

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

Actividad económica

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

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

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

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

Aunque la crisis del COVID-19 siguió afectando sustancialmente a las finanzas públicas en 2021, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre muestran que el saldo presupuestario ya se encuentra en una senda de mejora. Tras registrar un máximo del 7,2 % del PIB en 2020, la ratio de déficit habría descendido hasta situarse en el 5,9 % en 2021, y se prevé que vuelva a caer, hasta el 3,2 %, en 2022 y que se establezca posteriormente justo por debajo del 2 % al final del horizonte de proyección en 2024.

Estas mejoras obedecen a la combinación de unos saldos primarios ajustados de ciclo más elevados y, en particular a partir de 2022, a una contribución significativamente mayor del ciclo económico. En cuanto a la orientación de la política fiscal de la zona del euro, a un tono muy expansivo en 2020 siguió un ligero endurecimiento en 2021, después de ajustar por las subvenciones del programa *Next Generation EU* (NGEU). Según las proyecciones, esta orientación se endurecerá de forma considerable en 2022, aunque mucho menos de lo previsto anteriormente, sobre todo como consecuencia de la retirada de una parte significativa del apoyo de emergencia frente a la crisis. Se prevé que la orientación más restrictiva continúe durante el resto del horizonte de proyección, si bien en un grado mucho menor, dado que se seguirá proporcionando un importante respaldo a la economía en los próximos años. Unas medidas de política fiscal bien enfocadas y que favorezcan el crecimiento deberían seguir complementando la política monetaria. Este apoyo también ayudará a la economía a adaptarse a los cambios estructurales que se están produciendo. Una implementación efectiva del programa NGEU y del paquete «Objetivo 55» contribuirá a que la recuperación sea más sólida, más verde y más equilibrada en todos los países de la zona del euro.

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

Inflación

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

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

Evaluación de riesgos

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

Condiciones financieras y monetarias

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

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

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

Decisiones de política monetaria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1 Entorno exterior

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

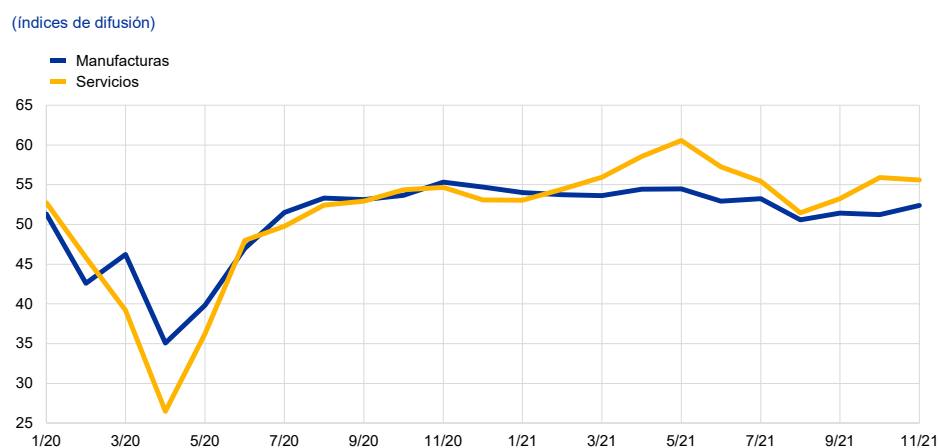
Actividad económica y comercio mundiales

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

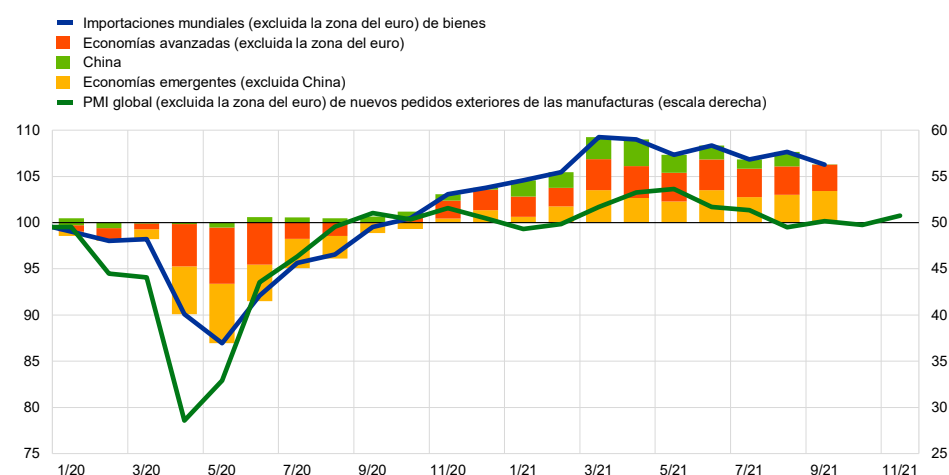
El crecimiento del comercio mundial (excluida la zona del euro) se moderó en 2021, reflejo de la intensificación de los cuellos de botella en la oferta.

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

Gráfico 2

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Evolución mundial de los precios

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

Los datos más recientes señalan que persisten las presiones inflacionistas.

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

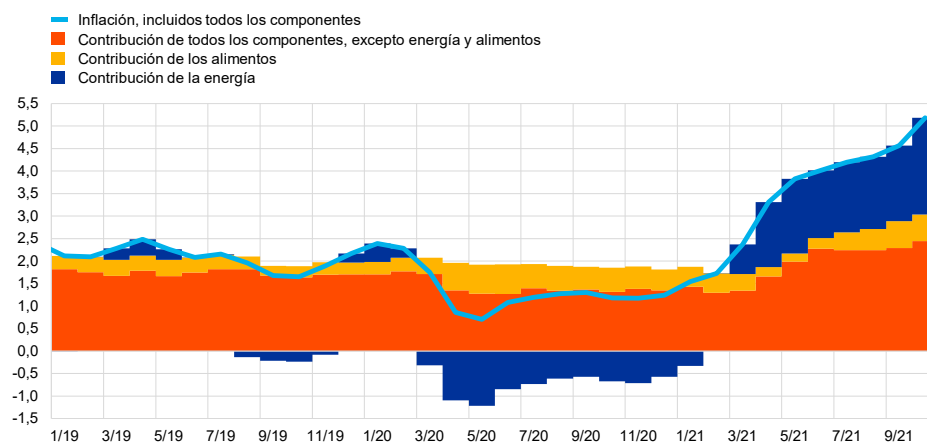
⁵ Véase el recuadro 2, titulado «Los mercados de trabajo de Estados Unidos y el Reino Unido en la recuperación pospandemia» en este Boletín Económico.

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

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2021.

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

2 Evolución financiera

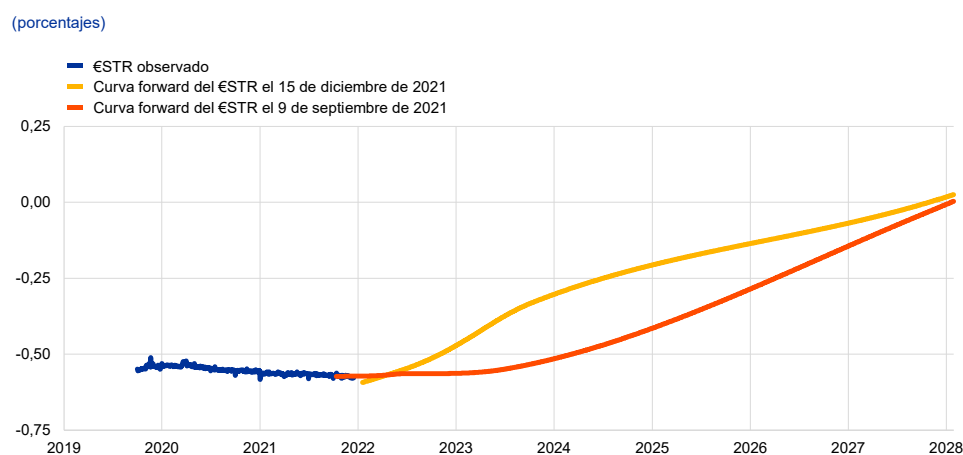
Durante el período de referencia (del 9 de septiembre al 15 de diciembre de 2021), los mercados financieros de la zona del euro se vieron influidos, principalmente, por los cambios en las perspectivas de inflación y por la nueva incertidumbre sobre las repercusiones económicas adicionales derivadas del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

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

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

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

Gráfico 4
Tipos *forward* del €STR



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

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

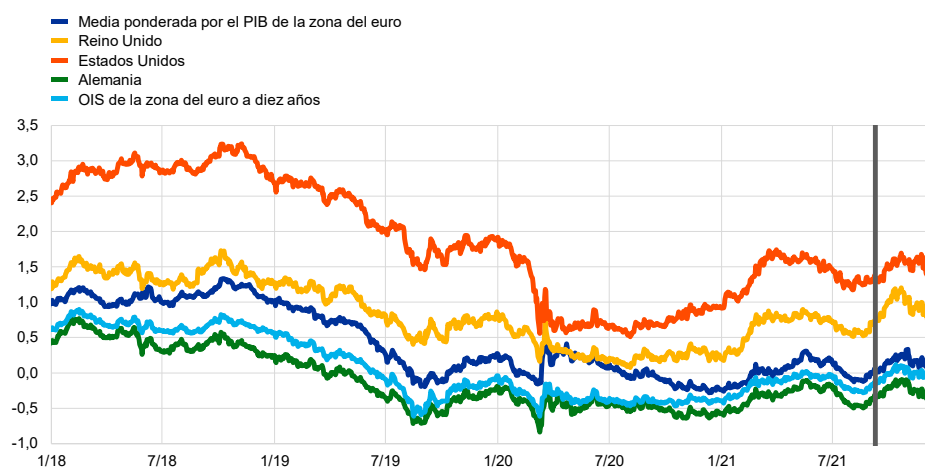
⁶ A partir de ahora, se informará de la curva *forward* del OIS del €STR en lugar de la del eonia. Este cambio se debe a que el eonia dejó de aplicarse el 3 de enero de 2022, dado que ya no cumplía la normativa sobre tipos de interés de referencia. Las dos curvas *forward* del OIS están vinculadas automáticamente,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

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

Gráfico 5

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

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

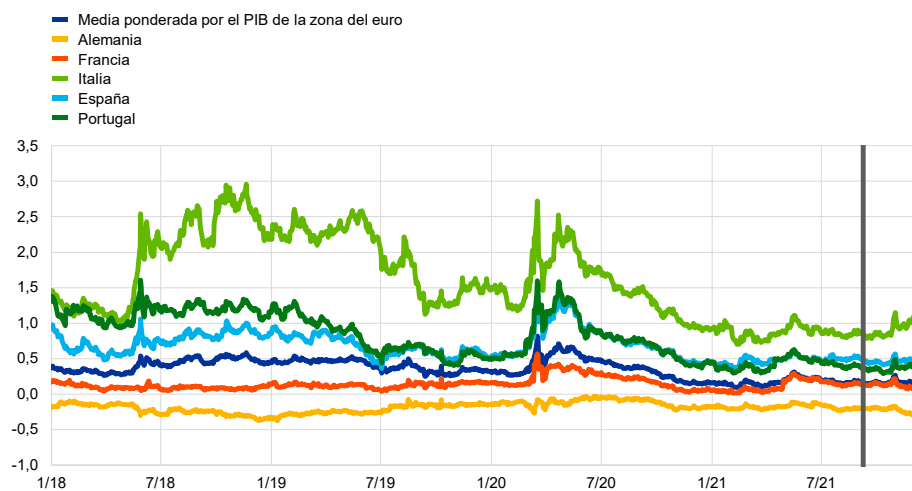
Los diferenciales soberanos de la zona del euro a largo plazo con respecto a los tipos OIS se ampliaron en algunas jurisdicciones y se estrecharon ligeramente en otras, en un contexto de mayor incertidumbre (gráfico 6).

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

Gráfico 6

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

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

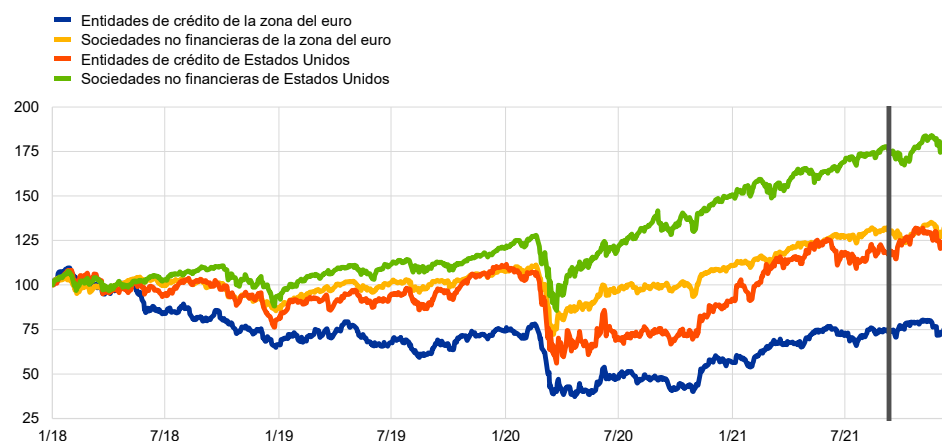
Respaldados por los buenos resultados de las empresas, los mercados mundiales de renta variable continuaron al alza en la primera parte del período analizado y después registraron una caída pronunciada en respuesta a las noticias sobre la variante ómicron descubierta recientemente (gráfico 7).

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

Gráfico 7

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2018 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

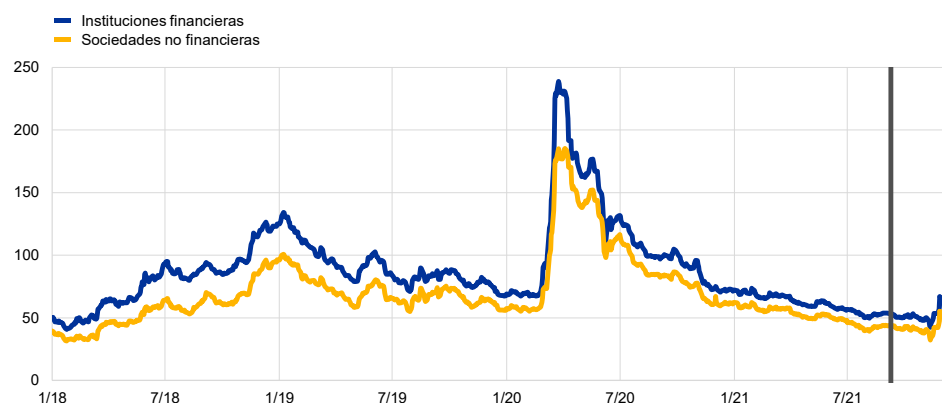
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (9 de septiembre de 2021). La última observación corresponde al 15 de diciembre de 2021.

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

Gráfico 8

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

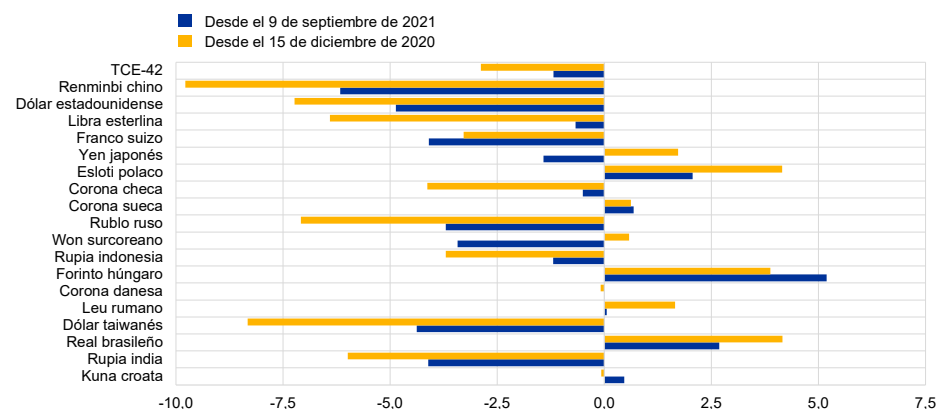
Notas: Los diferenciales son la diferencia entre los tipos de los *asset swaps* y el tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de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

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

Gráfico 9

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

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

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

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

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

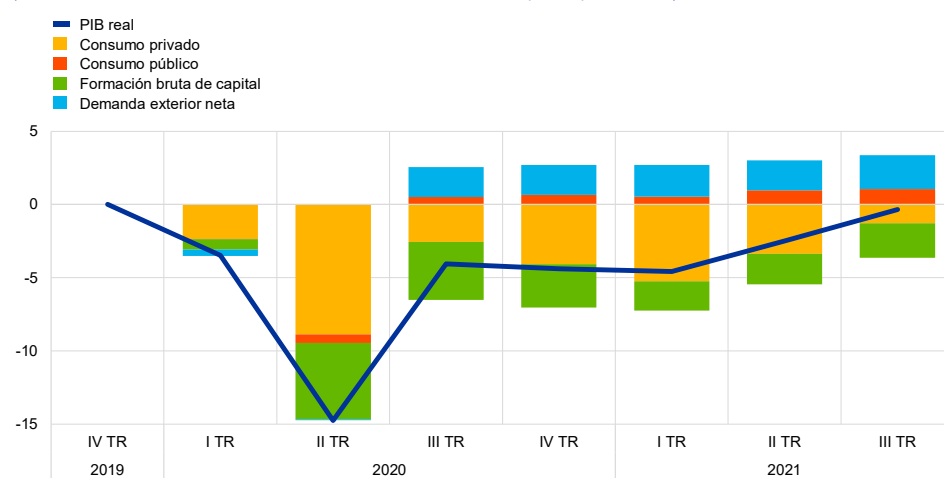
o si los actuales cuellos de botella en la oferta se resuelven con más rapidez de lo previsto en la actualidad.

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

Gráfico 10

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

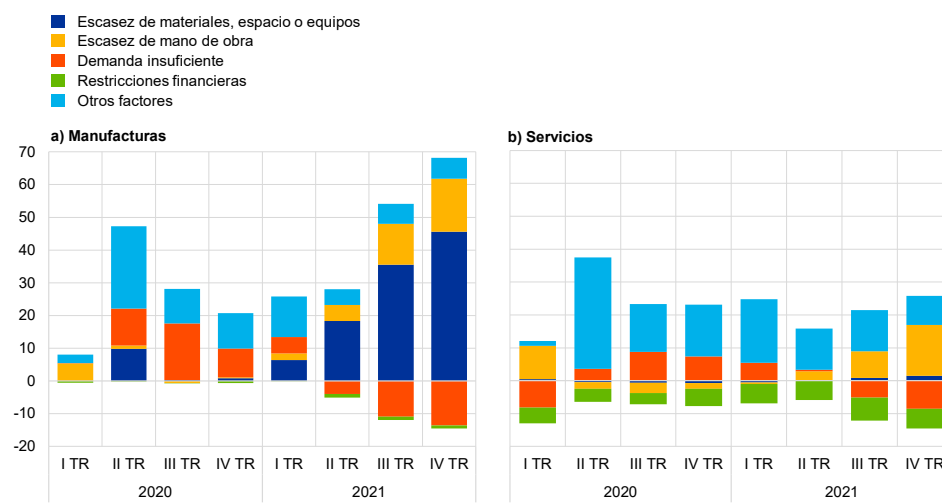
Los cuellos de botella en la oferta siguieron limitando la producción del sector manufacturero en el cuarto trimestre (gráfico 11). La escasez de materiales, bienes de equipo y espacio ha aumentado hasta niveles históricos desde el segundo trimestre, y se ha señalado la existencia generalizada de cuellos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

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

Gráfico 11

Factores que limitan la actividad en la zona del euro

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



Fuente: Comisión Europea.

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

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

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

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

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

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

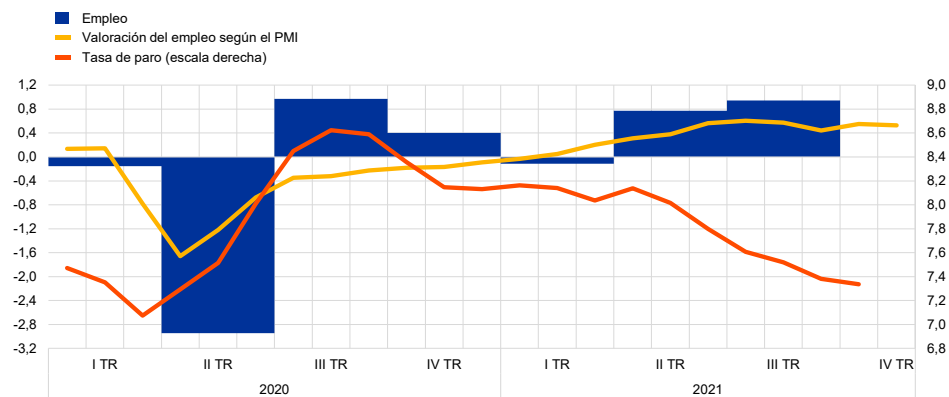
El mercado de trabajo de la zona del euro continuó mejorando en el tercer trimestre de 2021. La demanda de trabajo volvió a aumentar en el citado trimestre, como puso de manifiesto el incremento de las tasas de vacantes. El empleo creció un 0,9 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del año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

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

Gráfico 12

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

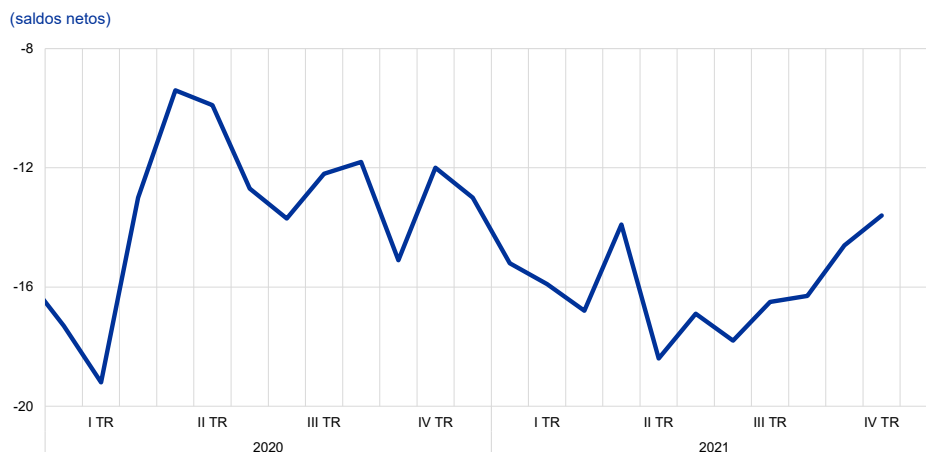
Los riesgos relacionados con la pandemia son, de nuevo, motivo de preocupación para los hogares.

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

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

Gráfico 13

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



Fuente: Comisión Europea.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

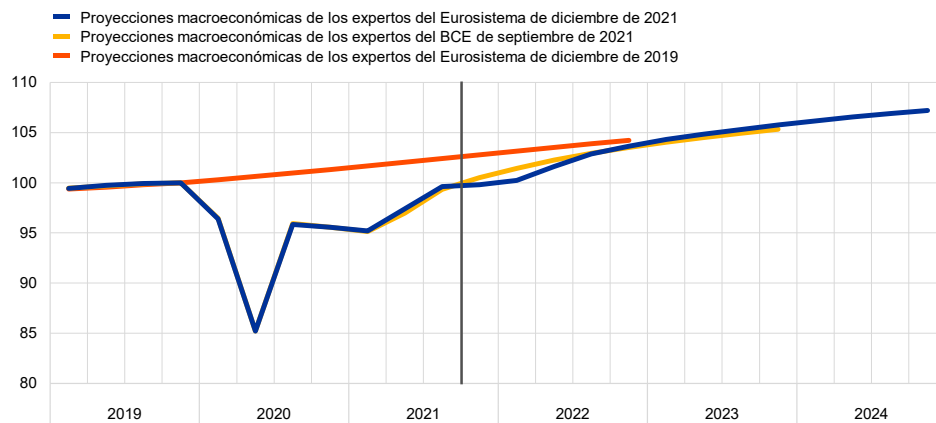
Pese a las incertidumbres existentes a corto plazo, se espera que la actividad de la zona del euro supere los niveles observados antes de la crisis a lo largo de 2022. Las perspectivas a medio plazo contemplan un fortalecimiento adicional de la demanda interna, junto con una mejora del mercado de trabajo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

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

Gráfico 14

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

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



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

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

4 Precios y costes

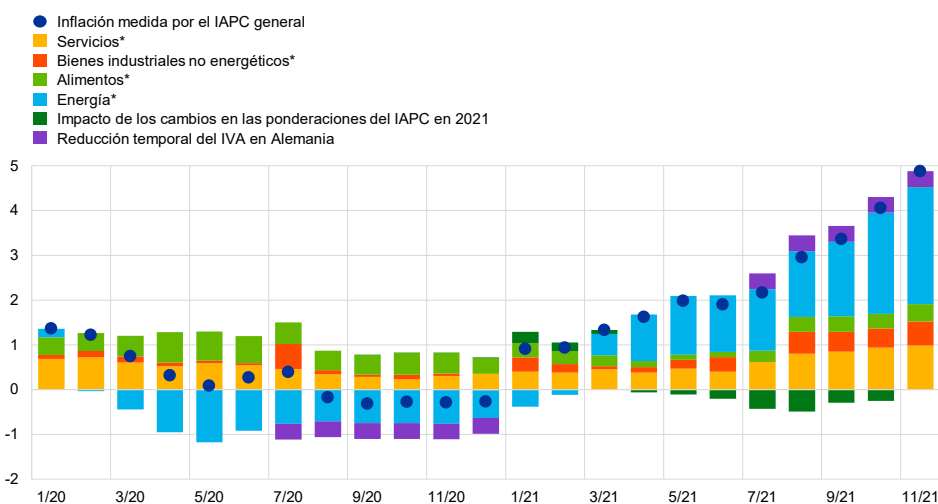
La inflación interanual de la zona del euro aumentó hasta registrar un máximo histórico del 4,9 % en noviembre de 2021, según la estimación de avance de Eurostat. La subida de la inflación refleja fundamentalmente un acusado incremento de los precios de la energía. En noviembre, la tasa de variación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

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

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

Gráfico 15
Inflación general y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



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

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

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

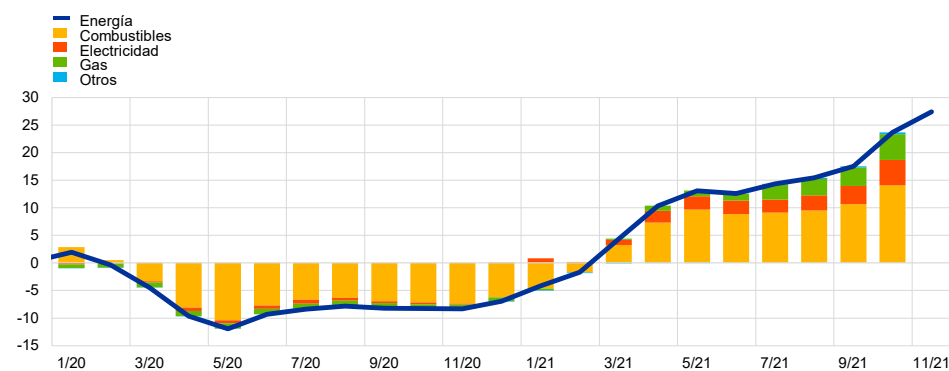
¹⁶ Para una descripción detallada del efecto de los cambios en las ponderaciones del IAPC sobre la medición de la inflación en 2021, véase el recuadro titulado «Ponderaciones del IAPC para 2021 y sus implicaciones para la medición de la inflación», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

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

Gráfico 16

Descomposición de la inflación de la energía

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

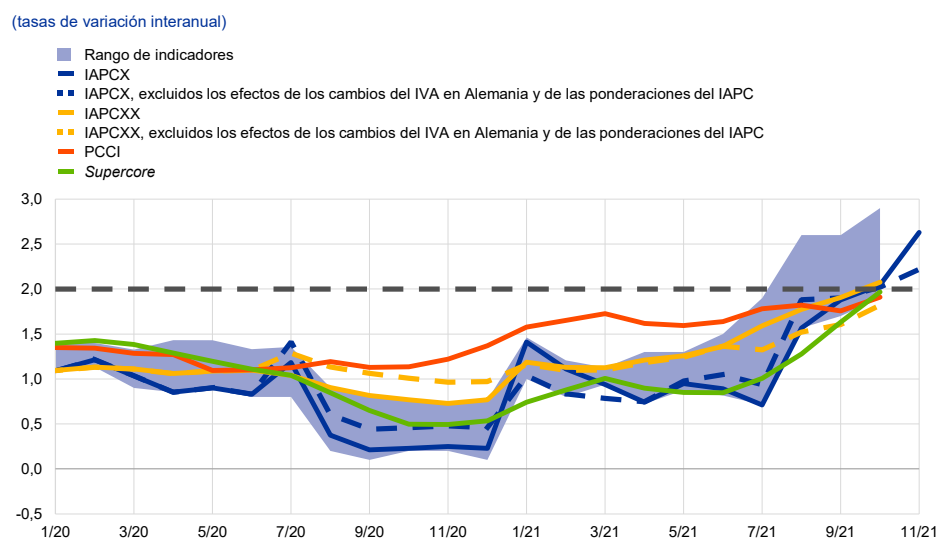
Notas: «Combustibles» se refiere al componente del IAPC «combustibles líquidos y combustibles y lubricantes para vehículos privados». «Otros» incluye los componentes «combustibles sólidos» y «energía calórica» a nivel de agregación de cinco dígitos de la COICOP, siglas en inglés que se refieren a la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

Los indicadores de la inflación subyacente continuaron aumentando

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

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

Gráfico 17
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

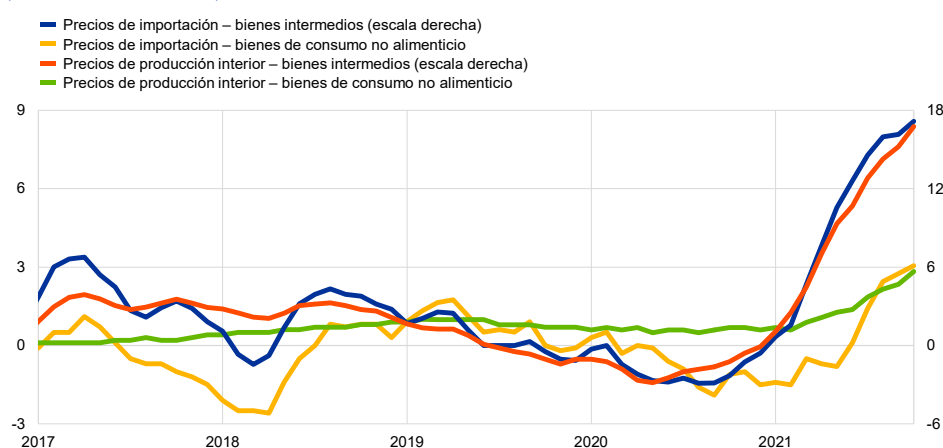
Las presiones latentes sobre los precios de los bienes industriales no energéticos continuaron creciendo en octubre (gráfico 18). En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores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

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

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

Gráfico 18 Indicadores de las presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2021.

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

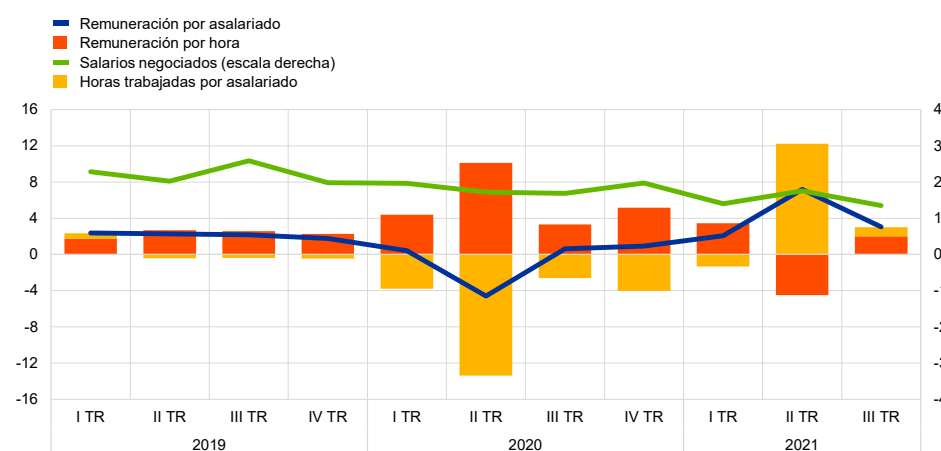
¹⁸ Véase el recuadro titulado «Resultados principales de los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021.

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

Gráfico 19

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

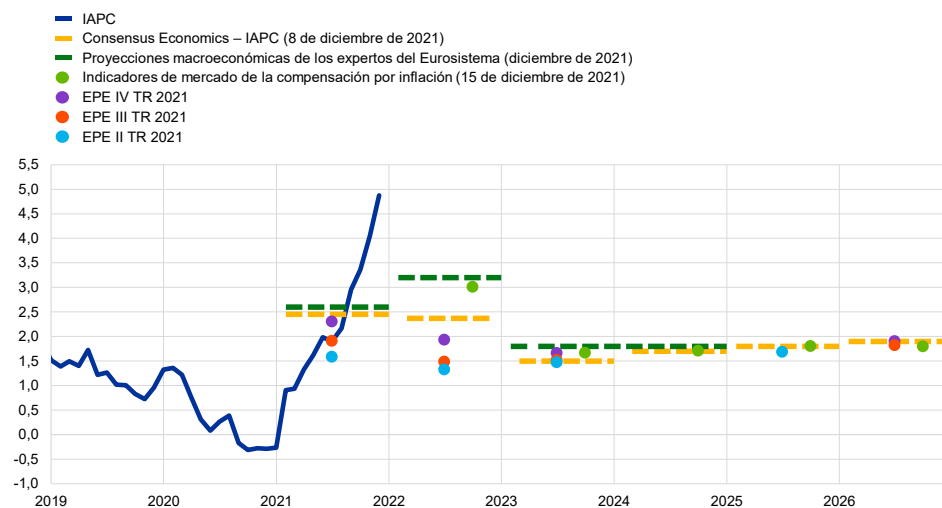
¹⁹ Para más información, véase el recuadro titulado «¿Pueden los datos sobre salarios negociados contribuir al análisis de la dinámica salarial durante la pandemia de Covid-19?», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

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

Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual)



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

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

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

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

Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual)



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

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

5 Dinero y crédito

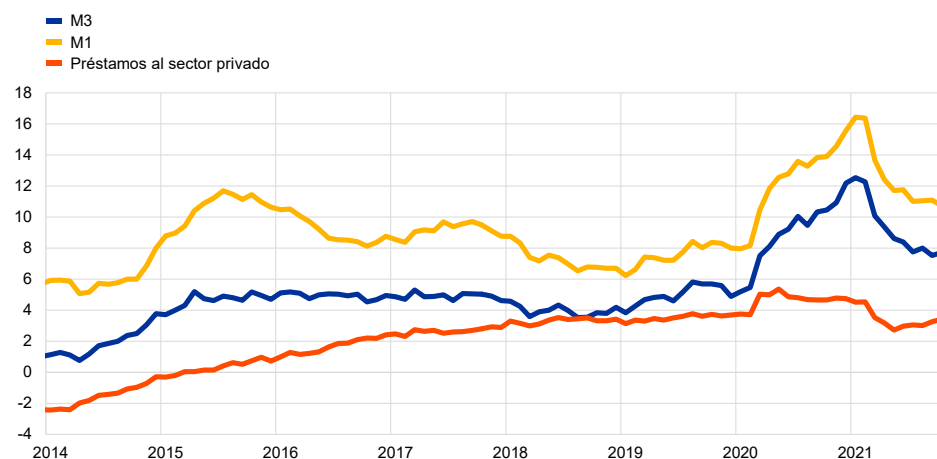
La creación de dinero en la zona del euro se incrementó en octubre de 2021, reflejo de la mayor incertidumbre relacionada con la pandemia de coronavirus (COVID-19) y de las medidas de apoyo. Las compras de activos por parte del Eurosistema continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero.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

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

Gráfico 22

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

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

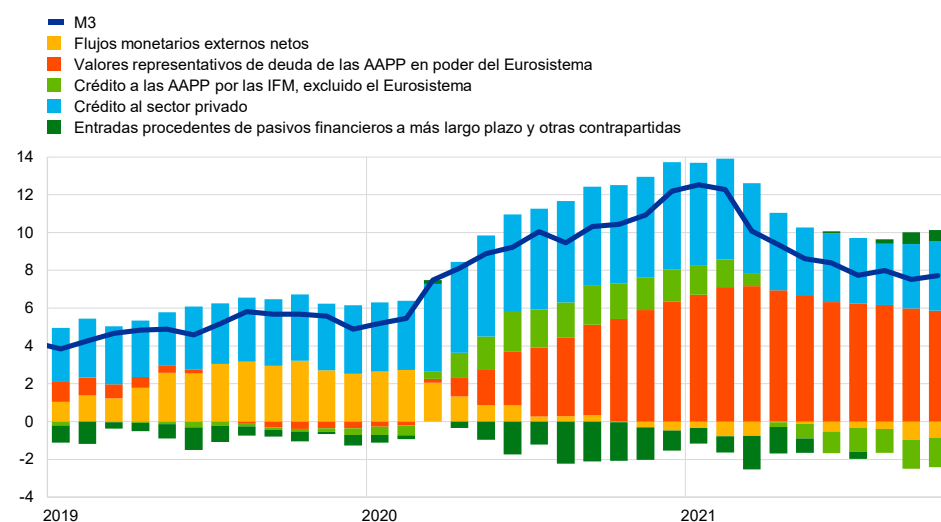
La creación de dinero continuó estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema en octubre de 2021. Al igual que en trimestres anteriores, la mayor contribución al crecimiento de M3 procedió de las compras netas de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa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

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

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

Gráfico 23 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

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

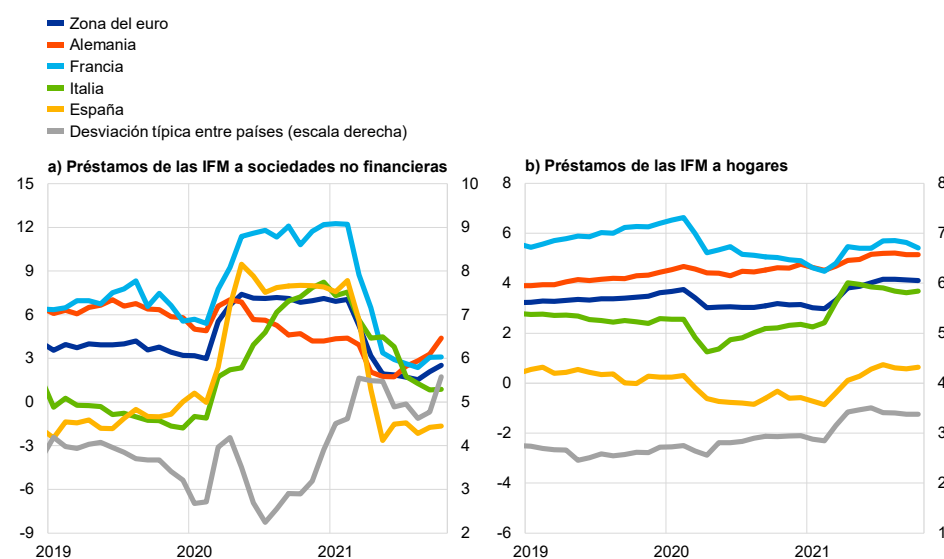
El crecimiento de los préstamos al sector privado se incrementó ligeramente en octubre de 2021 (gráfico 22). El crédito a empresas y a hogares continuó beneficiándose de las condiciones de financiación favorables y de la mejora de las perspectivas económicas. Tras moderarse en el primer semestre del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

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

Gráfico 24

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

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

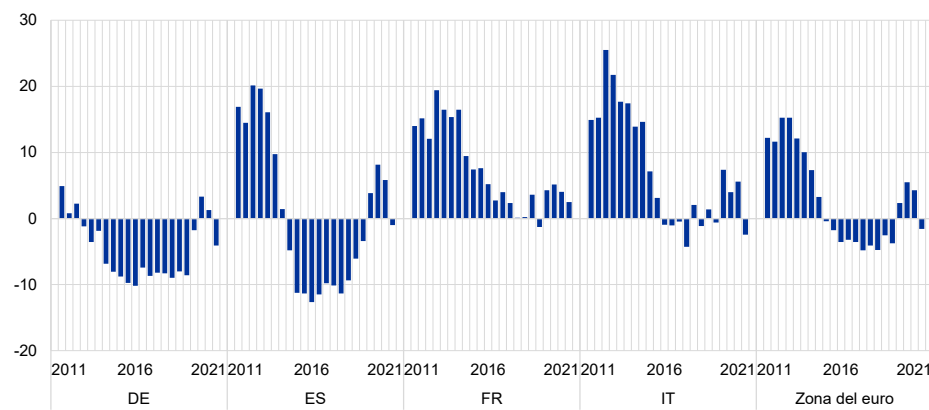
Las pequeñas y medianas empresas (pymes) indicaron recientemente que su acceso a la financiación externa había mejorado en los últimos seis meses con respecto a principios de 2021, y que esperaban que siguiera haciéndolo.

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

Gráfico 25

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

(saldos netos ponderados)



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

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

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

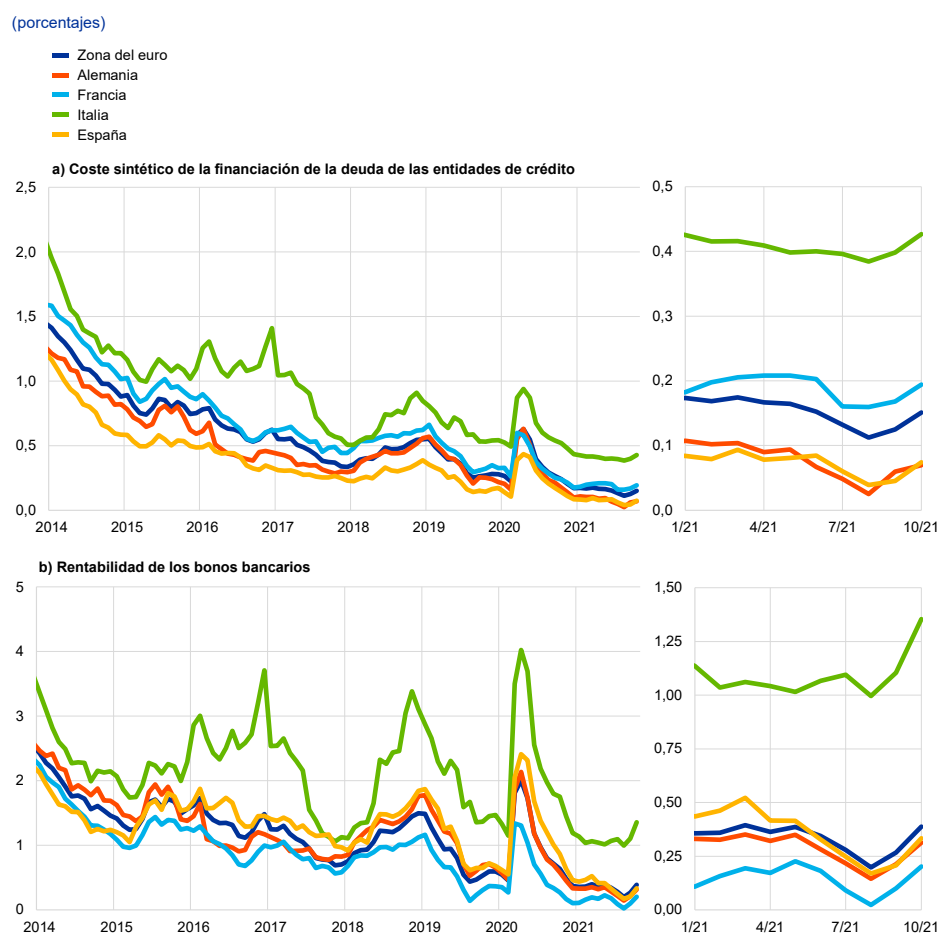
El coste sintético de la financiación de la deuda permanece por debajo de los niveles observados antes de la pandemia, pese al incremento de los tipos de interés libres de riesgo y de la rentabilidad de los bonos bancarios desde septiembre de 2021 (gráfico 26). Hasta ahora, los costes de financiación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

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

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

Gráfico 26

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



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

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

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

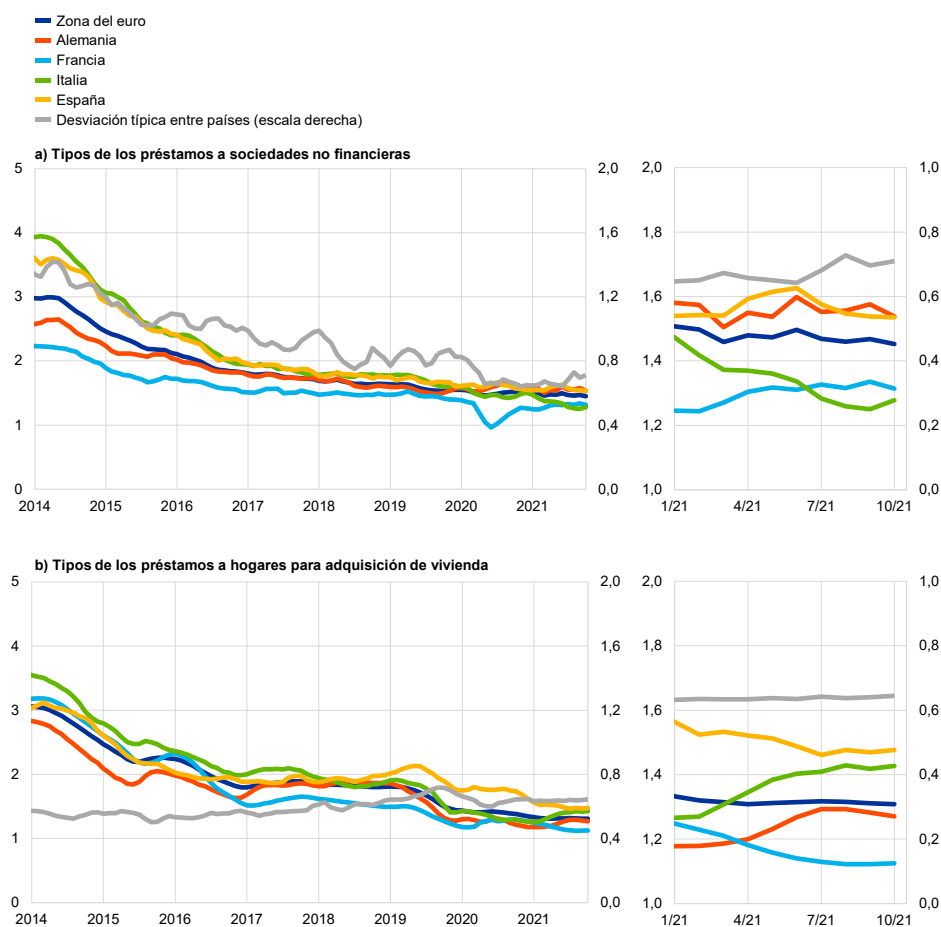
El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras cayó hasta el 1,43 %, y el de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo prácticamente sin variación en el 1,31 % (gráfico 27). El descenso del tipo de los préstamos a empresas obedeció,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

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

Gráfico 27

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

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



Fuente: BCE.

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

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

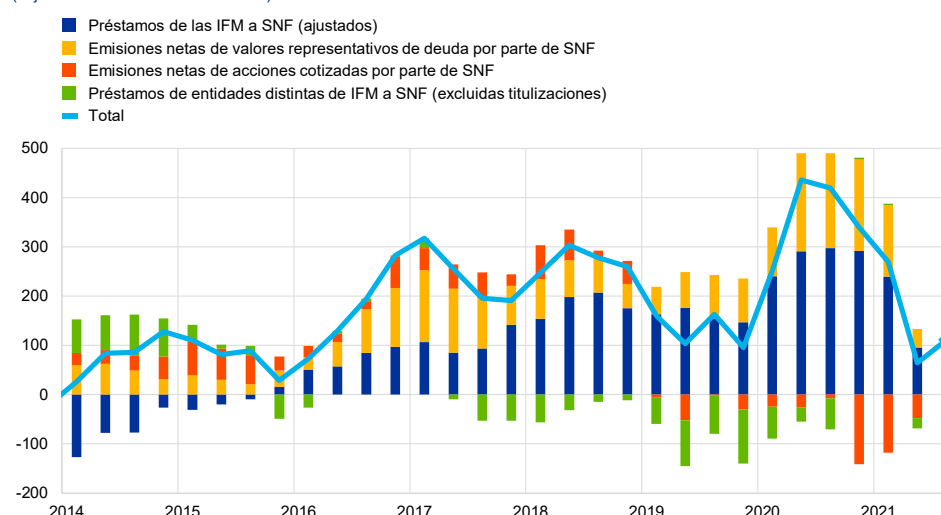
La tasa de crecimiento interanual de esta financiación subió hasta el 2,2 % en septiembre, frente al 2,1 % de junio, impulsada por el reducido coste de la financiación mediante deuda. Los mayores flujos de financiación externa registrados en el tercer trimestre de 2021 obedecieron, principalmente, a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

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

Gráfico 28

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

(flujos interanuales en mm de euros)



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

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

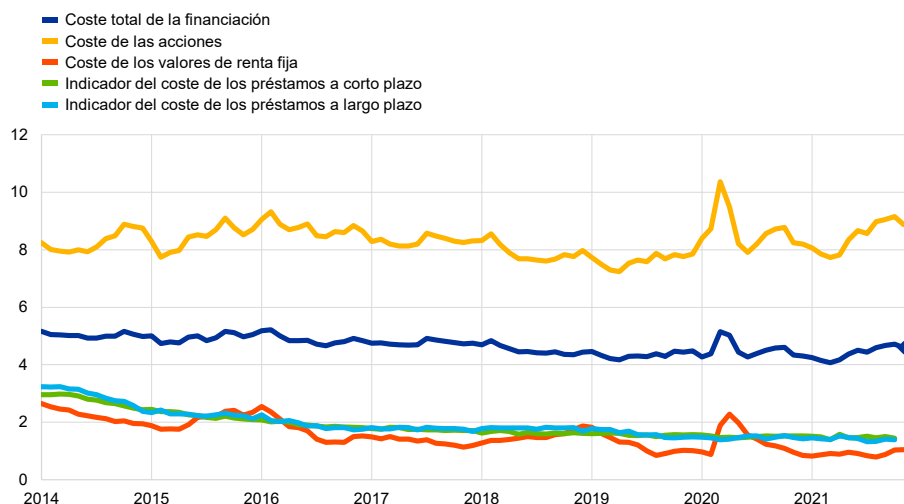
El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras (que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones) se incrementó en el período comprendido entre julio y octubre de 2021, como resultado del coste de las acciones. El coste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

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

Gráfico 29

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

(porcentajes)



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

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

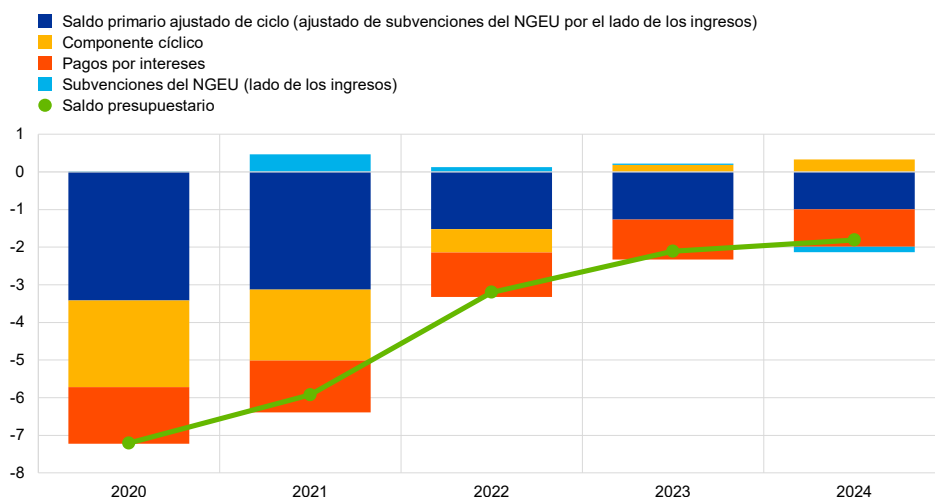
²² Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2021», publicadas en el sitio web del BCE el 16 de diciembre de 2021.

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

Gráfico 30

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



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

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

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

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

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

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

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

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

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

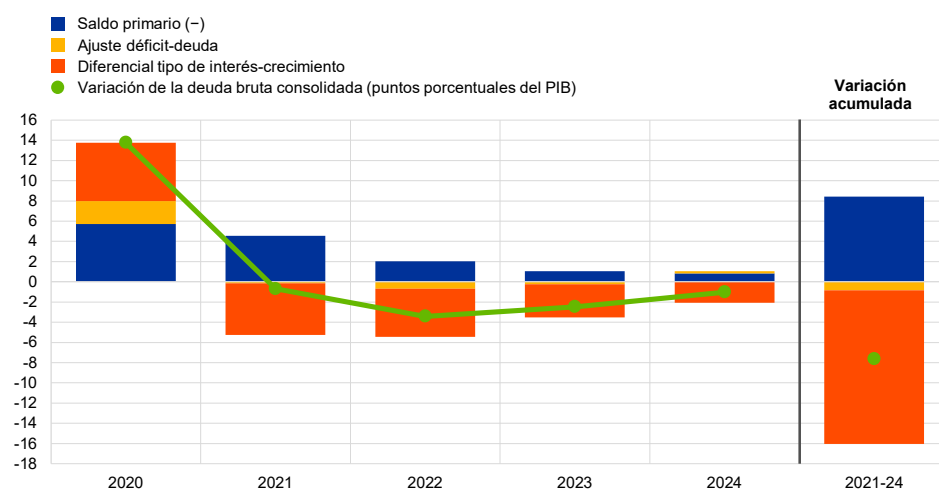
²⁵ El impacto de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro fue de -4,2 puntos porcentuales del PIB en 2020, se estima que habría sido de +0,2 % puntos porcentuales del PIB en 2021 y se prevé que sea de +1,1, +0,3 y +0,3 puntos porcentuales del PIB en 2022, 2023 y 2024, respectivamente,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

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

Gráfico 31

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

(porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)



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

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

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

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