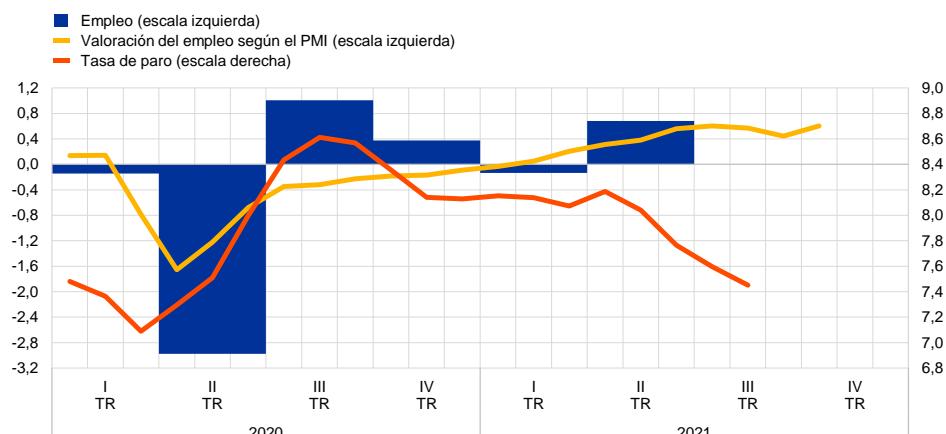
⁴ Véase también el recuadro 4 titulado «[El impacto de la pandemia de COVID-19 en el crecimiento de la productividad del trabajo](#)» en este Boletín Económico.

⁵ Las cifras mensuales de desempleo más recientes, aunque preliminares, correspondientes a los meses de julio y agosto de 2021, sugieren que la tasa de actividad aumentó en el tercer trimestre. Véase también el recuadro 3 titulado «[Evolución de la oferta de trabajo en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19](#)» en este Boletín Económico.

Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo han continuado mejorando. El PMI mensual compuesto de empleo, que engloba a la industria y a los servicios, aumentó hasta situarse en 56,1 en octubre —desde un valor de 54,4 en septiembre—, con lo que se mantuvo por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. El PMI de empleo se ha recuperado de forma sustancial desde su mínimo histórico de abril de 2020 y se situó en terreno expansivo por noveno mes consecutivo en octubre de 2021.

El gasto de los hogares siguió repuntando en el tercer trimestre, como consecuencia de las elevadas tasas de vacunación y del menor temor al contagio. Después de experimentar algunos retrocesos, la confianza de los consumidores volvió a aumentar hasta un valor de -4 en septiembre (desde -5,3 en agosto). Las ventas del comercio minorista en julio y agosto se situaron, en promedio, un 0,1 % por encima del nivel observado en el segundo trimestre, reflejo del reequilibrio del gasto, de bienes a servicios. El gasto en vacaciones siguió creciendo durante el verano, en consonancia con la mejora de la confianza empresarial de las ramas de servicios de alojamiento y de turismo y viajes. De cara al futuro, los hogares mantienen la confianza en su situación financiera, pese a los precios crecientes de la energía. El grado en que la actual escalada de los precios energéticos puede ralentizar la recuperación del consumo privado depende de si estos incrementos obedecen a un aumento de la demanda agregada o a disrupciones en el suministro de energía. La encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea sugiere que, hasta ahora, el alza que están registrando los precios de consumo tiene su origen, en gran medida, en la expansión de la actividad económica, dadas las considerables expectativas de los hogares sobre dicha actividad y sobre su propia situación financiera. Esto contrasta claramente, por ejemplo, con la reacción observada en la época de la invasión de Kuwait por Irak en 1990, cuando las graves disrupciones en el suministro de

petróleo hicieron que los hogares revisaran inmediatamente a la baja sus expectativas con respecto a la renta y la actividad.

La inversión empresarial siguió viéndose obstaculizada por las disrupciones del lado de la oferta durante el tercer trimestre. En julio y agosto de 2021, la producción de bienes de equipo disminuyó un 1,2 %, en promedio, con respecto al segundo trimestre. El PMI de nuevos pedidos de estos bienes descendió continuamente en los meses de verano, en un contexto de persistencia de cuellos de botella en la oferta, aunque se mantuvo en niveles elevados. Al mismo tiempo, el ESI se encuentra próximo a su máximo histórico y, según la encuesta de coyuntura industrial de la Comisión Europea, la valoración de la cartera de pedidos ha aumentado recientemente, lo que señala una intensa demanda de bienes de equipo. En conjunto, los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento de la inversión empresarial permaneció en territorio positivo en el tercer trimestre. La evolución de las disrupciones de oferta seguirá siendo una fuente fundamental de incertidumbre para la dinámica de la inversión en los próximos trimestres. Desde principios de 2021 se ha observado una divergencia creciente entre la producción de bienes de equipo y los plazos de entrega de los proveedores, lo que respalda la opinión de que es probable que las disrupciones del lado de la oferta —que han dilatado los plazos de entrega de los bienes intermedios— estén frenando la producción de estos bienes y la inversión de las empresas. En la medida en que se espera que los cuellos de botella en la oferta se resuelvan solo de forma gradual, podrían continuar lastrando la inversión empresarial en el futuro.

La inversión en vivienda siguió viéndose afectada por los cuellos de botella en la oferta en el tercer trimestre, en un entorno de pujanza de la demanda. En el segundo trimestre de 2021, la inversión residencial ya había superado en más de un 2 % el nivel registrado en el último trimestre de 2019, antes de la crisis⁶. Aunque la fortaleza de la demanda continuó respaldando la recuperación, las restricciones de oferta dificultaron cada vez más la actividad de la construcción en el tercer trimestre. En julio y agosto, la actividad constructora se situó, en promedio, en torno a un 1 % por debajo del nivel observado en el segundo trimestre. Según el PMI de actividad de la construcción, disponible hasta septiembre, los cuellos de botella en la oferta se tradujeron en unos plazos de entrega históricamente dilatados y en unos precios elevados de los insumos. Además, los datos de la encuesta de la Comisión Europea relativa a la construcción, disponibles hasta septiembre, sugieren que los principales factores limitadores de la producción fueron la escasez de materiales y de trabajadores, con restricciones insignificantes causadas por la demanda. La incierta evolución del equilibrio entre los factores adversos relacionados con la oferta y los favorables relacionados con la demanda comporta una incertidumbre considerable en torno a las perspectivas de inversión en vivienda a corto plazo. Por una parte, la persistencia de los cuellos de botella puede conducir a nuevos incrementos de los costes de la construcción, lo que mermaría la rentabilidad de las empresas, y ejercer presiones al alza sobre los precios de los inmuebles residenciales y, por tanto, reducir la accesibilidad de las familias a la vivienda. Por otra, las condiciones de

⁶ Para un análisis exhaustivo de los factores determinantes recientes y de las perspectivas a corto plazo del mercado de la vivienda de la zona del euro, véase el artículo titulado «[The euro area housing market during the COVID-19 pandemic](#)» en este Boletín Económico.

financiación favorables y las medidas de apoyo a las rentas, así como un elevado volumen de ahorro acumulado, podrían seguir sosteniendo la demanda, como demuestra la intención de gasto en compra o en reforma de viviendas de los hogares, que se sitúa muy por encima de los niveles previos a la pandemia⁷.

El comercio de la zona del euro continúa recuperándose a dos velocidades, ya que las exportaciones de bienes se mantienen contenidas y las de servicios están repuntando en cierta medida. Las exportaciones totales de la zona del euro aumentaron un 2,7 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2021. Con todo, el ritmo de crecimiento de las exportaciones de bienes se ralentizó al final de ese trimestre, y los datos disponibles para julio y agosto apuntan a una debilidad continuada de la evolución del comercio en el tercer trimestre de 2021. Las exportaciones e importaciones reales de la zona del euro disminuyeron en julio, y el descenso fue generalizado entre los socios comerciales más importantes y en las distintas categorías de bienes. Esta debilidad puede atribuirse a la reducción de la demanda exterior de productos de la zona del euro, ostensible en las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) y en los indicadores prospectivos basados en pedidos, que también se han reducido. Además, los cuellos de botella relacionados con el transporte y los insumos siguieron constituyendo un lastre en el tercer trimestre, en particular para el comercio de bienes de la zona del euro⁸. Los indicadores adelantados de comercio de servicios también han registrado cierta moderación, pero continúan señalando un ligero repunte en el tercer trimestre de 2021, impulsado por el turismo.

Se espera que la economía de la zona del euro continúe su senda de recuperación, respaldada por las políticas fiscal y monetaria. Al mismo tiempo, la pandemia puede generar cambios más duraderos en la demanda que podrían dar lugar a desequilibrios persistentes entre la oferta y la demanda en los distintos sectores. Una política fiscal ambiciosa, bien enfocada y coordinada debe seguir complementando la política monetaria para sostener la recuperación. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica \(EPE\)](#) (realizada a principios de octubre) muestran una revisión al alza de las previsiones relativas al crecimiento del PIB para 2021, mientras que prácticamente no han variado para 2022 y 2023 en comparación con la encuesta anterior llevada a cabo a principios de julio.

⁷ Datos recientes de la nueva encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE confirman esta evidencia. Véase el recuadro 6 titulado «[La recuperación de la demanda de vivienda según la encuesta sobre las expectativas de los consumidores](#)», en este Boletín Económico.

⁸ Véase el recuadro titulado «[El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021.

4

Precios y costes

Según los datos definitivos de Eurostat correspondientes a septiembre, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro aumentó de nuevo ese mes y se situó en el 3,4 %, frente al 3 % de agosto de 2021. Se prevé que la inflación siga creciendo este año. Aunque la fase actual de inflación más elevada durará más de lo previsto inicialmente, se espera que descienda en el transcurso del próximo año. El repunte de la inflación refleja en gran medida una combinación de tres factores. En primer lugar, los precios de la energía se han incrementado de forma notable y en septiembre representaron alrededor de la mitad de la inflación general. En segundo lugar, los precios están subiendo porque la recuperación de la demanda asociada a la reapertura de la economía está superando a la oferta. Esta dinámica es especialmente visible en los precios de los servicios de consumo, así como en los de los bienes más afectados por la escasez de oferta. Por último, los efectos de base relacionados con la finalización de la reducción del IVA en Alemania siguen contribuyendo a que la inflación sea más alta. Se espera que la influencia de estos tres factores disminuya a lo largo de 2022 o que desaparezca del cálculo de la inflación interanual. Mientras continúe la recuperación, el retorno gradual de la economía a su plena capacidad apoyará un aumento de los salarios con el tiempo. Los indicadores de mercado y de opinión relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han aproximado más al 2 %. Estos factores respaldarán la inflación subyacente y el retorno de la inflación al objetivo del BCE a medio plazo.

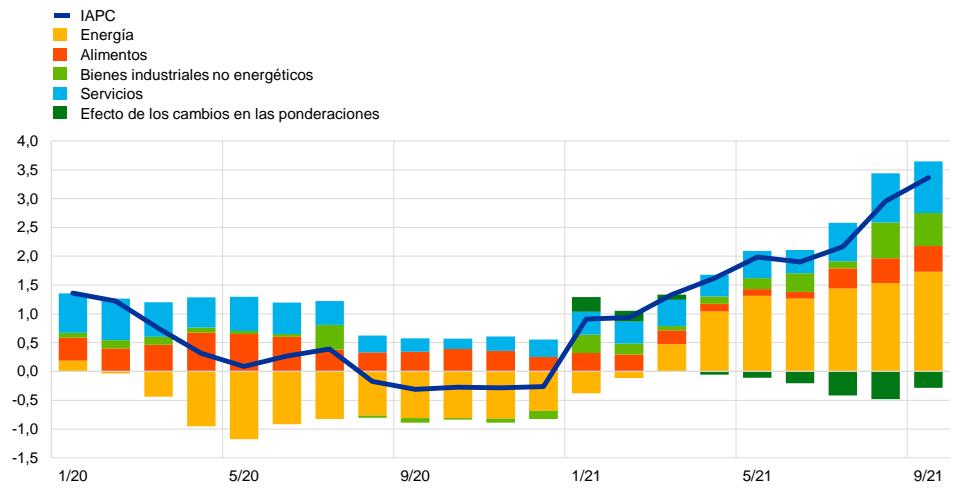
La inflación interanual medida por el IAPC continuó aumentando en septiembre, debido al mayor crecimiento de los precios de la energía y de los servicios (gráfico 7). Según los datos definitivos de Eurostat correspondientes a septiembre, el incremento de la inflación medida por el IAPC general hasta el 3,4 %, desde el 3 % observado en agosto, refleja principalmente el alza de la inflación de la energía, cuya tasa de variación interanual se situó en el 17,6 % en septiembre, frente al 15,4 % de agosto. Sin embargo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), también siguió creciendo y fue del 1,9 % en septiembre, en comparación con el 1,6 % de agosto, como resultado de subidas más acusadas de los precios de los servicios (1,7 % en septiembre, frente al 1,1 % de agosto). Al mismo tiempo, el aumento de los precios de los bienes industriales no energéticos se ralentizó hasta el 2,1 % en septiembre, frente al 2,6 % del mes anterior. En septiembre, la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos permaneció en el 2 %, mientras que el efecto moderador sobre la inflación derivado de los cambios en las ponderaciones del IAPC se redujo. Si se hubiesen utilizado las ponderaciones del IAPC de 2020, en septiembre la inflación medida por el IAPC general y el IAPCX habría sido 0,3 y 0,2 puntos porcentuales más alta, respectivamente, frente a los 0,5 y 0,6 puntos porcentuales de diferencia registrados en agosto⁹.

⁹ Para una descripción detallada del efecto de los cambios en las ponderaciones del IAPC en la medición de la inflación, véase el recuadro 6, titulado «Ponderaciones del IAPC para 2021 y sus implicaciones para la medición de la inflación», Boletín Económico, número 2, BCE, 2021.

Gráfico 7

Inflación general y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

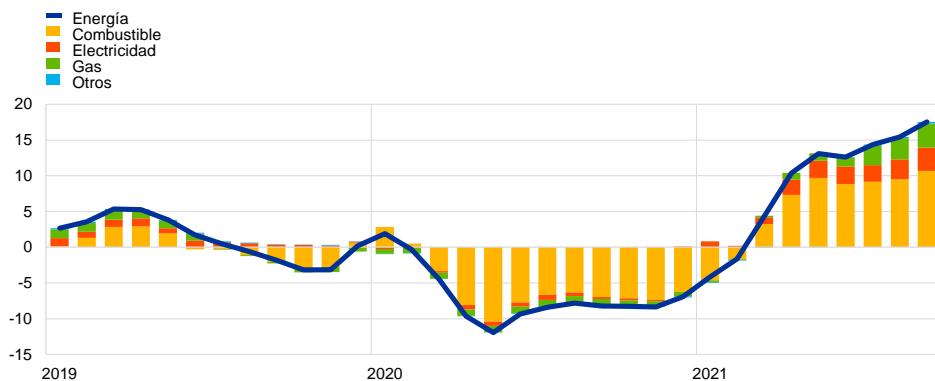
Notas: Las contribuciones de los componentes del IAPC se calculan utilizando las ponderaciones del IAPC para 2020. El impacto de los cambios en las ponderaciones ha sido estimado por el BCE. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2021.

El avance del IAPC de la energía es generalizado y refleja las subidas de los precios de las materias primas energéticas. Estos precios descendieron de manera acusada en todo el mundo cuando comenzó la pandemia, en 2020. A finales de ese año empezaron a recuperarse y en 2021 siguieron aumentando. Como los precios se han incrementado desde los bajos niveles registrados en 2020, esta dinámica ha generado un fuerte efecto de base alcista, que explica en gran medida las elevadas tasas de crecimiento interanual que se observan en estos momentos. Con todo, los precios actuales de las materias primas energéticas han superado los niveles anteriores a la pandemia. El máximo histórico que alcanzó el IAPC de la energía en septiembre (17,6 %) puede atribuirse a los incrementos observados en sus componentes de gas, electricidad y combustible (gráfico 8). Hasta mayo, el avance estuvo impulsado, principalmente, por la subida del combustible, reflejo del repunte de los precios del petróleo. En los últimos meses, la contribución del primero siguió siendo elevada, y a ella se unieron los aumentos de los componentes de gas y electricidad. El punto hasta el que estos incrementos se materializan en cambios en los precios de consumo varía considerablemente de un país a otro, y el efecto suele ser retardado.

Gráfico 8

Descomposición de la inflación de la energía

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Combustible» se refiere al componente del IAPC «combustibles líquidos y combustibles y lubricantes para vehículos privados». «Otros» incluye los componentes de la clasificación COICOP (nivel de cinco dígitos) «combustibles sólidos» y «energía calórica». Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2021.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente continuaron

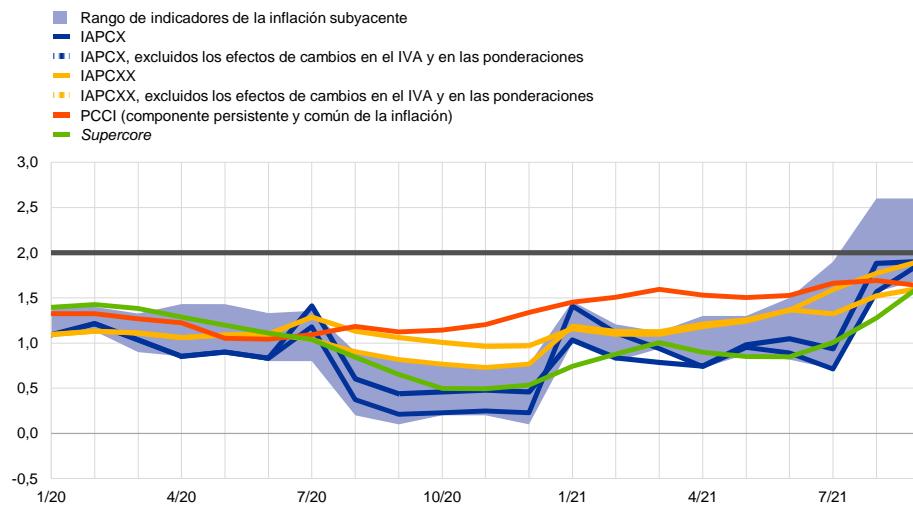
subiendo (gráfico 9). Si bien la reducción temporal del IVA en Alemania entre julio y diciembre de 2020 sigue teniendo un ligero efecto alcista en el IAPCX en el segundo semestre de 2021, los cambios en las ponderaciones están teniendo un leve impacto moderador actualmente. Si no se considerasen esos efectos extraordinarios, la tasa de inflación medida por el IAPCX se situaría en el 1,9 %. Esta tasa, que también excluye los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir y calzado, aumentó desde el 1,8 % registrado en agosto hasta el 1,9 % en septiembre. 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, descendió ligeramente en septiembre, hasta el 1,6 %, desde el 1,7 % de agosto. El indicador Supercore (inflación «supersubyacente») se encuentra en la parte inferior del rango de indicadores de la inflación subyacente y en septiembre aumentó por cuarto mes consecutivo hasta situarse en el 1,6 %, frente al 1,3 % de agosto. La mayoría de las medidas de inflación subyacente se mantienen por debajo del objetivo del 2 %¹⁰.

¹⁰ Las medias recortadas (que eliminan en torno al 5 % o al 15 % de cada cola de la distribución de las variaciones interanuales de los precios) se sitúan por encima del objetivo del 2 % porque incluyen algunos componentes energéticos que actualmente registran tasas de inflación muy elevadas. Para más información sobre estas y otras medidas de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «[Measures of underlying inflation for the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

Gráfico 9

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



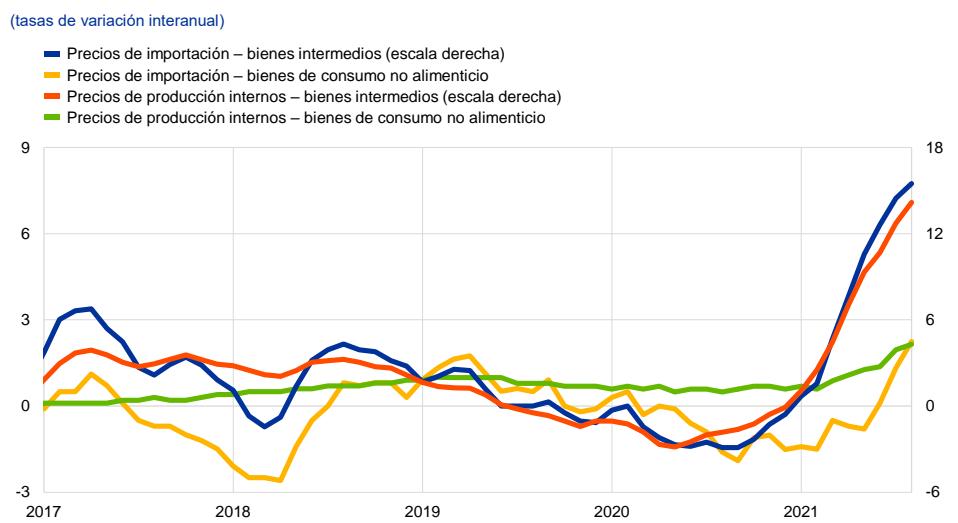
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Las presiones inflacionistas latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC continuaron aumentando en agosto, resultando ser más persistentes de lo previsto inicialmente (gráfico 10). Los precios de producción en las distintas fases del proceso de formación de precios siguieron subiendo en julio y en agosto, en comparación con junio. En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios aumentó —del 12,7 % en julio al 14,2 % en agosto—, mientras que la correspondiente a los precios de importación de esos bienes se incrementó hasta el 15,5 % en agosto, desde el 14,5 % observado en julio. En las fases posteriores del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción internos de los bienes de consumo no alimenticio —un indicador clave de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos— continuó avanzando gradualmente por sexto mes consecutivo y subió desde el 2 % observado en julio hasta alcanzar el 2,2 % en agosto, un nivel elevado en términos históricos. La tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio también registró un alza y se situó en el 2,2 % en agosto, frente al 1,3 % de julio, principalmente como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio más que por el efecto de la subida de los precios de venta en los países que son socios comerciales. Dado que las presiones latentes se materializan con cierto desfase en los precios de los bienes industriales no energéticos, cabe esperar presiones alcistas adicionales a corto plazo.

Gráfico 10

Indicadores de las presiones inflacionistas latentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2021.

Las presiones salariales continúan siendo moderadas, en general. Los indicadores más recientes disponibles sobre el avance de los salarios, como el crecimiento de la remuneración por asalariado o por hora, siguieron viéndose muy afectados por las medidas adoptadas para amortiguar los efectos de la pandemia, como, por ejemplo, los programas de mantenimiento del empleo. En la primavera de 2020, estos programas redujeron la remuneración por asalariado y aumentaron la remuneración por hora, lo que se tradujo en fuertes efectos de base en el segundo trimestre de 2021. En consecuencia, la remuneración por asalariado creció un 8 % en ese trimestre, mientras que la remuneración por hora disminuyó un 3,9 %. En cambio, los salarios negociados no se vieron directamente afectados por la evolución de las horas trabajadas y por el registro de las prestaciones asociadas a los programas de mantenimiento del empleo en 2020, por lo que son un indicador más fiable de las presiones salariales durante la pandemia. Al mismo tiempo, los pagos extraordinarios efectuados en relación con la pandemia han introducido cierta volatilidad en ese indicador recientemente. En conjunto, el crecimiento de los salarios negociados ha seguido siendo limitado en los últimos meses y se desconoce si los impactos alcistas de las recientes subidas de la inflación de los precios de consumo se trasladarán a los salarios¹¹.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo siguieron aumentando, y el tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años superó el 2 % por primera vez en siete años. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo registraron nuevos máximos. Durante el período de referencia, el tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años superó el 2 %, un nivel no observado desde agosto de 2014, y alcanzó el

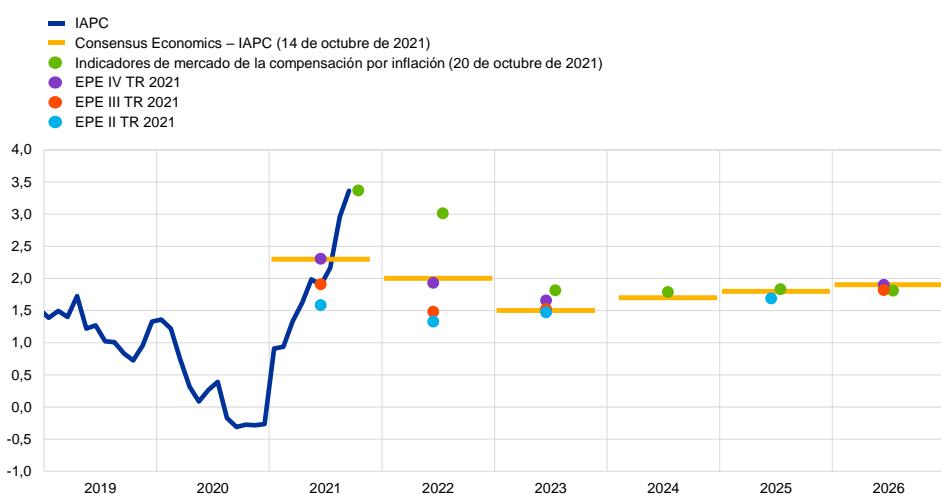
¹¹ Para una descripción del grado de indexación de los salarios a la inflación en la zona del euro y cómo ello podría influir en los efectos de segunda vuelta, véase el recuadro 7 de este Boletín Económico: «La prevalencia de la indexación salarial en el sector privado de la zona del euro y su posible influencia en el impacto de la inflación en los salarios».

2,1 % el 27 de octubre de 2021. Si bien los tipos *swap* de inflación se incrementaron en todos los plazos, la subida más acusada se produjo en los vencimientos a corto y a medio plazo, lo que es compatible con un aumento transitorio —aunque más persistente— de la inflación a corto plazo. Los mercados descontaron un alza transitoria de la compensación por inflación a corto plazo más intensa y más prolongada que al comienzo del período analizado. El avance de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación, particularmente en el corto plazo, puede atribuirse, sobre todo, a los actuales desequilibrios entre la demanda y la oferta, en concreto, los cuellos de botella en la oferta más persistentes y la subida de los precios de la energía. Con todo, para los próximos cinco años, los mercados de opciones de inflación continúan señalando una probabilidad neutral al riesgo de alrededor del 40 % de que la inflación media de la zona del euro se mantenga por debajo del 2 %, y la probabilidad de que la inflación supere el 3 % ha aumentado hasta el 11 %. Según la [encuesta a expertos en previsión económica \(EPE\) del BCE](#) correspondiente al cuarto trimestre de 2021, las expectativas de inflación se han revisado al alza para todo el horizonte de proyección (gráfico 11). Las expectativas de la inflación medida por el IAPC se sitúan en el 2,3 %, el 1,9 % y el 1,7 % para 2021, 2022 y 2023, respectivamente. En comparación con la edición anterior, estas revisiones suponen un incremento de 0,4 puntos porcentuales para 2021 y 2022, y de 0,2 puntos porcentuales para 2023. Según los participantes en la encuesta, las revisiones al alza se deben principalmente a la subida de los precios de la energía y al impacto de las tensiones en las cadenas de suministro. Por lo que respecta a las perspectivas de inflación a corto plazo, muchos de los encuestados señalaron que preveían un incremento adicional de la tasa de inflación en los meses finales de 2021, si bien siguen esperando un descenso acusado de la inflación a lo largo de 2022. Las expectativas de inflación a cinco años vista de la EPE crecieron del 1,8 % al 1,9 %, por lo que se aproximan al objetivo del 2 %.

Gráfico 11

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 forward a un año dentro de un año, la tasa forward a un año dentro de dos años, la tasa forward a un año dentro de tres años y la tasa forward a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 20 de octubre de 2021. La encuesta EPE del BCE correspondiente al cuarto trimestre de 2021 se realizó entre el 1 y el 11 de octubre de 2021. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones de Consensus Economics es el 14 de octubre de 2021.

5

Dinero y crédito

La creación de dinero en la zona del euro siguió normalizándose en septiembre de 2021, reflejo de la mejora de la situación de la pandemia de coronavirus (COVID-19) y de las medidas de apoyo. Las compras de activos por parte del Eurosystemo continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero. El crecimiento de los préstamos al sector privado se estabilizó en los niveles observados antes de la pandemia y se benefició de unas condiciones de financiación ventajosas. Además, según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas prácticamente no variaron y los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda registraron un leve endurecimiento en el tercer trimestre de 2021, al tiempo que la demanda de préstamos de empresas y hogares continuó incrementándose.

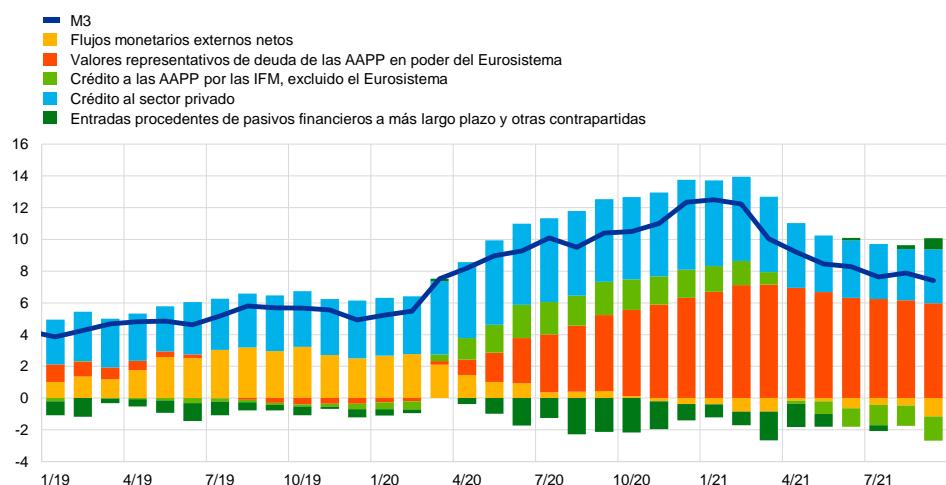
El crecimiento del agregado monetario amplio siguió moderándose en septiembre de 2021. La tasa de expansión interanual de M3 descendió hasta el 7,4% en septiembre, frente al 7,9% de agosto (gráfico 12), ya que siguió viéndose afectada por los efectos de base negativos asociados al excepcional incremento de la liquidez entre marzo y septiembre de 2020. La tasa intertrimestral de crecimiento monetario se acercó más a su media de largo plazo, y la dinámica a más corto plazo de M3 continuó beneficiándose del sustancial apoyo proporcionado por las políticas monetaria, fiscal y prudencial. Por lo que se refiere a los componentes, el avance de M3 estuvo impulsado, sobre todo, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. Tras empezar a moderarse en el segundo trimestre de 2021 con respecto a las elevadas tasas de crecimiento observadas durante el primer año de la pandemia, la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo estable en el 11 % en septiembre, principalmente como resultado del acusado ascenso de los depósitos a la vista. Aunque la contribución de otros depósitos a corto plazo continuó siendo negativa en septiembre, sobre todo debido a la evolución de los depósitos a plazo, los instrumentos negociables siguieron realizando una pequeña aportación al crecimiento interanual de M3, lo que reflejó el bajo nivel de los tipos de interés y la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

La creación de dinero siguió estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosystemo. Al igual que en trimestres anteriores, la mayor contribución al crecimiento de M3 procedió de las compras netas de deuda pública realizadas por el Eurosystemo en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) (parte de color rojo de las barras del gráfico 12). El crédito al sector privado (parte de color azul de las barras) también impulsó el crecimiento de M3. La contribución a la creación de dinero procedente del crédito a las Administraciones Públicas concedido por las entidades de crédito siguió siendo negativa, debido a las ventas de deuda pública y a la reducida actividad emisora de este tipo de valores (parte de color verde claro de las barras). Los flujos monetarios externos netos (parte de color amarillo de las barras) también tuvieron

un efecto ligeramente negativo en la creación de dinero, coincidiendo con una depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Sin embargo, otras contrapartidas sostuvieron el crecimiento del agregado monetario amplio (parte de color verde oscuro de las barras), ya que las condiciones favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) proporcionaron incentivos para la sustitución de la financiación bancaria en detrimento de los pasivos a más largo plazo.

Gráfico 12 M3 y sus contrapartidas

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



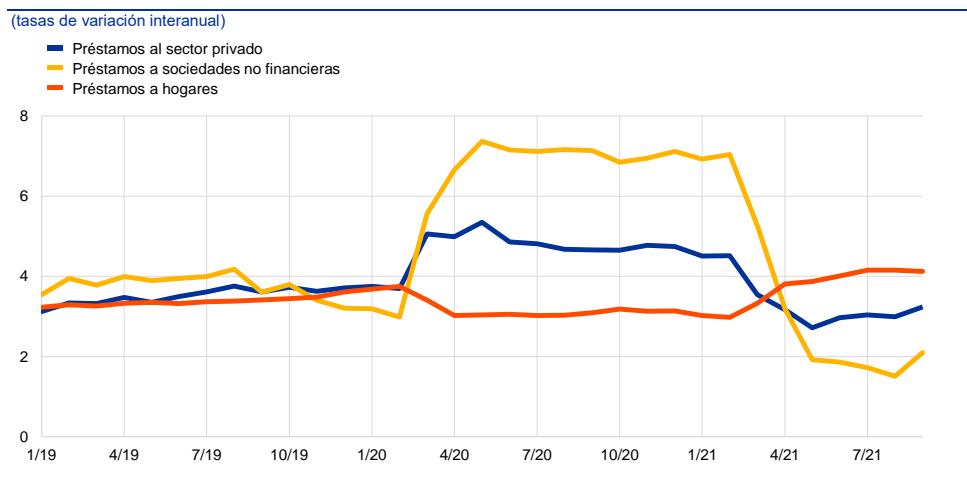
Fuente: BCE.

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

El crecimiento de los préstamos al sector privado se incrementó en septiembre de 2021. El crédito a empresas y a hogares continuó beneficiándose de las condiciones favorables de financiación y de la recuperación económica en curso. El avance de los préstamos al sector privado se aceleró hasta el 3,2 % en septiembre, frente al 3 % de agosto, impulsado por el crédito empresarial y como resultado de un efecto de base positivo (gráfico 13). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a empresas alcanzó el 2,1 % en septiembre, desde el 1,5 % de agosto, respaldada por el aumento de los préstamos a largo plazo. Pese a ese incremento, los elevados saldos de efectivo y la disponibilidad de otras fuentes de financiación no bancarias podrían continuar lastrando la demanda de préstamos bancarios de las empresas. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de los préstamos a hogares descendió ligeramente en septiembre, hasta situarse en el 4,1 % (gráfico 13). La expansión del endeudamiento de los hogares se debió fundamentalmente al incremento del crédito hipotecario, ya que el crecimiento del crédito al consumo siguió siendo débil. Esta circunstancia es atribuible a que la recuperación ha pasado a depender menos del crédito, dado que los hogares han tendido a financiar su consumo con su renta disponible y los ahorros acumulados durante la pandemia. En general, la evolución de los préstamos oculta

considerables diferencias entre los países de la zona del euro, que reflejan, entre otros factores, los efectos dispares de la pandemia y el avance desigual de la recuperación económica en los distintos países.

Gráfico 13
Préstamos al sector privado



Fuente: BCE

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

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2021, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas apenas variaron, mientras que los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda se endurecieron levemente en el tercer trimestre de 2021 (gráfico 14).

Tras registrar un fuerte endurecimiento en los primeros compases de la pandemia, los criterios de concesión de préstamos a empresas se mantuvieron prácticamente sin variación por segundo trimestre consecutivo. Esta evolución refleja una mejora general de la economía de la zona del euro a medida que se han ido retirando las medidas de contención, así como el apoyo que continúan proporcionando las autoridades monetarias, fiscales y de supervisión. Las entidades de crédito señalaron que la percepción de riesgos y la competencia de otros bancos había propiciado una leve relajación neta de los criterios de aprobación, mientras que el coste de financiación y la situación patrimonial de las entidades habían tenido un efecto neutral, en general, debido a la solidez de las ratios de capital y a unos costes de financiación favorables de las entidades. El endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda estuvo relacionado con la tolerancia al riesgo de las entidades de crédito, así como con su coste de financiación y su situación patrimonial, mientras que estos factores tuvieron una incidencia mayormente neutral en el crédito al consumo. Para el cuarto trimestre de 2021, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas experimenten un endurecimiento neto moderado y que los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se vuelvan más restrictivos.

De acuerdo con los resultados de la encuesta, la demanda de préstamos siguió incrementándose en el tercer trimestre de 2021, aunque más en el caso

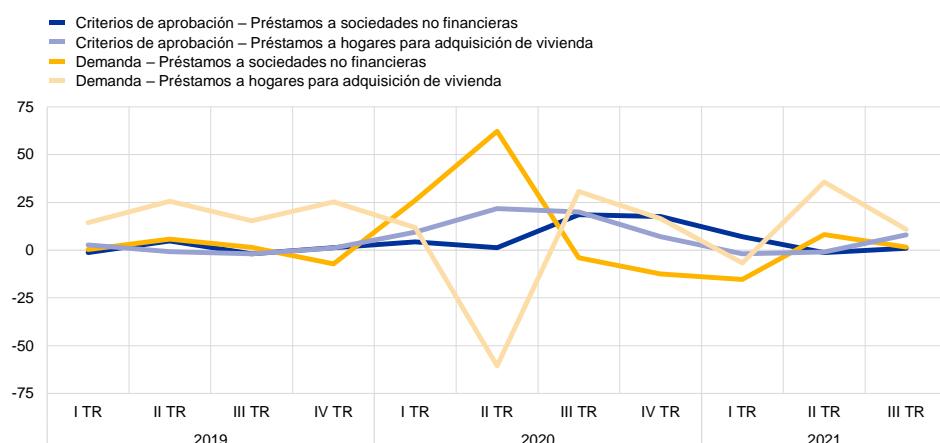
de los hogares que en el de las empresas. Este crecimiento obedece a la mejora de la confianza de los consumidores, al nivel históricamente bajo de los tipos de interés y a las perspectivas del mercado de la vivienda. Las entidades de crédito también indicaron que las necesidades de financiación tanto de inversión en capital fijo como de existencias y capital circulante de las empresas habían contribuido positivamente a la demanda de préstamos. Las entidades esperan que la demanda de crédito de las empresas se incremente de nuevo en el cuarto trimestre de 2021 y que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda de los hogares se mantenga sin cambios en el mismo período.

La encuesta también sugiere que, en general, las medidas de política monetaria no convencionales del BCE favorecieron las actividades de intermediación crediticia de las entidades de crédito. Las entidades señalaron que los programas de compras de activos del BCE (APP y PEPP), junto con la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), habían tenido un impacto positivo en su liquidez y en sus condiciones de financiación en los mercados. Además, indicaron que estas medidas, así como el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito, habían propiciado la suavización de las condiciones del crédito bancario e incidido positivamente en los volúmenes de crédito concedido. Al mismo tiempo, las entidades participantes en la encuesta sugirieron que las compras de activos por parte del BCE y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito habían tenido un impacto negativo en sus ingresos netos por intereses, mientras que un elevado porcentaje de entidades indicaron que las operaciones TLTRO III y el sistema de dos tramos habían favorecido la rentabilidad bancaria.

Gráfico 14

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

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



Fuente: Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro.

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

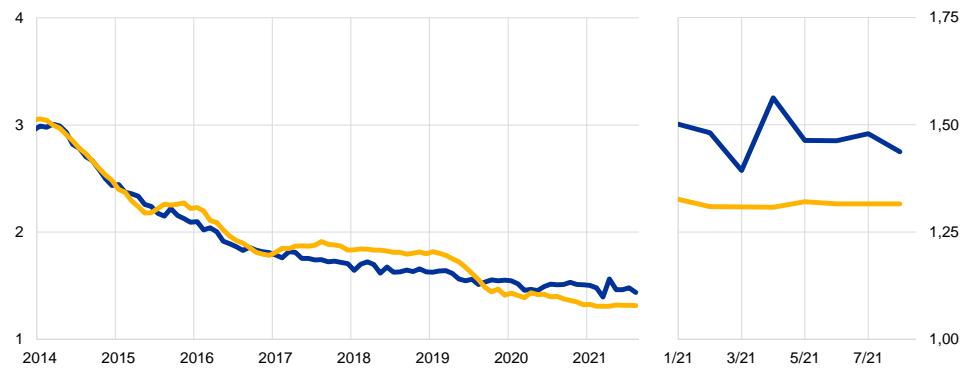
Los tipos de interés del crédito bancario se han estabilizado cerca de sus mínimos históricos. En agosto de 2021, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras descendió ligeramente y se situó en el 1,44 %, y el de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda permaneció prácticamente sin variación en el 1,32 % (gráfico 15). La caída de los tipos de los préstamos otorgados a empresas fue generalizada en todos los países de la zona del euro. Además, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se mantuvo estable en niveles reducidos, lo que principalmente reflejó la reducción de los tipos aplicados a los primeros. Todavía existe una incertidumbre considerable sobre las consecuencias económicas a más largo plazo de la pandemia, pero las medidas de apoyo han evitado un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación que habría intensificado el impacto adverso que ha tenido la pandemia en la economía de la zona del euro.

Gráfico 15

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

(porcentajes)

- Sociedades no financieras
- Hogares para adquisición de vivienda



Fuente: BCE

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