



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 2/2022



Índice

Evolución económica, financiera y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	10
2 Evolución financiera	23
3 Actividad económica	29
4 Precios y costes	36
5 Dinero y crédito	43
6 Evolución de las finanzas públicas	51
Recuadros	55
1 Cuellos de botella en la oferta: situación actual en la zona del euro y en Estados Unidos	55
2 El papel del riesgo de crédito en las valoraciones recientes de los bonos corporativos	59
3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 3 de noviembre de 2021 y el 8 de febrero de 2022	67
4 Tasas de ahorro de las empresas durante la pandemia	75
5 El papel del ciclo de existencias en la recuperación actual	81
6 La recuperación del mercado de trabajo de la zona del euro según la encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE	87
7 ¿Qué subcomponentes determinan los costes de la vivienda en propiedad?	92
Artículos	96
1 Los riesgos financieros del sector empresarial de China: el mercado inmobiliario y otros determinantes	96
2 Análisis de las vulnerabilidades de las empresas de la zona del euro	98
Estadísticas	S1

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

La invasión rusa de Ucrania tendrá un impacto sustancial en la actividad económica y en la inflación a través de subidas de los precios de la energía y de las materias primas, la disrupción del comercio internacional y una merma de la confianza. El alcance de estos efectos dependerá de la evolución del conflicto, del impacto de las sanciones actuales y de otras posibles medidas futuras.

El impacto de la guerra debe evaluarse en el contexto de las sólidas condiciones subyacentes de la economía de la zona del euro, apoyadas por el amplio respaldo de las políticas. La recuperación de la economía se está viendo impulsada por la desaparición gradual del impacto de la variante ómicron del coronavirus (COVID-19). Los cuellos de botella en la oferta han ido mostrando signos de relajación y el mercado laboral ha seguido mejorando. En el escenario de referencia de las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2022, que incorporan una primera evaluación de las implicaciones de la guerra en Ucrania, el crecimiento del PIB se ha revisado a la baja a corto plazo como consecuencia del conflicto.

La inflación ha continuado sorprendiendo al alza debido a los fuertes aumentos inesperados de los costes de la energía. Las subidas de precios también son ahora más generalizadas. El escenario de referencia para la inflación de las nuevas proyecciones de los expertos se ha revisado al alza significativamente. Las expectativas de inflación a largo plazo han convergido hacia el objetivo de inflación del BCE, de acuerdo con una amplia gama de indicadores. El Consejo de Gobierno considera cada vez más probable que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo.

En los escenarios alternativos sobre el impacto económico y financiero de la guerra, la actividad económica podría verse perjudicada significativamente por un aumento más acusado de los precios de la energía y de las materias primas y por un retroceso más severo del comercio y del sentimiento. La inflación podría ser considerablemente más elevada a corto plazo. No obstante, en todos los escenarios, aún se espera que la inflación descienda progresivamente y se estabilice en niveles próximos al objetivo del 2 % en 2024.

Sobre la base de su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, y teniendo en cuenta el entorno de incertidumbre, el Consejo de Gobierno ha revisado el plan de compras en el marco de su programa de compras de activos (APP) para los próximos meses. Las compras netas mensuales en el marco del APP tendrán un importe de 40.000 millones de euros en abril, 30.000 millones de euros en mayo y 20.000 millones de euros en junio. La calibración de las compras netas para el tercer trimestre dependerá de los datos y reflejará la evolución de la evaluación de las perspectivas por parte del Consejo de Gobierno. Si los nuevos datos respaldan

la expectativa de que las perspectivas de inflación a medio plazo no se debilitarán incluso después del final de sus compras netas de activos, el Consejo de Gobierno concluirá las compras netas de activos en el marco del APP en el tercer trimestre. Si las perspectivas de inflación a medio plazo cambian, y si las condiciones de financiación fueran incoherentes con una continuación del avance hacia el objetivo del 2 %, el Consejo de Gobierno está preparado para revisar su plan de compras netas de activos, tanto en términos de importe como de duración. Cualquier ajuste de los tipos de interés oficiales del BCE tendrá lugar transcurrido algún tiempo desde el final de las compras netas en el marco del APP y será gradual. La senda de los tipos de interés oficiales del BCE seguirá estando determinada por las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria del Consejo de Gobierno y por su compromiso estratégico de estabilizar la inflación en el 2 % a medio plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE continúen en sus niveles actuales hasta que observe que la inflación se sitúa en el 2 % bastante antes del final de su horizonte de proyección y de forma duradera en el resto de dicho horizonte, y considere que el progreso realizado de la inflación subyacente está suficientemente avanzado para ser compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo. El Consejo de Gobierno también confirmó sus demás medidas de política monetaria.

Actividad económica

La economía mundial se expandió a un ritmo vigoroso durante 2021, pese a los factores adversos relacionados con la reintensificación de la pandemia de coronavirus y los cuellos de botella en la oferta. Los indicadores de opinión apuntan a un crecimiento sostenido de la actividad en el primer trimestre de 2022. Sin embargo, la guerra Rusia-Ucrania proyecta una incertidumbre considerable sobre unas perspectivas globales que, de otro modo, serían sólidas. Encuestas recientes sobre actividad económica sugieren que el ritmo de crecimiento repuntó entre enero y febrero gracias a la moderación de la pandemia y de las presiones de oferta. No obstante, dadas las consecuencias económicas de la guerra y la retirada gradual de las medidas de estímulo, las proyecciones de crecimiento global se han revisado a la baja, en particular para 2022 y 2023, en comparación con las proyecciones de diciembre. Se estima que el PIB real mundial (excluida la zona del euro) creció un 6,3 % en 2021, y se prevé que ese ritmo de expansión se modere hasta el 4,1 % en 2022 y el 3,6 % tanto en 2023 como en 2024. Según las proyecciones, la demanda externa de la zona del euro se moderará desde el 9,9 % en 2021 hasta el 4 % en 2022, el 3,2 % en 2023 y el 3,6 % en 2024. El conflicto afecta más a la demanda externa de la zona que a las importaciones mundiales, dado el peso relativamente grande que tienen en el comercio de la zona del euro Rusia y los países de Europa Central y Oriental, que están especialmente expuestos a los factores adversos derivados del conflicto. En comparación con las proyecciones anteriores, la tasa de crecimiento de la demanda externa de la zona del euro no se ha modificado para 2022 (ya que el impacto de la invasión compensa íntegramente el efecto de arrastre positivo de 2021), y se ha corregido a la baja para 2023 y 2024. Se espera que los cuellos de botella en la oferta empiecen a disminuir en el

transcurso 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 2022 y 2023, dada la confluencia del encarecimiento de las materias primas, los cuellos de botella en la oferta y la recuperación de la demanda. Aunque la evolución futura de la pandemia sigue constituyendo un importante factor de riesgo que afecta a las proyecciones de referencia para la economía mundial, la guerra Rusia-Ucrania amplifica considerablemente la incertidumbre. Los riesgos de cola a la baja derivados de una escalada adicional del conflicto podrían ser significativos y hacer descarrilar la recuperación global, además de alimentar las presiones inflacionistas.

La guerra Rusia-Ucrania tendrá un impacto relevante en la actividad económica de la zona del euro a través de subidas de los precios de la energía y de las materias primas, la disrupción del comercio internacional y una merma de la confianza. Con todo, las condiciones subyacentes son sólidas, apoyadas por el amplio respaldo de las políticas. La economía creció un 5,3 % en 2021, y el PIB volvió a situarse en sus niveles anteriores a la pandemia a finales del año. Sin embargo, el ritmo de crecimiento descendió hasta el 0,3 % en el último trimestre de 2021 y se espera que siga siendo débil durante el primer trimestre de 2022. Las perspectivas para la economía dependerán de la evolución de la guerra Rusia-Ucrania y del impacto de las sanciones económicas y financieras y de otras medidas. Al mismo tiempo, otros factores adversos para el crecimiento están desapareciendo. En el escenario de referencia de las proyecciones, la economía de la zona del euro debería seguir creciendo con solidez en 2022, si bien a un ritmo inferior a lo previsto antes del inicio de la guerra. Las medidas para contener la propagación de la variante ómicron han tenido un impacto menor que las aplicadas en las olas anteriores y se están retirando ahora. Las distorsiones de oferta causadas por la pandemia también muestran signos de moderación y el mercado de trabajo ha seguido fortaleciéndose. El impacto de la fuerte perturbación de los precios de la energía sobre los particulares y las empresas se verá amortiguado en parte por el recurso al ahorro acumulado durante la pandemia y por las medidas de compensación fiscal.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2022, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro sigue en una senda de mejora tras los déficits muy elevados registrados como consecuencia de la crisis del coronavirus. Sin embargo, los riesgos para este escenario de referencia son sustanciales y están cada vez más orientados al aumento de los déficits presupuestarios, fundamentalmente debido a la guerra en Ucrania. De acuerdo con este escenario, la ratio de déficit habría descendido hasta situarse en el 5,5 % del PIB en 2021, desde el máximo del 7,2 % alcanzado en 2020, y se prevé que continúe disminuyendo hasta el 3,1 % en 2022 y el 2 % al final del horizonte de proyección. En cuanto a la orientación de la política fiscal de la zona del euro, a un tono muy expansivo en 2020 siguió un endurecimiento moderado en 2021, después de ajustar por las subvenciones del programa *Next Generation EU* (NGEU). A tenor de las proyecciones, esta orientación seguirá endureciéndose en 2022, debido sobre todo a la retirada de una parte sustancial del apoyo de emergencia frente a la crisis del coronavirus. Se prevé que el endurecimiento sea solo marginal en los dos últimos años del horizonte de

proyección, y se sigue proporcionando un importante respaldo a la economía. Ante la magnitud de los riesgos actuales, que proceden de fuentes diversas y ya se están materializando en parte, las medidas fiscales, incluidas las adoptadas a nivel de la Unión Europea, ayudarían a proteger la economía. Es necesario que las políticas fiscales sigan respondiendo con agilidad conforme la situación evolucione. La disposición a poner en práctica medidas fiscales no es incompatible con la necesidad de una normalización a medio plazo de las finanzas públicas que resulte creíble.

A medio plazo, de acuerdo con el escenario de referencia de las proyecciones, el crecimiento seguirá viéndose impulsado por la fortaleza de la demanda interna, con el respaldo de la mejora del mercado de trabajo. Con más personas empleadas, los hogares deberían obtener más ingresos y gastar más. La recuperación mundial y el apoyo continuado de las políticas fiscal y monetaria también están contribuyendo a estas perspectivas de crecimiento. El apoyo de las políticas fiscal y monetaria sigue siendo crítico, especialmente en esta difícil situación geopolítica. El crecimiento de la zona del euro debería seguir siendo sólido en 2022, pero el ritmo de expansión será inferior al previsto antes del inicio de la guerra. Las proyecciones macroeconómicas de marzo prevén un crecimiento anual del PIB real del 5,4 % en 2021, del 3,7 % en 2022, del 2,8 % en 2023 y del 1,6 % en 2024. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2021, las perspectivas se han revisado a la baja para 2022 y 2023. Estas proyecciones se fundamentan en el supuesto de que las perturbaciones actuales en el suministro de energía y los efectos negativos sobre la confianza asociados al conflicto son temporales y de que las cadenas globales de suministro no se ven afectadas de forma significativa. En un escenario adverso en el que se imponen sanciones más estrictas a Rusia, lo que genera algunas disrupciones en las cadenas globales de valor, un aumento de los costes de la energía y algunos recortes temporales de la producción de la zona del euro, así como perturbaciones financieras adicionales y una incertidumbre más persistente, el crecimiento de la zona del euro sería 1,2 puntos porcentuales inferior al del escenario de referencia en 2022. La diferencia en 2023 sería limitada, y en 2024 el crecimiento sería algo más fuerte gracias a los efectos de recuperación. En un escenario severo (que, además de los supuestos del escenario adverso, incluye una reacción más intensa de los precios de la energía ante recortes más severos en el suministro y mayores correcciones de precios en los mercados financieros), el crecimiento del PIB podría acabar siendo 1,4 puntos porcentuales inferior al del escenario de referencia en 2022, y 0,5 puntos porcentuales inferior en 2023, con efectos de recuperación relativamente moderados en 2024.

Inflación

La inflación aumentó hasta el 5,8 % en febrero, desde el 5,1 % de enero, y se espera que siga subiendo a corto plazo. La tasa de variación de los precios de la energía, que alcanzó el 31,7 % en febrero, continúa siendo la causa principal de esta tasa de inflación elevada y también está presionando al alza los precios en muchos otros sectores. Los precios de los alimentos también han subido, debido a factores estacionales, a los elevados costes de transporte y al encarecimiento de los

fertilizantes. Los costes de la energía han continuado creciendo en las últimas semanas y los precios de algunos alimentos y materias primas soportarán presiones adicionales como consecuencia de la guerra en Ucrania. Las subidas de precios son ahora más generalizadas. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han aumentado en los últimos meses hasta niveles superiores al 2 %. No obstante, la perdurabilidad de estos aumentos es incierta, dada la influencia de factores de naturaleza temporal relacionados con la pandemia y los efectos indirectos del encarecimiento de la energía. Los indicadores de mercado sugieren que los precios de la energía se mantendrán en niveles elevados durante más tiempo de lo esperado anteriormente, pero que se moderarán a lo largo del horizonte de proyección. Las presiones inflacionistas derivadas de los cuellos de botella en la oferta mundial también deberían disminuir. Las condiciones de los mercados de trabajo han continuado mejorando y la tasa de desempleo descendió hasta el 6,8 % en enero. Aunque la escasez de mano de obra está afectando cada vez a más sectores, el crecimiento de los salarios se mantiene, en general, contenido. Con el tiempo, el retorno de la economía a la plena capacidad debería contribuir a un avance algo más rápido de los salarios. Distintos indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo obtenidos de los mercados financieros y de encuestas se sitúan en torno al 2 %. Estos factores también seguirán contribuyendo a la inflación subyacente y ayudarán a que la inflación general se sitúe de forma duradera en el objetivo del 2 %.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos de marzo de 2022 sitúan la inflación anual en el 5,1 % en 2022, el 2,1 % en 2023 y el 1,9 % en 2024 — notablemente por encima de los niveles previstos en las proyecciones anteriores de diciembre, especialmente para 2022—. Se prevé que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en un promedio del 2,6 % en 2022, del 1,8 % en 2023 y del 1,9 % en 2024, niveles que son también más elevados que en las proyecciones de diciembre. Si el escenario adverso descrito anteriormente se materializara, la inflación podría ser 0,8 puntos porcentuales más alta en 2022. A medida que se reequilibren los mercados de petróleo y de gas, las acusadas subidas de los precios de la energía desaparecerían gradualmente, con lo que la inflación caería por debajo del nivel del escenario de referencia, en especial en 2024. En el escenario más severo, la inflación sería 2 puntos porcentuales más alta en 2022, y también sería considerablemente más elevada en 2023. En 2024, unos efectos de segunda vuelta más intensos compensarían el impacto negativo de la bajada de los precios de la energía sobre la inflación, de tal forma que la inflación no variaría con respecto a la del escenario de referencia.

Evaluación de riesgos

El Consejo de Gobierno considera que los riesgos para las perspectivas económicas han aumentado sustancialmente y apuntan a la baja. Aunque los riesgos relacionados con la pandemia han disminuido, la guerra en Ucrania puede afectar más gravemente al clima económico y podría reintensificar las restricciones de oferta. Unos costes de la energía persistentemente elevados, junto con un deterioro de la confianza, podrían lastrar la demanda más de lo esperado y limitar el consumo

y la inversión. Estos mismos factores representan riesgos al alza a corto plazo para las perspectivas de inflación. La guerra en Ucrania es un importante riesgo al alza, especialmente para los precios de la energía. Si las presiones inflacionistas se tradujeran en subidas salariales mayores de lo previsto o se produjeran efectos adversos persistentes sobre la oferta, la inflación también podría situarse en niveles más elevados a medio plazo. Sin embargo, una demanda más débil a medio plazo también podría reducir las presiones inflacionistas.

Condiciones financieras y monetarias

La invasión rusa de Ucrania ha generado una volatilidad considerable en los mercados financieros. Tras el inicio de la guerra, la subida de los tipos de interés de mercado sin riesgo observada desde la reunión del Consejo de Gobierno de febrero se ha revertido parcialmente y los precios de las acciones han disminuido. Las sanciones financieras impuestas a Rusia, incluida la exclusión de algunas entidades de crédito rusas de SWIFT, no han causado hasta ahora tensiones graves en los mercados monetarios ni escasez de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro. Los balances de las entidades de crédito siguen estando en general saneados, debido a sus sólidas posiciones de capital y a la reducción de los préstamos dudosos. Las entidades de crédito son ahora tan rentables como antes de la pandemia. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas han aumentado ligeramente, mientras que los aplicados a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda permanecen estables en mínimos históricos. Los flujos de crédito a las empresas se han reducido, tras el fuerte incremento registrado en el último trimestre de 2021. Los préstamos a los hogares se mantienen, especialmente para la compra de vivienda.

Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su evaluación actualizada, y teniendo en cuenta el entorno de incertidumbre, el Consejo de Gobierno ha revisado el plan de compras en el marco de su programa de compras de activos (APP) para los próximos meses. Las compras netas mensuales en el marco del APP tendrán un importe de 40.000 millones de euros en abril, 30.000 millones de euros en mayo y 20.000 millones de euros en junio. La calibración de las compras netas para el tercer trimestre dependerá de los datos y reflejará la evolución de la evaluación de las perspectivas por parte del Consejo de Gobierno. Si los nuevos datos respaldan la expectativa de que las perspectivas de inflación a medio plazo no se debilitarán incluso después del final de sus compras netas de activos, el Consejo de Gobierno concluirá las compras netas de activos en el marco del APP en el tercer trimestre. Si las perspectivas de inflación a medio plazo cambian y si las condiciones de financiación fueran incoherentes con una continuación del avance hacia el objetivo del 2 %, el Consejo de Gobierno está preparado para revisar su plan de compras netas de activos, tanto en términos de importe como de duración.

El Consejo de Gobierno también prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria.

Los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantendrán sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,50 %, respectivamente.

Cualquier ajuste de los tipos de interés oficiales del BCE tendrá lugar transcurrido algún tiempo desde el final de las compras netas en el marco del APP y será gradual. La senda de los tipos de interés oficiales del BCE seguirá estando determinada por las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria del Consejo de Gobierno y por su compromiso estratégico de estabilizar la inflación en el 2 % a medio plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE continúen en sus niveles actuales hasta que observe que la inflación se sitúa en el 2 % bastante antes del final de su horizonte de proyección y de forma duradera en el resto de dicho horizonte, y considere que el progreso realizado de la inflación subyacente está suficientemente avanzado para ser compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo.

En el primer trimestre de 2022, el Consejo de Gobierno está realizando compras netas de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) 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.

El Consejo de Gobierno 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 del PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

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 y ha hecho que los esfuerzos del Consejo de Gobierno para lograr su objetivo sean más eficaces. En el marco del mandato del Consejo de Gobierno, 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.

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. El Consejo de Gobierno 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, espera que las condiciones especiales aplicables a las TLTRO III dejen de aplicarse en junio de este año. El Consejo de Gobierno 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.

En vista de la elevada incertidumbre causada por la invasión rusa de Ucrania y del riesgo de efectos de contagio regionales que puedan afectar negativamente a los mercados financieros de la zona del euro, el Consejo de Gobierno ha decidido prorrogar la facilidad *repo* del Eurosistema para bancos centrales (EUREP) hasta el 15 de enero de 2023. La EUREP continuará complementando, por tanto, los acuerdos regulares de provisión de liquidez en euros con bancos centrales de países no pertenecientes a la zona del euro. Todo ello forma un conjunto amplio de facilidades de respaldo para afrontar posibles necesidades de liquidez en euros en caso de disfunciones en los mercados fuera de la zona del euro que podrían afectar negativamente a la transmisión fluida de la política monetaria del BCE. El Consejo de Gobierno evaluará caso por caso las solicitudes de bancos centrales de países no pertenecientes a la zona del euro para establecer líneas de liquidez individuales en euros.

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

1 Entorno exterior

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2022 apuntan a una actividad económica mundial moderada en torno al cambio de año, ya que la variante ómicron del coronavirus (COVID-19) comenzó a propagarse con rapidez, los cuellos de botella en la oferta se mantuvieron y los precios de las materias primas continuaron siendo elevados. La guerra Rusia-Ucrania genera una incertidumbre considerable para las perspectivas globales, especialmente a corto plazo. Se estima que el PIB real mundial (excluida la zona del euro) creció un 6,3 % en 2021, y se prevé que ese ritmo de expansión se modere hasta el 4,1 % en 2022 y el 3,6 % tanto en 2023 como en 2024. En comparación con las proyecciones anteriores, el crecimiento global se ha revisado al alza para 2021, año en el que el sustancial apoyo proporcionado por las políticas económicas impulsó la demanda mundial de bienes, y a la baja para 2022 y 2023, en particular, debido a las consecuencias económicas de la guerra Rusia-Ucrania y a la retirada gradual de las medidas de estímulo. Tras un fuerte repunte en 2021 (12,1 %), el crecimiento de las importaciones mundiales se reducirá en 2022 como resultado de la menor actividad y del impacto negativo de la guerra ruso-ucraniana en el comercio. Para 2023 y 2024 se prevé un avance más lento de las importaciones mundiales, reflejo de los efectos del conflicto, de una desaceleración generalizada en todas las regiones y del supuesto de que la demanda de bienes de consumo se irá normalizando. Según las proyecciones, la demanda externa de la zona del euro se moderará desde el 9,9 % en 2021 hasta el 4 % en 2022, el 3,2 % en 2023 y el 3,6 % en 2024. El conflicto afecta más a la demanda externa de la zona que a las importaciones mundiales, dado el mayor peso que tienen en el comercio de la zona del euro Rusia y los países de Europa Central y Oriental, que están más expuestos a los factores adversos derivados del conflicto que otros países que no forman parte de la zona del euro. En comparación con las proyecciones anteriores, la tasa de crecimiento de la demanda externa de la zona del euro no se ha modificado para 2022, ya que el impacto de la invasión compensa íntegramente el efecto de arrastre positivo de 2021, mientras que se ha corregido a la baja para 2023 (-1,1 puntos porcentuales) y para 2024 (-0,3 puntos porcentuales). Se espera que los cuellos de botella en la oferta empiecen a disminuir en el transcurso 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 2022 y 2023, dada la confluencia del encarecimiento de las materias primas, los cuellos de botella en la oferta y la recuperación de la demanda. Aunque la evolución futura de la pandemia sigue constituyendo un importante factor de riesgo que afecta a las proyecciones de referencia para la economía mundial, la guerra Rusia-Ucrania amplifica considerablemente la incertidumbre. De cara al futuro, los riesgos de cola a la baja derivados de una nueva escalada del conflicto podrían ser significativos y hacer descarrilar la recuperación global, además de alimentar las presiones inflacionistas.

Actividad económica y comercio mundiales

La economía mundial se expandió a un ritmo vigoroso durante 2021, pese a los factores adversos relacionados con la reintensificación de la pandemia y los cuellos de botella en la oferta. En 2021, los contagios por COVID-19 se dispararon en distintos momentos en todo el mundo y lastraron la actividad económica incluso en los países en los que no se impusieron medidas de contención estrictas. Pese a ello, el PIB real continuó recuperándose, impulsado por el considerable apoyo de las políticas y por el fuerte repunte que registró la demanda mundial de manufacturas cuando la demanda de los consumidores se desplazó de los servicios a los bienes en respuesta a las medidas de contención relacionadas con la pandemia. Como los productores tuvieron dificultades para satisfacer el incremento de la demanda aumentando el suministro de bienes en la misma medida, y las disrupciones en el sector logístico impidieron la entrega puntual de insumos, las graves tensiones observadas en las redes globales de producción empezaron ya a lastrar el ciclo económico mundial a finales de 2020, lo que obstaculizó la recuperación económica en 2021¹. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) para 2021 se ha revisado al alza (+0,3 puntos porcentuales) hasta el 6,3 %.

Los indicadores de opinión sugieren un crecimiento sostenido de la actividad en el primer trimestre de 2022 y apuntan a que las disrupciones de oferta habrían alcanzado un máximo una vez finalizado 2021. En febrero, el índice PMI compuesto global (excluida la zona del euro) aumentó hasta 53,1, desde un nivel de 51 en enero, impulsado fundamentalmente por el sector servicios, que repuntó tras la caída sufrida en torno al cambio de año como consecuencia de la propagación de la variante ómicron. El PMI global de actividad de las manufacturas también avanzó, pero en menor medida, lo que indica una expansión positiva pero moderada. En conjunto, se espera que el impacto económico de la variante ómicron sea moderado y se limite al primer trimestre de 2022. Sin embargo, no puede descartarse la aparición de nuevas variantes más agresivas del virus, y el COVID-19 sigue siendo un riesgo a la baja para la economía mundial a pesar de la fuerte protección que ofrecen las vacunas. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) para el primer trimestre de 2022 se ha revisado a la baja (-0,7 puntos porcentuales) hasta el 0,5 %, en términos intertrimestrales, debido principalmente al impacto de la variante ómicron. El PMI de plazos de entrega de los proveedores a escala mundial (excluida la zona del euro) ha mejorado algo recientemente, pero se mantiene bastante ajustado y continúa indicando plazos de entrega dilatados, mientras que la congestión del transporte marítimo sigue siendo elevada. Al mismo tiempo, dado el fuerte crecimiento del comercio de bienes y de la producción de automóviles en los últimos meses, parece que las restricciones de oferta en algunos sectores pueden haber dejado atrás su máximo. En general, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2022 continúan suponiendo que los cuellos de

¹ Véase el recuadro 1 en este Boletín Económico.

botella en la oferta comenzarán a disminuir gradualmente en el transcurso de 2022 y desaparecerán por completo para 2023, a medida que la demanda de los consumidores se desplace de los bienes a los servicios, y la capacidad de transporte de mercancías y la oferta de semiconductores aumenten como consecuencia de la inversión planificada.

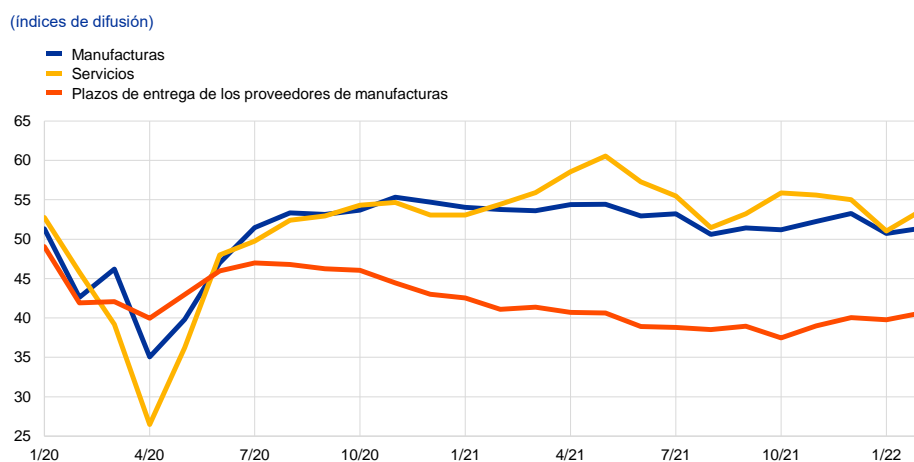
La guerra Rusia-Ucrania proyecta una incertidumbre considerable sobre unas perspectivas globales que, de otro modo, serían sólidas.

La invasión rusa de Ucrania ha sembrado temores en la economía mundial y se espera que lastre las perspectivas globales fundamentalmente por tres vías. Primero, las sustanciales sanciones financieras y comerciales (excluida la energía) que se están imponiendo a Rusia tendrán graves repercusiones en la actividad económica y comercial del país durante el horizonte de proyección. La exclusión de algunas entidades de crédito rusas de SWIFT se traduce en disrupciones más amplias, que también afectan al comercio mundial, al dificultar considerablemente la financiación comercial de las empresas rusas. Segundo, el conflicto ha ejercido una notable presión alcista sobre los precios de las materias primas, dado que Rusia desempeña un papel destacado en los mercados energéticos de la UE y Ucrania es un importante exportador de materias primas alimenticias —sobre todo cereales— a la UE. Los precios de las materias primas ya se habían visto afectados de forma significativa por las crecientes tensiones geopolíticas registradas en 2021, y la invasión de Ucrania ha hecho que suban todavía más². Por último, la guerra ruso-ucraniana está minando la confianza a escala mundial y produciendo efectos negativos tanto en el ámbito financiero como en la economía real. Se prevé que el consiguiente deterioro de las condiciones financieras, junto con la persistencia de las tensiones geopolíticas y la incertidumbre, perjudique a su vez a la inversión.

² Aunque hasta la fecha no se han impuesto sanciones directamente al sector energético, es probable que ya se hayan producido ciertas distorsiones de oferta, dado que las empresas se muestran cada vez más reacias a comprar crudo ruso, grandes sociedades están realizando desinversiones de activos asociados al petróleo ruso, y las reticencias de las entidades de crédito y las empresas de seguros a financiar y asegurar el comercio de materias primas rusas se están acrecentando.

Gráfico 1

PMI de actividad global (excluida la zona del euro), por sector



Fuentes: IHS Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

El apoyo de las políticas al crecimiento disminuirá durante el horizonte de proyección. Ante las continuas sorpresas de inflación durante 2021, los bancos centrales comenzaron a anunciar una retirada más rápida de los estímulos relacionados con la pandemia, y algunas economías emergentes incluso iniciaron ya el ciclo de endurecimiento de tipos en 2021. Como consecuencia, las condiciones financieras son más restrictivas, lo que ha lastrado el crecimiento económico en Brasil y otros países. La política monetaria también está adquiriendo un tono menos acomodaticio en algunas de las grandes economías avanzadas. El Banco de Inglaterra comenzó a endurecer la orientación de su política en diciembre de 2021 y, desde entonces, ha subido los tipos de interés en tres ocasiones. En Estados Unidos, la Reserva Federal ha empezado a retirar sus estímulos monetarios y en marzo de 2022 subió el tipo de interés de los fondos federales. Ahora se espera que el ritmo de endurecimiento de la política monetaria sea más rápido de lo que se preveía hace unos meses, incluida la aprobación de una reducción del ritmo mensual de las compras netas de activos en la próxima reunión. La orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia en China, donde el banco central ha reducido recientemente sus exigencias de reservas y recortado varios tipos de interés oficiales en respuesta a los factores adversos para el crecimiento. También en Japón la política monetaria continúa siendo acomodaticia, ya que la inflación se encuentra por debajo del objetivo del banco central.

Las condiciones financieras globales se han endurecido en las economías avanzadas y en las emergentes. Desde que se publicaron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, las condiciones financieras se han tornado menos acomodaticias en las economías avanzadas, aunque en Estados Unidos siguen siendo holgadas si se tiene en cuenta la fase del ciclo en la que se encuentra su economía. En un primer momento, la coyuntura evolucionó fundamentalmente en respuesta a la menor preocupación por los riesgos a la baja que entrañaba la variante ómicron y a las crecientes expectativas de un endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva

Federal. Más recientemente, la invasión rusa de Ucrania ha tenido un efecto restrictivo sobre las condiciones financieras en el contexto de un deterioro de la percepción del riesgo, en particular en los mercados europeos. En las economías emergentes, las condiciones financieras continuaron endureciéndose, ya que el clima de huida del riesgo se sumó al tono más restrictivo en la política monetaria durante el pasado año, especialmente en las grandes economías emergentes, en un contexto de inflación elevada (con la excepción de China).

Se prevé que el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se modere gradualmente a lo largo del horizonte de proyección. Según las proyecciones, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) registrará tasas de expansión más moderadas a partir de 2022. Esta previsión refleja el carácter transitorio del impacto de la variante ómicron y, más adelante, el efecto de la guerra Rusia-Ucrania. Se espera que el consumo privado siga siendo débil debido a la creciente inflación, y que el mayor tensionamiento de las condiciones del mercado de trabajo y la reducción del respaldo de las políticas económicas —que la desaparición de los cuellos de botella en la oferta solo puede compensar parcialmente— lastren la economía. La previsión se aplica sobre todo a Estados Unidos, donde se supone que el apoyo de la política monetaria comenzará a retirarse en 2022. Además, el estímulo fiscal incorporado al escenario de referencia actual es menor que en los supuestos aplicados hasta las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021. Dado que no se espera que el Congreso estadounidense apruebe la ley para la recuperación (*Build Back Better Act*), en las proyecciones de referencia se incluyen tan solo las medidas adoptadas durante el verano. Se prevé que el crecimiento económico de Rusia sufra un fuerte varapalo como consecuencia de los efectos de la guerra en Ucrania y de las sanciones impuestas. En cuanto al resto de las economías emergentes, se espera una desaceleración del crecimiento en Brasil, debido sobre todo a un considerable endurecimiento de la política monetaria en respuesta a la intensificación de las presiones inflacionistas, y también en Turquía, que ha experimentado turbulencias en los mercados relacionadas con la elevada incertidumbre de las políticas y una inflación muy alta, que han afectado negativamente al consumo y a la inversión. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, el crecimiento del PIB real mundial se ha revisado a la baja para todo el horizonte de proyección (−0,4 puntos porcentuales en 2022, −0,3 puntos porcentuales en 2023 y −0,1 puntos porcentuales en 2024). En 2022, el impacto adverso de los factores antes citados se compensa, en parte, con un efecto de arrastre positivo del final de 2021, mientras que las correcciones a la baja de las previsiones para los años posteriores están relacionadas con la pérdida de fuerza del crecimiento mundial como consecuencia de la guerra ruso-ucraniana y también con la menor tasa de expansión tanto en Estados Unidos como en algunas grandes economías emergentes. Se espera que el PIB real mundial se sitúe en el 4,1 % en 2022 y en el 3,6 % en 2023 y en 2024.

En Estados Unidos, se estima que la actividad económica se desaceleró en torno al cambio de año como resultado de la variante ómicron y de la reducción del apoyo público. La economía estadounidense creció con fuerza en el

cuarto trimestre de 2021, favorecida sobre todo por la gran reposición de existencias. El ritmo de crecimiento se habría reducido en torno al cambio de año debido al impacto de la variante ómicron y al retroceso del consumo privado causado por la disminución de las transferencias públicas. Se espera que la actividad económica se recupere tras esa caída, aunque lo hará de manera gradual, ya que se considera que la guerra Rusia-Ucrania será una rémora para la actividad especialmente en el segundo trimestre. La inflación de los precios de consumo, tanto general como subyacente, continuó sorprendiendo al alza en los últimos meses, lo que llevó a la Reserva Federal a iniciar la retirada de sus estímulos monetarios y a subir los tipos de interés en marzo de 2022. Al mismo tiempo, el número total de subidas de tipos previstas para 2022 se incrementó hasta siete en las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto de marzo de 2022 recientemente publicadas, e incluye una superación del tipo neutral a largo plazo en 2023-2024. Se prevé que el crecimiento estadounidense se modere durante el horizonte de proyección, como consecuencia del menor impulso fiscal y del endurecimiento de la política monetaria. Según las proyecciones, la inflación general alcanzará un máximo superior al 7 % en el primer trimestre de 2022 y luego descenderá, pero seguirá por encima del objetivo del 2 % de la Reserva Federal, lo que es coherente con una brecha de producción positiva.

En China, la actividad económica siguió contenida en torno al cambio de año, afectada por persistentes factores adversos. El crecimiento del PIB real se redujo en el segundo semestre de 2021, en tasa interanual, como consecuencia de las turbulencias en el sector inmobiliario residencial y de los nuevos brotes de COVID-19. Estos factores adversos continuaron lastrando la inversión y el consumo en torno al cambio de año, por lo que se considera que la expansión del PIB y del comercio se desacelerará en el primer trimestre de 2022. En el segundo trimestre, se espera que el efecto de la guerra ruso-ucraniana limite ligeramente la fortaleza del repunte anticipado. La inflación general medida por los precios de consumo se redujo desde el 1,5 % en diciembre hasta el 0,9 % en enero (en términos interanuales), principalmente debido a la deflación de los alimentos, ya que los precios de la carne de porcino se normalizaron y el suministro alimentario se recuperó de las disrupciones causadas por las malas condiciones meteorológicas. La inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo sin cambios en el 1,2 % interanual. El encarecimiento de las materias primas ha hecho que se corrija al alza la tasa de variación de los precios prevista para principios de 2022, pero no se espera que afecte sustancialmente a las perspectivas de inflación para 2022-2024. La política monetaria está adoptando un tono más acomodaticio para contrarrestar los factores adversos para el crecimiento económico.

En Japón, se espera una recuperación más firme en adelante tras una desaceleración temporal del crecimiento a principios de 2022. La recuperación económica se reanudó hacia finales de 2021, una vez que las medidas de contención se retiraron al final del verano y empezaron a aliviarse algunas restricciones de oferta. Aunque se estima que la economía volvió a ralentizarse a principios de 2022 debido al impacto de la variante ómicron y la persistencia de restricciones de oferta, en adelante se prevé una recuperación más sólida, respaldada por los recientes anuncios de medidas adicionales de estímulo fiscal. Se

considera que las repercusiones de la guerra Rusia-Ucrania serán bastante limitadas en este momento y que afectarán sobre todo a corto plazo. Luego se espera que el crecimiento económico se modere y que retorne poco a poco a su nivel tendencial. Se prevé que la inflación interanual medida por el IPC repunte a corto plazo, en parte como consecuencia de la desaparición de determinados factores transitorios (incluida la bajada de las tarifas de telefonía móvil), pero que permanezca por debajo del objetivo del banco central durante el horizonte de proyección.

En el Reino Unido, las perspectivas se mantendrán bastante contenidas ante las fuertes presiones inflacionistas y la persistencia de los cuellos de botella en la oferta. El ritmo de la recuperación económica siguió siendo débil en el último trimestre de 2021, como consecuencia, fundamentalmente, de la rápida propagación de la variante ómicron en diciembre, que acentuó las tensiones generadas por los cuellos de botella en la oferta y la escasez de mano de obra en algunos sectores. Aunque el lastre de la variante ómicron parece transitorio, se espera que las repercusiones de la guerra Rusia-Ucrania frenen el crecimiento a corto plazo. Más adelante, se prevé que otros obstáculos de índole más estructural, parcialmente relacionados con el Brexit, sigan pesando en la actividad del Reino Unido durante el horizonte de proyección. La inflación de los precios de consumo sorprendió al alza en enero como consecuencia de los elevados precios de los alimentos y del aumento de los costes de los servicios. Se espera que la inflación general alcance un máximo próximo al 7 % en el segundo trimestre de 2022 —con nuevas subidas de los tipos de interés por parte del Banco de Inglaterra— y que se modere posteriormente.

En los Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental, se prevé que los factores adversos —en buena medida relacionados con la guerra en Ucrania— ralenticen el ritmo de expansión económica. La actividad en Europa Central y Oriental continuó creciendo a un ritmo vigoroso en la segunda mitad de 2021 gracias a la fortaleza del consumo de los hogares. Más adelante, se prevé que el crecimiento del PIB real se modere ante las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania, la persistencia de los cuellos de botella en la oferta, las presiones inflacionistas y un repunte transitorio del número de nuevos casos de COVID-19. Se espera que la actividad económica resista a medio plazo, impulsada por la recuperación de la demanda interna. La evolución en los mercados energéticos y los datos más recientes apuntan a la continuación de las presiones inflacionistas en 2022 y 2023, mientras que se prevé una normalización hacia tasas más moderadas al final del horizonte de proyección.

En Rusia, se espera que la economía entre en recesión en 2022 como consecuencia de la invasión de Ucrania y las consiguientes sanciones impuestas por los países occidentales. El ritmo de crecimiento era elevado a finales de 2021, pero se prevé que las severas sanciones y el clima negativo reducirán notablemente la financiación tanto interna como externa, mermarán el consumo y la inversión y perjudicarán al comercio exterior ruso. La considerable depreciación del rublo llevó al banco central a subir su tipo de interés oficial del 9,5 % al 20 % y a imponer controles de capitales para estabilizar los mercados.

Más adelante, la pérdida de valor del rublo y las perturbaciones en los precios de importación como consecuencia de las sanciones mantendrán previsiblemente la inflación en cotas elevadas. A medio plazo, se espera que la tasa de variación de los precios retorne de manera gradual hacia el objetivo del 4 % del Banco de Rusia. Las perspectivas siguen ensombrecidas por riesgos geopolíticos significativos.

En Brasil, se prevé que un endurecimiento rápido de la política monetaria y un entorno exterior menos favorable lastren el crecimiento en 2022. El crecimiento económico se reanudó en el último trimestre de 2021, al reducirse el efecto negativo de la demanda exterior neta. Al mismo tiempo, la recuperación de la demanda interna se mantuvo contenida debido a la alta inflación, la subida de los tipos de interés, el deterioro del clima de los mercados y la persistencia de los cuellos de botella en la oferta. Es probable que el rápido endurecimiento de la política monetaria y un entorno exterior menos favorable frenen la expansión en 2022, mientras que se espera que el impacto de la variante ómicron sea meramente transitorio. Según las proyecciones, el crecimiento económico repuntará levemente después de 2022 gracias a la mejora del clima de los mercados y a la reducción de los cuellos de botella en la oferta. Sin embargo, el escaso espacio fiscal y los progresos insuficientes en materia de reformas estructurales continuarán limitando las perspectivas de crecimiento a medio plazo. Dada la reciente escalada de los precios de las materias primas, no se espera que la inflación de los precios de consumo vuelva a su nivel objetivo hasta 2023.

En Turquía, se prevé que la actividad económica experimente una pronunciada desaceleración tras crecer con fuerza en 2021, ya que la incertidumbre en torno a las políticas económicas y los desequilibrios macroeconómicos se ven agravados por la considerable exposición del país a las repercusiones de la guerra Rusia-Ucrania. En 2021, la actividad económica repuntó con fuerza en Turquía gracias a las políticas económicas acomodaticias, a la demanda embalsada y a la intensa demanda interna. A pesar del aumento de las presiones inflacionistas y depreciatorias, el banco central aprobó en diciembre el cuarto recorte de tipos de interés consecutivo, hasta el 14 %. Como consecuencia, los mercados de divisas y bursátiles registraron una volatilidad históricamente alta, que se redujo más tarde gracias a intervenciones cambiarias significativas y a la introducción de un nuevo sistema de protección de los depósitos a plazo en liras. La inflación alcanzó el 36,1 % en diciembre de 2021 y aumentó hasta casi el 55 % en febrero de 2022. Más adelante, se prevé que la ralentización del consumo privado debido al alza del coste de la vida, unida a una caída de la inversión, afecte a las perspectivas de crecimiento. Es probable que las repercusiones económicas de la guerra Rusia-Ucrania sean significativas para Turquía, dados los grandes flujos de turistas que recibe de ambos países y su dependencia de las importaciones (energéticas) procedentes de Rusia. Por lo tanto, el conflicto podría perjudicar gravemente al crecimiento y la estabilidad macroeconómica, al intensificar las presiones inflacionistas, frenar las exportaciones e incrementar el déficit por cuenta corriente, lo que, a su vez, agravaría la depreciación de la lira turca, que ya es considerable.

El comercio mundial (excluida la zona del euro) experimentó un fuerte crecimiento en 2021, favorecido por la elevada demanda de bienes, a pesar de

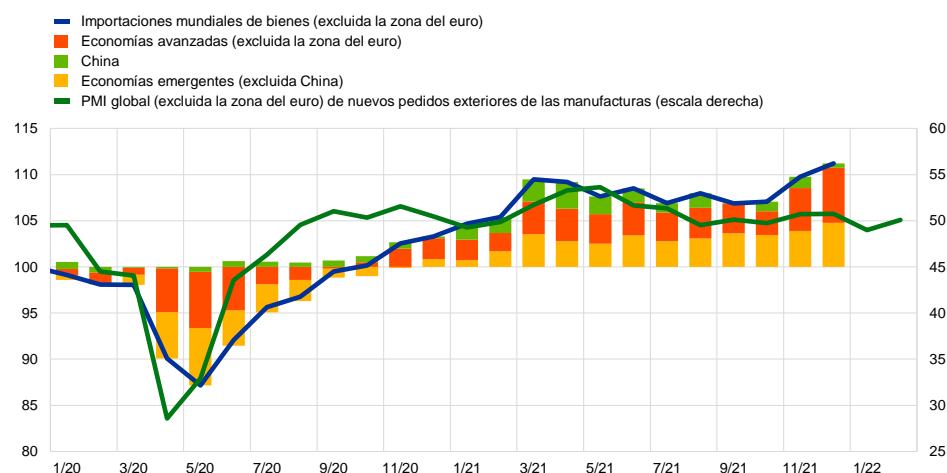
las interrupciones en las cadenas de suministro. En el segundo semestre de 2021, el comercio mundial fue más intenso de lo esperado, impulsado por la sólida evolución de las economías emergentes de Asia y, en el cuarto trimestre, de Estados Unidos. Las tensiones en las redes globales de producción se siguen notando especialmente en el sector del transporte de mercancías, cuyos precios continúan siendo altos. En cambio, la recuperación de la producción de automóviles a escala mundial apunta a una escasez de semiconductores ligeramente menor en los últimos meses. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, el crecimiento de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) para 2021 se ha revisado al alza en 1 punto porcentual, hasta el 12,1 %.

Los indicadores de alta frecuencia más recientes apuntan a una falta de dinamismo del comercio en torno al cambio de año, aunque se espera que sea de carácter transitorio. Entre diciembre y enero, el comercio de servicios (medido por los indicadores semanales de reservas en hoteles y número de vuelos) disminuyó como consecuencia de la intensificación de la pandemia. Esta volatilidad resultó ser meramente temporal, ya que la preocupación por la gravedad del impacto de la variante ómicron empezó a disiparse. Para el primer trimestre de 2022, los datos de alta frecuencia apuntan a un crecimiento sostenido del comercio gracias a la fuerte demanda, en particular de acero y productos tecnológicos, y a los efectos ligeramente menos disruptivos de los cuellos de botella. Los pedidos de exportaciones de Taiwán, un barómetro de la demanda de tecnología mundial, aumentaron de manera acusada desde mediados de 2021 y alcanzaron máximos históricos en noviembre. La producción de acero se recuperó con fuerza hacia finales de 2021 tras la pronunciada contracción observada en el tercer trimestre en un contexto de ralentización del sector inmobiliario chino y de nuevas olas de contagios de COVID-19. Se espera que esta intensa recuperación haya continuado a principios de 2022.

Gráfico 2

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

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



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022 (PMI) y a diciembre de 2021 (importaciones mundiales de mercancías).

El crecimiento de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) se normalizará gradualmente a lo largo del horizonte de proyección. El

comportamiento mejor de lo esperado en el segundo semestre de 2021 da lugar a un gran efecto de arrastre a 2022 que compensa con creces la evolución más débil derivada de las revisiones de la actividad mundial y del impacto adverso en el comercio de la guerra Rusia-Ucrania. Para 2023 se prevé un crecimiento más moderado de las importaciones mundiales, reflejo de los efectos del conflicto actual, de una desaceleración generalizada en todas las regiones y del supuesto de que la demanda de bienes de consumo se irá normalizando. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, el crecimiento de las importaciones mundiales se ha revisado al alza para 2022 (+0,7 puntos porcentuales), como resultado del efecto de arrastre positivo, y a la baja para 2023 y 2024 (-0,7 puntos porcentuales y -0,2 puntos porcentuales, respectivamente).

La demanda externa de la zona del euro también se moderará gradualmente durante el horizonte de proyección como consecuencia de las repercusiones de la guerra Rusia-Ucrania. Tras alcanzar una cota estimada del 9,9 % en 2021,

se prevé que el crecimiento de la demanda externa de la zona del euro se modere hasta el 4 % en 2022, el 3,2 % en 2023 y el 3,6 % en 2024. El conflicto afecta más a la demanda externa de la zona que a las importaciones mundiales debido al gran peso que tienen en el comercio de la zona del euro Rusia y los países de Europa Central y Oriental, que están más expuestos a los factores adversos derivados del conflicto que otros países que no forman parte de la zona del euro. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, la tasa de crecimiento de la demanda externa de la zona del euro no se ha modificado para 2022, ya que el impacto de la invasión contrarresta

íntegramente el efecto de arrastre positivo de 2021, y se ha revisado a la baja para 2023 (-1,1 puntos porcentuales) y para 2024 (-0,3 puntos porcentuales).

Como la incertidumbre sobre las previsiones es muy elevada, se considera que el balance de riesgos en torno a las perspectivas mundiales está orientado a la baja para la actividad y al alza para la inflación. Aunque la pandemia continúa representando un importante riesgo a la baja para las perspectivas globales, la invasión rusa de Ucrania ha intensificado significativamente la incertidumbre en todo el mundo y está mermando el crecimiento global. En adelante, los riesgos de cola a la baja derivados de una escalada adicional del conflicto podrían ser sustanciales y hacer descarrilar la recuperación global, además de alimentar las presiones inflacionistas. Es posible que las empresas repercutan a los consumidores la subida de los precios de las materias primas —que incrementa sus costes de producción— elevando los precios de los productos finales. A su vez, esto daría origen a demandas de incrementos salariales y seguiría alimentando las presiones inflacionistas a través de espirales de salarios y precios. Además, el conflicto ruso-ucraniano podría agravar los cuellos de botella en la oferta, dando lugar a una escasez de materias primas y, en particular, de materias primas esenciales, así como a problemas en la logística y el transporte, debido a las prohibiciones de transporte aéreo y marítimo que afectan al comercio en toda la región.

Evolución mundial de los precios

Los precios elevados y cada vez mayores de la energía siguen siendo un factor adverso para la economía mundial. Los precios al contado del petróleo han experimentado un rápido ascenso desde la fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021 (+57 % a 9 de marzo) y continúan reflejando la recuperación de la demanda y las limitaciones de oferta. Por el lado de la demanda, parece que los mercados de crudo reflejan el optimismo de que la variante ómicron no afectará a la demanda mundial de petróleo tanto como se temía inicialmente. Más recientemente, la evolución de los precios del crudo ha estado determinada principalmente por los riesgos para la oferta. En primer lugar, la invasión rusa de Ucrania ha suscitado temores sobre las amenazas a corto plazo para el suministro de petróleo, dado que Rusia suministra alrededor del 10 % del crudo mundial. En segundo lugar, los países que integran la OPEP+ han seguido sin alcanzar los objetivos de producción previstos, en particular Nigeria y Angola a causa de sus infraestructuras obsoletas y su inestabilidad política. Según el informe más reciente de la agencia gubernamental estadounidense Energy Information Administration, también es improbable que se cumplan los objetivos para 2022 en vista de las dificultades que algunos países están teniendo para recuperar la capacidad ociosa. Los precios de los futuros del petróleo se mantienen en una senda descendente, como consecuencia de las tensiones existentes en el mercado de crudo y del elevado «rendimiento por conveniencia», pero los riesgos de cola al alza han aumentado al escalar las tensiones entre Rusia y Ucrania hasta desembocar en una guerra. Los precios al contado del gas europeo siguen siendo muy volátiles, como consecuencia del temor a que Rusia racione el suministro

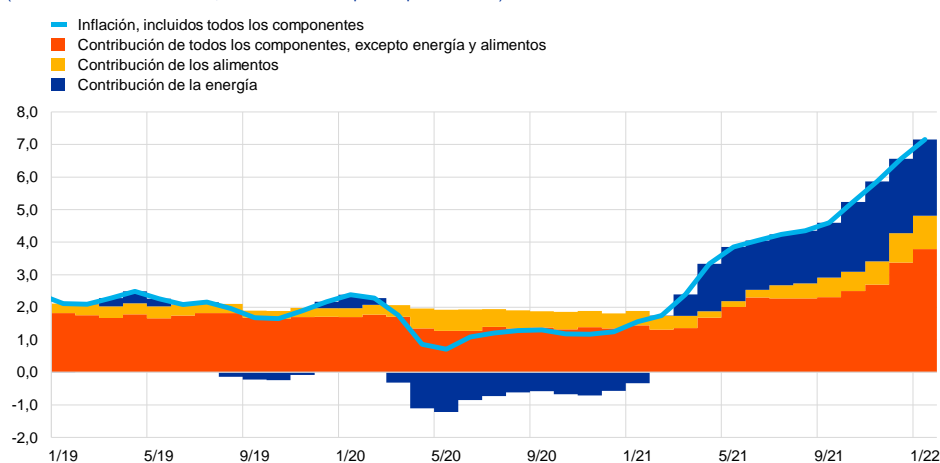
energético a Europa si el conflicto se prolonga (en la fecha de cierre, el 9 de marzo, eran un 62 % más altos que en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021). Los precios de las materias primas no energéticas también han subido, debido al encarecimiento tanto de los metales como de los alimentos, ya que los elevados precios de la energía, entre otros factores, han impulsado al alza los de los metales y los fertilizantes. Cabe destacar que el precio del trigo ha registrado un aumento considerable tras la invasión de Ucrania por Rusia, ya que ambos países se encuentran entre los mayores exportadores de este cereal del mundo y suman el 25 % de la oferta global.

La inflación medida por los precios de consumo se incrementó de manera pronunciada en 2021 tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. En varias economías importantes, la tasa de variación de los precios de consumo sorprendió al alza a lo largo de 2021 como consecuencia de varios factores (como los altos precios de la energía, las tensiones en las redes globales de producción y la escasez de mano de obra), que están resultando más persistentes de lo que se estimó inicialmente. En los países de la OCDE, la inflación medida por el IPC se aceleró en enero por cuarto mes consecutivo hasta alcanzar el 7,2 %, y la inflación subyacente se situó en el 5,1 %. Estos datos representan un repunte muy pronunciado con respecto a diciembre (+0,6 puntos porcentuales y +0,5 puntos porcentuales, respectivamente), que obedece en su mayor parte a la evolución excepcional de los precios en Turquía, donde la inflación general subió hasta el 48,7 % en enero. Si se excluye a Turquía, el aumento de la inflación general fue más moderado (5,8 %, frente al 5,5 % de diciembre), pero todavía considerable y generalizado en los distintos países. Mientras que en las economías emergentes la inflación ha crecido hasta niveles bastante acordes con las regularidades históricas, en las economías avanzadas ha alcanzado máximos no observados en varios años.

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 enero de 2022.

Es probable que las presiones inflacionistas en los principales socios comerciales de la zona del euro persistan en 2022, aunque con intensidad cada vez menor en algunos casos, lo que implica que el crecimiento de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro continuará siendo elevado. Los precios de producción han aumentado de forma sustancial a escala mundial como resultado del encarecimiento de la energía y otras materias primas, en particular los de los alimentos, en un contexto de persistencia del desajuste entre la oferta y la demanda, que también se vio favorecido por las medidas de estímulo aplicadas anteriormente. Como consecuencia, se prevé que la tasa de variación interanual de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro sea en 2022 mucho mayor de lo previsto previamente, y que luego registre un ritmo más moderado durante el resto del horizonte de proyección.

2 Evolución financiera

Durante el período de referencia (del 16 de diciembre de 2021 al 9 de marzo de 2022), los mercados financieros de la zona del euro se vieron influidos principalmente por los siguientes factores: antes del 24 de febrero de 2022, por los cambios en las perspectivas de inflación y la creciente incertidumbre geopolítica sobre una posible intervención militar en Ucrania por parte de Rusia, y después de esa fecha, por la invasión a gran escala de Ucrania por Rusia. Debido a las crecientes expectativas de normalización de la política monetaria en un entorno de aumento de las expectativas de inflación a corto plazo, el tramo corto de la curva forward del tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se desplazó notablemente al alza, una situación que continuó hasta el final de febrero. Posteriormente, los tipos forward disminuyeron en cierta medida al ajustar los mercados sus perspectivas dada la invasión rusa de Ucrania. En línea con los tipos 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 se incrementaron con fuerza al principio, y después registraron retrocesos hacia el final del período de referencia. Los diferenciales de la deuda soberana se mantuvieron prácticamente sin variación en general. La intensificación de la incertidumbre geopolítica observada desde el final de febrero generó una volatilidad significativa en los mercados, con pérdidas notables en las cotizaciones en todo el mundo. Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron durante el período considerado, una tendencia que se aceleró tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia. El euro se depreció con respecto a la mayoría de las principales monedas.

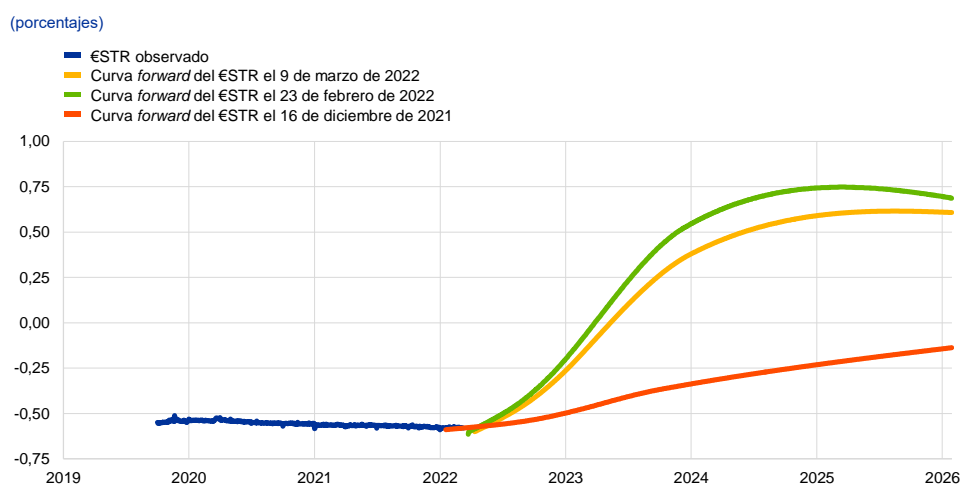
El tipo de interés de referencia €STR se situó, en promedio, en –58 puntos básicos durante el período analizado. El exceso de liquidez se incrementó en unos 105 mm de euros y se situó en 4.483 mm de euros, como consecuencia, principalmente, del aumento de alrededor de 140 mm de euros³ registrado en los valores mantenidos con fines de política monetaria en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia y del programa de compras de activos, así como de los 51,97 mm de euros adjudicados en la décima operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) el 22 de diciembre de 2021. El crecimiento de los activos relacionados con operaciones de política monetaria se vio compensado en gran medida por los reembolsos anticipados de financiación obtenida en las operaciones TLTRO III anteriores, que ascendieron a 60,21 mm de euros.

Tras la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, el tramo corto de la curva forward del €STR se desplazó notablemente al alza, y este movimiento se aceleró después de la reunión del Consejo de Gobierno de febrero, lo que sugiere una revisión significativa de las expectativas de subida de los tipos de interés por parte de los participantes en los mercados, mientras que la curva se aplanó ligeramente tras la invasión rusa de Ucrania el 24 de febrero de 2022 (gráfico 4). El tramo corto de la curva forward del €STR se desplazó al alza durante

³ Desde la semana terminada el 17 de diciembre de 2021 hasta la que finalizó el 4 de marzo de 2022.

la primera parte del período de referencia, hasta finales de febrero, en un entorno caracterizado por sorpresas al alza en la inflación general y por las mayores expectativas de inflación a corto plazo. El incremento de la pendiente fue especialmente marcado ante las expectativas más firmes de una normalización de la política monetaria generadas por la reunión del Consejo de Gobierno de febrero. Más adelante en el período analizado, el aumento de la curva *forward* del €STR se revirtió en cierta medida en respuesta a la invasión de Ucrania por parte de Rusia, dada la mayor incertidumbre acerca de las consecuencias económicas de la guerra, que seguía avanzando. En conjunto, la trayectoria esperada de los tipos de interés y la fecha de la primera subida estuvieron sujetas a un alto grado de incertidumbre, como se refleja en la elevada volatilidad de los mercados monetarios.

Gráfico 4
Tipos *forward* del €STR



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

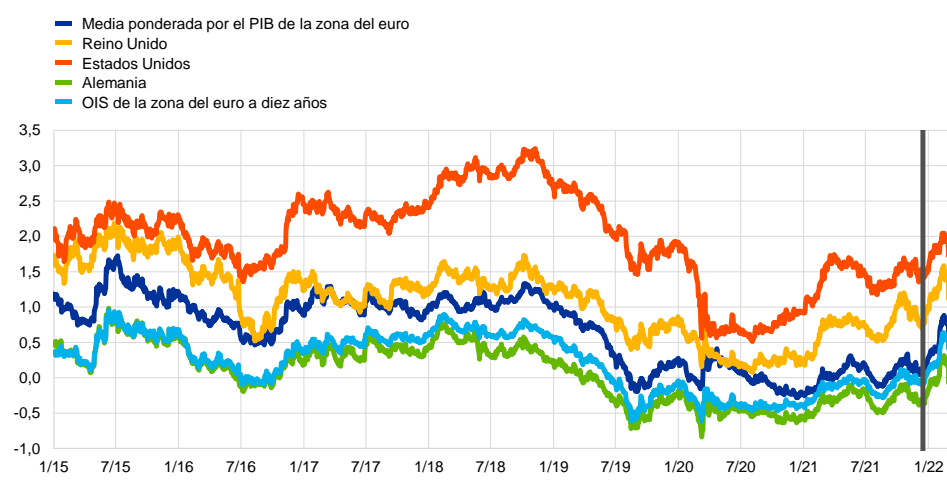
Los rendimientos medios de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron en línea con los tipos de interés libres de riesgo y alcanzaron niveles significativamente más elevados que los registrados al comienzo del período de referencia, pese a una caída transitoria tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia el 24 de febrero de 2022, con unos patrones en parte diferentes en los distintos países de la zona del euro (gráfico 5). Entre mediados de diciembre y mediados de febrero, los rendimientos soberanos se incrementaron en consonancia con la fuerte tendencia al alza de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo. Este incremento dio lugar también a una curva de rendimientos con una pendiente más pronunciada, que refleja una compensación por inflación más elevada en un entorno de preocupación cada vez menor por la variante ómicron del coronavirus (COVID-19) y de expectativas más firmes con respecto a la normalización de la política monetaria. Sin embargo, dichos rendimientos cayeron posteriormente a raíz de la invasión rusa de Ucrania al reducirse los tipos reales, con algunos movimientos menores de huida hacia activos refugio, pero, en conjunto, con un descenso generalizado en la zona del euro ante las expectativas de un ritmo más lento de normalización de la política monetaria, dado el horizonte de incertidumbre económica. Durante el período de referencia,

tanto el rendimiento medio 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 alrededor de 70 puntos básicos, hasta situarse en el 0,74 % y el 0,64 %, respectivamente. En Estados Unidos, la evolución fue similar, ya que el rendimiento de los bonos soberanos a diez años aumentó en torno a 50 puntos básicos y alcanzó el 1,95 % al final del período considerado.

Gráfico 5

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (16 de diciembre de 2021). La última observación corresponde al 9 de marzo de 2022.

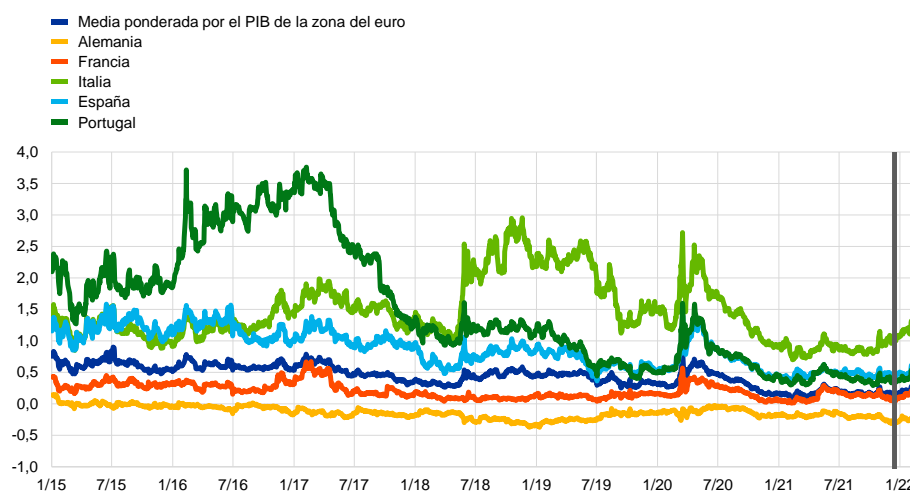
Los diferenciales soberanos de la zona del euro a largo plazo con respecto a los tipos OIS del €STR se ampliaron en algunas jurisdicciones, especialmente tras la reunión del Consejo de Gobierno de febrero, antes de volver a estrecharse debido a la escalada de la guerra en Ucrania (gráfico 6). Varios

mercados de deuda soberana registraron un aumento de los diferenciales en torno a la reunión del Consejo de Gobierno de febrero, en previsión de una posible normalización de la política monetaria ante la preocupación por la subida de la inflación (19 puntos básicos en Italia, 12 puntos básicos en Portugal y 11 puntos básicos en España entre el 2 y el 4 de febrero de 2022). Sin embargo, la escalada más reciente del conflicto ruso-ucraniano revirtió con creces el movimiento al alza, dado que las expectativas de subidas de los tipos de interés disminuyeron. Al final del período considerado, el diferencial soberano a diez años medio de la zona del euro ponderado por el PIB era 7 puntos básicos más bajo que en diciembre. Este cambio se vio afectado por la reducción de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a largo plazo en Alemania, que pasaron a ser casi 20 puntos básicos más negativos en la segunda mitad del período de referencia, posiblemente debido a la huida hacia países refugio en un entorno de tensiones geopolíticas.

Gráfico 6

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

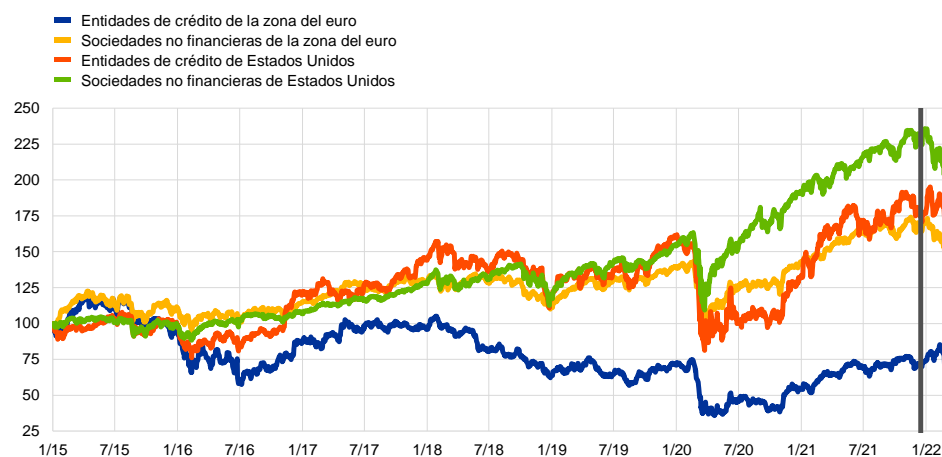
Notas: El diferencial se calcula restando el tipo OIS a diez años del €STR del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (16 de diciembre de 2021). La última observación corresponde al 9 de marzo de 2022.

Tras un alza inicial hasta alcanzar máximos históricos, los mercados internacionales de renta variable registraron una oleada de ventas, inicialmente en respuesta al incremento de los tipos de interés libres de riesgo y después, sobre todo, debido a la intensificación de la incertidumbre geopolítica (gráfico 7). Si bien al principio del período de referencia las expectativas de sólido crecimiento de los beneficios sustentaron los mercados de renta variable en general, las cotizaciones cayeron posteriormente tanto en la zona del euro como en Estados Unidos en respuesta al aumento de los tipos de descuento libres de riesgo. Hacia el final de febrero, la materialización de las tensiones entre Rusia y Ucrania, y las posteriores sanciones financieras impuestas a Rusia por los países occidentales, ejercieron presiones adicionales a la baja sobre los precios de las acciones y se tradujeron en una volatilidad significativa de los mercados a ambos lados del Atlántico. Más concretamente, en el conjunto del período de referencia, las cotizaciones de las sociedades no financieras retrocedieron un 12 % en la zona del euro y un 9 % en Estados Unidos, mientras que las cotizaciones del sector bancario registraron una pérdida del 10 % y del 8 %, respectivamente. El peor comportamiento de los mercados de renta variable en la zona del euro en comparación con Estados Unidos reflejó la exposición relativamente mayor de Europa a las consecuencias económicas y financieras derivadas del conflicto y de las sanciones aplicadas.

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.

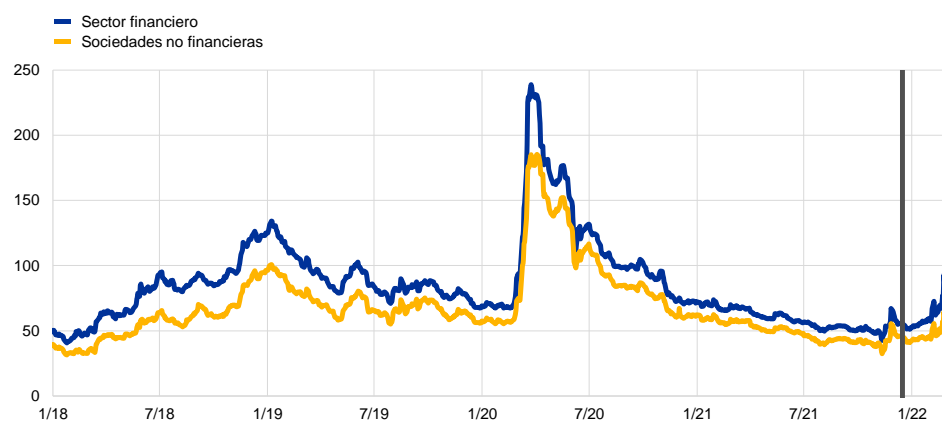
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (16 de diciembre de 2021). La última observación corresponde al 9 de marzo de 2022.

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 durante el período de referencia, especialmente después de la invasión de Ucrania por parte de Rusia (gráfico 8). Al principio del período considerado, 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) comenzaron a ampliarse ligeramente ante la previsión de una normalización de la política monetaria y después registraron un incremento más significativo en respuesta a las elevadas tensiones entre Rusia y Ucrania que se pusieron de manifiesto a finales de febrero.

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.

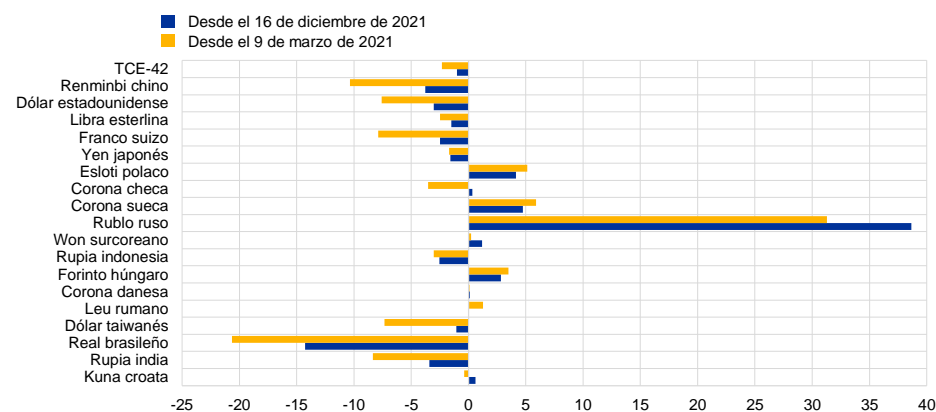
Notas: Los diferenciales son la diferencia entre los tipos de los *asset swaps* y el tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (16 de diciembre de 2021). La última observación corresponde al 9 de marzo de 2022.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció en términos generales (gráfico 9). 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 %. Con respecto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, la moneda única continuó perdiendo valor frente al dólar estadounidense (-3 %) como consecuencia de la ampliación adicional del diferencial de expectativas de tipos de interés a corto plazo entre la zona del euro y Estados Unidos. Ello se debió al ritmo más rápido de recuperación de la actividad económica y a la mayor inflación en Estados Unidos, que afectaron a la trayectoria esperada de la política monetaria estadounidense. El euro también se debilitó frente a otras monedas importantes, como el franco suizo (-2,5 %), el yen japonés (-1,6 %) y la libra esterlina (-1,5 %). Además, se depreció frente a las monedas de la mayoría de las principales economías emergentes, como el renminbi chino (-3,8 %). Al mismo tiempo, el euro se apreció considerablemente frente al rublo ruso, dado que esta moneda cayó más del 30 % en un solo día tras la imposición de las sanciones económicas y financieras sin precedentes contra la Federación Rusa, en respuesta a su invasión de Ucrania violando el Derecho internacional. En vista de la naturaleza de la actividad comercial en el mercado del rublo, el BCE suspendió la publicación de un tipo de cambio de referencia del euro con respecto al rublo ruso a partir del 1 de marzo de 2022. En el período considerado, el euro se apreció en general frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

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 9 de marzo de 2022, excepto para el rublo ruso, cuya variación se ha calculado aplicando el tipo de cambio vigente el 1 de marzo de 2022, dado que se ha suspendido la publicación del tipo de cambio de referencia del euro con respecto al rublo.

3 Actividad económica

El PIB real de la zona del euro creció un 5,3 % en 2021 y superó ligeramente su nivel previo a la pandemia a finales de año. En el último trimestre de 2021, el ritmo de expansión económica se moderó como consecuencia de la debilidad del consumo privado, que se redujo un 0,6 % debido al incremento de los contagios por coronavirus (COVID-19), así como del lastre que el aumento de los precios de la energía supone para el poder adquisitivo de los hogares. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento también fue negativa en el cuarto trimestre. En cambio, la inversión y el consumo del sector público contribuyeron positivamente al crecimiento económico. En cuanto a la producción, la recuperación en curso de la producción industrial sugiere que los cuellos de botella en la oferta son todavía considerables, aunque están disminuyendo gradualmente. En general, los últimos datos, la información procedente de las encuestas y los indicadores de alta frecuencia apuntan a la continuación de la debilidad de la economía en el primer trimestre de 2022, en un contexto de efectos de arrastre negativos derivados de los niveles reducidos de actividad observados a finales de 2021, perturbaciones de oferta persistentes, precios de la energía elevados y el impacto que la guerra en Ucrania está produciendo.

El crecimiento debería repuntar a lo largo de 2022, a medida que comiencen a desaparecer algunos factores adversos. La mejora esperada se basa en la disminución del impacto económico de la pandemia de COVID-19, la continuación de unas condiciones de financiación favorables y la evolución positiva del mercado de trabajo. Con todo, se estima que la guerra en Ucrania habría reducido la intención de gasto a corto plazo, sobre todo a través de su efecto en los costes de la energía y en la confianza, lo que se traduce en expectativas de una expansión más débil en el segundo trimestre.

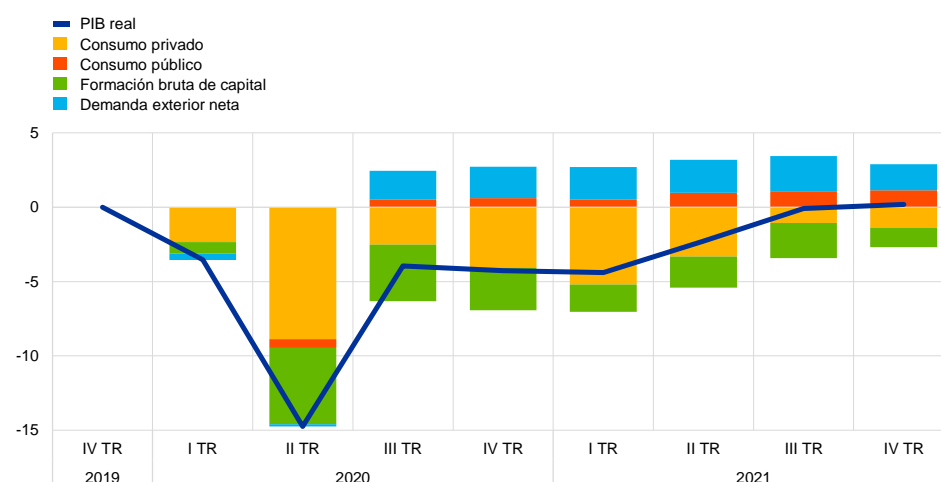
Esta valoración se refleja, en términos generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2022. Estas proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB real del 3,7 % en 2022, el 2,8 % en 2023 y el 1,6 % en 2024. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, las perspectivas relativas a la actividad económica se han revisado a la baja en 0,5 y 0,1 puntos porcentuales para 2022 y 2023, respectivamente, y se mantienen sin cambios para 2024. Las revisiones para 2022 reflejan en gran medida el impacto de la crisis de Ucrania en los precios de la energía, la confianza y el comercio. Los riesgos para las perspectivas económicas han aumentado sustancialmente con la invasión rusa de Ucrania y apuntan a la baja. Aunque los riesgos relacionados con la pandemia han disminuido, la guerra en Ucrania puede afectar al clima económico en mayor medida de lo esperado y podría reintensificar las restricciones de oferta. Antes del estallido de la guerra Rusia–Ucrania, la economía de la zona del euro había experimentado una recuperación sostenida y el crecimiento había alcanzado su nivel previo a la crisis, pese a los factores adversos relacionados con la pandemia, las perturbaciones de oferta y los elevados precios de la energía. Aunque las proyecciones

macroeconómicas de los expertos del BCE prevén un ritmo vigoroso de expansión de la actividad económica en el horizonte de proyección a medio plazo, la guerra ruso-ucraniana afectará sustancialmente a la actividad. En los escenarios alternativos que tienen en cuenta el impacto económico de la guerra, el crecimiento podría verse perjudicado significativamente por aumentos más acusados de los precios de la energía y de las materias primas, así como por el retroceso más severo del comercio y del sentimiento.

Tras dos trimestres de crecimiento dinámico, el PIB real de la zona del euro redujo su ritmo de expansión en el último trimestre de 2021. El modesto avance del 0,3 % observado en el cuarto trimestre obedeció sobre todo a la debilidad del consumo privado y la demanda exterior neta, mientras que la inversión y el consumo del sector público, junto con la evolución de las existencias, contribuyeron de forma positiva al crecimiento (gráfico 10). Al final de 2021, el PIB había superado ligeramente su nivel previo a la pandemia, con un crecimiento del 5,3 % en el conjunto del año. En cuanto a la producción, su evolución en el cuarto trimestre varió en función de los sectores. Mientras que el valor añadido de los servicios disminuyó tras la imposición de nuevas medidas de contención en el contexto del repunte de los casos de COVID-19 (panel izquierdo del gráfico 11), la producción del sector industrial (excluida la construcción) volvió a aumentar, lo que dio lugar a una dinámica positiva en el último trimestre de 2021.

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.

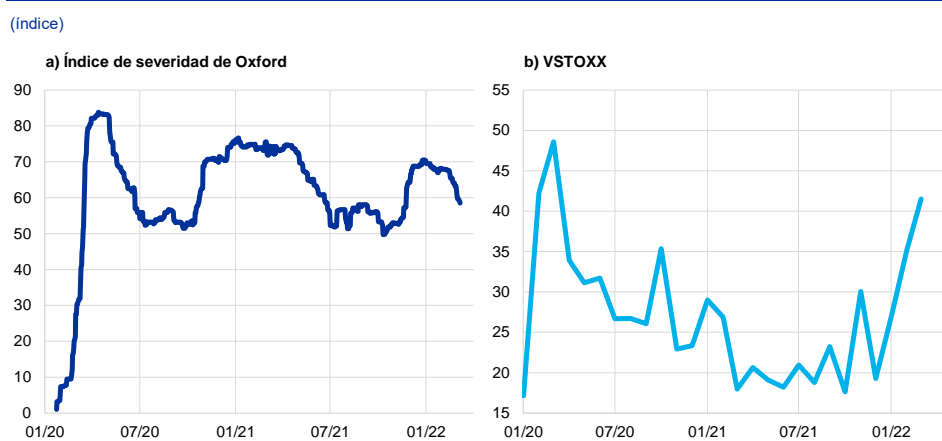
Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2021.

Según las estimaciones, el crecimiento del PIB de la zona del euro continuó siendo moderado en el primer trimestre de 2022, en un contexto de efectos de arrastre negativos derivados de los reducidos niveles de actividad a finales de 2021, precios de la energía elevados y el impacto que la guerra en Ucrania está produciendo. Aunque se esperaba que las tasas de crecimiento se normalizaran tras los primeros signos de disminución gradual de los cuellos de botella en la oferta (recuadro 1) y el debilitamiento progresivo de la ola de ómicron,

es probable que la desaceleración actual se haya visto amplificada por el efecto combinado de las fuertes subidas de los precios de la energía y los altos niveles de incertidumbre en el contexto de la guerra en Ucrania (panel derecho del gráfico 11). Los últimos datos de los primeros meses de 2022 apuntan a una moderación similar de la tasa de crecimiento a corto plazo. Con el trasfondo de la persistente incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y las elevadas presiones inflacionistas, la encuesta de opinión de la Comisión Europea correspondiente al mes de febrero señaló que, en general, la confianza de los consumidores y las expectativas de los hogares sobre su situación financiera futura se habían seguido deteriorando.

Gráfico 11

Índice de severidad de Oxford e indicador de incertidumbre en la zona del euro



Fuentes: Bloomberg, Oxford University y cálculos del BCE.

Notas: El índice de severidad de Oxford relativo al COVID-19 es un indicador sintético basado en nueve tipos de respuesta de los Gobiernos —que incluyen cierres de centros educativos, de trabajo y restricciones a los desplazamientos— reescalado a un valor comprendido entre 0 y 100 (100 = mayor grado de severidad). El índice VSTOXX mide la volatilidad del índice EUROSTOXX 50. Las últimas observaciones corresponden al 9 de marzo de 2022.

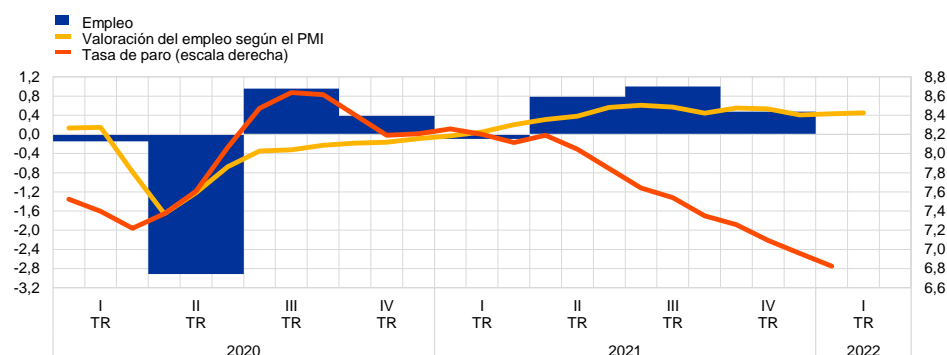
El mercado de trabajo de la zona del euro siguió mejorando en el cuarto trimestre de 2021.

El empleo creció un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del año (gráfico 12) y superó su nivel anterior a la pandemia. El aumento de la demanda de trabajo también se plasmó en un incremento adicional de la tasa de vacantes agregada, que marcó un nuevo máximo de la serie al alcanzar el 2,7 % en ese período. Además, esta alza tuvo un carácter más generalizado en los distintos sectores. El tamaño de la población activa y la tasa de actividad volvieron a situarse en niveles próximos a los registrados antes de la pandemia en el cuarto y el tercer trimestre de 2021, respectivamente. Tras registrar un promedio del 7,1 % en el último trimestre del año, la tasa de paro continuó descendiendo y se situó en el 6,8 % en enero de 2022. Con todo, el apoyo proporcionado por los programas de mantenimiento del empleo siguió siendo sustancial y, con la reintroducción de las medidas de contención, se produjo un leve incremento de la utilización de estos programas, a los que en enero estaba acogido el 1,5 % de la población activa.

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: porcentajes de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El índice de directores de compras (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 cuarto trimestre de 2021 para el empleo, a febrero de 2022 para el PMI y a enero de 2022 para la tasa de paro.

Los datos de las encuestas de opinión apuntan a un vigoroso crecimiento sostenido del empleo en los primeros meses de 2022.

El índice de directores de compras (PMI) mensual compuesto de empleo, que engloba tanto a la industria como a los servicios, se situó en 54,5 en febrero —prácticamente sin variación con respecto a enero y muy por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. Se registró este resultado pese a la intensificación de la pandemia en las primeras semanas del año y a las dificultades para cubrir vacantes comunicadas por los encuestados. En cambio, se señalaron presiones a la baja sobre las horas medias trabajadas, probablemente como consecuencia de las bajas laborales relacionadas con la variante ómicron, aunque es posible que este efecto se viera mitigado por un aumento de las horas trabajadas por los compañeros de los que estaban de baja.

El consumo privado se contrajo a finales de 2021 y se prevé que siga siendo débil en el primer trimestre de 2022.

Disminuyó un 0,6 %, en tasa intertrimestral, a finales de año, en un contexto de fuerte aumento de los contagios por COVID-19 y de endurecimiento de las restricciones en los sectores que requieren interacción social. El consumo privado se situó un 2,5 % por debajo del nivel previo a la pandemia a finales de 2021. Los datos más recientes no sugieren que esta brecha vaya a cerrarse en el primer trimestre de 2022. En enero de este año, las ventas del comercio minorista experimentaron un modesto crecimiento mensual del 0,2 %, tras registrar una contracción del 3 % en tasa intermensual en diciembre, mes en el que también descendieron las matriculaciones de automóviles —un 5,4 %—. La confianza de los consumidores siguió disminuyendo en febrero, presumiblemente aún como consecuencia de la persistente incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, así como de las elevadas presiones inflacionistas. En general, el impacto adverso asociado a la pandemia en las ramas de servicios que comportan interacción social, unido al lastre considerable que supone la subida de los precios de la energía para el poder adquisitivo de los hogares, implica una evolución débil del consumo en el primer trimestre de 2022. Posteriormente, se espera que el consumo privado se mantenga como principal factor impulsor del crecimiento

económico, gracias a una normalización sostenida del comportamiento del ahorro y al recurso al exceso de ahorro acumulado durante la pandemia por parte de los hogares. Pese al aumento del ahorro por motivos de precaución relacionado con la guerra en Ucrania, se prevé que el elevado volumen acumulado amortigüe la perturbación de los precios de la energía en cierta medida.

La inversión empresarial, excluida la construcción, creció con intensidad en el cuarto trimestre de 2021, ya que los cuellos de botella en la oferta mostraron signos de disminución y la demanda de bienes de equipo continuó siendo vigorosa. La inversión de la zona del euro, excluida la construcción, registró un avance intertrimestral del 6,3 % en el cuarto trimestre, recuperándose tras la caída del tercer trimestre, aunque aún se mantuvo en torno a un 13 % por debajo del nivel anterior a la pandemia. Entre las mayores economías de la zona del euro, la inversión, excluida la construcción, experimentó un repunte cercano al 7 % en tasa intertrimestral, tanto en España como en los Países Bajos, aumentó alrededor del 1 % en Alemania y Francia, y se elevó en casi un 2 % en Italia. En cuanto a sus componentes, la inversión en productos de propiedad intelectual creció un 13 %, mientras que la inversión en material de transporte también repuntó con fuerza en la zona del euro en su conjunto —con un crecimiento de dos dígitos en algunos países— después de contraerse durante tres trimestres. La leve mejora observada en algunos indicadores de opinión de plazos de entrega y de acumulación de existencias puede sugerir que están apareciendo los primeros signos de disminución gradual de los cuellos de botella en la oferta. De cara al futuro, el aumento de la confianza de las empresas en febrero y la valoración más positiva de la cartera de pedidos de los fabricantes de bienes de equipo apuntaban —antes del estallido de la guerra en Ucrania— a unas condiciones favorables para la inversión empresarial en la primera mitad de 2022. Además, el sólido crecimiento de los ingresos de las empresas y su elevado nivel de ahorro podrían respaldar la inversión una vez que disminuyan los cuellos de botella existentes (recuadro 4). Con todo, se espera que la guerra en Ucrania, con las restricciones y la incertidumbre que lleva aparejadas, lastre la inversión empresarial en la zona del euro, especialmente a corto plazo. Asimismo, las subidas de los precios de la energía podrían afectar de forma considerable a la producción de bienes de equipo con un uso intensivo de energía.

La inversión en vivienda repuntó en el cuarto trimestre del pasado año y se espera que siga creciendo a corto plazo. La inversión residencial se incrementó un 0,7 % en el cuarto trimestre de 2021, tras registrar un descenso del 1,4 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre. El indicador de la Comisión Europea sobre tendencias recientes de la actividad de la construcción aumentó de forma acusada, en promedio, en los dos primeros meses de 2022 y se situó muy por encima de su media de largo plazo. El PMI de actividad de la construcción residencial también experimentó un alza significativa, adentrándose en mayor medida en terreno expansivo. Por lo que se refiere a los hogares, los indicadores de opinión de la Comisión Europea señalan una demanda pujante, ya que las intenciones de renovación de vivienda a corto plazo de los consumidores se mantuvieron en cotas muy altas en el primer trimestre de 2022, pese a disminuir ligeramente, mientras que las relativas a la compra y la construcción de vivienda en los dos años siguientes

continuaron aumentando. La evolución favorable de la demanda también tuvo su reflejo en el sector empresarial, con una mejora de la valoración del nivel de pedidos de las empresas y una nueva disminución de la percepción de restricciones a la actividad de la construcción debidas a la falta de demanda. Al mismo tiempo, parece que los cuellos de botella en la oferta siguen siendo notables, dado que las empresas señalaron que la escasez de materiales y de mano de obra solo se había reducido ligeramente —desde niveles muy elevados— en un contexto de dilatación de los plazos de entrega de los proveedores y de subidas de precios de los bienes intermedios en febrero. Además, el reciente estallido de la guerra ruso-ucraniana y la incertidumbre que conlleva entrañan nuevos riesgos para las perspectivas a corto plazo.

Las exportaciones de bienes experimentaron un crecimiento moderado en el cuarto trimestre de 2021, mientras que las de servicios se vieron lastradas por la propagación de la variante ómicron.

Las exportaciones de bienes y servicios a países no pertenecientes a la zona del euro aumentaron un 2,9 % en el citado período. El detalle de las primeras sugiere que este dinamismo estuvo impulsado por las exportaciones a Estados Unidos, mientras que las dirigidas al Reino Unido se mantuvieron estables y las destinadas a China disminuyeron. Las importaciones de bienes y servicios de fuera de la zona del euro crecieron un 4,6 % en el cuarto trimestre. El aumento de las importaciones de bienes tras la caída observada en el trimestre anterior refleja la demanda embalsada procedente del sector industrial. Las importaciones registraron crecimientos especialmente acusados en términos de importe, debido a la fuerte subida de los precios mundiales de la energía. Los indicadores prospectivos apuntan a signos incipientes de disminución de los cuellos de botella en la oferta, pero esta mejora podría verse contrarrestada por las disrupciones en el comercio derivadas de la guerra Rusia-Ucrania. En cuanto a los servicios, tras la desaceleración de la actividad en el sector de turismo y viajes como consecuencia de la nueva ola de coronavirus, los indicadores prospectivos sugieren que las exportaciones de servicios en este sector mejorarán en los próximos meses, a medida que se relajen las restricciones relacionadas con la pandemia. Con todo, el reciente estallido de la guerra ruso-ucraniana añade un grado de incertidumbre adicional a las perspectivas del comercio internacional.

Se espera que la actividad de la zona del euro repunte a lo largo de 2022, en un contexto de incertidumbre elevada.

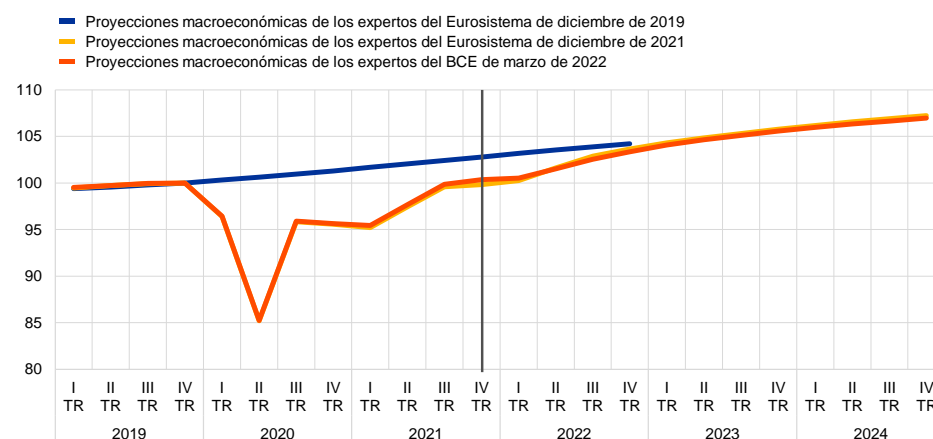
Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2022 prevén un crecimiento anual del PIB real del 3,7 % en 2022, el 2,8 % en 2023 y el 1,6 % en 2024 (véase gráfico 13). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, el perfil de crecimiento se ha revisado a la baja para 2022 y se mantiene prácticamente inalterado para 2023 y 2024. Las revisiones a la baja de las perspectivas a corto plazo obedecen sobre todo a la perturbación de los precios de la energía, que fue más intensa de lo esperado —pese a que se vio mitigada, en parte, por el elevado volumen de ahorro acumulado durante la pandemia— y a los *shocks* negativos de confianza desencadenados por la guerra Rusia-Ucrania. A pesar de estos factores adversos, la expansión continúa estando respaldada a medio plazo por el fortalecimiento adicional de la demanda interna, junto con la mejora del mercado de

trabajo y la intensificación del crecimiento mundial, así como por el apoyo que están proporcionando las políticas. Además, los progresos en la implementación del programa *Next Generation EU* son un factor adicional que debería sostener la recuperación⁴.

Gráfico 13

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 BCE para la zona del euro, marzo de 2022», publicado en el sitio web del BCE el 10 de marzo de 2022.

Nota: La línea vertical señala el comienzo de las proyecciones de marzo de 2022 y sigue a la última observación del PIB real de la zona del euro, que corresponde al cuarto trimestre de 2021.

Los riesgos para las perspectivas económicas han aumentado

sustancialmente con la invasión rusa de Ucrania y apuntan a la baja. Aunque los riesgos relacionados con la pandemia han disminuido, la guerra en Ucrania puede afectar al clima económico en mayor medida de lo esperado y podría reintensificar las restricciones de oferta. Unos costes de la energía persistentemente elevados, junto con un deterioro de la confianza, podrían lastrar la demanda más de lo esperado y limitar el consumo y la inversión.

⁴ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2022», publicadas en el sitio web del BCE el 10 de marzo de 2022.

4 Precios y costes

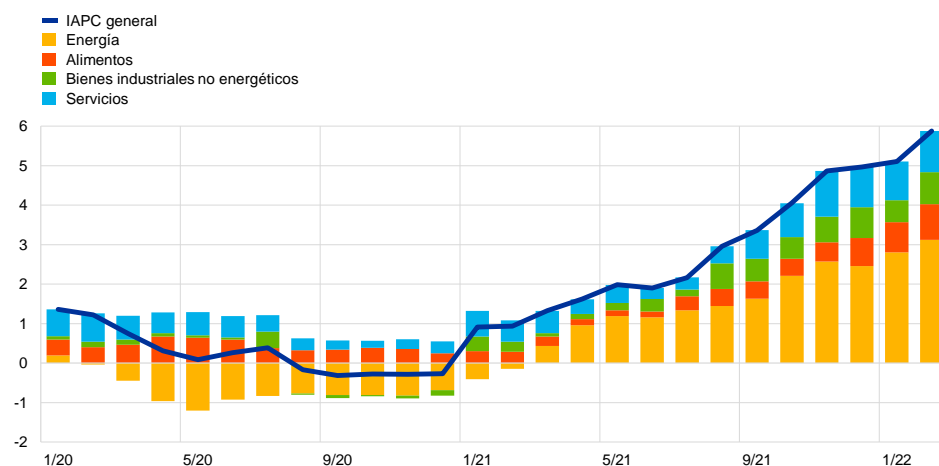
La inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 5,8 % en febrero de 2022, desde el 5,1 % de enero, y es probable que permanezca en niveles altos a corto plazo. Los precios de la energía continúan siendo la principal causa de la elevada tasa de inflación: fueron directamente responsables de más de la mitad de la inflación general total en febrero y, además, están impulsando al alza los precios en muchos otros sectores. Los precios de los alimentos también se han incrementado, debido a factores estacionales, a los elevados costes de transporte y al encarecimiento de los fertilizantes. En los próximos meses cabe esperar presiones adicionales sobre los precios de algunos alimentos y materias primas como consecuencia de la guerra en Ucrania. Las subidas de precios son ahora más generalizadas y se observan alzas notables en una amplia gama de bienes y servicios. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han aumentado en los últimos meses, aunque la perdurabilidad de estos aumentos es incierta, dada la influencia de factores de naturaleza temporal relacionados con la pandemia y los efectos indirectos del encarecimiento de la energía. Los indicadores de mercado sugieren una moderación del avance de los precios de la energía en el transcurso de 2022 y las presiones inflacionistas derivadas de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro también deberían disminuir. Los indicadores de mercado y de opinión relativos a la inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 % en ambos casos. La guerra en Ucrania es un importante riesgo al alza para las perspectivas de inflación a corto plazo, especialmente para los precios de la energía.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC siguió aumentando en febrero de 2022 y se situó en el 5,8 % (gráfico 14). Este nivel marcó un nuevo máximo histórico, tras las tasas del 5,1 % de enero y del 5 % de diciembre, pese a que aún reflejaba solo parcialmente el impacto de la guerra en Ucrania. Todos los componentes principales —energía, alimentos, servicios y bienes industriales no energéticos— contribuyeron al alza de la inflación general. La inflación medida por el IAPC sin energía ni alimentos (IAPCX) aumentó hasta el 2,7 % en febrero, lo que supone un nuevo repunte tras la moderación temporal observada en enero (cuando se situó en el 2,3 %). Este aumento reflejó la dinámica de los precios de los servicios y de los de bienes industriales no energéticos.

Gráfico 14

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

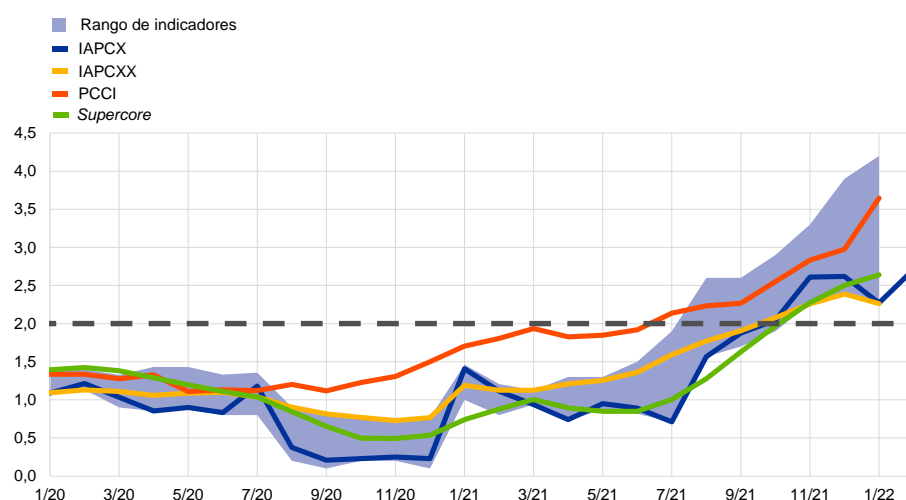
Los precios de la energía continuaron siendo los que más afectaron a la inflación medida por el IAPC, dado que su tasa de variación alcanzó un nuevo máximo histórico del 31,7 % en febrero, frente al 28,8 % de enero. Los datos de enero sugieren que el repunte registrado en el primer mes del año obedeció principalmente a la subida de los precios del gas y de la electricidad, que en muchos países se reajustaron para el nuevo año. El gas y la electricidad también explican gran parte de la reciente heterogeneidad observada en la tasa de avance de los precios de la energía: los dos componentes energéticos tienen un peso considerable y sostenido en países como Italia y Países Bajos, y en España ese peso procede de la electricidad. Es probable que el aumento de los costes de la energía haya influido también en el alza de otros componentes del IAPC, como los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos (cuya tasa de variación se situó en el 4,1 % y el 3 %, respectivamente, en febrero), puesto que la energía es un insumo tanto en la producción como en la distribución.

Los indicadores de la inflación subyacente han continuado su reciente movimiento al alza, aunque probablemente esta evolución sea consecuencia, en cierta medida, de los efectos indirectos de la dinámica de los precios de la energía y de factores relacionados con la pandemia. Los indicadores de inflación que tratan de eliminar el impacto de factores transitorios han tendido a repuntar en los últimos meses (gráfico 15). Por ejemplo, el IAPCX aumentó hasta el 2,7 % en febrero, desde el 2,3 % de enero. Los datos referidos a otros indicadores de la inflación subyacente solo están disponibles hasta enero. En ese mes, la inflación medida por el IAPCXX (que, además de la energía y los alimentos, también excluye los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado) se moderó y se situó en el 2,3 %, frente al 2,4 % de diciembre. Por su parte, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos se incrementó hasta el 3,6 %, desde el 3 % en diciembre (mientras que el PCCI sin energía se elevó hasta el 2,3 %, desde el 2,1 % de diciembre), y el indicador *Supercore*

(inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, repuntó y se situó en el 2,6 %, frente al 2,5 % observado en diciembre. Si bien todos los indicadores de la inflación subyacente han superado el 2 %, la perdurabilidad de estos aumentos es incierta, dada la influencia de factores de naturaleza temporal relacionados con la pandemia (como los cuellos de botella en las cadenas de suministro y el efecto de la reapertura tras las restricciones asociadas al coronavirus) y los efectos indirectos del encarecimiento de la energía.

Gráfico 15
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



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 sin energía ni 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 enero de 2022 con la única excepción del IAPCX (que se ha obtenido de la estimación de avance de febrero de 2022).

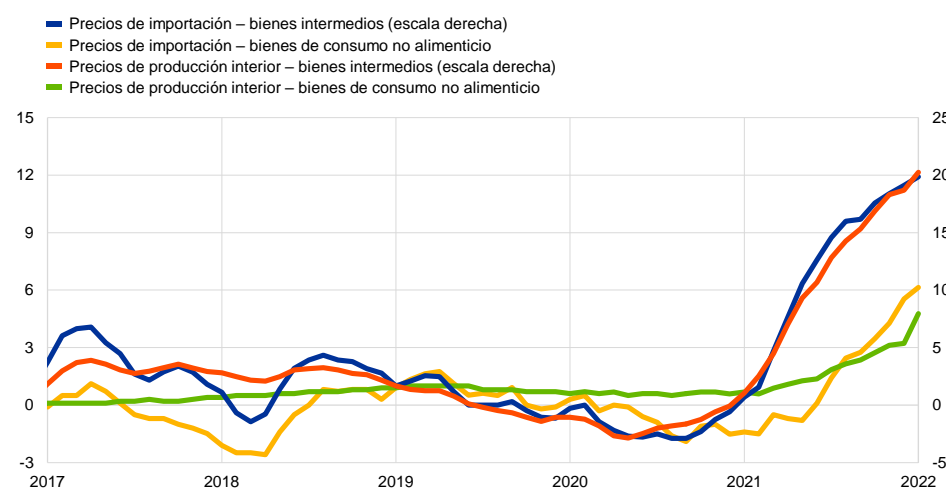
Las presiones latentes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos han continuado creciendo y los indicadores han alcanzado máximos históricos (gráfico 16).

Las presiones de costes se han intensificado considerablemente con respecto a hace un año como consecuencia de las subidas de los precios globales de las materias primas y, en particular, de la energía. Las disrupciones de las cadenas de suministro y la recuperación de la demanda a escala mundial también han contribuido a las presiones sobre los costes de los insumos. Si se analizan las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores siguió aumentando hasta situarse en el 20,2 % en enero, desde el 18,7 % de diciembre. Del mismo modo, la tasa de avance interanual correspondiente de los precios de importación de esos bienes se incrementó del 19,1 % en diciembre de 2021 al 19,9 % en enero de 2022. Las presiones que se han acumulado en las primeras fases del proceso de formación de precios también están siendo más prominentes en las fases posteriores, y la inflación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores alcanzó un nuevo máximo histórico del 4,8 % en enero de 2022, frente al 3,2 % registrado un mes antes. La tasa de variación de los

precios de importación de esos bienes se situó en el 6,1 % en enero y la diferencia con respecto a los precios de producción interior es atribuible probablemente a la depreciación que sufrió el euro el pasado año. Los precios de producción y de importación de los bienes de consumo no alimenticio son indicadores adelantados clave de la dinámica del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC, lo que implica que es poco probable que las presiones sobre los precios de consumo remitan a corto plazo.

Gráfico 16 Indicadores de las presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2022.

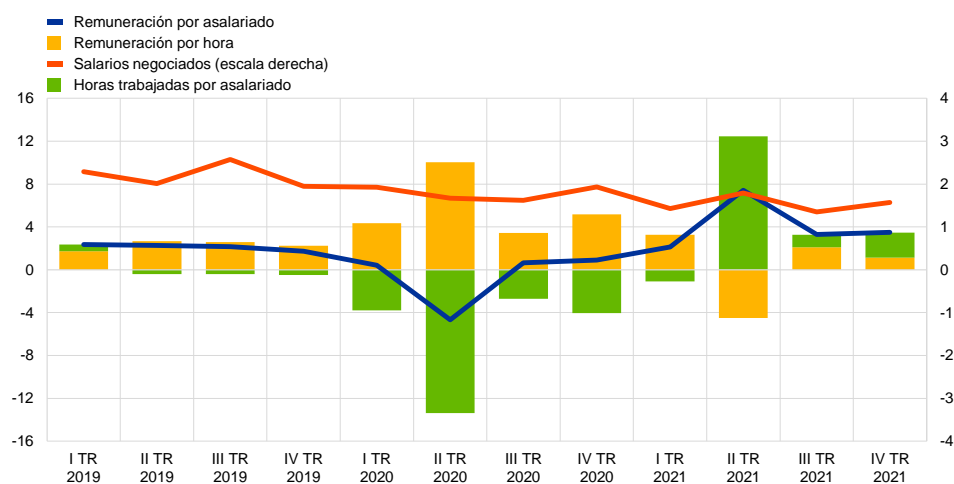
El crecimiento de los salarios en la zona del euro ha sido moderado hasta la fecha (gráfico 17). El crecimiento de la remuneración por asalariado se aceleró ligeramente hasta situarse en el 3,5 % en el cuarto trimestre de 2021, debido a los aumentos registrados en las horas trabajadas por asalariado y en la remuneración por hora (aunque la tasa de crecimiento interanual de esta última variable cayó hasta el 1,1 % en dicho trimestre). El mayor número de horas trabajadas es una señal de que continúa la normalización tras la reapertura de las economías de los países. Asimismo, el patrón de crecimiento de la remuneración por asalariado también refleja el cambio en el impacto de las medidas de apoyo público relacionadas con los programas de mantenimiento del empleo. Sin embargo, los salarios negociados no se han visto directamente afectados por la evolución de las horas trabajadas ni por el registro de las prestaciones asociadas a los programas de mantenimiento del empleo introducidos en respuesta a la pandemia, por lo que constituyen un indicador adicional importante de las presiones salariales. El aumento de los salarios negociados siguió siendo moderado en el cuarto trimestre de 2021 y se situó en el 1,5 %, frente al 1,4 % del trimestre anterior (con un promedio del 1,5 % en el conjunto de 2021, frente al 1,8 % en 2020). Sin embargo, es poco probable que este indicador refleje el impacto de los actuales niveles elevados de la inflación, dado que es de carácter retrospectivo y se basa en acuerdos sobre negociación colectiva pasados. Una encuesta del BCE entre grandes empresas europeas indica que el crecimiento salarial en 2022 podría ser

ligeramente mayor, y algunos encuestados señalan que los elevados niveles de inflación actuales pueden contribuir a ello.

Gráfico 17

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 cuarto trimestre de 2021.

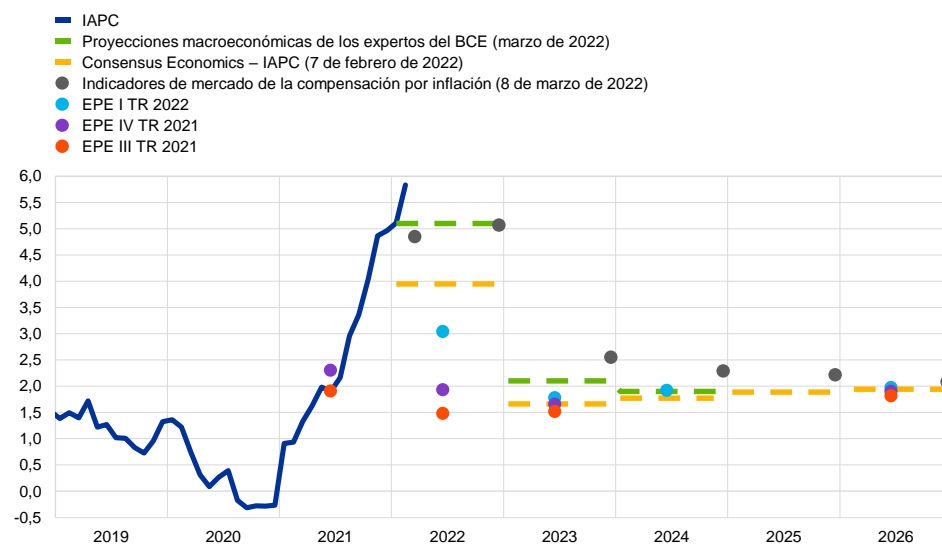
Los indicadores de mercado de la compensación por inflación han aumentado considerablemente en un contexto de fluctuaciones extraordinarias en el período y los indicadores de opinión de las expectativas de inflación también muestran una tendencia al alza desde principios de 2022.

La invasión de Ucrania por parte de Rusia ha dado lugar a una corrección significativa de los precios del petróleo y del gas natural en previsión de un fuerte deterioro del suministro, y las presiones inflacionistas a corto plazo ya eran intensas antes de estos acontecimientos. Como resultado, la compensación por inflación *forward* a corto plazo en la zona del euro ha aumentado notablemente. Los mercados descuentan ahora un avance más pronunciado y persistente de la inflación en la zona del euro a corto plazo con respecto a mediados de diciembre, y el tipo ILS (tipo *swap* de inflación) *forward* a un año dentro de un año se sitúa en la actualidad en torno al 2,50 %, aproximadamente unos 78 puntos básicos por encima del nivel observado el 16 de diciembre de 2021, al comienzo del período analizado. Entretanto, los tipos ILS *forward* a más largo plazo cayeron inicialmente en previsión de un endurecimiento de la política monetaria y después volvieron a elevarse tras la intensificación de las tensiones geopolíticas y el estallido de la guerra en Ucrania. De hecho, el tipo ILS *forward* a cinco años dentro de cinco años disminuyó ligeramente y se situó alrededor del 1,85 % al final de enero, antes de aumentar hasta el 2,16 % a principios de marzo. Según la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE correspondiente al primer trimestre de 2022 (que se llevó a cabo en la segunda semana de enero) y las previsiones de Consensus Economics de enero de 2022, las expectativas de inflación a largo plazo han aumentado hasta el 2 %, frente al 1,9 % observado en las respectivas encuestas anteriores (gráfico 18).

Gráfico 18

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro (marzo de 2022) y cálculos del BCE.

Notas: La serie de los indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año y en la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a la compensación por inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 8 de marzo de 2022. La encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre de 2022 se realizó entre el 7 y el 13 de enero de 2022. En las previsiones de Consensus Economics, la fecha límite de recepción de los datos para 2024, 2025 y 2026 fue el 10 de enero de 2022, y para 2022 y 2023 fue el 7 de febrero de 2022. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del BCE fue el 2 de marzo de 2022.

En las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2022 se prevé que la inflación continúe siendo elevada en los próximos meses, caiga en el segundo semestre del año y se estabilice en el 1,9 % al final del horizonte de proyección. La inflación

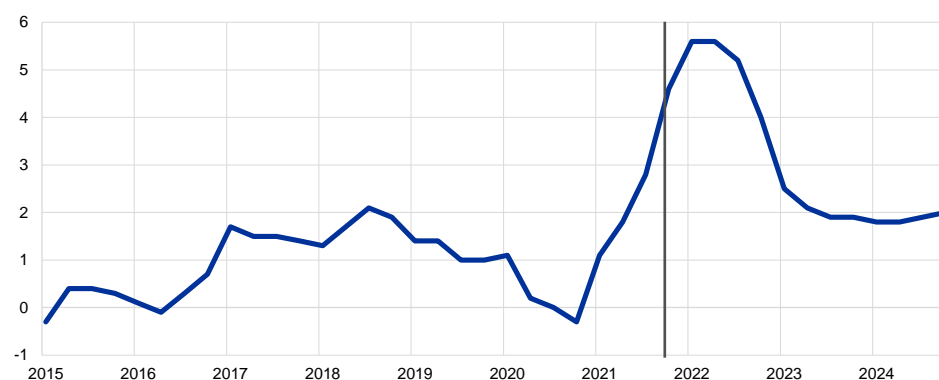
medida por el IAPC general alcanzó el 5,8 % en febrero de 2022 y se espera que permanezca en niveles altos en los próximos meses, antes de ir disminuyendo lentamente en la segunda mitad del año. Las proyecciones de referencia sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 5,1 % en 2022, el 2,1 % en 2023 y el 1,9 % en 2024 (gráfico 19). El aumento de la inflación general en 2022 refleja el sustancial repunte de los precios de la energía (impulsado por la electricidad y el gas), el notable encarecimiento de los alimentos, el impacto de la reapertura de la parte del sector servicios que requiere mayor interacción social y presiones inflacionistas a lo largo del proceso de formación de precios (incluyendo el coste de los bienes intermedios energéticos). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, la inflación medida por el IAPC se ha revisado al alza para todo el horizonte de proyección, especialmente para 2022 (1,9 puntos porcentuales para dicho año). Esta revisión al alza puede atribuirse, en parte, a las recientes sorpresas en los datos de inflación y a un avance más intenso de lo esperado de los precios actuales y futuros de la energía, que se ha visto exacerbado por las tensiones geopolíticas en torno a la invasión de Ucrania. Se espera que el IAPC sin energía ni alimentos (IAPCX) se sitúe en torno al 2,6 % en los dos próximos trimestres y después caiga

hasta el 2,3 % en el cuarto trimestre de 2022 (con un nivel medio del 2,6 % en el conjunto de 2022). Se prevé que la fuerte demanda, los efectos indirectos del incremento de los precios de la energía y las presiones inflacionistas en el proceso de formación de precios como consecuencia de los cuellos de botella en la oferta ejerzan presión al alza. El impacto de estos factores se suavizará a medio plazo y el IAPC medio se reducirá al 1,8 % en 2023 y al 1,9 % en 2024. Se prevé que el crecimiento de los salarios se sitúe en el 3,6 % en 2022 y descienda al 2,9 % en 2024, un nivel que está por encima de la media histórica desde 1999 (2,2 %) y de la tasa observada antes de la crisis financiera mundial (2,6 %), lo que refleja el tensionamiento del mercado de trabajo y algunos efectos limitados de segunda vuelta derivados del repunte de la inflación.

Gráfico 19

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 BCE para la zona del euro](#) (marzo de 2022).
 Notas: La línea vertical indica el inicio del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2021 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2024 (proyecciones). La fecha de cierre de las proyecciones fue el 2 de marzo de 2022.

5 Dinero y crédito

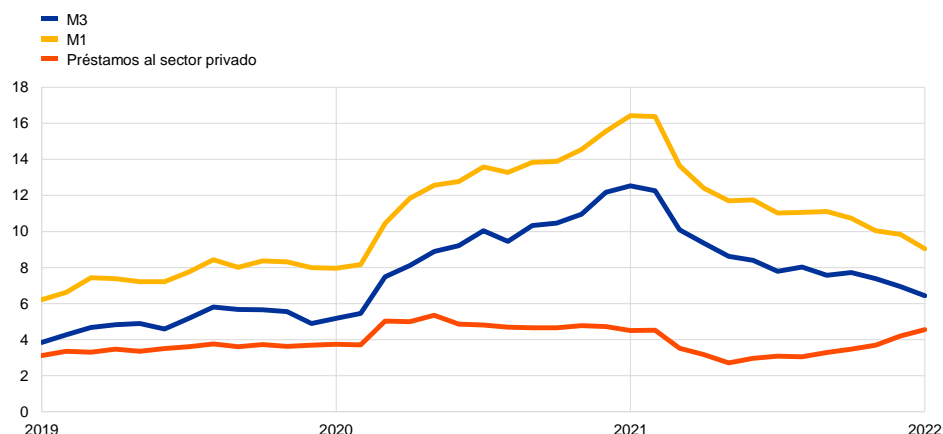
La creación de dinero en la zona del euro siguió normalizándose en enero de 2022, en un entorno de mayor volatilidad y a pesar de la intensificación de los riesgos geopolíticos. Las compras de activos por parte del Eurosistema continuaron siendo el principal factor impulsor de la creación de dinero. El crecimiento de los préstamos al sector privado se aceleró, gracias a las condiciones de financiación favorables y a la mejora de la situación económica. Los tipos de interés del crédito bancario permanecieron próximos a sus mínimos históricos en enero de 2022, a pesar del ligero incremento de los tipos de los préstamos a las empresas. En el cuarto trimestre de 2021, el volumen total de financiación externa de las empresas siguió incrementándose, sobre todo como consecuencia del significativo avance de los préstamos bancarios. El coste total de dicha financiación creció entre octubre de 2021 y enero de 2022, hasta situarse en los niveles máximos observados en marzo de 2020, debido al mayor coste de la financiación mediante valores de renta fija y a razones estadísticas. Las recientes fluctuaciones en los mercados, provocadas por la invasión rusa de Ucrania, han contribuido a que siga incrementándose el coste de dichos valores y a elevar el de las acciones tras una pronunciada caída de los mercados bursátiles.

En enero de 2022, el crecimiento del agregado monetario amplio se estabilizó en una tasa cercana a la alcanzada antes de la pandemia. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 6,4 % en enero, desde el 6,9 % de diciembre (gráfico 20), en un entorno de mayor volatilidad y a pesar de la intensificación de los riesgos geopolíticos, que aumentan la demanda de activos líquidos. La tasa intertrimestral de expansión monetaria retornó a un nivel próximo a su media de largo plazo, y la dinámica a más corto plazo de M3 continuó beneficiándose del sustancial apoyo proporcionado por las medidas adoptadas en respuesta a la pandemia. Por lo que se refiere a los componentes, el avance de M3 estuvo impulsado, principalmente, por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. Durante las primeras fases de la pandemia en 2020, los tenedores de dinero mostraron una preferencia por los activos líquidos, atribuible a motivos de precaución. Con la relajación de las medidas de contención de la pandemia y la recuperación de la actividad económica en curso, el crecimiento de M1 se moderó en 2021 con respecto a las elevadas tasas observadas en 2020. En enero de 2022, la tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a reducirse, pasando del 9,8 % al 9 %, fundamentalmente como resultado de la normalización del avance de los depósitos a la vista. Por su parte, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación, que había ido moderándose desde el primer trimestre de 2021, se situó en el 7,7 % en enero. La contribución de otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables fue neutral en dicho mes, reflejo de la reducida remuneración de estos instrumentos.

Gráfico 20

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

Notas: Préstamos ajustados de titulizaciones, otras transferencias y centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a enero de 2022.

El crecimiento de los depósitos a la vista volvió a moderarse, aunque se mantuvo en niveles elevados. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista cayó hasta el 9,2 % en enero, desde el 10,2 % de diciembre. Este descenso estuvo determinado por las empresas y los hogares, que son los sectores que más contribuyeron a la caída. Las entradas observadas en los depósitos a la vista desde el comienzo de la pandemia han sido considerables, lo que refleja el aumento de la incertidumbre económica⁵. Los depósitos de las empresas y los hogares crecieron de forma dispar entre países, como consecuencia de las diferentes necesidades de liquidez y medidas nacionales de apoyo (fiscal). En el cuarto trimestre de 2021, la acumulación de depósitos por parte de los hogares se situó temporalmente por debajo de su media anterior a la pandemia, debido al incremento del consumo y de la confianza de los consumidores, así como al encarecimiento de la energía, que mermó la renta disponible. Sin embargo, en enero de 2022 se produjo un repunte generalizado de los flujos de depósitos, lo que indica que los hogares aumentaron su nivel de ahorro y redujeron el consumo. Además, los depósitos de las empresas siguieron creciendo, aunque a una tasa más moderada que los de los hogares.

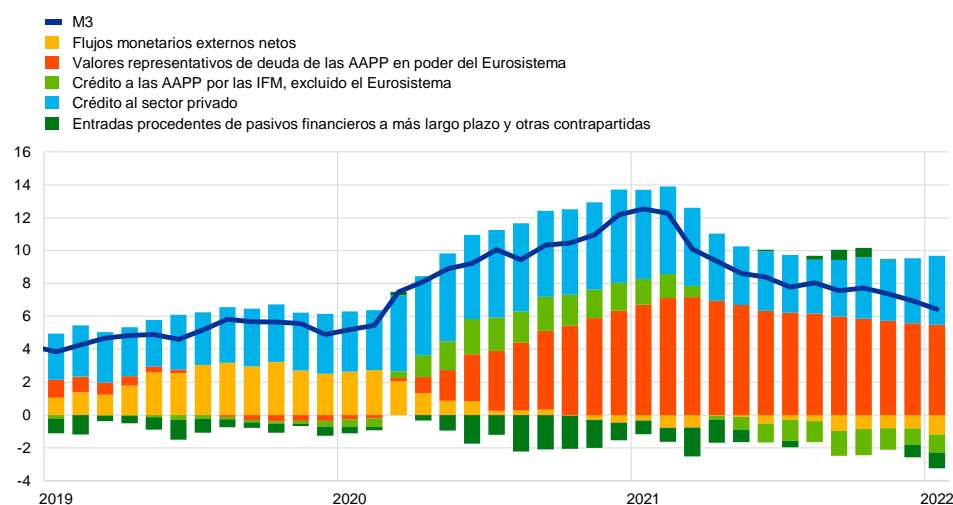
La creación de dinero continuó estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema en enero de 2022. Las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema en el marco del programa de compras de activos (APP) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) fueron las que más contribuyeron al crecimiento de M3 (parte de color rojo de las barras del gráfico 21), aunque dicha contribución fue ligeramente menor. La mayor aportación del crédito al sector privado (parte de color azul de las barras) también impulsó el avance del agregado monetario amplio. Sin embargo, tres factores frenaron la creación de dinero: primero, el crédito bancario concedido a las Administraciones Públicas contribuyó negativamente debido a las ventas de deuda

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

pública (parte de color verde claro de las barras); segundo, las salidas netas de flujos monetarios externos se intensificaron (parte de color amarillo de las barras), coincidiendo con una depreciación del tipo de cambio efectivo del euro, y tercero, las salidas de otras contrapartidas contrarrestaron las modestas entradas procedentes de pasivos financieros a más largo plazo (parte de color verde oscuro de las barras).

Gráfico 21 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) 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 enero de 2022.

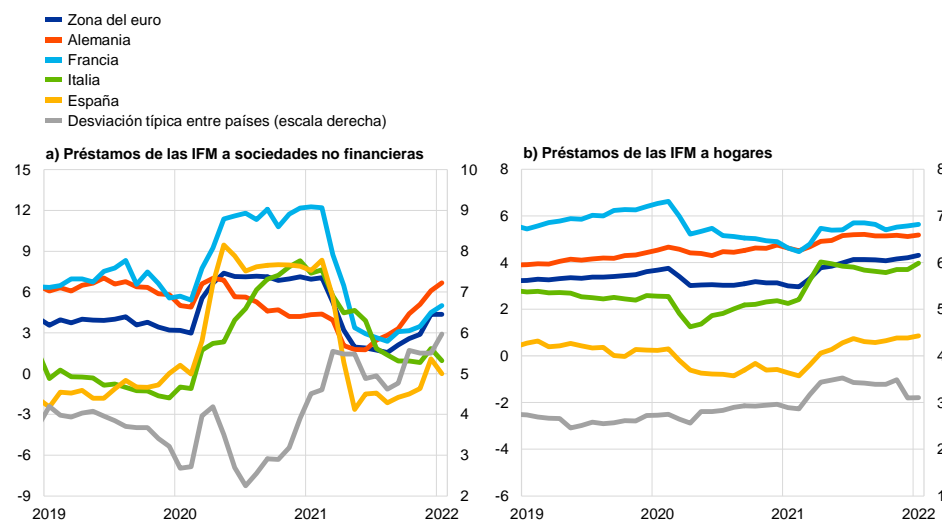
El crecimiento interanual de los préstamos al sector privado aumentó en enero de 2022. El crecimiento de los préstamos al sector privado se aceleró nuevamente en enero, hasta el 4,6 % desde el 4,2 % de diciembre (gráfico 20). Esta evolución estuvo determinada por el crédito a empresas y a hogares, que continuó beneficiándose de las condiciones de financiación favorables y de la recuperación económica en curso. La tasa de avance interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se elevó ligeramente en enero, hasta el 4,4 % desde el 4,3 % de diciembre (panel a del gráfico 22), impulsada por los préstamos a largo plazo y como reflejo, probablemente, de las necesidades de inversión en capital fijo. La tasa de crecimiento de los préstamos a hogares también registró un leve incremento y se situó en el 4,3 % en enero, frente al 4,2 % de diciembre (panel b del gráfico 22), debido sobre todo a la solidez del crédito hipotecario, ya que el crédito al consumo mantuvo su atonía. En general, la evolución de los préstamos oculta diferencias entre los países de la zona del euro, debidas —entre otros factores— al impacto dispar de la pandemia y al avance desigual de la recuperación económica en los distintos países⁶.

⁶ Véase el recuadro titulado «La heterogeneidad del impacto económico de la pandemia en los países de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

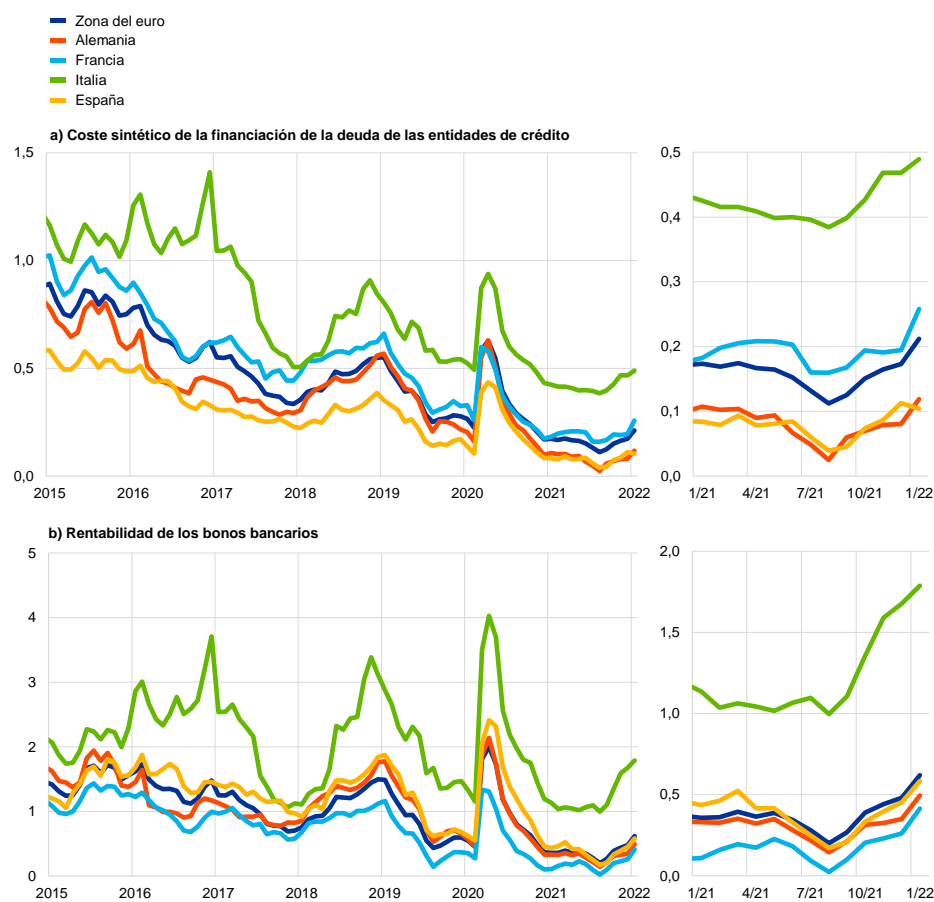
Notas: Préstamos ajustados de titulaciones y otras transferencias; en el caso de las sociedades no financieras, también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2022.

Los costes de financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro han comenzado a aumentar y actualmente se sitúan alrededor de los niveles previos a la pandemia. El reciente incremento del coste sintético de la financiación de la deuda (panel a del gráfico 23) estuvo impulsado por la mayor rentabilidad de los bonos bancarios (panel b del gráfico 23) y refleja la subida de los tipos de interés libres de riesgo, mientras que los tipos de los depósitos se han mantenido estables en mínimos históricos. Las medidas de política monetaria del BCE han contribuido hasta el momento 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. Antes del cuarto trimestre, los costes de financiación de las entidades de crédito se mantuvieron aislados de la presión al alza por tres razones: el continuo reajuste del precio de los depósitos a tipos de interés negativos; el menor peso de la financiación mediante deuda de las entidades de crédito, y su acceso a la financiación del banco central en condiciones favorables, especialmente la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y las operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO). Sin embargo, si los tipos de interés de mercado siguen aumentando, existe el riesgo de que los costes de financiación de las entidades de crédito se vean sometidos a mayor presión al alza, especialmente si se tiene en cuenta el reembolso futuro de los saldos vivos de las TLTRO. Esto podría traducirse finalmente en una subida de los tipos de interés aplicados a los préstamos a empresas y a hogares.

Gráfico 23

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

(porcentajes)



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 *senior*. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2022.

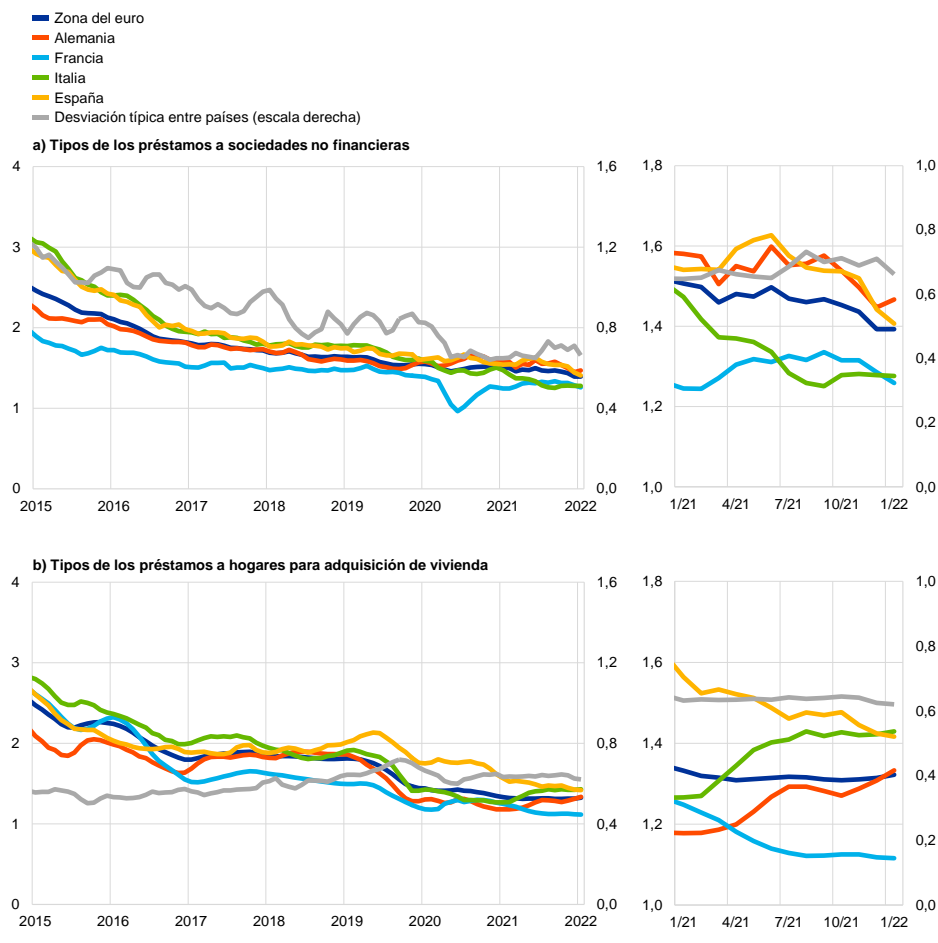
Los tipos de interés del crédito bancario permanecieron próximos a sus mínimos históricos en enero de 2022 (gráfico 24), aun cuando los tipos de los préstamos a las empresas repuntaron ligeramente. El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras aumentó hasta el 1,43 %, compensando los descensos del cuarto trimestre de 2021, mientras que el de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo prácticamente sin variación en el 1,33 %. El incremento de los tipos del crédito a empresas, que fue más pronunciado para los préstamos a medio plazo, reflejó un ascenso generalizado de los tipos de interés de mercado, con divergencias entre países. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros permaneció prácticamente sin variación en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. El aumento de los rendimientos de la zona del euro con respecto a los últimos meses podría ejercer presión al alza sobre los tipos de interés del crédito interno. 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 la pandemia sobre la economía de la zona del euro.

Gráfico 24

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

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



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos 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 enero de 2022.

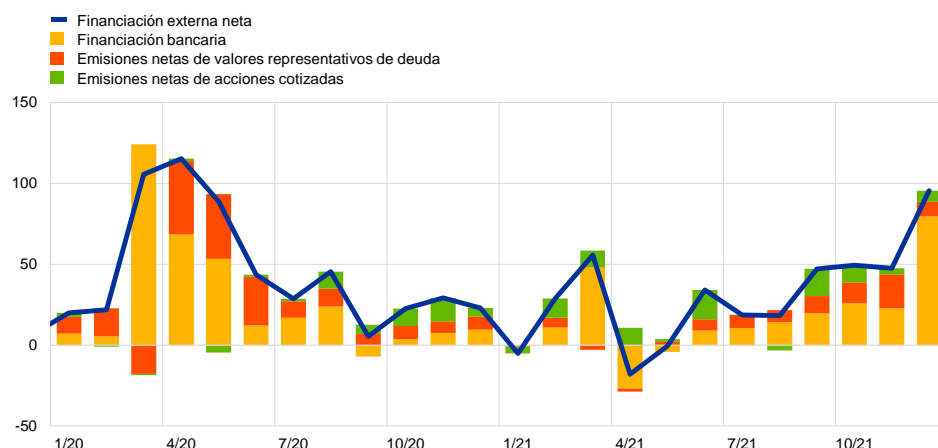
El volumen total de financiación externa de las empresas aumentó de nuevo en el cuarto trimestre de 2021. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa avanzó con fuerza y se situó en el 2,8 % en diciembre, frente al 2,3 % de octubre, impulsada por la mayor necesidad de financiación de las empresas y por el reducido coste de la financiación mediante deuda. Los mayores flujos de financiación externa obedecieron, principalmente, a un incremento de los préstamos bancarios a empresas, mientras que el aumento de las emisiones de valores representativos de deuda y de acciones cotizadas contribuyó en menor medida (gráfico 25). Esta demanda de crédito se sustentó en la inversión empresarial y en la mayor necesidad de financiación del capital circulante, debido, en parte, a la

persistencia de cuellos de botella en la oferta⁷. En países y sectores que se han visto especialmente afectados por estos cuellos de botella, las mayores necesidades de capital circulante —como consecuencia de los retrasos en la producción y de la reposición de existencias— han dado lugar a un ascenso de la financiación obtenida a corto plazo.

Gráfico 25

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

(flujos mensuales en mm de euros)



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

Notas: La financiación externa neta es la suma de la financiación bancaria (préstamos de las IFM), las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de IFM están ajustados de titulaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2021.

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 entre octubre de 2021 y enero de 2022, impulsado principalmente por el coste de los valores de renta fija. El coste de la financiación externa aumentó hasta el 5,2 % en enero de 2022 (gráfico 26), el mismo nivel que el máximo observado en marzo de 2020 y 110 puntos básicos por encima del mínimo histórico registrado en marzo de 2021. Este aumento fue consecuencia, sobre todo, tanto del mayor coste de los valores de renta fija como del incremento del peso de las acciones en el cálculo del coste total de la financiación⁸. Este último compensó con creces el ligero descenso del coste de las acciones en enero con respecto a octubre, que se debió a la menor prima de riesgo de estos valores, que, a su vez, contrarrestó el efecto de la subida de los tipos de interés libres de riesgo. El coste de la financiación bancaria se mantuvo

⁷ Véase el recuadro titulado «Cuellos de botella en la oferta: situación actual en la zona del euro y en Estados Unidos» en este *Boletín Económico*.

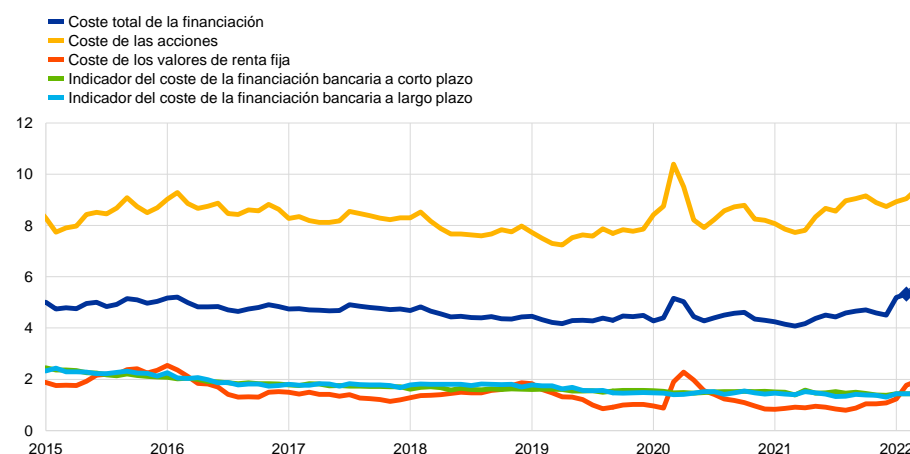
⁸ El coste de la financiación se calcula como la media ponderada del coste de las acciones, el coste de los valores de renta fija y el coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo. Las ponderaciones representan el peso de cada uno de los instrumentos de financiación en el saldo vivo total de los instrumentos de financiación externa de las sociedades no financieras. Por tanto, la contribución de cada componente al nivel del coste total de la financiación en un momento dado es el coste (en porcentaje) multiplicado por su ponderación. Las ponderaciones se actualizan regularmente para tener en cuenta los cambios en la estructura de financiación de dichas sociedades. Por tanto, la variación de la contribución de un componente concreto a la variación del coste total de la financiación es el resultado neto del cambio que experimenta el coste y del cambio de la ponderación.

prácticamente sin variación entre octubre y enero. El incremento de los tipos libres de riesgo y la ampliación de los diferenciales de los bonos corporativos —tanto de grado de inversión como de alta rentabilidad— explicaron el crecimiento del coste de los valores de renta fija, que alcanzó niveles que no se observaban desde agosto de 2020. Se estima que, más recientemente, entre el final de enero y el 9 de marzo, el coste total de la financiación volvió a elevarse, como consecuencia del mayor coste de las acciones en un entorno de caídas significativas de las cotizaciones desde finales de febrero, a causa de la guerra en Ucrania. La ampliación de los diferenciales de los bonos corporativos y los nuevos aumentos del tipo de interés libre de riesgo contribuyeron también al incremento del coste de la financiación.

Gráfico 26

Coste nominal de la financiación externa de las sociedades no financieras 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 sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, 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 la financiación previsto actualmente para febrero y marzo de 2022 (con datos hasta el 9 de marzo), asumiendo que el coste de la financiación bancaria se mantiene sin variación en su nivel de enero de 2022. Las últimas observaciones corresponden al 9 de marzo de 2022 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 4 de marzo de 2022 para el coste de las acciones (datos semanales) y a febrero de 2022 para el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

6 Evolución de las finanzas públicas

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2022, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continúa mejorando con respecto a los déficits muy elevados registrados como consecuencia de la crisis del coronavirus (COVID-19). Sin embargo, los riesgos para este escenario de referencia son sustanciales y están cada vez más orientados al aumento de los déficits presupuestarios, fundamentalmente debido a la guerra de Rusia en Ucrania. De acuerdo con este escenario, la ratio de déficit habría descendido hasta situarse en el 5,5 % del PIB en 2021, desde el máximo del 7,2 % alcanzado en 2020, y se prevé que continúe disminuyendo hasta el 3,1 % en 2022 y el 2 % al final del horizonte de proyección. En cuanto a la orientación de la política fiscal de la zona del euro, a un tono muy expansivo en 2020 siguió una orientación menos favorable en 2021, después de ajustar por las subvenciones del programa Next Generation EU (NGEU). A tenor de las proyecciones, esta orientación seguirá endureciéndose en 2022, debido sobre todo a la retirada de una parte sustancial del apoyo de emergencia frente a la crisis del coronavirus. Se prevé que el endurecimiento sea solo marginal en los dos últimos años del horizonte de proyección, y se sigue proporcionando un importante respaldo a la economía. Ante la magnitud de los riesgos actuales, que proceden de fuentes diversas y ya se están materializando en parte, las medidas fiscales, incluidas las adoptadas a nivel de la Unión Europea, ayudarían a proteger la economía. Es necesario que las políticas fiscales sigan respondiendo con agilidad conforme la situación evolucione. La disposición a poner en práctica medidas fiscales no es incompatible con la necesidad de establecer una senda de reducción de los desequilibrios presupuestarios a medio plazo que resulte creíble.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2022, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro sigue mejorando y se mantiene en la senda iniciada en 2021⁹. Se estima que la ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona habría descendido hasta el 5,5 % del PIB en 2021, tras alcanzar un nivel sin precedentes —el 7,2 %— en 2020. Se prevé que registre una caída aún más intensa hasta el 3,1 % del PIB en 2022, y después hasta el 2,1 % y el 2 % del PIB en los dos años siguientes (gráfico 27). Tras las medidas de respaldo económico adoptadas en respuesta a la pandemia de COVID-19, equivalentes a aproximadamente el 4 % del PIB en 2020, el apoyo para afrontar la crisis y para la recuperación habría aumentado hasta alrededor del 4,3 % del PIB en 2021. Este aumento se debe a que los Gobiernos prolongaron la vigencia de sus medidas de emergencia e incrementaron progresivamente su dotación o adoptaron medidas nuevas para respaldar la recuperación, entre ellas las establecidas por los países en sus planes

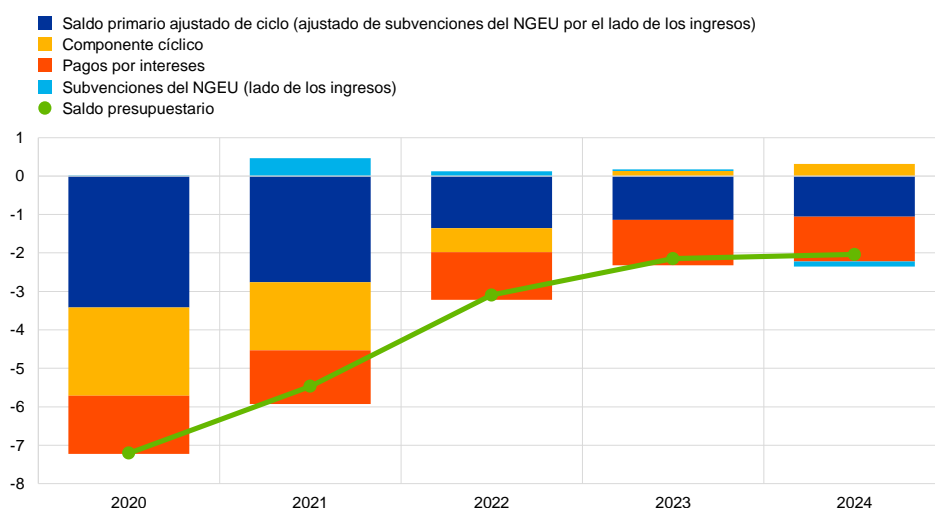
⁹ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2022](#)» publicadas en el sitio web del BCE el 10 de marzo de 2022.

nacionales de recuperación y resiliencia en el marco del NGEU¹⁰. La aportación del importante componente cíclico negativo —que contribuyó al considerable aumento del déficit público en 2020— habría empezado 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 en 2022 y pase a ser ligeramente positiva a partir de 2023. La mejora del saldo presupuestario también se verá favorecida, aunque en menor medida, por unos pagos por intereses algo menores de los que se han venido observando en los últimos años. En las proyecciones actuales, este efecto se refiere sobre todo a 2022, y se disipa gradualmente en 2023-2024.

Gráfico 27

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2022.

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 2020¹¹. Partiendo de niveles de apoyo todavía elevados tras ajustar por los ingresos

¹⁰ 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 al 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.

¹¹ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. 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.

relacionados con las subvenciones del NGEU, en 2022 se espera un mayor endurecimiento de la orientación de la política fiscal cuando el respaldo fiscal desaparezca en paralelo a la finalización de las medidas de apoyo temporales y frente a la pandemia. En 2023 y 2024 el tono de la política fiscal se endurecería solo de forma marginal¹². Pese a este endurecimiento, el apoyo fiscal a la recuperación económica sigue siendo sustancial durante todo el horizonte de proyección, lo que se refleja en la persistencia de un saldo presupuestario primario total claramente negativo.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021, el saldo presupuestario al final del horizonte de proyección se ha revisado ligeramente a la baja. La revisión anual más significativa se refiere a una estimación del saldo presupuestario más favorable para 2021. En concreto, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro se ha corregido al alza en 0,5 puntos porcentuales, hasta el -5,5 %, principalmente como resultado de un saldo primario ajustado de ciclo mayor de lo esperado. Pese a esta mejora, el saldo presupuestario solo se ha revisado ligeramente al alza, en 0,1 puntos porcentuales, para 2022, mientras que se mantiene sin cambios para 2023 y se ha corregido a la baja en 0,2 puntos porcentuales para 2024. La revisión a la baja del saldo presupuestario al final del horizonte de proyección en el escenario de referencia obedece al deterioro de las perspectivas macroeconómicas provocado por la crisis de Ucrania y las revisiones al alza de los pagos por intereses en porcentaje del PIB.

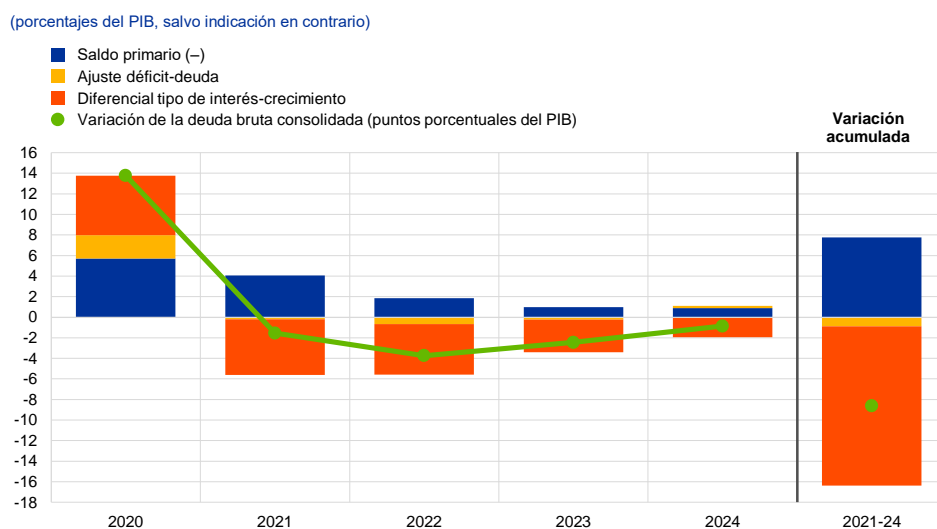
Después de registrar un fuerte incremento en 2020, la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro habría disminuido ligeramente hasta situarse en torno al 96 % del PIB en 2021 y se espera que siga descendiendo hasta el 89 % en 2024. Tras un ascenso de la ratio de deuda de casi 14 puntos porcentuales en 2020, en 2021 el déficit primario, cada vez menor pero todavía elevado, se habría visto contrarrestado 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 positivas de los diferenciales tipo de interés-crecimiento y, en menor medida, por los ajustes negativos entre déficit y deuda (gráfico 28). Se espera que al final del horizonte de proyección, en 2024, la ratio de deuda disminuya hasta situarse justo por debajo del 89 % del PIB, 5 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en 2019, antes de 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 inicial¹³.

¹² 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, habría sido de +0,5 % puntos porcentuales del PIB en 2021, y se prevé que sea de +0,9, +0,2 y +0,1 puntos porcentuales del PIB en 2022, 2023 y 2024, respectivamente, tras ajustar por los ingresos relacionados con las subvenciones del NGEU.

¹³ 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 8 puntos porcentuales por encima del contemplado en las actuales proyecciones.

Gráfico 28

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



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2022.

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

Con todo, los riesgos para este escenario fiscal de referencia son sustanciales y están cada vez más orientados al aumento de los déficits presupuestarios.

La principal incertidumbre se refiere a los efectos macroeconómicos de la guerra en Ucrania y a un posible estímulo fiscal adicional en la zona del euro. Dicho estímulo procedería, sobre todo, de tres fuentes: i) un mayor apoyo en respuesta a los elevados precios de la energía; ii) un gasto más elevado en defensa, y iii) un incremento del gasto para atender a los refugiados. Además, no se pueden descartar riesgos fiscales relacionados con nuevas olas de la pandemia de COVID-19.

Las políticas fiscales nacionales deberían seguir respondiendo con agilidad conforme la situación evolucione, sin perder de vista la sostenibilidad fiscal a medio plazo. Ante la magnitud de los riesgos actuales, que proceden de fuentes diversas y ya se están materializando en parte, las medidas fiscales, incluidas las adoptadas a nivel de la Unión Europea, ayudarían a proteger la economía. Es necesario que las políticas fiscales sigan respondiendo con agilidad conforme la situación evolucione. 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 proporcionarían un mayor margen de maniobra fiscal en caso necesario, contribuyendo al mismo tiempo a reducir los desequilibrios presupuestarios. La disposición a poner en práctica medidas fiscales no es incompatible con la necesidad de establecer una senda de reducción de los desequilibrios presupuestarios a medio plazo que resulte creíble.

Recuadros

1 Cuellos de botella en la oferta: situación actual en la zona del euro y en Estados Unidos

Maria Grazia Attinasi, Roberto A. De Santis, Claudia Di Stefano, Rinalds Gerinovics y Máté Barnabás Tóth

Las tensiones en las cadenas globales de suministro de bienes llevan afectando al ciclo económico mundial desde finales de 2020. Los cuellos de botella en la oferta se producen por la interacción de varios factores. Primero, la fuerte recuperación de la demanda de manufacturas en todo el mundo —impulsada, en parte, por la rotación del consumo hacia los bienes en detrimento de los servicios en un contexto de medidas de contención relacionadas con la pandemia— no fue acompañada de un incremento equivalente en la oferta de bienes. Segundo, algunos sectores se han visto afectados por un grave desabastecimiento —en particular de semiconductores—, dadas las dificultades de la oferta para responder al acusado aumento de la demanda de equipos y productos electrónicos, también en el sector del automóvil, que se está recuperando gradualmente tras el fuerte retroceso de la producción en 2020. Por último, las disrupciones observadas en el sector logístico —derivadas, sobre todo, de la actividad de los buques portacontenedores, la congestión de los puertos y las estrictas medidas de confinamiento en algunos países asiáticos que desempeñan un papel clave en la producción de bienes intermedios— agravaron aún más los cuellos de botella en la oferta¹.

Dado el carácter polifacético de los cuellos de botella en la oferta, el seguimiento de un conjunto relativamente amplio de indicadores resulta útil para seguir la evolución de sus causas. Esto puede facilitar la identificación de cualquier señal de mejora o de deterioro en sectores económicos concretos en una fase más temprana. Para ello, en este recuadro se analiza la gravedad de los cuellos de botella en la oferta mediante el estudio de un conjunto exhaustivo de indicadores que abarcan los sectores manufacturero y de servicios, así como los precios del transporte y de las materias primas².

En este recuadro, los indicadores sectoriales de los cuellos de botella en la oferta de la zona del euro y de Estados Unidos se representan mediante

¹ Para un análisis detallado de estos factores y de su impacto económico, véanse P. R. Lane, «[Bottlenecks and monetary policy](#)», *The ECB Blog*, BCE, 10 de febrero de 2022, y los recuadros titulados: «[¿Qué factores están impulsando la reciente subida de los costes de transporte?](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021; «[La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021; «[El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021, y «[Las causas de las disrupciones en las cadenas de suministro y su impacto en el sector manufacturero de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2021.

² Se propone un enfoque similar en B. Van Roye, B. Murray y T. Orlik, «[Supply chain crisis risks taking the global economy down with it](#)», *Bloomberg*, noviembre de 2021, y G. Benigno, J. di Giovanni, J. J. J. Groen y A. I. Noble, «[A new barometer of global supply chain pressures](#)», *New Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, enero de 2022.

mapas térmicos. Si bien los indicadores seleccionados están sujetos a la disponibilidad de datos, los mapas térmicos de las dos regiones incluyen los PMI (índices de directores de compras) de plazos de entrega de los proveedores (SDT), de pedidos pendientes de realización, de pedidos en relación con las existencias y de precios de compra de insumos. Cuando se dispone de información, también se incluyen los PMI correspondientes para el sector servicios. Asimismo, los mapas térmicos incluyen los costes del transporte, que están representados por las tarifas de flete asociadas al transporte aéreo y marítimo. En este último caso es necesario distinguir entre los costes relacionados con los contenedores y los que corresponden al transporte de cargas secas a granel. Este tipo de carga se utiliza para transportar materias primas, mientras que para los productos intermedios y acabados suelen emplearse buques portacontenedores. Por consiguiente, el coste del transporte de contenedores es más relevante para valorar la gravedad de los actuales cuellos de botella en la oferta, dado que parece que las restricciones están afectando mayoritariamente a productos intermedios y acabados. Por este motivo, los mapas térmicos incluyen el índice Harper Petersen (HARPEX) de costes del transporte marítimo, que sigue las variaciones globales observadas en las tarifas de flete de los buques portacontenedores, y el índice Freightos Baltic (FBX), que refleja las tarifas de flete de contenedores en las rutas de China a la UE y a Estados Unidos³. El mapa térmico de la zona del euro también mide la escasez de insumos en el conjunto de la economía (por ejemplo, mano de obra, equipos y materiales de construcción [en este último caso solo se dispone de información para Alemania]) basándose en encuestas, con el fin de captar las disrupciones en las cadenas de suministro desde el punto de vista de las empresas afectadas. Para Estados Unidos, se incluye la ratio de vacantes/desempleo en el transporte para recoger la escasez de mano de obra en el sector logístico. Para poder comparar entre distintos indicadores, se calculan *z-scores* restando de cada serie temporal la media de la muestra y dividiendo la diferencia por la desviación típica de la muestra. Los valores positivos de cada indicador representan el número de desviaciones típicas en que cada índice se sitúa por encima de la media, mientras que los valores negativos se refieren al número de desviaciones típicas en que cada índice está por debajo de la media. Los *z-scores* negativos, que indican un déficit de oferta con respecto a la demanda, señalarían cuellos de botella en la oferta y aparecen resaltados en rojo. En términos generales, los *z-scores* inferiores a $-1,5$ sugerirían que los cuellos de botella en la oferta son graves.

Los datos recientes sugieren que los cuellos de botella en la oferta tanto en la zona del euro como en Estados Unidos permanecen en niveles históricamente elevados. Los mapas térmicos (gráfico A), que van desde el azul oscuro (oferta abundante en relación con la demanda) hasta el rojo oscuro (escasez de oferta), muestran que todos los indicadores adoptaron un tono de rojo durante 2021, y la mayoría se mantuvo en ese color en las dos economías en enero y febrero de 2022. En general, la situación sigue siendo complicada, en particular en la zona del euro, algo que se corroboró recientemente en la encuesta periódica que realiza el BCE a

³ No es raro hacer un seguimiento del Baltic Dry Index. Sin embargo, este índice únicamente sigue la evolución del coste del transporte de materias primas (como carbón, mineral de hierro y cereales), que parece haberse visto menos afectado por los cuellos de botella en la oferta.

contactos del sector empresarial, que indicaron que, en general, los problemas de oferta no se han reducido en los últimos meses y esperan que continúen a lo largo de 2022⁴. Concretamente, las restricciones de oferta causadas por las interrupciones en el transporte y la logística son más generalizadas y es probable que sean más persistentes si no se modera la demanda mundial.

Gráfico A

Presiones sobre las cadenas de suministro – mapas térmicos para la zona del euro y Estados Unidos

(z-scores)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos, Comisión Europea (CE), ISM, IHS Markit, ifo Institute, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Los mapas térmicos muestran los z-scores, que se calculan restando la media de la observación en el momento t y dividiendo la diferencia por la desviación típica. La media y la desviación típica se calculan para la muestra disponible a partir de enero de 1999. Para los costes del transporte y los precios de las materias primas, se muestran z-scores basados en tasas de crecimiento interanual. Los indicadores cualitativos se presentan junto con sus fuentes. Las observaciones marcadas con una X no están disponibles aún.

Los indicadores de síntesis obtenidos del mapa térmico confirman que continúan las presiones derivadas de las interrupciones en las cadenas de suministro, aunque es posible que estén disminuyendo en algunos sectores.

El PMI SDT (PMI de plazos de entrega de los proveedores) es un indicador útil para

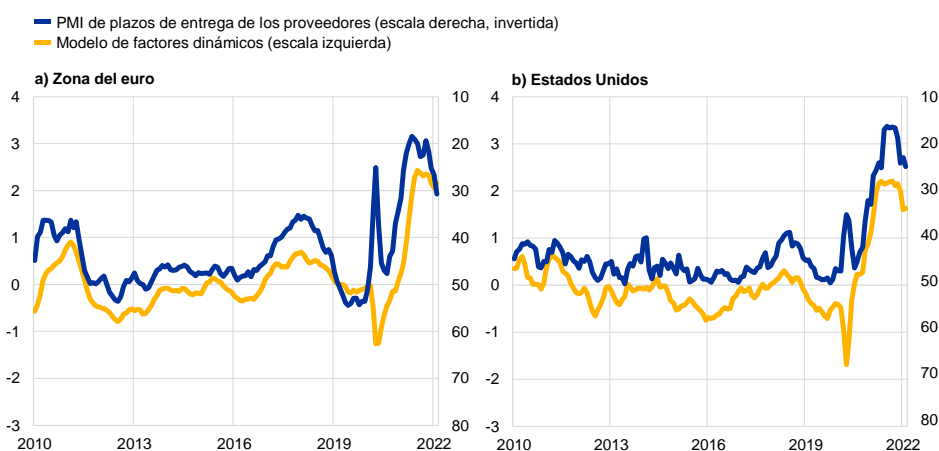
⁴ Con respecto a las opiniones de las empresas sobre la persistencia de las restricciones de oferta, véase el recuadro titulado «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022.

hacer un seguimiento de las perturbaciones de oferta en el sector de logística⁵. Para resumir la evidencia procedente de los otros indicadores, se elabora un único indicador de síntesis utilizando un modelo de factores dinámicos (DFM)⁶. El primer factor del DFM, que explica más del 50 % de la varianza total de los indicadores subyacentes, está muy correlacionado con el PMI SDT tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (gráfico B). Por tanto, refleja un patrón similar en los cuellos de botella en la oferta. Los datos de enero/febrero de 2022 del PMI SDT y del DFM sugieren que las presiones en las cadenas de suministro, aunque siguen en niveles históricamente elevados, han alcanzado su máximo y han comenzado a remitir en las dos economías (gráfico B). En Estados Unidos en particular, el PMI de pedidos en relación con las existencias está mejorando, lo que sugiere que las empresas están empezando a reponer las existencias y que es posible que los cuellos de botella estén disminuyendo. Sin embargo, la propagación de la variante ómicron del COVID-19, y el posible cierre de fábricas y de puertos como resultado, genera mayor incertidumbre, especialmente a medio plazo. Concretamente, es posible que se produzcan contratiempos en las cadenas de suministro si China continúa aplicando una política estricta de COVID cero. La guerra en Ucrania también puede dar lugar a un reintensificación de los cuellos de botella en la oferta.

Gráfico B

Presiones sobre las cadenas de suministro en la zona del euro y en Estados Unidos

(escala izquierda: desviaciones típicas con respecto a la media de largo plazo; escala derecha: índice de difusión)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos, Comisión Europea, ISM, IHS Markit, ifo Institute, Haver Analytics, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: El DFM incluye únicamente indicadores mensuales (no están incluidos los datos trimestrales sobre la escasez de mano de obra y de equipos en la zona del euro). Se han aplicado transformaciones adecuadas a las series para asegurar la estacionariedad. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

⁵ El PMI SDT recoge el porcentaje de empresas que comunican una mejora, un deterioro o ninguna variación de los plazos de entrega para productos intermedios y acabados. Un índice inferior a 50 implica que los plazos de entrega han empeorado en relación con el mes anterior.

⁶ Para comprobar la fiabilidad de los datos, también se ha calculado un estadístico resumen —basado en un modelo de componentes principales—, que ofrece resultados muy similares. La ventaja de un DFM con respecto a un modelo de componentes principales es que permite tratar las lagunas de datos utilizando el componente común estimado (véanse J. H. Stock y M. W. Watson, «Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes», *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 20, número 2, 2002, pp. 147-162, y C. Doz, D. Giannone y L. Reichlin, «A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering», *Journal of Econometrics*, vol. 164, número 1, 2011, pp. 188-205). Por tanto, el DFM también incluye los índices FBX de coste del transporte marítimo, que solo están disponibles desde 2016.

2 El papel del riesgo de crédito en las valoraciones recientes de los bonos corporativos

Livia Chițu, Magdalena Grothe y Tatjana Schulze¹

Las vulnerabilidades de las sociedades no financieras aumentaron con especial intensidad a escala global al comienzo de la pandemia de coronavirus (COVID-19) y — pese a la posterior recuperación— aún podrían ser motivo de preocupación en algunas partes del mercado. Dichas vulnerabilidades se intensificaron de forma acusada, lo que causó una oleada de rebajas de la calificación crediticia de empresas de todo el mundo (panel a del gráfico A). A lo largo de 2021, la calidad crediticia empresarial (que evalúan las agencias de calificación crediticia) se recuperó ligeramente; en el sector corporativo estadounidense, por ejemplo, se produjeron más revisiones de calificaciones al alza que a la baja. Sin embargo, las calificaciones crediticias no han vuelto todavía a los niveles previos a la pandemia, ya que existe incertidumbre sobre las perspectivas a largo plazo en determinados sectores, especialmente en aquellos más afectados por la pandemia. Además, aunque en promedio se ha registrado un incremento del beneficio por acción, la pandemia ha dejado secuelas, y algunas empresas han visto reducidos sus beneficios a pesar de las medidas de apoyo público (véase, por ejemplo, el panel b del gráfico A, en el que se analizan las empresas incluidas en el índice S&P 500).

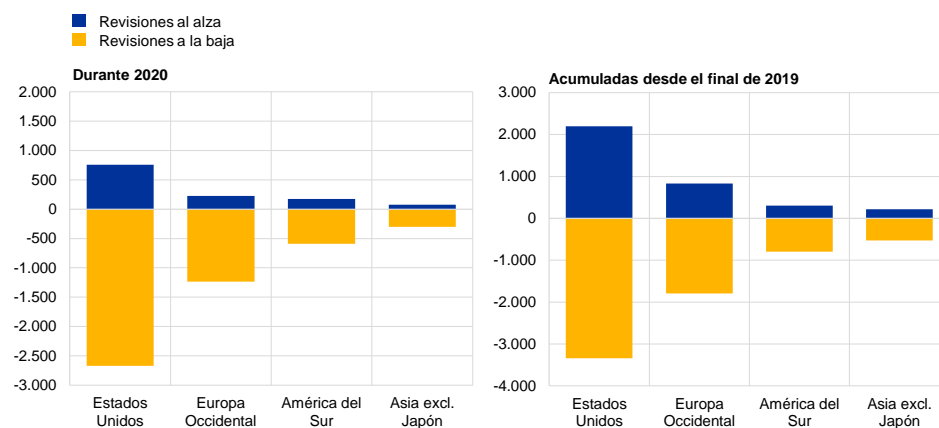
¹ Tatjana Schulze colaboró en la elaboración de este recuadro durante su período de prácticas en el Banco Central Europeo.

Gráfico A

Cambios en la calidad crediticia de las empresas durante la pandemia

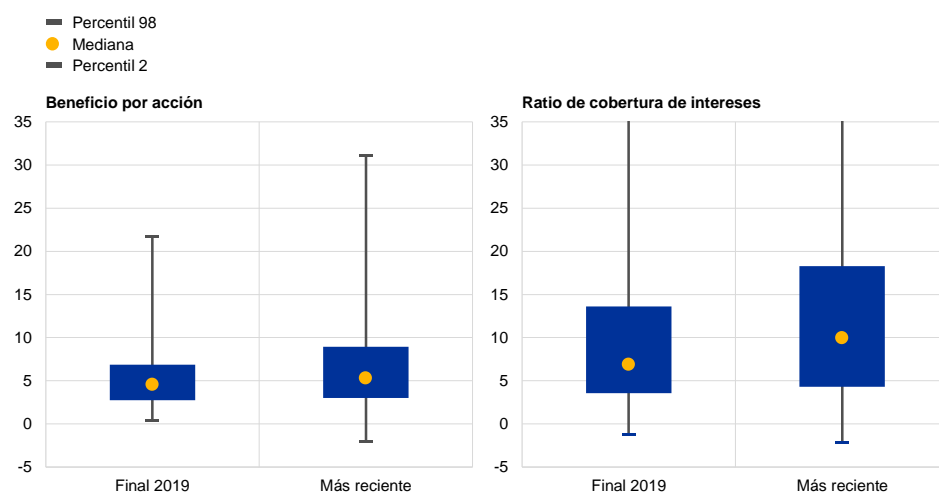
a) Revisiones de las calificaciones crediticias a largo plazo de las empresas

(número de revisiones al alza y a la baja)



b) Beneficio por acción y ratio de cobertura de intereses de las empresas del S&P 500

(beneficio por acción en USD; ratio de cobertura de intereses en porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a se muestra el número de sociedades no financieras de distintas regiones cuya calificación se elevó o rebajó i) en 2020 y ii) en el período transcurrido desde el final de 2019; las últimas observaciones se refieren al primer trimestre de 2022. En el panel b se presentan el beneficio por acción y la ratio de cobertura de intereses (pagos de intereses en relación con los beneficios) de las empresas que forman parte del índice S&P 500; los puntos representan la mediana, las cajas muestran el rango intercuartílico (percentiles 25 a 75) y los «bigotes» indican los percentiles 2 y 98. En el gráfico de la derecha del panel b, los percentiles 98 de las dos distribuciones de la ratio de cobertura de intereses (que no se muestran en el gráfico) se sitúan en torno al 130 % y el 390 % para el final de 2019 y el dato más reciente, respectivamente. En el panel b, las últimas observaciones corresponden al 14 de enero de 2022 (beneficio por acción; datos semanales) y al cuarto trimestre de 2021 (ratio de cobertura de intereses; datos trimestrales).

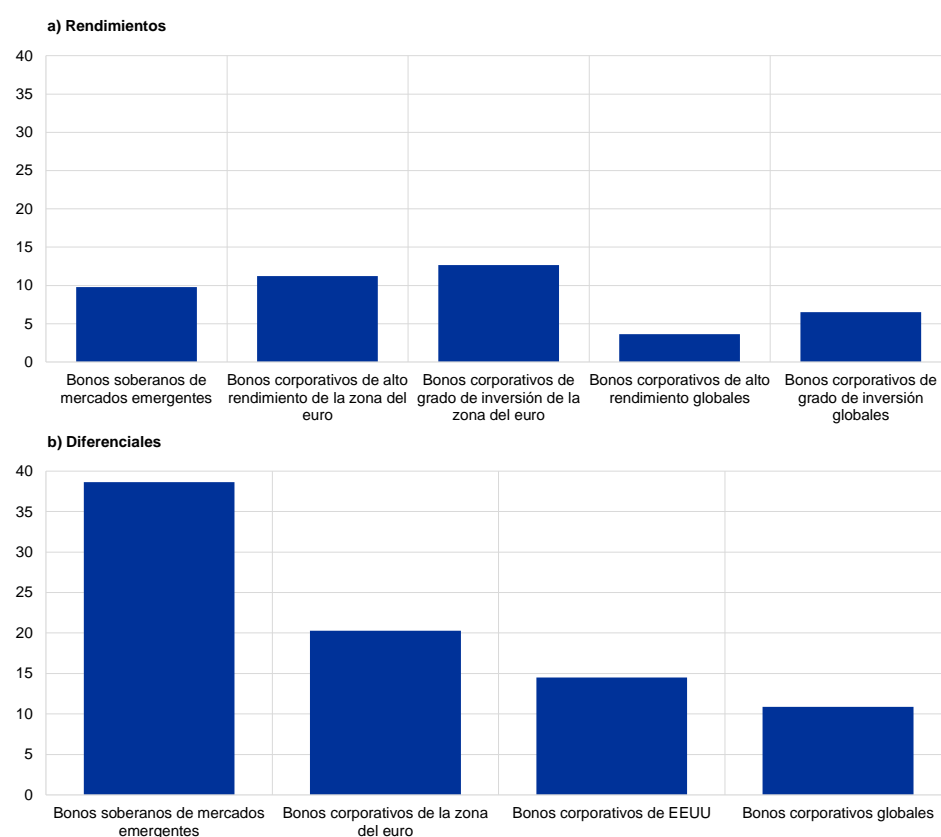
Las valoraciones de los bonos corporativos se encuentran próximas a sus máximos históricos, pese a la persistencia de las citadas vulnerabilidades. Las valoraciones son especialmente elevadas en los segmentos de menor calificación. Tras experimentar un repunte en marzo de 2020, los rendimientos de los valores de renta fija privada de Estados Unidos han caído hasta mínimos históricos en las diversas categorías de calificación crediticia. Estos rendimientos reducidos reflejan, en parte, los bajos tipos de interés, ya que los bancos centrales han recortado los tipos de interés oficiales y recurrido a compras de activos para reducir las primas por plazo de la deuda pública. Con todo, las valoraciones de los bonos corporativos— que suelen medirse por el diferencial de rendimiento entre los de alto riesgo y los de

bajo riesgo o por la diferencia entre los rendimientos de los bonos corporativos y los tipos de interés libres de riesgo— también son muy elevadas en términos relativos. Los diferenciales corporativos han retornado a sus cotas prepandemia y se hallan próximos a los mínimos históricos observados en el período previo a la crisis financiera global. Como en los últimos meses se ha apreciado una nueva reducción de los diferenciales en la mayoría de las clases de activos, ha empezado a preocupar una posible sobrevaloración de algunos segmentos del mercado de renta fija privada (gráfico B)².

Gráfico B

Valoraciones en los mercados internacionales de deuda

(porcentaje de meses desde enero de 1999 en los que se han registrado rendimientos/diferenciales más bajos)



Fuentes: Bloomberg, Refinitiv Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Las valoraciones se basan en los índices ICE BofA de bonos corporativos, así como en los índices JPM EMBI para la deuda soberana de mercados emergentes denominada en dólares estadounidenses. En este gráfico, los diferenciales corporativos se han calculado como la diferencia de rendimiento entre los títulos de renta fija privada de alto rendimiento (*high-yield*) y los de grado de inversión. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2022.

Pese al reciente repunte de los diferenciales corporativos en algunos mercados, las fuertes caídas acumuladas desde la fase más aguda de la crisis del COVID-19 han estado relacionadas, en gran medida, con la fortaleza del apetito por el riesgo de los inversores. Partiendo de la literatura sobre la formación de precios de los bonos, la evolución de las valoraciones de la renta fija privada mundial puede interpretarse por medio de un modelo con un componente de

² Para un análisis exhaustivo de los riesgos relacionados con las valoraciones de mercado de los activos, véase BCE, *Financial Stability Review*, noviembre de 2021, [capítulo 2](#).

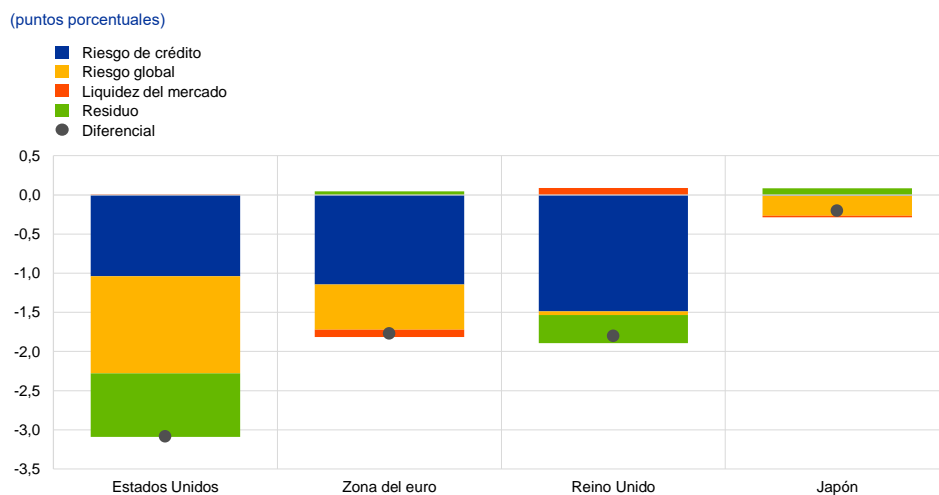
riesgo de crédito y factores que capturan las condiciones y la liquidez de los mercados en general. El riesgo de crédito se mide utilizando un indicador de la frecuencia de impago esperada (EDF, por sus siglas en inglés) elaborado por la agencia de calificación crediticia Moody's. Esta medida, que tiene su origen en la teoría de valoración de opciones, calcula la probabilidad de que una empresa incumpla sus obligaciones de pago de intereses o de principal durante los siguientes doce meses³. Por lo tanto, refleja la valoración que el mercado hace de la calidad crediticia empresarial. El modelo incorpora la incertidumbre del mercado y la aversión al riesgo utilizando el VIX, un índice que ofrece una medida de la volatilidad esperada de los mercados bursátiles calculada a partir de precios de opciones (y que suele usarse como aproximación de la incertidumbre y de la aversión al riesgo en los distintos mercados financieros). El modelo captura las condiciones de liquidez por medio del diferencial del mercado monetario, que se define como el diferencial entre el tipo de interés interbancario a tres meses y el rendimiento de la deuda pública al mismo plazo. Las estimaciones obtenidas por medio del modelo sugieren que las caídas totales acumuladas por los diferenciales de los bonos corporativos a escala mundial desde la fase más aguda de la pandemia — pese a las recientes subidas en algunos segmentos— se han debido a la disminución de la incertidumbre en los mercados, así como a la valoración relativamente favorable que estos hacen del riesgo de impago empresarial (gráfico C)⁴. Las contribuciones realizadas por los residuos del modelo en algunos mercados apuntan a una posible sobrevaloración y sugieren que el apetito por el riesgo de los inversores es excepcionalmente fuerte.

³ Véase, por ejemplo, Moody's Analytics, «[EDF Overview](#)», 2011.

⁴ Los resultados son robustos cuando se usan métricas alternativas para las variables explicativas. Para un análisis más amplio de las valoraciones en la zona del euro, véase C. Altavilla, W. Lemke, T. Linzert, J. Tapking y J. von Landesberger, «[Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 278, BCE, septiembre de 2021.

Gráfico C

Factores determinantes de la reducción de los diferenciales corporativos a escala global desde marzo de 2020



Fuentes: Moody's Analytics, Refinitiv Datastream y cálculos del BCE.

Notas: En este gráfico se muestran las estimaciones basadas en el modelo de las contribuciones que el riesgo de crédito, la incertidumbre del mercado y la liquidez del mercado han hecho a las variaciones observadas desde marzo de 2020 en los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación BBB. En este caso, los diferenciales corporativos miden la diferencia entre los rendimientos de los bonos de sociedades no financieras y los bonos de deuda pública emitidos al mismo plazo y en la misma jurisdicción. Los diferenciales corporativos se calculan al nivel nacional del índice para bonos con calificación BBB y vencimientos de tres a cinco años. El «riesgo de crédito» se refiere a la valoración que el mercado hace del riesgo de impago de las empresas, medido por el indicador de frecuencia de impago esperada que elabora Moody's; el «riesgo global» se aproxima por el VIX, y la «liquidez del mercado» se aproxima por el diferencial del mercado monetario —es decir, el diferencial entre el tipo de interés interbancario a tres meses y el rendimiento de la deuda pública a tres meses (por ejemplo, el diferencial TED en Estados Unidos)—. El modelo se ha estimado utilizando datos diarios que se remontan a junio de 2006 y las últimas observaciones corresponden al 17 de febrero de 2022.

Estos resultados pueden cotejarse con los de un segundo modelo basado en datos más granulares, que confirma el papel que el apetito por el riesgo ha desempeñado en las valoraciones observadas recientemente, lo que apunta a un posible riesgo de corrección de precios en los mercados. De hecho,

utilizando datos individuales de empresas y bonos de Estados Unidos —uno de los mayores mercados de deuda corporativa del mundo—, las estimaciones basadas en el modelo ilustran el gran peso que el apetito por el riesgo de los inversores ha tenido en las valoraciones recientes de los valores de renta fija emitidos por sociedades no financieras incluidas en el S&P 500. El modelo supone que existe una relación lineal entre los diferenciales corporativos y el riesgo de impago de cada empresa y un vector de características de cada bono⁵. Un valor positivo del residuo del modelo de un bono, es decir, lo que suele denominarse «prima en exceso de los bonos», puede interpretarse como una compensación por asumir una exposición al bono que supera la compensación exigida normalmente por los impagos esperados. Desde la fase más aguda de la pandemia de COVID-19, la prima en exceso de los bonos se ha reducido y ha alcanzado niveles negativos, por encima de los observados antes de 2007 y similares a los registrados antes de la pandemia. Esto indica que la fortaleza del apetito por el riesgo de los inversores ha causado una

⁵ Este enfoque concuerda con el de S. Gilchrist y E. Zakrajšek, «Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations», *American Economic Review*, vol. 102, n.º 4, junio de 2012, pp. 1692-1720, así como con el de G. Favara, S. Gilchrist, K. Lewis y E. Zakrajšek, «Updating the Recession Risk and the Excess Bond Premium», *FEDS Notes*, 2016.

caída de las primas de riesgo hasta cotas ligeramente inferiores a los precios de mercado históricos del riesgo de impago (gráfico D).

Gráfico D

Prima en exceso de los bonos emitidos por sociedades no financieras incluidas en el índice S&P 500



Fuentes: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Se ha estimado el componente de prima en exceso de los bonos de los diferenciales corporativos ajustados de opciones para un panel de sociedades no financieras que forman parte del índice S&P 500 y se ha agregado a nivel de empresa, siguiendo el enfoque adoptado por Gilchrist y Zakrajšek. En este gráfico se muestra la prima en exceso de los bonos correspondiente a las empresas con una rentabilidad mediana en términos de beneficio por acción. El proceso de estimación tiene en cuenta una medida de impago esperado específica de cada empresa (capturada por el indicador de frecuencia de impago esperada elaborado por Moody's) y un vector de características específicas de cada bono (que incluyen duración, cupón, antigüedad y volumen, junto con una variable binaria para los bonos amortizables por el emisor), así como efectos fijos sectoriales y errores estándar con doble agrupación. La medida de los diferenciales corporativos ajustados de opciones tiene en cuenta la presencia de opciones implícitas en un subconjunto de la muestra de bonos. Las últimas observaciones corresponden al 17 de diciembre de 2021 (datos semanales).

Posibles perturbaciones causadas por un incremento abrupto de la aversión al riesgo en todo el mercado (en adelante, «perturbaciones por aversión al riesgo») podrían incrementar de manera considerable los costes de financiación de las empresas y sus probabilidades de impago esperadas, sobre todo en el caso de las empresas con los balances más débiles. Si los precios de los activos sufren una corrección como consecuencia de un cambio en la percepción del riesgo global, se podrían agravar las vulnerabilidades de las empresas en materia de financiación e incrementarse su probabilidad de impago. El efecto podría ser especialmente fuerte en el caso de las empresas con fundamentos económicos débiles (por ejemplo, aquellas que tienen malas perspectivas de beneficios o ratios de cobertura de intereses bajas). Las estimaciones basadas en el modelo que estudian la respuesta a una perturbación global por aversión al riesgo nos permiten estimar el impacto que un cambio de signo del sentimiento inversor podría tener sobre los diferenciales corporativos y sobre las probabilidades de

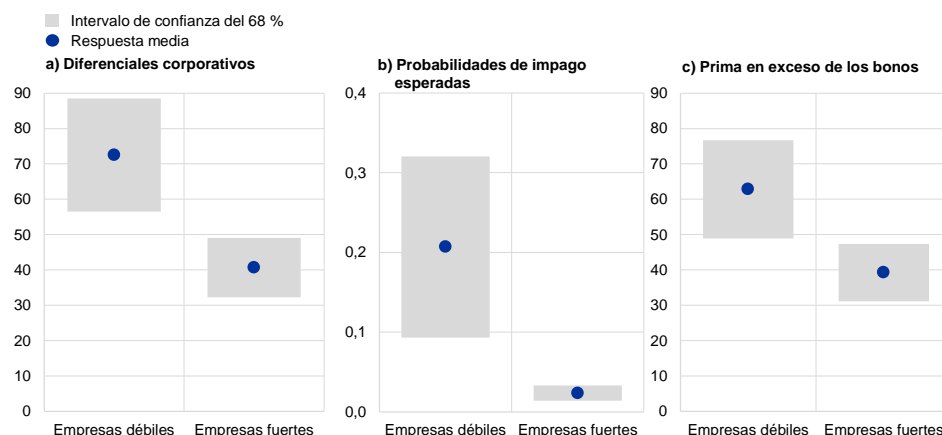
impago⁶. Los resultados muestran que los diferenciales corporativos son muy sensibles a este tipo de perturbaciones, en particular los de las empresas más débiles. Para estas, la respuesta estimada en términos de corrección de precios se sitúa en torno a 70 puntos básicos tres semanas después de la perturbación, frente a 40 puntos básicos aproximadamente en el caso de las empresas más fuertes (panel a del gráfico E). Además, la probabilidad esperada de impago de una empresa durante el año siguiente se incrementa en 0,2 puntos porcentuales (panel b del gráfico E), lo que constituye un ascenso sustancial teniendo en cuenta que la frecuencia de impago esperada de la mediana de las sociedades no financieras estadounidenses no suele superar el 1 %. El grueso de la sensibilidad de los costes de financiación puede atribuirse al aumento de la aversión al riesgo de los inversores, aproximado por la prima en exceso de los bonos (panel c del gráfico E).

⁶ Esa perturbación se ha estimado utilizando un modelo BVAR basado en L. Brandt, A. Saint Guilhem, M. Schröder e I. Van Robays, «[What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#)», *Working Paper Series*, n.º 2560, BCE, 2021. El modelo utiliza una combinación de restricciones de signo, de magnitud relativa y de narrativa. Gracias a este enfoque, la perturbación de riesgo global captura la dinámica de huida hacia activos más seguros, suponiendo que el aumento de la aversión al riesgo en todo el mundo desencadena un trasvase de capital de las acciones a los bonos estadounidenses a largo plazo seguros, además de causar un fortalecimiento del dólar estadounidense por su condición de moneda refugio. Asimismo, se impone un evento narrativo en el día del desplome de Lehman Brothers, con arreglo al cual la perturbación de riesgo global es el factor determinante más importante de las cotizaciones en esa fecha. El impacto de la perturbación se ha calibrado como una caída de 10 puntos básicos de los rendimientos de la deuda pública estadounidense a largo plazo en el transcurso de cinco días. Las autoras agradecen a Ine Van Robays que haya compartido con ellas la serie de la perturbación de riesgo global que se utilizó para este proyecto.

Gráfico E

Impacto de las perturbaciones por aversión al riesgo en todo el mercado sobre los diferenciales corporativos, las probabilidades de impago esperadas y las primas en exceso de los bonos, para las empresas más fuertes y las más débiles

(diferenciales corporativos y primas en exceso de los bonos en puntos básicos; probabilidades de impago esperadas en porcentajes)



Fuentes: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream y cálculos del BCE.

Notas: En este gráfico se muestran las respuestas estimadas de los diferenciales corporativos, las probabilidades de impago esperadas y las primas en exceso de los bonos tres semanas después de una perturbación global por aversión al riesgo para un panel de sociedades no financieras integradas en el índice S&P 500. Las respuestas se han estimado utilizando proyecciones locales del panel. Se considera empresas «débiles» al 20 % del panel con las ratios de cobertura de intereses más bajas, mientras que las empresas «fuertes» son el 20 % con las ratios más altas. Las perturbaciones se han estimado utilizando un modelo BVAR diario con una combinación de restricciones de signo, de magnitud relativa y de narrativa y se han calibrado como una caída de 10 puntos básicos de los rendimientos de la deuda pública estadounidense a largo plazo en el transcurso de cinco días. Las estimaciones de las probabilidades de impago esperadas se han calculado utilizando el indicador de la frecuencia de impago esperada elaborado por Moody's, que captura la probabilidad de que una empresa incumpla sus obligaciones de pago de intereses o del principal durante el año siguiente. El componente de prima en exceso de los bonos de los diferenciales corporativos se ha estimado para un panel de sociedades no financieras que forman parte del índice S&P 500 y se ha agregado a nivel de empresa, siguiendo el enfoque adoptado por Gilchrist y Zakrajšek. Ese proceso de estimación tiene en cuenta una medida de impago esperado específica de cada empresa (capturada por el indicador de frecuencia de impago esperada elaborado por Moody's) y un vector de características específicas de cada bono (que incluyen duración, cupón, antigüedad y volumen, junto con una variable binaria para los bonos amortizables por el emisor), así como efectos fijos sectoriales. Las últimas observaciones corresponden al 17 de diciembre de 2021 (datos semanales).

En síntesis, en el presente recuadro se ilustra la importancia que el apetito por el riesgo tiene para las valoraciones de los bonos corporativos, tanto a escala internacional como en uno de los mayores mercados de renta fija privada. El análisis basado en modelos sugiere que, aunque el fuerte descenso registrado por los diferenciales de los bonos corporativos en diversos países desde la fase más aguda de la pandemia de COVID-19 refleja, en parte, la valoración del mercado sobre la mejora de la calidad crediticia de las empresas, en gran medida también ha obedecido a un aumento del apetito por el riesgo de los inversores. Esto queda confirmado por un análisis de las valoraciones a nivel de bonos en el mercado estadounidense de renta fija privada. De cara al futuro, en el recuadro también se indica que —dado que algunas empresas tienen balances relativamente débiles y que se puede producir un cambio de signo en el sentimiento inversor—, podría ocurrir que cualquier perturbación por aversión al riesgo que afecte al conjunto del mercado cause un aumento significativo de los costes de financiación de las empresas y de las probabilidades de impago esperadas, especialmente en el caso de las empresas más débiles.

3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 3 de noviembre de 2021 y el 8 de febrero de 2022

Ross James Murphy y Nikolaus Solonar

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE y la evolución de la liquidez durante el séptimo y el octavo período de mantenimiento de reservas de 2021. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 3 de noviembre de 2021 y el 8 de febrero de 2022 (el «período de referencia»).

El exceso medio de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro aumentó en 45,6 mm de euros durante el período de referencia y alcanzó un nivel récord de 4.412,6 mm de euros. Este incremento se debió a las compras de activos realizadas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) y del programa de compras de activos (APP). El efecto de las compras de activos sobre el exceso de liquidez se vio parcialmente compensado por el aumento considerable registrado en los factores autónomos netos. Por primera vez, la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) tuvo un efecto neto de absorción de liquidez.

Necesidades de liquidez

Las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, aumentaron, en promedio, en 205,4 mm de euros en el período de referencia, y se situaron en 2.495,7 mm de euros. El incremento con respecto a los dos períodos de mantenimiento precedentes se debió, prácticamente en su totalidad, a un avance de 202,5 mm de euros de los factores autónomos netos, que alcanzaron los 2.340,8 mm de euros (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»). En cambio, las exigencias de reservas mínimas aumentaron solo ligeramente (2,9 mm de euros), hasta un importe de 154,8 mm de euros.

Durante el período considerado, los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un alza de 55,3 mm de euros, hasta situarse en 3.172 mm de euros, principalmente como consecuencia del aumento observado en otros factores autónomos y en los billetes en circulación. Otros factores autónomos (cuadro A) registraron un incremento de 76,4 mm de euros en el período de referencia y alcanzaron los 1.035,8 mm de euros. Al mismo tiempo, los billetes en circulación aumentaron en 27,3 mm de euros, hasta los 1.531 mm de euros. Los depósitos de las Administraciones Públicas se mantienen en un nivel elevado (605,2 mm de euros), pese al descenso de 48,3 mm de euros registrado, aunque esta cota es claramente inferior al máximo de 729,8 mm de euros alcanzado

durante el período de referencia que abarcó el quinto y el sexto período de mantenimiento de 2020.

Los factores autónomos de inyección de liquidez experimentaron una disminución de 147,2 mm de euros y se situaron en 831,4 mm de euros. Este descenso fue el resultado neto de una reducción de 174,7 mm de euros observada en los activos netos denominados en euros y de un incremento de 27,5 mm de euros en los activos exteriores netos. La caída de los activos netos denominados en euros se debió, en gran medida, al incremento registrado en la partida 6 del pasivo del balance del Eurosistema («pasivos en euros con no residentes en la zona del euro») como consecuencia del aumento de los depósitos de los servicios de gestión de reservas del Eurosistema y de las operaciones de préstamo de valores con garantía en efectivo con contrapartes de fuera de la zona del euro a finales de año. La partida 6 del pasivo del balance alcanzó los 710 mm de euros el 31 de diciembre de 2021, su máximo histórico, puesto que colocar liquidez en euros en el mercado a finales de año se tornó muy costoso.

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

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

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 3 de noviembre 2021 a 8 de febrero de 2022						Período de referencia anterior: 28 de julio de 2021 a 2 de noviembre de 2021	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 3 de noviembre a 21 de diciembre		Octavo período de mantenimiento: 22 de diciembre a 8 de febrero		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	3.172,0	(+55,3)	3.146,4	(-0,6)	3.197,5	(+51,1)	3.116,6	(+120,3)
Billetes en circulación	1.531,0	(+27,3)	1.521,4	(+14,0)	1.540,6	(+19,2)	1.503,7	(+28,7)
Depósitos de las AAPP	605,2	(-48,3)	628,3	(-43,0)	582,0	(-46,3)	653,5	(+36,6)
Otros factores autónomos (neto) ¹	1.035,8	(+76,4)	996,7	(+28,4)	1.074,9	(+78,2)	959,4	(+55,1)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	3.673,0	(+58,5)	3.689,1	(+35,4)	3.656,9	(-32,2)	3.614,5	(+143,3)
de los cuales, exceso de reservas exento en el sistema de dos tramos	919,6	(+15,3)	919,6	(+10,4)	919,6	(+0,0)	904,2	(+17,1)
de los cuales, exceso de reservas no exento en el sistema de dos tramos	2.769,5	(+60,0)	2.769,5	(+25,8)	2.769,5	(+0,0)	2.709,5	(+123,2)
Exigencias de reservas mínimas²	154,8	(+2,9)	154,2	(+1,4)	155,4	(+1,2)	151,9	(+3,0)
Tramo exento³	928,9	(+17,7)	925,4	(+8,5)	932,5	(+7,0)	911,3	(+18,1)
Facilidad de depósito	739,6	(-12,9)	745,0	(+6,5)	734,2	(-10,8)	752,6	(+32,2)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

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

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

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

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

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 3 de noviembre 2021 a 8 de febrero de 2022						Período de referencia anterior: 28 de julio de 2021 a 2 de noviembre de 2021	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 3 de noviembre a 21 de diciembre		Octavo período de mantenimiento: 22 de diciembre a 8 de febrero		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Factores autónomos de liquidez	831,4	(-147,2)	870,5	(-99,5)	792,3	(-78,3)	978,6	(-47,5)
Activos exteriores netos	858,4	(+27,5)	839,2	(+4,1)	877,7	(+38,5)	830,9	(+15,6)
Activos netos denominados en euros	-27,0	(-174,7)	31,4	(-103,6)	-85,4	(-116,7)	147,7	(-63,1)
Instrumentos de política monetaria	6.908,3	(+251,0)	6.864,5	(+142,2)	6.952,0	(+87,5)	6.657,3	(+346,3)
Operaciones de mercado abierto	6.908,3	(+251,0)	6.864,5	(+142,2)	6.952,0	(+87,5)	6.657,3	(+346,3)
Operaciones de crédito	2.205,4	(-6,3)	2.208,9	(-1,1)	2.201,8	(-7,1)	2.211,7	(+63,5)
OPF	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,3	(+0,2)	0,2	(+0,0)
OFPML a tres meses	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,1)
Operaciones TLTRO II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Operaciones TLTRO III	2.202,2	(+7,2)	2.206,3	(+5,2)	2.198,1	(-8,2)	2.195,0	(+74,3)
Operaciones PELTRO	2,9	(-13,5)	2,4	(-6,2)	3,4	(+1,0)	16,4	(-10,8)
Carteras en firme	4.702,9	(+257,3)	4.655,6	(+143,3)	4.750,2	(+94,5)	4.445,6	(+282,8)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,1)	0,4	(-0,0)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	2,1	(-0,3)	2,4	(+0,0)	1,8	(-0,6)	2,4	(-0,0)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	297,7	(+1,8)	298,1	(+0,9)	297,3	(-0,7)	295,9	(+4,4)
Programa para los mercados de valores	6,5	(-3,0)	6,5	(+0,0)	6,5	(+0,0)	9,5	(-7,7)
Programa de compras de bonos de titulación de activos	28,3	(+1,3)	28,7	(+2,1)	28,0	(-0,7)	27,0	(-1,4)
Programa de compras de valores públicos	2.487,7	(+39,8)	2.479,3	(+23,0)	2.496,2	(+16,9)	2.448,0	(+36,0)
Programa de compras de bonos corporativos	310,2	(+15,4)	307,1	(+8,2)	313,2	(+6,1)	294,8	(+15,4)
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	1.570,0	(+202,4)	1.533,2	(+109,0)	1.606,8	(+73,7)	1.367,5	(+236,1)
Facilidad marginal de crédito	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fuente: BCE.

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

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 3 de noviembre de 2021 a 8 de febrero de 2022						Período de referencia anterior: 28 de julio de 2021 a 2 de noviembre de 2021	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 3 de noviembre a 21 de diciembre		Octavo período de mantenimiento: 22 de diciembre a 8 de febrero		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas ¹	2.495,7	(+205,4)	2.430,5	(+100,3)	2.560,9	(+130,4)	2.290,2	(+170,8)
Factores autónomos netos ²	2.340,8	(+202,5)	2.276,2	(+98,9)	2.405,5	(+129,2)	2.138,4	(+167,8)
Exceso de liquidez ³	4.412,6	(+45,6)	4.434,1	(+42,0)	4.391,1	(-43,0)	4.367,0	(+175,5)

Fuente: BCE.

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

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

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

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

Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes)

	Período de referencia actual: 3 de noviembre 2021 a 8 de febrero de 2022						Período de referencia anterior: 28 de julio de 2021 a 2 de noviembre de 2021	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 3 de noviembre a 21 de diciembre		Octavo período de mantenimiento: 22 de diciembre a 8 de febrero		Quinto y sexto período de mantenimiento	
OPF	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
€STR	-0,576	(-0,006)	-0,574	(-0,004)	-0,578	(-0,004)	-0,570	(-0,005)
Índice RepoFunds Rate Euro	-0,746	(-0,156)	-0,615	(-0,018)	-0,878	(-0,263)	-0,590	(+0,003)

Fuente: BCE, RepoFunds Rate (CME Group).

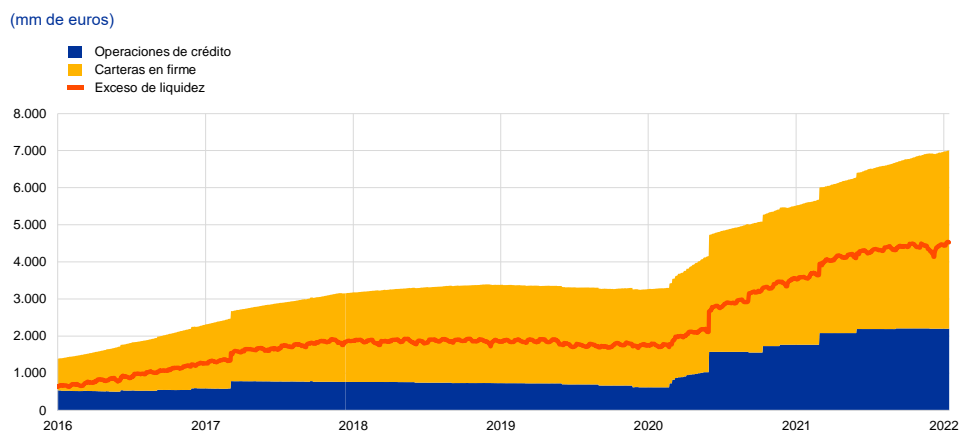
Nota: Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria aumentó en 251 mm de euros, hasta un importe de 6.908,3 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A). Este incremento fue el resultado de las compras netas realizadas en el marco de los programas de compras de activos, sobre todo del PEPP, mientras que las operaciones de crédito que fueron venciendo y los reembolsos de operaciones TLTRO III absorbieron liquidez.

Gráfico A

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 8 de febrero de 2022.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito se redujo en 6,3 mm de euros durante el período de referencia. La mayor parte de este descenso se debió al vencimiento de operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO) en el período de referencia previo, cuyo efecto no se materializa plenamente hasta este período. En el marco del programa PELTRO, en diciembre de 2021 solo se adjudicaron 1,1 mm de euros en la última operación. En conjunto, el efecto de los importes adjudicados en las nuevas operaciones PELTRO y de las operaciones de subasta que vencieron dio lugar a una absorción de liquidez neta media de 13,5 mm de euros con respecto al período de referencia anterior. La liquidación de 51,97 mm de euros en la décima operación TLTRO III el 22 de diciembre se compensó con los reembolsos voluntarios de operaciones TLTRO III anteriores por importe de 60,2 mm de euros realizados en la misma fecha, de forma que, en términos netos, las operaciones TLTRO III drenaron liquidez por primera vez desde su introducción. Las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPMML) a tres meses siguieron desempeñando un papel meramente marginal, y el recurso medio a estas dos operaciones regulares de financiación se mantuvo en mínimos históricos, como en el período de referencia anterior.

Las carteras en firme aumentaron en 257,3 mm de euros, hasta situarse en 4.702,9 mm de euros, debido a las adquisiciones netas realizadas en el contexto del PEPP y del APP. Las tenencias de valores en el marco del PEPP se incrementaron, en promedio, en 202,4 mm de euros con respecto a la media del período de referencia anterior, y se situaron en 1.570 mm de euros. Considerando todos los programas de compras de activos del BCE, las adquisiciones realizadas en el contexto del PEPP fueron las que más crecieron, seguidas de las del programa de compras de valores públicos (PSPP) y de las del programa de compras de bonos corporativos (CSPP), que aumentaron, en promedio, en 39,8 mm de euros (hasta 2.487,7 mm de euros) y en 15,4 mm de euros (hasta 310,2 mm de

euros), respectivamente. El vencimiento de los valores mantenidos en programas no activos redujo el volumen de las carteras en firme en 3,4 mm de euros.

Exceso de liquidez

El exceso medio de liquidez aumentó en 45,6 mm de euros, hasta alcanzar un nuevo récord de 4.412,6 mm de euros (gráfico A). El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas y el recurso a la facilidad de depósito neto de cualquier recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito. Los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas registraron un incremento de 58,5 mm de euros y se situaron en 3.673 mm de euros, mientras que el recurso a la facilidad de depósito se redujo, en promedio, en 12,9 mm de euros, hasta un importe de 739,6 mm de euros.

El exceso de reservas exento de la aplicación del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito en el marco del sistema de dos tramos se incrementó en 15,3 mm de euros y alcanzó una cifra de 919,6 mm de euros². El tramo no exento del exceso de liquidez, que incluye la facilidad de depósito, aumentó en 47,1 mm de euros, hasta los 3.509,2 mm de euros. La tasa de utilización agregada del tramo exento máximo, es decir, la ratio de las reservas exentas sobre el máximo que podría estar exento³, que ha permanecido por encima del 98 % desde el tercer período de mantenimiento de 2020, disminuyó ligeramente del 99,2 % al 99 %. En el período considerado, el exceso de reservas exento supuso el 20,8 % del exceso de liquidez total, frente al 20,7 % del período de referencia precedente.

Evolución de los tipos de interés

El €STR apenas experimentó cambios y se situó, en promedio, en -57,6 puntos básicos durante el período de referencia. Como consecuencia del elevado exceso de liquidez, el €STR sigue siendo relativamente inelástico, incluso en respuesta a variaciones sustanciales de la liquidez. El eonia dejó de aplicarse el 3 de enero de 2022 y, por consiguiente, ya no se ofrece información sobre él. Los tipos oficiales del BCE —los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito— no variaron durante el período de referencia.

El tipo repo medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, bajó 15,6 puntos básicos durante el período de referencia, hasta el -0,746 %. Este descenso fue inusualmente pronunciado y generalizado, ya que no solo afectó a los tipos repo para operaciones con garantía de deuda pública

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

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

alemana y francesa, sino también a los aplicados a operaciones con garantía de deuda pública italiana y española. La disminución puede atribuirse a los patrones típicos de final de año, que fueron especialmente acusados. Tras mostrar una tendencia sostenida a la baja en la primera parte del período de referencia, los tipos *repo* experimentaron una fuerte caída el 31 de diciembre de 2021, cuando el índice RepoFunds Rate Euro retrocedió hasta su mínimo histórico del -4,498 %. En enero de 2022, este tipo se normalizó rápidamente y volvió a una cota próxima a la media registrada en el séptimo período de mantenimiento.

Gabe de Bondt

En este recuadro se examina la evolución de las tasas de ahorro de las sociedades no financieras en la zona del euro y en sus principales economías durante la pandemia. El recuadro se centra en el ahorro de las empresas como parte de las cuentas integradas de la zona del euro. Se establece una distinción entre el ahorro que incluye el «consumo de capital fijo», también conocido como «amortizaciones», y el ahorro neto, que suele denominarse «beneficios no distribuidos». El ahorro de las empresas es la parte de su beneficio que no se reparte a los accionistas en forma de dividendos. Por lo general, las empresas acumulan ahorro porque les ayuda a protegerse en caso de una emergencia financiera, puede utilizarse para hacer frente a gastos de explotación y al gasto en inversión, les facilita el acceso a la financiación externa, reduce las tensiones financieras y aporta una mayor sensación de libertad financiera. El ahorro es importante como fuente interna de financiación de la inversión. Según la teoría de la jerarquía financiera, las empresas priorizan sus fuentes de financiación y recurren preferentemente a la financiación interna, después a la deuda y, en última instancia, a la emisión de acciones¹. Además, a las empresas les resulta más fácil obtener fondos si tienen una tasa de ahorro elevada, en la medida en que ello denota una sólida gestión de su balance y buenas perspectivas de negocio. Sin embargo, un ahorro abundante y sostenido en el tiempo puede indicar también una falta de oportunidades de inversión productiva o una reticencia a asumir riesgos en su actividad².

Las tasas de ahorro de las empresas han alcanzado máximos históricos en los últimos trimestres. Tras registrar máximos sin precedentes en 2017, las tasas de ahorro de las sociedades no financieras de la zona del euro iniciaron una tendencia a la baja, aunque se mantuvieron por encima de las medias históricas. Al comienzo de la crisis del COVID-19, la tasa de ahorro bruto de las sociedades no financieras de la zona siguió cayendo, principalmente debido a la disminución de los ingresos. El descenso del ahorro fue incluso más intenso medido en términos netos, es decir, excluyendo el consumo de capital fijo (panel a del gráfico A). El principal

¹ Para conocer evidencia empírica de la considerable importancia de la disponibilidad de fuentes de financiación interna para la inversión empresarial agregada en la zona del euro y en Estados Unidos, véase G. de Bondt y M. Diron, «Investment, financing constraints and profit expectations: new macro evidence», *Applied Economics Letters*, vol. 15(8), 2008, pp. 577-581. Para consultar evidencia basada en un panel de 47 países sobre la estrecha relación existente entre el mayor ahorro y la mayor inversión de las empresas, véase R. Bebczuk y E. Cavallo, «Is business saving really none of our business?», *Applied Economics*, vol. 48(24), 2016, pp. 2266-2284. En este estudio se concluye que el ahorro empresarial y la financiación externa son fuentes de financiación complementarias para la inversión.

² Por ejemplo, el excesivo ahorro empresarial en Japón se ha asociado a una falta de oportunidades de crecimiento y a un gobierno corporativo deficiente. Véanse, por ejemplo, J. Tong y M. Bremer, «Stock repurchases in Japan: A solution to excessive corporate saving?», *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 41(C), 2016, pp. 41-56; C. Aoyagi y G. Ganelli, «Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan», *Journal of Banking and Financial Economics*, vol. 1(7), University of Warsaw, Faculty of Management, 2017, pp. 51-69; Z. Sun e Y. Wang, «Corporate precautionary savings: Evidence from the recent financial crisis», *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 56(C), 2015, pp. 175-186; y E. Dudley y N. Zhang, «Trust and corporate cash holdings», *Journal of Corporate Finance*, vol. 41(C), 2016, pp. 363-387.

factor determinante del ahorro fueron los ingresos de las empresas, que se contrajeron de forma acusada en el segundo trimestre de 2020. Desde aproximadamente mediados de 2020, el ahorro ha repuntado con fuerza, impulsado de nuevo sobre todo por la evolución de los ingresos empresariales, y las tasas de ahorro han alcanzado niveles muy superiores a su media desde 1999. Este repunte se ha sustentado fundamentalmente en las medidas de política económica y en los propios esfuerzos de las sociedades no financieras por mejorar su situación de liquidez³. Dicha dinámica ha sido generalizada en todos los países. En los últimos trimestres, la tasa de ahorro bruto de este sector se situó en máximos históricos, o en niveles cercanos a ellos, en tres de las cuatro economías principales de la zona del euro (es decir, salvo en España). Las divergencias entre países desde el comienzo de la pandemia reflejan, en parte, diferentes medidas de apoyo⁴. No obstante, desde una perspectiva de más largo plazo, las tasas de ahorro de las sociedades no financieras en España han sido elevadas en comparación con las de otros países desde la crisis financiera mundial, lo que refleja un intenso y duradero proceso de desapalancamiento de las empresas.

³ Para una descripción más detallada, véanse el recuadro titulado «[La situación de las sociedades no financieras durante la pandemia](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021, y el artículo titulado «[Assessing corporate vulnerabilities in the euro area](#)» en este *Boletín Económico*.

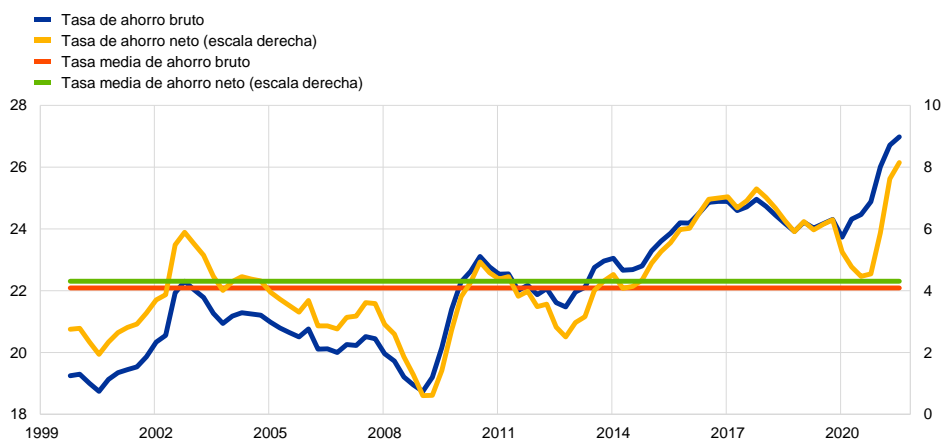
⁴ Para ver las diferencias entre países en el nivel de utilización de los avales públicos para préstamos, véase el recuadro titulado «[Los avales públicos para préstamos y el crédito bancario durante la pandemia de Covid-19](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

Gráfico A

Tasa de ahorro de las sociedades no financieras en la zona del euro y en sus principales economías

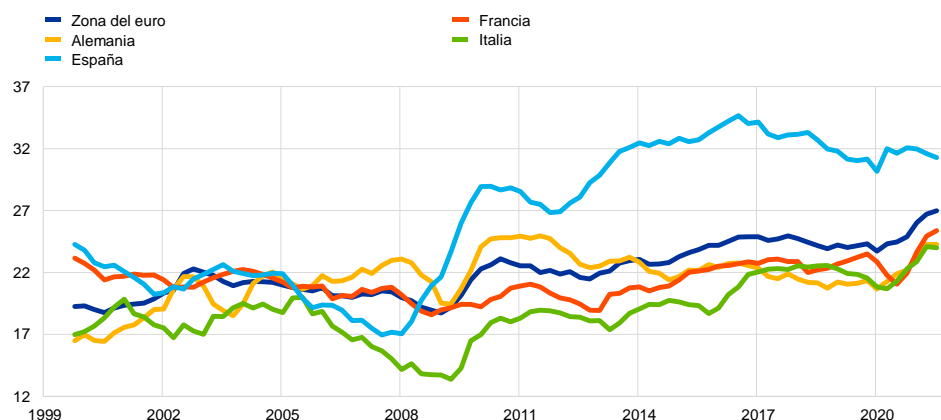
a) Zona del euro

(ahorro en porcentaje del valor añadido, sumas de cuatro trimestres)



b) Tasa de ahorro bruto

(ahorro en porcentaje del valor añadido, sumas de cuatro trimestres)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos de los autores.

Nota: La diferencia entre el ahorro bruto y el neto es el consumo de capital fijo.

En la misma línea, las medidas del ahorro en relación con la inversión del sector de sociedades no financieras han repuntado con fuerza en los últimos trimestres. Si las empresas ahorran más de lo que invierten, son prestamistas netas. En la zona del euro, la capacidad de financiación de las sociedades no financieras, es decir, la brecha entre el ahorro y la inversión, y la ratio de ahorro sobre inversión han alcanzado nuevos máximos en los últimos trimestres (panel a del gráfico B). La capacidad de financiación se situó en 318 mm de euros en el tercer trimestre de 2021. No está claro hasta qué punto el aumento de esta variable será permanente, ya que depende, entre otros factores, de la confianza a largo plazo de las empresas en su capacidad para obtener financiación externa⁵. El repunte de la capacidad de financiación ha sido generalizado en los principales países de la zona del euro, con valores positivos en todos ellos: alrededor del 0,5 %

⁵ Véase K. Nakajima y T. Sasaki, «Bank dependence and corporate propensity to save», *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 36, febrero de 2016, pp. 150-165.

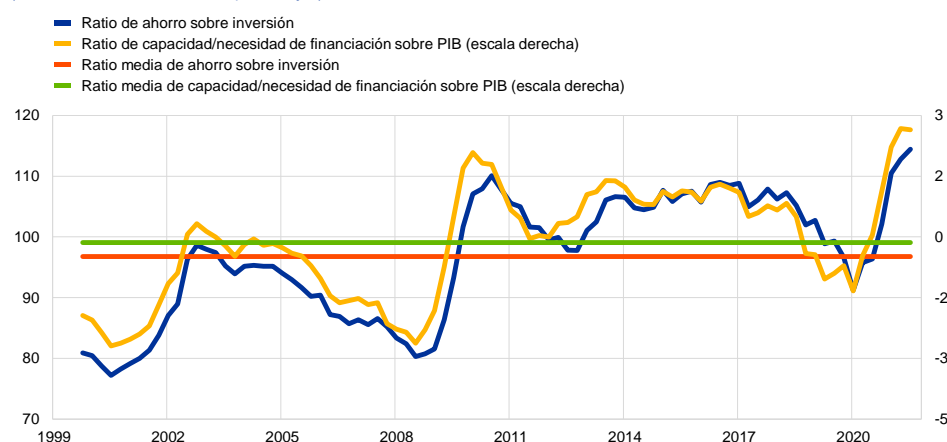
del PIB en Francia y del 3 % del PIB en las otras grandes economías de la zona (panel b del gráfico B). Cabe señalar que, en promedio desde 1999, la capacidad de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro ha sido próxima a cero. De igual modo, el ahorro de estas empresas se ha situado cerca del 100 % de la inversión empresarial, lo que subraya la importancia del ahorro como fuente de financiación interna para la inversión.

Gráfico B

Ratios de ahorro sobre inversión y de capacidad de financiación sobre PIB de las sociedades no financieras en la zona del euro y en sus principales economías

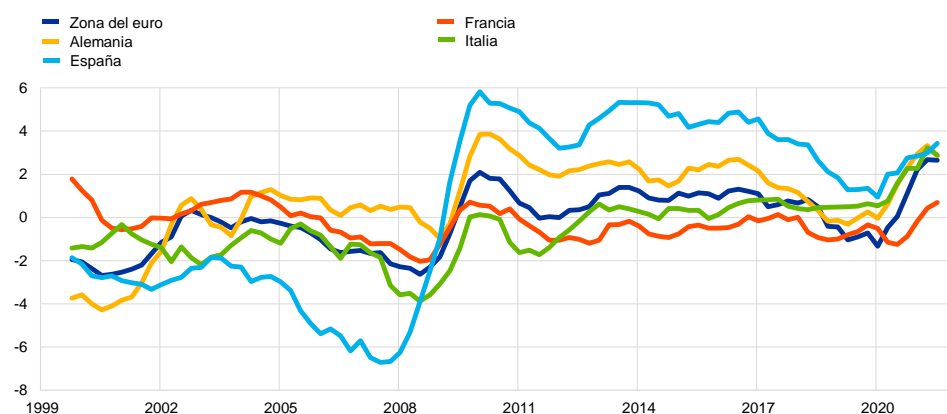
a) Zona del euro

(sumas de cuatro trimestres en porcentajes)



b) Ratio de capacidad/necesidad de financiación sobre PIB

(sumas de cuatro trimestres en porcentajes)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos de los autores.

Notas: «Ratio de ahorro sobre inversión» se refiere a la relación entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital fijo. La capacidad de financiación negativa se denomina «necesidad de financiación».

Parece que actualmente no hay una falta de disponibilidad de financiación interna para la inversión empresarial en la zona del euro, en términos agregados. En los últimos trimestres, las empresas de la zona del euro han asignado una proporción relativamente elevada de sus activos financieros a activos líquidos (panel a del gráfico C). Además, las ratios agregadas de deuda sobre activos y de deuda neta sobre excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras de la zona del euro fueron más bajas en el tercer trimestre de 2021 que

en el cuarto trimestre de 2019, es decir, antes de la pandemia (panel b del gráfico C). La última ratio aproxima la ratio de deuda neta sobre beneficios antes de intereses, impuestos y amortizaciones (EBITDA), que es la que utilizan habitualmente las agencias crediticias para determinar la probabilidad de que una empresa incumpla el pago de su deuda. Esta ratio indica el tiempo durante el que una empresa necesitaría operar a su nivel actual para amortizar todas sus deudas. En este contexto, la amplia disponibilidad de ahorro —y, por tanto, de fuentes internas de financiación— de las sociedades no financieras a escala agregada de la zona del euro, combinada con la persistencia de unas condiciones de financiación externa favorables, deberían ayudar a fortalecer la inversión empresarial en los próximos meses⁶. Por otro lado, la elevada incertidumbre actual y la retirada progresiva de las medidas de apoyo fiscal podrían sugerir que las empresas están manteniendo unos niveles de ahorro más altos por motivos de precaución⁷.

⁶ Para conocer los efectos, desagregados a nivel de sector y tamaño, véase el artículo titulado «[Assessing corporate vulnerabilities in the euro area](#)», en este *Boletín Económico*.

⁷ Véanse también M. Demary, S. Hasenclever y M. Hüther, «Why the COVID-19 Pandemic Could Increase the Corporate Saving Trend in the Long Run», *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, vol. 56, n.º 1, 2021, pp. 40-44; y L. A. Riddick y T. M. Whited, «The Corporate Propensity to Save», *The Journal of Finance*, vol. 64, n.º 4, 2009, pp. 1729-1766. Este último estudio indica que las empresas mantienen mayores saldos de efectivo por motivos de precaución cuando la financiación externa es cara, la incertidumbre sobre los ingresos es elevada o las inversiones son cuantiosas y su financiación costosa. También es probable que las empresas acumulen activos más líquidos cuando la productividad del capital es baja.

Gráfico C

Ratios de activos líquidos y de deuda de las sociedades no financieras en la zona del euro

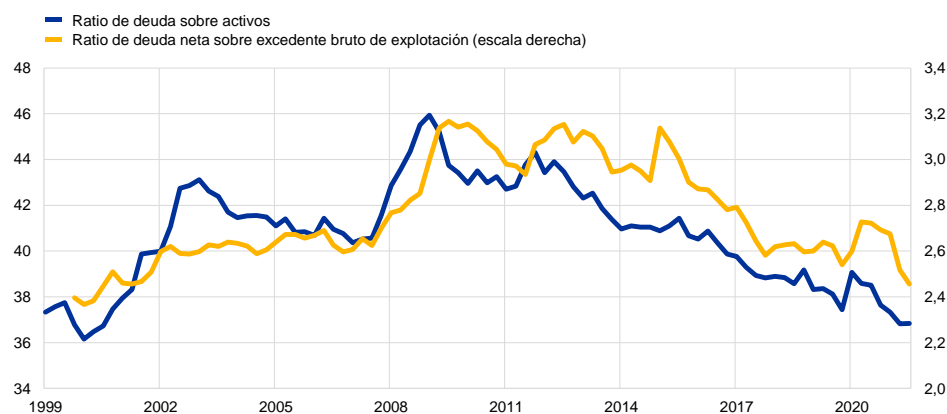
a) Ratio de activos líquidos

(en porcentajes)



b) Ratios de deuda

(en porcentajes)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos de los autores.

Notas: «Ratio de activos líquidos» se refiere al efectivo y depósitos en porcentaje de los activos financieros totales. «Ratio de deuda sobre activos» es la deuda no consolidada en porcentaje del total de activos financieros y no financieros. «Deuda neta» corresponde a los préstamos consolidados, más los valores representativos de deuda, más los seguros y planes de pensiones, menos los activos líquidos. El excedente bruto de explotación se calcula como sumas de cuatro trimestres.

5 El papel del ciclo de existencias en la recuperación actual

Malin Andersson y Gwenaël Le Breton

El ciclo de existencias suele ser procíclico, y la variación de existencias es un componente del gasto del PIB extraordinariamente volátil. En este recuadro se analiza el impacto de las existencias y sus determinantes sobre la actividad de la zona del euro en la fase de recuperación económica actual. Existe una correlación elevada y positiva entre el ciclo de existencias y la actividad. En las dos últimas décadas, la contribución de la variación de existencias al crecimiento interanual del PIB de la zona del euro ha oscilado entre +1 punto porcentual y -1,5 puntos porcentuales, con fluctuaciones especialmente acusadas en períodos de crisis (gráfico A). La interpretación económica de la dinámica de las existencias resulta difícil por dos motivos principales. En primer lugar, la aportación de las existencias al crecimiento del PIB refleja los cambios en el ritmo al que estas se acumulan, es decir, si hay una aceleración o una desaceleración¹. Por tanto, las existencias pueden contribuir positivamente al crecimiento si el ritmo de desacumulación (es decir, de reducción de las existencias) simplemente se ralentiza; no es necesario que se produzca una verdadera acumulación de existencias. En segundo lugar, la acumulación de existencias no solo refleja la evolución de varias categorías de existencias, que pueden compensarse entre sí en términos agregados, sino que también incluye las discrepancias (un componente «residual») y la adquisición neta de objetos valiosos. La dinámica de estos dos elementos no suele estar relacionada con el ciclo económico².

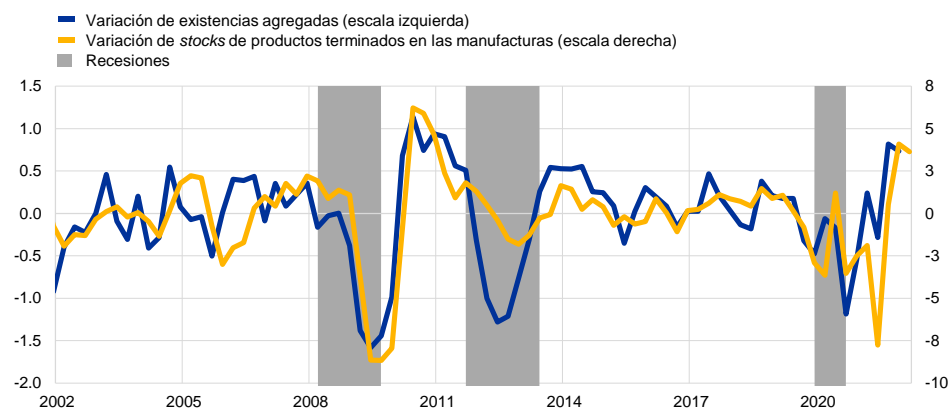
¹ El motivo es que la producción que no se vende en el mismo período contable incrementa las existencias de dicho período; por tanto, la variación de existencias es lo que influye en la «identidad contable» que relaciona el PIB y sus componentes del gasto. Véase el recuadro titulado «[Acumulación de existencias: consideraciones teóricas y evolución reciente](#)», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012.

² Se producen discrepancias porque las existencias suelen desempeñar un papel destacado en el proceso equilibrador de las cuentas nacionales y, por tanto, contienen un importante componente «residual», debido a que no se dispone de datos reales o fiables de frecuencia trimestral sobre las existencias. Los objetos valiosos incluyen, por ejemplo, metales preciosos y objetos de arte y representan una pequeña parte de las existencias.

Gráfico A

Variación de existencias

(contribución en puntos porcentuales al crecimiento interanual del PIB – escala izquierda; índice de difusión, diferencias de cuatro trimestres – escala derecha)



Fuentes: Eurostat y Markit.

Notas: Los datos de Markit incluyen medias trimestrales de datos mensuales. Las existencias agregadas se basan en datos de las cuentas nacionales. Los *stocks* de productos terminados se refieren a las respuestas a la pregunta de la encuesta a directores de compras (PMI) sobre «el nivel de productos terminados que han salido de la línea de producción y están esperando su envío/venta (en unidades, no en valor monetario) este mes en comparación con el mes anterior». Los períodos de recesión son los definidos por el Centre for Economic Policy Research. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2021 para las existencias y a febrero de 2022 para la encuesta PMI.

Las existencias incluyen productos terminados, existencias comerciales, productos en curso e insumos, por lo que corresponden a distintas fases del proceso de producción. Por ejemplo, la relación entre las existencias de insumos y las de productos terminados es procíclica, ya que la acumulación de las primeras tiene lugar antes en fases de expansión económica y precede a la acumulación de productos terminados. En ausencia de datos coyunturales, los indicadores de opinión pueden dar una idea de la situación de las existencias a corto plazo. La variación anual de los *stocks* de productos terminados en las manufacturas, basada en la encuesta PMI —que mide la variación del crecimiento de las existencias— es acorde con la contribución anual de la variación de existencias al crecimiento del PIB sobre la base de las cuentas nacionales, y apunta a una aportación positiva y sostenida de la acumulación de existencias en el primer trimestre de 2022 (gráfico A).

Las fluctuaciones en la contribución de la acumulación de existencias al crecimiento del PIB reflejan ajustes ante cambios en las condiciones de oferta y de demanda.

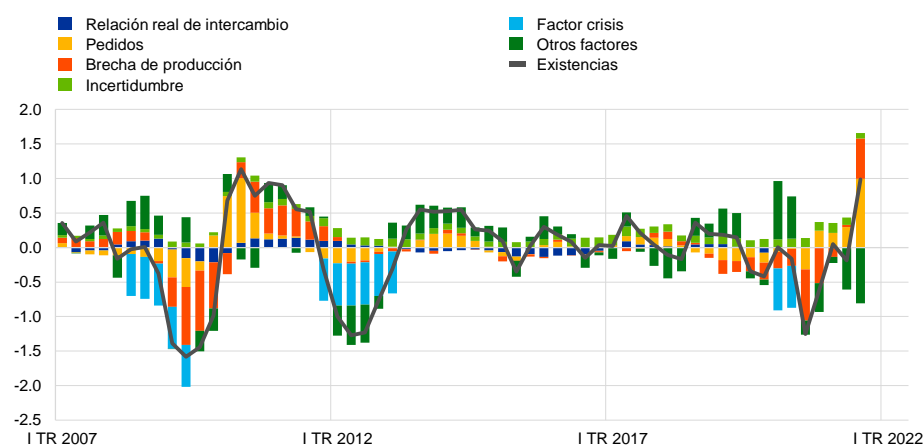
La variación de las existencias de las empresas sirve fundamentalmente de colchón para que el proceso de producción sea fluido y para reducir los costes de ajuste de la producción y el coste de las entregas en función de la variación de las ventas³. Una ecuación de regresión estimada utilizando una muestra de datos para el período 2000-2019 indica que la brecha de producción —definida como la diferencia entre la evolución de la producción de las manufacturas y la evolución de las ventas minoristas— explica el ciclo de existencias relativamente bien en épocas de crisis (gráfico B). En otras palabras, la contribución de la acumulación de existencias al crecimiento del PIB disminuye cuando la

³ Véase A. Khan, «The Role of Inventories in the Business Cycle», *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Q3 2003.

producción desciende en mayor medida que las ventas minoristas (porque se utilizan los *stocks* para cubrir la caída), y viceversa. Los factores de demanda, recogidos por la evolución de los pedidos, también llevan a las empresas a ajustar sus existencias. El deterioro de la relación real de intercambio y la creciente incertidumbre, que podrían fomentar la acumulación de existencias, han jugado un papel menor. La aportación de la acumulación de existencias ha sido particularmente negativa en tiempos de crisis. En épocas «normales», «otros factores» —es decir, el componente residual— explica una parte no desdeñable de la contribución de las existencias al PIB, lo que refleja el hecho de que las estadísticas sobre existencias contienen un componente residual que no está relacionado con el ciclo económico, según lo indicado anteriormente.

Gráfico B Existencias y sus determinantes

(contribuciones en puntos porcentuales al crecimiento interanual del PIB)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La estimación se basa en A. Boata, «Painful destocking in sight for European corporates», *EulerHermes*, 2019. El período de estimación del gráfico abarca desde el primer trimestre de 2000 hasta el cuarto trimestre de 2019. Los pedidos (basados en la información de la encuesta PMI de manufacturas), la relación real de intercambio (el deflactor de las exportaciones/importaciones) y la brecha de producción (producción industrial menos comercio minorista) se expresan en términos interanuales, con un desfase de un trimestre. La incertidumbre se capta mediante el nivel del índice europeo de incertidumbre sobre las políticas económicas. El factor crisis es una variable ficticia para los períodos de recesión (definidos por el Centre for Economic Policy Research). «Otros factores» refleja el componente residual. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2021.

La actual aceleración en la acumulación de existencias podría reflejar también un «efecto látigo» relacionado con los cuellos de botella en la oferta. En un entorno caracterizado por una elevada demanda e incertidumbre acerca del suministro de insumos, las empresas manufactureras tienden a acumular existencias de insumos por precaución y a veces aumentan los pedidos por encima de sus necesidades reales. El denominado efecto látigo podría haber amplificado la prociclicidad de la variación de existencias en el entorno actual^{4,5}. Un desglose de los datos del PMI del sector manufacturero muestra que el ritmo de acumulación de compras (es decir, insumos) alcanzó un máximo histórico a finales de 2021 para los bienes de equipo, los productos intermedios y los vehículos de motor (panel a del

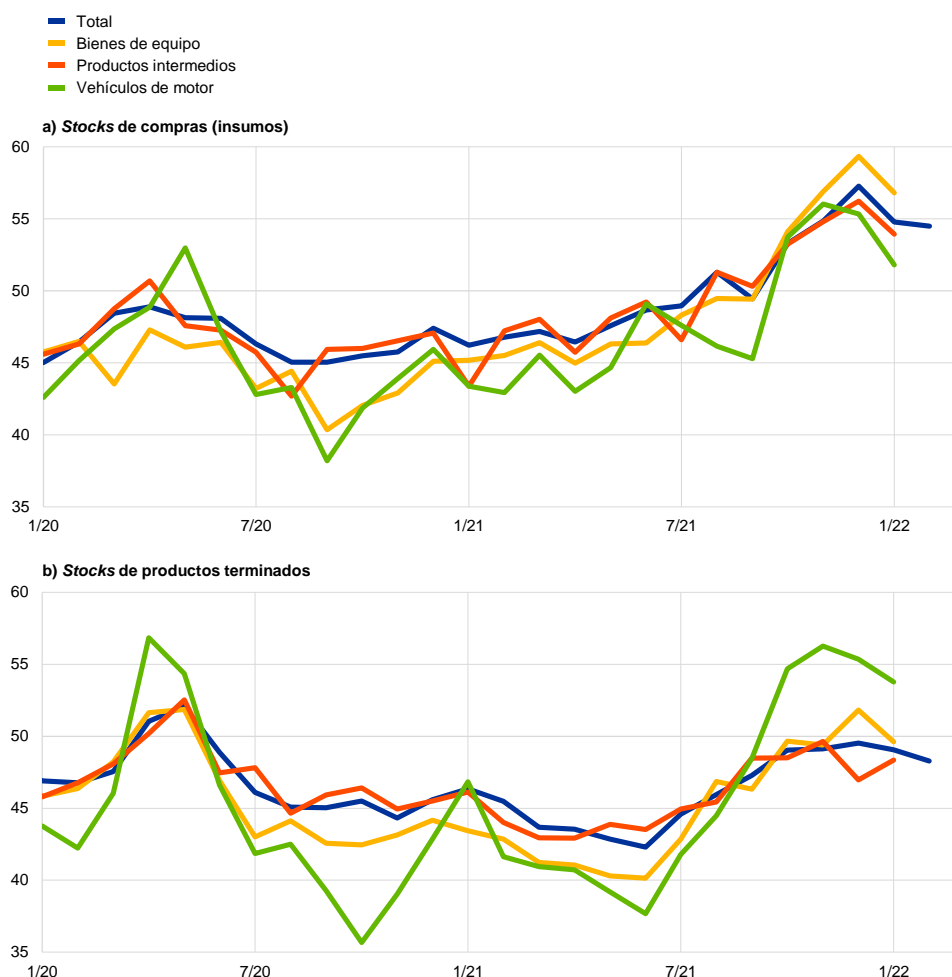
⁴ Véase H. L. Lee, V. Padmanabhan y S. Whang, «Information Distortion in a Supply Chain: The Bullwhip Effect», *Management Science*, 1997, vol. 43, Issue 4.

⁵ Véase H.S. Shin, «Bottlenecks, labour markets and inflation in the wake of the pandemic», discurso pronunciado en el seminario internacional del G-20 «Recover together, recover stronger», diciembre de 2021.

gráfico C), y después comenzó a ralentizarse a principios de 2022. En conjunto, los datos del PMI de *stocks* de productos terminados sugieren que las existencias de bienes de equipo y de productos intermedios se han mantenido prácticamente sin cambios en los últimos meses, tras haber ido aumentando de forma progresiva desde mediados de 2021. En cambio, las existencias de vehículos de motor continuaron creciendo hasta finales de 2021 (panel b del gráfico C), debido a la acumulación de automóviles (casi) acabados carentes de microchips. El *stock* de vehículos de motor terminados no empezó a disminuir hasta hace poco, tras una mejora del suministro mundial de microchips.

Gráfico C Stocks, por tipo y sector

(Índices de difusión, 50 = sin cambio)



Fuente: Markit.

Notas: El *stock* de compras se refiere a las respuestas a la pregunta de la encuesta PMI sobre «el nivel de existencias de materiales comprados (en unidades, no en valor monetario) este mes en comparación con el mes anterior», en referencia al *stock* de productos terminados, véanse las notas del gráfico A. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022 para el total y a enero de 2022 para los componentes.

De cara al futuro, los bajísimos niveles de *stocks* y la persistencia de restricciones de oferta pueden apuntar a la acumulación adicional de existencias.

La encuesta PMI de manufacturas indica una aceleración sostenida general de la

acumulación de existencias en el primer trimestre de 2022, mientras que sigue considerándose que los niveles de existencias según la encuesta de la Comisión Europea, tanto en los sectores manufacturero como de comercio minorista, son históricamente bajos, pese a algunas mejoras recientes en las manufacturas (gráfico D). La evidencia procedente de contactos con empresas⁶ refleja opiniones heterogéneas sobre las existencias en función de los sectores, la complejidad de los productos y el lugar que ocupan en la cadena de producción, pero, en general, confirma que las existencias de insumos y de productos terminados son reducidas, mientras que las de productos semiterminados y de mercancías en tránsito tienden a ser elevadas⁷. La variación agregada del ritmo de acumulación de existencias — que determina la contribución de las existencias al crecimiento del PIB— depende, en particular, de la relajación de las restricciones de oferta y de un posible exceso de pedidos. Los contactos de las empresas esperan que los cuellos de botella se prolonguen, al menos, hasta la segunda mitad de este año, lo que podría alargar el efecto látigo. Aunque la esperada acumulación adicional de existencias podría reflejar motivos de precaución, los contactos de las empresas y otras fuentes⁸ no han proporcionado hasta la fecha evidencia sólida de un cambio general en las estrategias de gestión de existencias de las sociedades no financieras, desde un modelo de producción *just-in-time*⁹ hacia un modelo *just-in-case*, que podría afectar permanentemente al ciclo de existencias.

⁶ Para más información sobre la naturaleza y la finalidad de estos contactos, véase el artículo titulado «[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

⁷ Véase el recuadro titulado «[Resultados principales de los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022. Unos niveles de existencias de productos terminados más elevados de lo habitual podrían reflejar restricciones relacionadas con el transporte, la falta de componentes o precios elevados, que aumentan el valor de las existencias y, por tanto, el coste del capital circulante, mientras que unos niveles de existencias inusualmente bajos son el resultado de una demanda elevada.

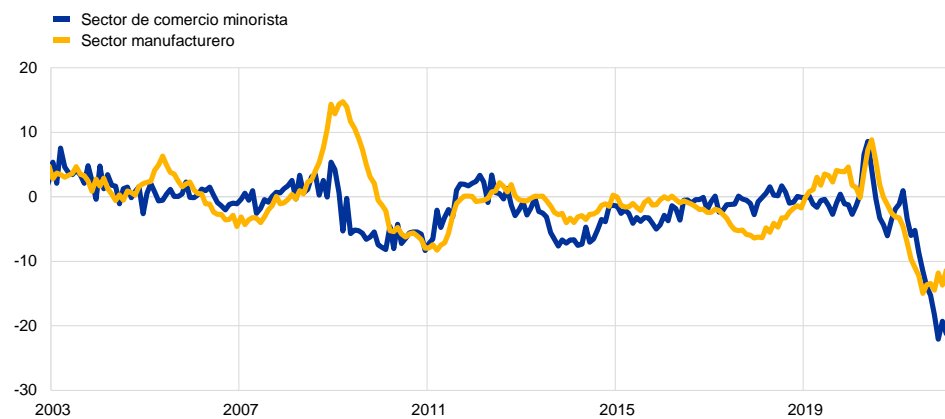
⁸ Véase, por ejemplo, K. Alicke, E. Barriball y V. Trautwein, «[How COVID-19 is reshaping supply chains](#)» *McKinsey & Company*, noviembre de 2021.

⁹ El modelo *just-in-time* de las cadenas de suministro se centra en racionalizar las existencias para reducir los costes de producción, lo que suaviza el ciclo de existencias, véase M. Piger, «[Is the Business Cycle Still an Inventory Cycle?](#)», *Economic Synopses*, n.º 2, Federal Reserve Bank of St Louis, 2005. Las existencias se reducen al mínimo y se utilizan contratos de suministro a corto plazo, que pueden ajustarse con rapidez en función de los cambios en la demanda.

Gráfico D

Evaluación de las existencias de productos terminados

(saldos netos, corregidos por la media)



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN) y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a las respuestas a la siguiente pregunta de la encuesta de la Comisión Europea: «¿Considera que su nivel actual de existencias de productos terminados es excesivamente elevado (por encima de lo normal)/adecuado/excesivamente reducido (por debajo de lo normal)?». La última observación corresponde a febrero de 2022.

6 La recuperación del mercado de trabajo de la zona del euro según la encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE

António Dias da Silva, Desislava Rusinova y Marco Weißler

En este recuadro se analiza la recuperación actual del mercado de trabajo a partir de datos de la encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) del BCE¹. La CES aporta datos nuevos sobre el mercado laboral de la zona del euro². Los participantes en la encuesta proporcionan información relativa a su situación laboral, las búsquedas de empleo realizadas, sus expectativas de empleo y de ingresos, su nivel de satisfacción laboral y el grado de correspondencia entre su cualificación profesional y su puesto de trabajo. Algunos de estos datos no están disponibles en las estadísticas oficiales de la UE sobre el mercado laboral y, además, la CES proporciona información más actualizada respecto de los principales agregados de este mercado. Por tanto, la información procedente de la CES es útil como complemento de los datos oficiales de la UE. En este recuadro se parte de esta información para arrojar luz sobre la recuperación en curso del mercado de trabajo de la zona del euro.

En general, la tasa de actividad se está recuperando, en línea con la disminución observada en el número de trabajadores desanimados. Los datos de la CES indican que la tasa de actividad, es decir, el porcentaje de la población en edad de trabajar que está ocupada o en búsqueda activa de empleo, ha repuntado desde enero del año pasado (gráfico A)³. Con todo, los datos correspondientes a enero de 2022 muestran una reducción de esta tasa y un aumento de los trabajadores desanimados, es decir, los que no están buscando empleo actualmente porque consideran que no hay vacantes adecuadas para ellos, o no han empezado aún a buscar. Es probable que esta evolución reciente esté relacionada con el endurecimiento de las medidas de contención del coronavirus (COVID-19), así como con factores estacionales que deprimen la demanda de trabajo en los meses de invierno. El alza de la tasa de actividad en 2021 estuvo acompañada de un menor desánimo laboral⁴. Por tanto, este incremento se ha debido, en parte, a la transición directa al empleo de encuestados que no estaban buscando empleo activamente («inactivos»), lo que indica que las perspectivas del mercado laboral están mejorando también para los participantes en la encuesta desempleados que buscan trabajo de forma activa. La tasa de paro, medida por la CES, siguió descendiendo

¹ Véase información más detallada sobre la CES en «[ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 287, BCE, diciembre de 2021.

² Este conjunto de datos abarca seis países de la zona del euro: Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia y Países Bajos.

³ Para un análisis reciente de la evolución de la población activa basado en datos de Eurostat, véase «[Evolución de la oferta de trabajo en la zona del euro durante la pandemia de COVID-19](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021.

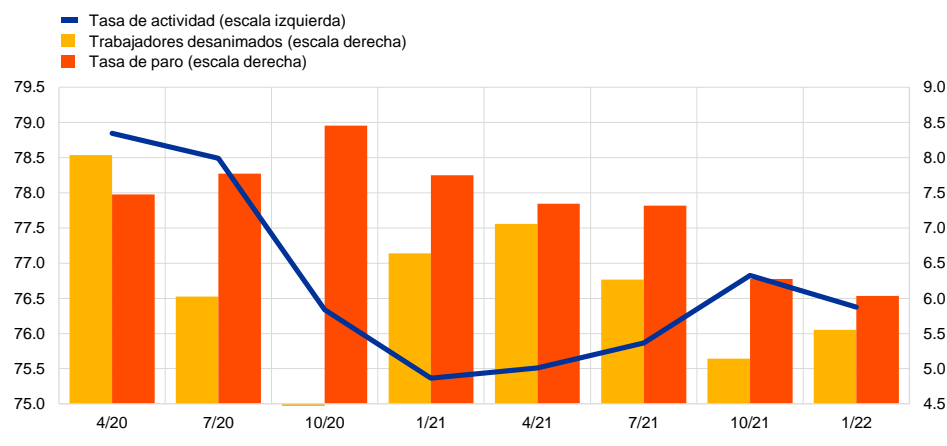
⁴ Como consecuencia de los cambios metodológicos realizados en la fase piloto de la CES, la situación laboral de los encuestados en los meses de abril y julio de 2020 y la ratio de trabajadores desanimados de julio y octubre de 2020 no son plenamente comparables con el resto de la muestra.

en enero de 2022 y se situó 2,4 puntos porcentuales por debajo del nivel más alto alcanzado durante el período de la pandemia.

Gráfico A

Población activa, desempleo y trabajadores desanimados

(escala izquierda: porcentaje de población en edad de trabajar; escala derecha: porcentaje de encuestados inactivos para los trabajadores desanimados y porcentaje de población activa para la tasa de paro)



Fuente: CES.

Notas: La tasa de actividad es el porcentaje de encuestados empleados, más el porcentaje de encuestados en situación de desempleo que están buscando trabajo en cada período, sobre el total de participantes en la encuesta con edades comprendidas entre 20 y 64 años. La tasa de paro es el porcentaje de encuestados desempleados que están buscando empleo sobre la población activa de entre 20 y 64 años. En ambos casos, las tasas referidas en la CES difieren de las calculadas por Eurostat debido a varias diferencias muestrales y metodológicas. Además, como consecuencia de la revisión de la pregunta de la CES relativa a la situación laboral, podría observarse una ruptura de estas series en octubre de 2020. Los trabajadores desanimados son el porcentaje de todos los encuestados de la cohorte de 20 a 64 años inactivos que no están buscando empleo en cada período porque «no hay ofertas de trabajo disponibles» o porque «aún no han empezado a buscar».

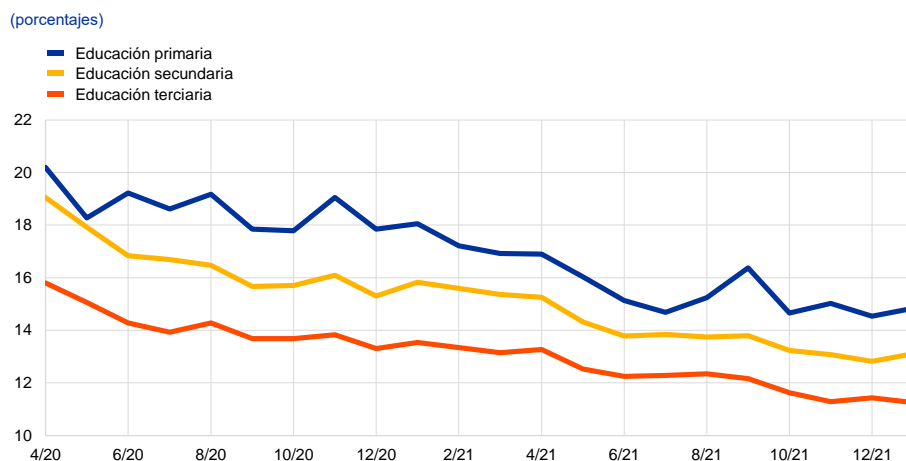
Las percepciones sobre la evolución del mercado de trabajo mejoraron sustancialmente tras los primeros meses de la pandemia de COVID-19 (gráfico B).

A medida que se recuperaban las condiciones económicas en términos agregados, mejoraron las percepciones sobre la evolución del mercado laboral, lo que se plasmó en un descenso sostenido de las expectativas relativas a la tasa de paro en todos los grupos de encuestados por nivel de estudios. Los participantes en la encuesta que han finalizado la educación primaria o secundaria tienden a anticipar tasas de paro más altas a doce meses vista que los encuestados con educación terciaria. Las expectativas de todos los grupos en relación con la tasa de paro han demostrado ser bastante más elevadas que las tasas observadas, una conclusión habitual de las encuestas sobre expectativas⁵. En consonancia con estas expectativas, los trabajadores han venido señalando recientemente menos temor a perder su empleo.

⁵ Véase, por ejemplo, T. Broer, A. Kohlhas, K. Mitman y K. Schlafmann, «Information and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy», *CEPR Discussion Paper*, n.º 15934, 2021. Para expectativas individuales de pérdida de empleo, véase, por ejemplo, M. Stephens, «Job loss expectations, realizations, and household consumption behavior», *Review of Economics and Statistics*, vol. 86, n.º 1, 2004, pp. 253-269.

Gráfico B

Expectativas con respecto a la tasa de paro a doce meses vista, por nivel de estudios de los encuestados



Fuente: CES.

Notas: Los datos se refieren a expectativas medias sobre la tasa de paro en los países de los encuestados a doce meses vista. El nivel de estudios se refiere al ciclo de enseñanza de mayor nivel que se ha completado, o la titulación universitaria obtenida, de conformidad con la clasificación ISCED (International Standard of Classification of Education).

Las transiciones de un puesto de trabajo a otro y las mayores expectativas de ingresos muestran que la percepción de los trabajadores sobre la situación del mercado laboral mejoró en general (gráfico C). Las transiciones de un puesto

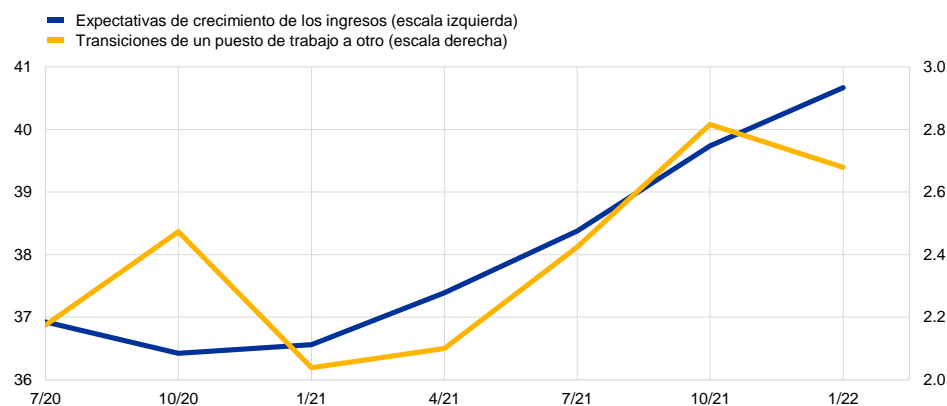
a otro suelen disminuir durante las fases de desaceleración económica y aumentar en las fases expansivas. A medida que las condiciones del mercado de trabajo mejoran en los períodos de repunte de la actividad, las empresas compiten entre sí por atraer a los empleados de otras compañías y los trabajadores aprovechan la oportunidad para acceder a empleos mejor pagados, lo que posiblemente ejerza cierta presión al alza sobre los salarios⁶. Los datos de la CES sugieren que el porcentaje de trabajadores que cambian de empresa en un trimestre registra un incremento sostenido desde enero de 2021, excepto por el leve descenso observado en los últimos datos de enero de 2022, que podría explicarse por razones semejantes a las de la caída de la tasa de actividad. El aumento de las transiciones de un puesto a otro en enero de 2021 estuvo acompañado de un ascenso del porcentaje de encuestados que esperaban que los ingresos netos totales de su hogar se incrementaran en los doce meses siguientes, conforme crecía el optimismo de los trabajadores que buscaban empleo con respecto a sus salarios, horas trabajadas y perspectivas laborales en general.

⁶ Véanse, por ejemplo, F. Karahan, R. Michaels, B. Pugsley, A. Şahin y R. Schuh, «Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations Over the Business Cycle?», *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, n.º 5, 2017, pp. 353–357; y G. Moscarini y F. Postel-Vinay, «The Relative Power of Employment-to-Employment Reallocation and Unemployment Exits in Predicting Wage Growth», *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, n.º 5, 2017, pp. 364–368.

Gráfico C

Transiciones de un puesto de trabajo a otro y expectativas de crecimiento de los ingresos

(escala izquierda: porcentaje de encuestados; escala derecha: porcentaje de trabajadores)



Fuente: CES.

Notas: Las transiciones de un puesto a otro se refieren al porcentaje de encuestados que estaban empleados tres meses antes y que declaran llevar menos de tres meses en su empleo actual. Las expectativas de ingresos se representan como el porcentaje de encuestados que esperan que los ingresos netos de su hogar aumenten en los próximos doce meses.

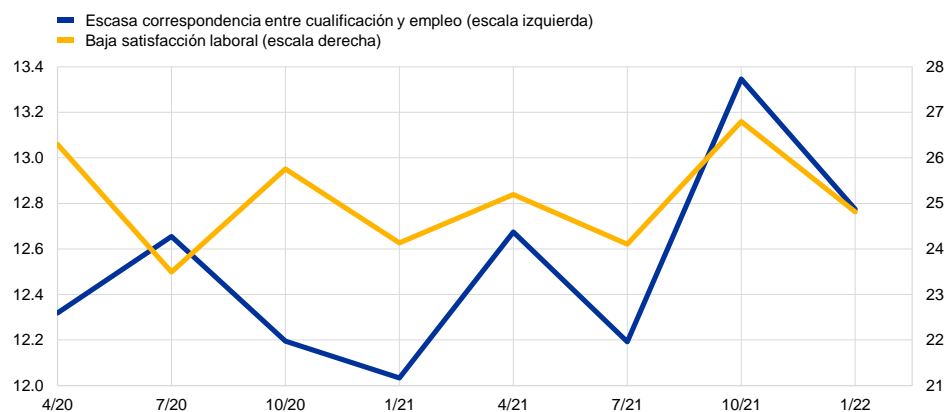
Al mismo tiempo, los trabajadores no perciben que sus condiciones laborales se hayan deteriorado sustancialmente durante la pandemia.

La CES incluye preguntas relativas a la percepción de los encuestados sobre el grado de correspondencia entre su cualificación profesional y su empleo y sobre su satisfacción laboral, lo que permite obtener de forma indirecta información acerca de la calidad del empleo (gráfico D). En enero de 2022, menos del 13 % de los encuestados señalaron una escasa correspondencia entre su cualificación y su puesto actual, y en torno al 26 % declararon estar poco satisfechos con su empleo. Ninguno de estos dos indicadores apunta a un deterioro significativo de la calidad del empleo desde el inicio de la pandemia, lo que sugiere que la recuperación del mercado laboral no se está viendo impulsada por un repunte del empleo de baja calidad. Esta información, unida a las respuestas relativas a las transiciones de un puesto a otro, sugiere que es más probable que los trabajadores que cambian de trabajo refieran una mejora de la correspondencia entre cualificación profesional y puesto, y un aumento de la satisfacción laboral.

Gráfico D

Porcentaje de trabajadores que refieren baja satisfacción laboral y escasa correspondencia entre cualificación profesional y empleo

(porcentaje de encuestados)



Fuente: CES.

Nota: El porcentaje de encuestados que indican una escasa correspondencia entre su cualificación profesional y su empleo actual se refiere a los trabajadores que escogen los tres valores más bajos de una escala de 1 a 7, mientras que la baja satisfacción laboral se define en términos de los trabajadores que señalan los dos valores inferiores de una escala comprendida entre 1 y 5.

En general, la CES sugiere que la dinámica del mercado laboral es positiva, mientras que la pandemia sigue afectando al ritmo de la recuperación. En 2021 se observó un aumento del número de trabajadores de la población activa, junto con una disminución del desánimo laboral y un descenso de la tasa de paro. Por tanto, la oferta de trabajo ha respondido con rapidez al fortalecimiento de la demanda. Además, una mayor proporción de encuestados cambiaron de empleo, revisaron al alza sus expectativas de ingresos y anticiparon una mejora de las condiciones del mercado de trabajo. Estas tendencias sugieren que el mercado laboral es dinámico.

¿Qué subcomponentes determinan los costes de la vivienda en propiedad?

Rodolfo Arioli y Eduardo Gonçalves

En enero de 2022, Eurostat comenzó a publicar datos oficiales agregados de la zona del euro como parte de su Índice de Precios de la Vivienda en Propiedad (OOHPI, por sus siglas en inglés). En este recuadro se analizan los diversos subcomponentes de este índice y se detalla su correlación con otros indicadores de precios.

Los costes de la vivienda en propiedad incluyen los costes relacionados con la adquisición y la tenencia en propiedad de las viviendas¹. Los costes de adquisición miden el coste de las «viviendas de construcción propia y grandes reformas» y las «compras de viviendas nuevas». Una parte de la compra de una vivienda nueva se considera consumo —que refleja el valor de los servicios que proporciona el edificio (por ejemplo, el cobijo que ofrece)— y otra parte, activo —que refleja el valor del propio edificio y el terreno sobre el que se erige². En cambio, el precio de los terrenos no se incluye en el subcomponente de «viviendas de construcción propia y grandes reformas», que recoge principalmente los costes de construcción de las viviendas aisladas construidas sobre terrenos que ya eran propiedad de sus constructores. El OOHPI también mide el coste de «otros servicios relacionados con la adquisición de viviendas», como los impuestos sobre transmisiones patrimoniales y las comisiones de las agencias inmobiliarias. Por lo que se refiere a los costes de la vivienda en propiedad, el índice cubre principalmente «grandes reparaciones y mantenimiento» y «seguros relacionados con las viviendas»³.

En 2021, los costes de adquisición representaron alrededor del 78 % del OOHPI en la zona del euro (gráfico A). Las «viviendas de construcción propia y grandes reformas», las «compras de viviendas nuevas» y «otros servicios relacionados con la adquisición de viviendas» representaron el 45 %, el 21 % y el 12 %, respectivamente. El 22 % restante del OOHPI eran costes de la vivienda en propiedad, de los cuales las «grandes reparaciones y mantenimiento» constituían el 19 % y los «seguros relacionados con las viviendas», el 3 %.

¹ Véase el artículo titulado «[Owner-occupied housing and inflation measurement](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022.

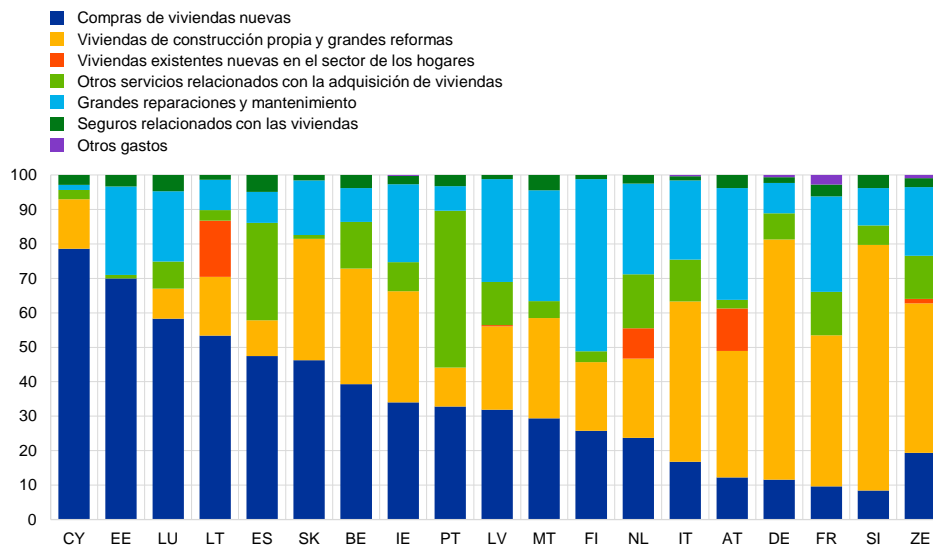
² Véase el recuadro titulado «The treatment of land in OOHPIs» en «[Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 265, BCE, septiembre de 2021.

³ Los costes de adquisición incluyen también las «viviendas existentes nuevas en el sector de los hogares», que representan alrededor del 0,5 % del índice total de la zona del euro. Sin embargo, este subcomponente se ha excluido del análisis realizado en este recuadro (salvo en el gráfico A) por motivos de calidad en la recopilación de datos, dada la limitada cobertura y la falta de armonización entre países. Lo mismo es aplicable a «otros gastos», un subcomponente de los costes de la vivienda en propiedad que representa el 0,9 % del agregado de la zona del euro.

Gráfico A

Detalle del OOHPI de la zona del euro

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: No se dispone de datos para Grecia. Todos los datos se refieren a 2021.

Al analizar el OOHPI de la zona del euro, es importante señalar que la importancia relativa de los subcomponentes individuales varía considerablemente entre países. Por ejemplo, en Alemania, Francia e Italia, el subcomponente de «viviendas de construcción propia y grandes reformas» es considerablemente más importante que el de «compras de viviendas nuevas», mientras que en países como España se da la situación contraria.

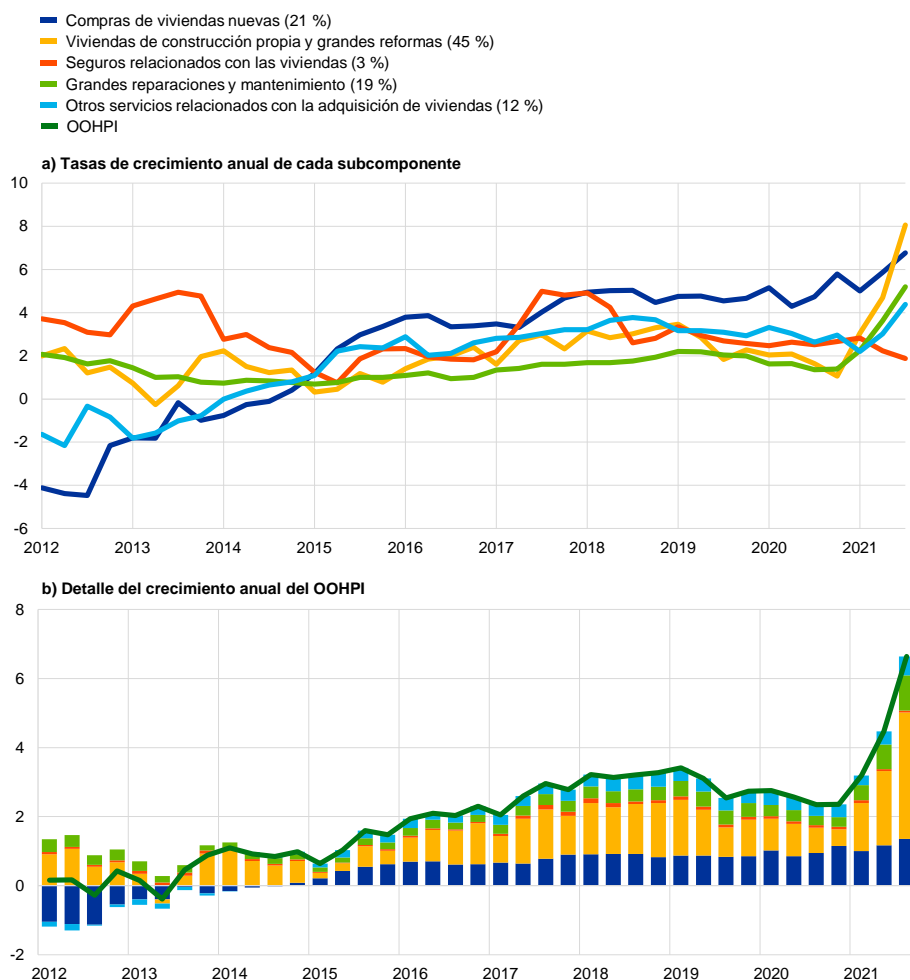
En el conjunto de la zona del euro, la dinámica de precios es muy diferente según los subcomponentes. El índice de precios de las «compras de viviendas nuevas» ha registrado el mayor crecimiento medio anual en la última década (panel a del gráfico B)⁴. Sin embargo, el subcomponente de «viviendas de construcción propia y grandes reformas» es el que más ha contribuido a la tasa de crecimiento anual del índice en su conjunto, seguido del de «compras de viviendas nuevas». De hecho, estos dos subcomponentes agregados representaron 5 puntos porcentuales del crecimiento anual del 6,6 % que registró el OOHPI en su conjunto en el tercer trimestre de 2021, y las «grandes reparaciones y mantenimiento» explicaron la mayor parte del resto (panel b del gráfico B). En el caso de otros subcomponentes con un peso menor en el OOHPI y que han registrado evoluciones de precios más moderadas, su aportación individual al crecimiento medio anual ha sido consistentemente más reducida, aunque es significativa si se considera en conjunto (un total combinado de alrededor de un tercio del crecimiento medio anual desde 2012).

⁴ Desde 2012, el índice de precios de las «compras de viviendas nuevas» ha registrado un crecimiento medio anual del 2,4 %, en comparación con el 2,1 % de las «viviendas de construcción propia y grandes reformas» y con el 1,6 % de las «grandes reparaciones y mantenimiento».

Gráfico B

Contribución de los subcomponentes al crecimiento anual de los costes de la vivienda en propiedad

(panel a: tasas de variación anual; panel b: tasas de variación anual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

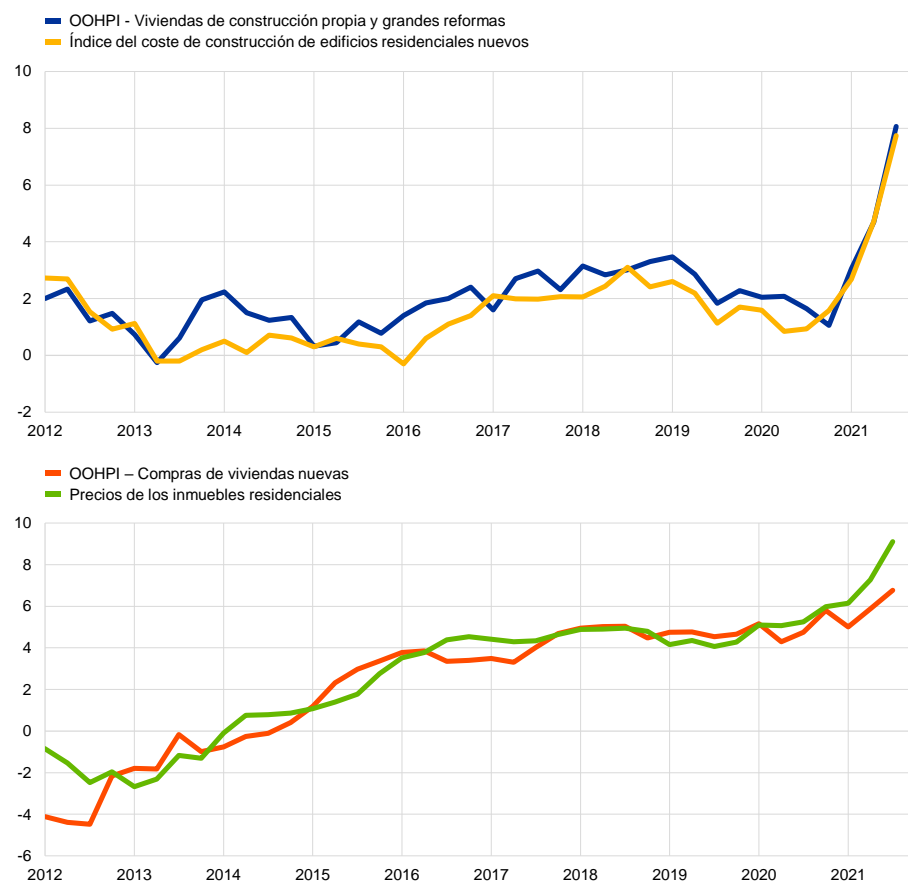
Notas: Las cifras entre paréntesis de la leyenda indican el peso de los subcomponentes correspondientes en el OOHPI en 2021. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2021.

Algunos subcomponentes individuales están estrechamente correlacionados con los costes de construcción y los precios de la vivienda. Por ejemplo, la tasa de crecimiento anual de «viviendas de construcción propia y grandes reformas» presenta un alto grado de correlación con los costes de construcción disponibles en las estadísticas empresariales a corto plazo (panel superior del gráfico C). De igual modo, «grandes reparaciones y mantenimiento» muestra un elevado comovimiento con la serie de «servicios de mantenimiento y reparación de la vivienda» del IAPC. Al mismo tiempo, «compras de viviendas nuevas» guarda una correlación estrecha con los precios de los inmuebles residenciales (panel inferior del gráfico C).

Gráfico C

Correlación entre los subcomponentes del OOHPI y otros índices

(tasas de variación anual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

En conjunto, es necesario un análisis más profundo para evaluar el comportamiento del OOHPI y sus subcomponentes subyacentes a lo largo del tiempo⁵. En particular, entender mejor las distintas correlaciones ayudará, entre otras cosas, a elaborar métodos de predicción a muy corto plazo (y a más largo plazo) de la evolución del OOHPI (por ejemplo, si los datos sobre determinadas correlaciones estuvieran disponibles antes de que transcurran los 100 días hábiles de desfase en la publicación del OOHPI).

⁵ Véanse también el artículo titulado «[The euro area housing market during the COVID-19 pandemic](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021, y el artículo titulado «[The state of the housing market in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2018.

Artículos

1 Los riesgos financieros del sector empresarial de China: el mercado inmobiliario y otros determinantes

Apostolos Apostolou, Alexander Al-Haschimi y Martino Ricci

Introducción

Las tensiones observadas recientemente en el mercado inmobiliario de China han puesto de relieve los riesgos inherentes al fuerte apalancamiento del sector empresarial de este país. Estos riesgos han ido aumentando desde hace algún tiempo debido a la coincidencia de unas tasas de inversión elevadas y una importante acumulación de deuda. Además, el sector bancario tradicional ha perdido peso como fuente de financiación de la deuda en favor de las entidades financieras no bancarias, que proporcionan financiación menos estable y más sensible a cambios bruscos en la confianza de los inversores. Asimismo, las tensiones de los grandes sectores empresariales podrían transmitirse al resto de la economía por diversos canales, entre los que se encuentran los hogares, ya de por sí cada vez más apalancados y cuya riqueza está muy expuesta al mercado inmobiliario. A su vez, una desaceleración más generalizada del crecimiento en China podría tener repercusiones globales, habida cuenta del tamaño de la economía china, de la importancia de sus vínculos comerciales a escala mundial y del papel fundamental de este país en los mercados internacionales de materias primas. Con este trasfondo, en este artículo se analizará el incremento de los riesgos financieros de la economía china derivado del creciente apalancamiento del sector privado, de la interconexión entre los sectores financiero y financiero no bancario, y del aumento de las exposiciones de deuda de los hogares.

Conclusiones

La deuda corporativa de China se mantiene en niveles altos en comparación con otras economías y representa un riesgo para el crecimiento. El fuerte apalancamiento del sector empresarial ha sustentado unas tasas elevadas de inversión y de crecimiento económico. Sin embargo, como la deuda de las empresas chinas se ha incrementado hasta alcanzar cotas muy superiores a las observadas en economías avanzadas como Estados Unidos y la zona del euro, los riesgos financieros han continuado aumentando. Las turbulencias actuales del sector inmobiliario ilustran el impacto de la materialización de estos riesgos sobre la economía. Los impagos por parte de los principales promotores inmobiliarios han elevado los costes de financiación de las empresas y ralentizado la actividad inmobiliaria, lo que, a su vez, está lastrando el crecimiento del PIB.

Sigue siendo prioritario desapalancar el sector empresarial y estabilizar el aumento de la deuda de los hogares, pero probablemente se generarían efectos adversos para la actividad económica. La reducción de los riesgos financieros en China pasaría por una menor concesión de crédito al sector de sociedades no financieras. La desaceleración de la acumulación de deuda de los hogares, y el seguimiento y el análisis de los riesgos asociados a dicha deuda podrían ayudar a mitigar los riesgos para la estabilidad financiera y favorecer un crecimiento sostenible. Alcanzar un equilibrio entre reducir los riesgos presentes en la economía y mantener un crecimiento estable será todo un reto. La adopción de medidas macro- y microprudenciales focalizadas contribuirá a la consecución de ese doble objetivo.

Al mismo tiempo, las fuentes de financiación inestables procedentes del sector bancario en la sombra siguen expuestas a cambios bruscos en la confianza de los inversores. Además del elevado apalancamiento empresarial, el sector bancario en la sombra también genera riesgos. Aunque los activos con origen en el sector financiero no bancario han dejado de crecer, el volumen de activos sujetos a necesidades de financiación a corto plazo se mantiene en niveles altos en términos históricos. Dado que estos activos siguen siendo vulnerables a cambios repentinos en la confianza de los inversores, representan un riesgo para el sistema financiero. Asimismo, la falta de transparencia con respecto a las exposiciones entre los sectores financiero y no financiero está generando una incertidumbre que podría agravar las tensiones sistémicas cuando los riesgos financieros se materialicen. En general, los riesgos financieros de la economía china siguen siendo significativos, y es fundamental continuar con las iniciativas regulatorias en curso para reducir los riesgos presentes en la economía con el fin de garantizar un crecimiento estable a medio plazo.

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

2 Análisis de las vulnerabilidades de las empresas de la zona del euro

Giulio Nicoletti, Ralph Setzer, Mika Tujula y Peter Welz

Introducción

La crisis del coronavirus (COVID-19) supuso una grave perturbación para el sector de sociedades no financieras. La pandemia y las medidas de contención asociadas provocaron una caída acusada de las ventas de las empresas. La velocidad a la que descendieron los ingresos, unida a la dificultad de ajustar costes con la suficiente rapidez, se tradujeron en un incremento brusco de las necesidades de liquidez. Si estas necesidades no se hubieran abordado, se podrían haber transformado fácilmente en problemas de solvencia más generalizados, lo que habría derivado en un fuerte aumento de los impagos y las quiebras empresariales.

La pandemia de COVID-19 afectó con especial intensidad al sector servicios y a las pequeñas empresas. Existe una elevada concentración de pequeñas empresas en el sector de los servicios que requieren interacción social. Esto genera dificultades adicionales al analizar la vulnerabilidad de la economía de la zona del euro, dado que la información exhaustiva sobre la solidez de los balances de las pequeñas empresas solo está disponible con un desfase considerable. La información de la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) fue particularmente útil para subsanar, al menos de forma parcial, las lagunas de datos existentes¹.

La respuesta oportuna y contundente de las autoridades a escala nacional y de la UE mitigó el impacto a corto plazo de la pandemia. Las medidas fiscales, monetarias y supervisoras han apoyado de forma sustancial a las empresas evitando cuantiosas pérdidas empresariales y el aumento de los préstamos dudosos de las entidades de crédito. El respaldo público a las empresas ayudó a reducir sus costes (a través de programas de mantenimiento del empleo, por ejemplo) y proporcionó liquidez, mientras que la política monetaria contribuyó a proporcionar unas condiciones de financiación favorables y las políticas de supervisión liberaron capital que los bancos pudieron destinar a la concesión de crédito. El impacto de estas medidas también se refleja en unas cifras excepcionalmente reducidas de insolvencias empresariales en los dos últimos años.

Transcurridos dos años desde el inicio de la pandemia, las vulnerabilidades a corto plazo del sector empresarial parecen haber disminuido en cierta medida en el contexto de la recuperación en curso, pero persisten los riesgos, sobre todo para las pequeñas empresas y los sectores más afectados por la crisis

¹ Esta encuesta se realiza dos veces al año: una vez la lleva a cabo el BCE en solitario (incluye a los países de la zona del euro) y otra en colaboración con la Comisión Europea (incluye a todos los Estados miembros de la UE y algunos países vecinos). Para consultar la última encuesta, véase [Survey on the access to finance of enterprises](#).

pandémica. Los ingresos de las empresas se recuperaron tras la relajación de algunas de las medidas de contención más estrictas, mejorando así también la capacidad para atender el pago de la deuda. Al mismo tiempo, la mayor debilidad de los balances empresariales y la disparidad del nivel de deuda entre empresas plantean riesgos para la recuperación. El crecimiento de la deuda bruta de las empresas, en particular en el caso de las que también afrontan un incremento de la deuda neta, puede mermar su capacidad para respaldar la recuperación a través de un aumento del gasto de capital, especialmente cuando se hayan retirado las medidas de apoyo público. Las ratios de deuda más elevadas hacen que las empresas sean vulnerables a posibles cambios en la percepción de los riesgos, a la subida de los tipos de interés reales o a una caída de los beneficios. Asimismo, la mayor debilidad de los balances de las empresas representa un riesgo para las entidades de crédito, ya que podría generar espirales adversas e inquietud en relación con la estabilidad financiera al aumentar los préstamos dudosos y las quiebras de empresas.

Más allá de la pandemia de COVID-19, el sector empresarial afronta retos estructurales más amplios. La pandemia ha acelerado diversas transformaciones de carácter estructural que ya estaban en marcha en la economía de la zona del euro. La lista de retos estructurales incluye, entre otros, nuevas formas de trabajo (como el teletrabajo), el uso de tecnologías digitales y de comercio electrónico, la reconfiguración de las cadenas globales de valor y la transición a una economía neutra en carbono. Estos cambios requieren una modernización integral del *stock* de capital de las empresas, que puede ser más difícil de acometer para las pequeñas y medianas empresas (pymes), debido, en parte, a las debilidades de las que ya adolecían en comparación con empresas más grandes.

Este artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se repasa la evolución reciente, poniendo el foco en las vulnerabilidades originadas por el endeudamiento de las empresas. En la sección 3 se presenta un análisis de las implicaciones para las insolvencias empresariales, complementado por el recuadro 1, en el que se aborda esta cuestión desde la perspectiva de la calidad de los activos bancarios. En la sección 4 se estudian las posibles repercusiones para la inversión derivadas de los mayores niveles de deuda empresarial. En el recuadro 2 se analizan algunos rasgos estructurales de las pymes de la zona del euro en el contexto de la pandemia de COVID-19. Por último, la sección 5 contiene las conclusiones.

Conclusiones

El endeudamiento de las empresas creció durante la pandemia. En términos agregados, el crecimiento de la deuda empresarial se ha visto contrarrestado, en parte, por un aumento de las tenencias de efectivo, sobre todo en el caso de las empresas más grandes. Los préstamos bancarios y el apoyo público han ayudado a cubrir las necesidades de liquidez del sector empresarial y a mitigar el riesgo de insolvencias inmediatas al desplomarse los flujos de efectivo. Como consecuencia, el número de quiebras de empresas de la zona del euro ha registrado un descenso sustancial desde el inicio de la pandemia, acentuado por la suspensión de la

aplicación del procedimiento de insolvencia forzosa en algunos países. Es probable que las tasas de insolvencias empresariales se eleven, pero en menor medida de lo que cabría prever atendiendo a episodios históricos.

El impacto desigual de la pandemia en los balances de las empresas y las transformaciones estructurales en curso influirán en las perspectivas del sector empresarial. El elevado apalancamiento de las empresas podría desincentivar la inversión durante la recuperación. Aunque las empresas grandes tienen más capacidad de resistencia frente a futuras perturbaciones gracias a sus importantes tenencias de efectivo, si el alto apalancamiento de las pymes no se aborda —sobre todo en los sectores que se han visto muy afectados por la pandemia—, el número de empresas no viables también podría aumentar, lo que podría excluir del acceso al crédito disponible a las que sí son viables. Esto afectaría negativamente a la capacidad del sector empresarial para obtener la inversión necesaria con la que respaldar las transiciones ecológica y digital.

Ampliar las fuentes de financiación de las empresas más allá de la financiación mediante deuda podría propiciar un crecimiento sostenible de la inversión. Se han propuesto varias medidas dirigidas a reforzar los incentivos para que los inversores privados proporcionen capital a empresas viables en dificultades o apoyen la reestructuración de los balances². Estas medidas incluyen, entre otras, reducir el sesgo impositivo contrario a la financiación mediante acciones frente a la deuda y garantizar que los inversores en renta variable puedan acceder a información oportuna y fiable. La modificación de las normas contables también podría mejorar el acceso al capital proporcionado por los inversores privados, lo que reportaría ventajas considerables a las pymes.

La aplicación de políticas estructurales sólidas podría potenciar en mayor medida la capacidad del sector empresarial para respaldar la recuperación. Acortar la duración de los procedimientos de insolvencia podría facilitar una reasignación más fluida de recursos desde compañías menos productivas a empresas con una mayor probabilidad de prosperar en la economía pospandemia. La reducción de las barreras a la entrada y a la inversión de nuevos competidores con un enfoque innovador podría reforzar aún más el sector empresarial, sobre todo a través de un mayor uso de la digitalización y de tecnologías de bajas emisiones. Los avances en la unión bancaria y la unión de los mercados de capitales, y el despliegue del programa *Next Generation EU* podrían contribuir de manera importante a aumentar la capacidad de resistencia de las empresas y a fortalecer la recuperación³.

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

² Véase, por ejemplo, «[Reviving and Restructuring the Corporate Sector Post-Covid: Designing Public Policy Interventions](#)», Working Group on Corporate Sector Revitalization, Group of Thirty, 2020.

³ Véanse L. Guindos, «[Banking Union and Capital Markets Union after COVID-19](#)», discurso pronunciado en la conferencia anual de 2020 del CIRS (Centro de Investigação em Regulação e Supervisão do Sector Financeiro, Portugal) —celebrada en formato virtual— sobre las grandes tendencias de la regulación financiera, 12 de noviembre de 2020, y el artículo titulado «[Next Generation EU: a euro area perspective](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022.

Estadísticas

Índice

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

Información adicional

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

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (tasas de variación entre periodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro ²⁾ (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	2,9	2,3	1,7	-0,2	6,0	1,6	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,2	-3,4	-9,4	-4,5	2,3	-6,4	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	.	5,6	7,5	1,7	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 I TR	0,6	1,5	-1,2	-0,5	0,3	-0,1	1,9	1,8	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1
II TR	0,4	1,6	5,6	0,6	1,3	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
III TR	1,8	0,6	1,0	-0,7	0,7	2,3	4,4	3,2	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
IV TR	.	1,7	1,0	1,3	1,6	0,3	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6
2021 Sep	-	-	-	-	-	-	4,6	3,2	5,4	3,1	0,2	0,7	3,4
Oct	-	-	-	-	-	-	5,2	3,6	6,2	4,2	0,1	1,5	4,1
Nov	-	-	-	-	-	-	5,9	3,9	6,8	5,1	0,6	2,3	4,9
Dic	-	-	-	-	-	-	6,6	4,6	7,0	5,4	0,8	1,5	5,0
2022 Ene	-	-	-	-	-	-	.	.	7,5	5,5	0,5	0,9	5,1
Feb ³⁾	-	-	-	-	-	-	5,8

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)							Importaciones de mercancías ¹⁾				
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global ²⁾			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,4	-0,5
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,2	-4,5	-4,0
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,4	9,6	13,3
2021 I TR	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,4	1,9	7,2
II TR	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,8	1,6	2,1
III TR	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,4	50,3	-1,1	-0,4	-1,8
IV TR	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,0	2,1	1,8
2021 Sep	52,8	55,0	54,9	47,9	51,4	56,2	51,4	53,2	50,1	-1,1	-0,4	-1,8
Oct	54,7	57,6	57,8	50,7	51,5	54,2	51,2	55,9	49,7	-0,4	-0,5	-0,2
Nov	54,7	57,2	57,6	53,3	51,2	55,4	52,3	55,6	50,7	0,1	0,3	-0,1
Dic	54,6	57,0	53,6	52,5	53,0	53,3	53,3	55,0	50,7	2,0	2,1	1,8
2022 Ene	51,0	51,1	54,2	49,9	50,1	52,3	50,7	51,0	49,0	.	.	.
Feb	53,1	55,9	59,9	45,8	50,1	55,5	51,4	53,6	50,1	.	.	.

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

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

2) Excluida la zona del euro.

2 Evolución financiera

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE ³⁾		Por período inicial de fijación del tipo de interés					
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 a 10 años	Más de 10 años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 Feb	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,75	5,10	5,25	5,87	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,59	1,31
Mar	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,78	4,93	5,13	5,73	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31
Abr	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,76	5,20	5,18	5,80	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,60	1,31
May	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,77	5,21	5,32	5,95	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
Jun	0,01	0,34	0,16	0,59	4,89	15,72	5,21	5,16	5,78	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
Jul	0,01	0,34	0,19	0,58	4,78	15,69	5,37	5,25	5,86	1,97	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
Ago	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	15,72	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32
Sep	0,01	0,34	0,18	0,57	4,90	15,64	5,50	5,25	5,88	1,93	1,31	1,45	1,25	1,29	1,59	1,30
Oct	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,91	5,61	5,21	5,85	2,00	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
Nov	0,01	0,34	0,19	0,57	4,81	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32
Dic	0,01	0,35	0,17	0,60	4,74	15,89	5,13	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022 Ene ^(p)	0,01	0,35	0,20	0,57	4,80	15,78	5,59	5,27	5,86	1,96	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2021 Feb	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,16	1,22	1,23	1,48
Mar	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,96	2,01	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
Abr	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,03	1,96	1,98	1,56	1,44	1,40	1,31	1,33	1,38	1,56
May	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,86	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46
Jun	-0,02	-0,31	0,27	1,83	1,88	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
Jul	-0,02	-0,31	0,13	1,72	1,81	2,14	1,99	1,58	1,43	1,37	1,27	1,32	1,16	1,48
Ago	-0,03	-0,35	0,17	1,76	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44
Sep	-0,03	-0,35	0,15	1,78	1,80	1,99	2,00	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
Oct	-0,03	-0,36	0,17	1,72	1,80	2,09	1,99	1,54	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
Nov	-0,03	-0,35	0,16	1,69	1,80	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,39
Dic	-0,03	-0,33	0,17	1,68	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022 Ene ^(p)	-0,04	-0,32	0,21	1,68	1,91	1,94	2,01	1,52	1,41	1,38	1,13	1,24	1,29	1,43

Fuente: BCE.

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

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

2 Evolución financiera

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾						
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Públicas
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Corto plazo														
2018	1.215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1.530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021 Jul	1.543	478	151	.	101	688	124	473	224	46	.	39	113	50
Ago	1.542	493	150	.	100	678	121	415	232	41	.	25	93	25
Sep	1.574	507	144	.	100	697	127	475	220	45	.	39	124	46
Oct	1.530	485	138	.	104	686	117	419	203	39	.	41	105	32
Nov	1.528	498	138	.	98	680	113	427	223	44	.	31	102	27
Dic	1.453	457	138	.	93	669	95	305	134	43	.	37	76	15
Largo plazo														
2018	15.747	3.687	3.167	.	1.244	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.314	3.817	3.402	.	1.319	7.152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.288	3.892	3.208	.	1.457	8.006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 Jul	18.154	3.991	3.366	.	1.502	8.515	780	300	56	97	.	18	119	10
Ago	18.184	3.990	3.361	.	1.500	8.554	779	136	27	35	.	4	66	3
Sep	18.282	4.020	3.393	.	1.521	8.558	788	305	72	81	.	23	114	15
Oct	18.369	4.038	3.464	.	1.526	8.553	787	293	64	102	.	22	92	13
Nov	18.525	4.062	3.518	.	1.555	8.597	792	268	50	82	.	36	90	9
Dic	18.503	4.055	3.516	.	1.546	8.590	796	178	45	76	.	8	42	7

Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Públicas				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldo vivo											
2018	16.962,6	4.190,1	3.337,1	.	1.316,0	7.445,8	673,5	7.030,2	465,0	1.099,2	5.466,0
2019	17.597,3	4.367,0	3.582,4	.	1.403,3	7.558,1	686,5	8.560,4	537,8	1.410,5	6.612,1
2020	18.817,7	4.346,2	3.352,9	.	1.555,0	8.720,3	843,3	8.442,0	468,4	1.312,0	6.661,5
2021 Jul	19.696,8	4.469,4	3.517,0	.	1.602,8	9.202,8	904,7	9.902,6	559,2	1.526,8	7.816,5
Ago	19.726,4	4.482,9	3.511,5	.	1.599,7	9.232,6	899,6	10.168,8	587,9	1.605,1	7.975,9
Sep	19.856,0	4.526,9	3.537,4	.	1.621,3	9.255,6	914,9	9.908,8	597,2	1.616,8	7.694,8
Oct	19.898,7	4.523,7	3.601,4	.	1.630,3	9.239,3	904,0	10.304,8	613,8	1.700,7	7.990,3
Nov	20.052,5	4.560,3	3.655,9	.	1.653,0	9.277,6	905,7	10.020,9	566,5	1.618,3	7.836,0
Dic	19.956,3	4.511,7	3.654,6	.	1.639,6	9.259,1	891,3	10.314,4	586,5	1.544,2	8.183,6
Tasa de crecimiento											
2018	1,9	1,7	3,1	.	3,2	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,3
2019	3,1	3,8	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	7,5	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,0	0,6	2,3	0,8
2021 Jul	4,6	0,3	5,2	.	3,8	6,1	10,1	2,2	2,1	5,8	1,5
Ago	4,1	0,8	4,3	.	3,5	5,3	9,2	2,1	2,0	6,4	1,3
Sep	4,1	1,0	4,5	.	3,8	5,0	8,6	2,2	2,0	6,7	1,4
Oct	4,3	1,4	5,5	.	4,1	5,3	5,6	2,0	1,9	5,1	1,3
Nov	5,1	2,2	7,0	.	4,9	5,7	5,3	1,9	2,0	5,6	1,1
Dic	5,0	2,1	6,7	.	5,1	5,9	4,7	1,9	1,7	5,8	1,1

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

2.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾ (medias del período; índice: I TR 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM reales ²⁾	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	98,1	93,1	92,9	88,7	77,5	87,0	115,4	92,4
2020	99,6	93,5	94,1	89,3	76,8	87,5	119,4	93,9
2021	99,6	93,4	94,5	.	.	.	120,8	94,2
2021 I TR	100,7	94,6	95,2	90,1	74,5	87,7	121,7	95,3
II TR	100,5	94,1	94,9	89,3	72,7	85,5	121,9	95,0
III TR	99,5	93,3	94,4	88,4	72,2	84,6	120,5	94,0
IV TR	97,7	91,7	93,4	.	.	.	119,1	92,6
2021 Sep	99,4	93,3	94,5	-	-	-	120,4	93,8
Oct	98,4	92,3	93,7	-	-	-	119,5	93,1
Nov	97,6	91,6	93,3	-	-	-	118,8	92,5
Dic	97,1	91,1	93,3	-	-	-	119,0	92,3
2022 Ene	96,6	91,1	92,5	-	-	-	118,6	92,3
Feb	96,9	91,6	92,7	-	-	-	118,9	92,5
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2022 Feb	0,3	0,4	0,2	-	-	-	0,3	0,2
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2022 Feb	-3,8	-3,2	-2,6	-	-	-	-2,1	-2,8

Fuente: BCE.

1) Para una definición del grupo de socios comerciales e información adicional, véanse las notas generales en el *Boletín Estadístico*.
2) Las series deflactadas por los CLUM solo están disponibles para el grupo de socios comerciales TCE-18.

2.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslopi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 I TR	7,808	7,572	26,070	7,437	361,206	127,806	4,546	0,874	4,8793	10,120	1,091	1,205
II TR	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206
III TR	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179
IV TR	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2021 Sep	7,601	7,492	25,392	7,436	352,514	129,656	4,568	0,857	4,9471	10,171	1,086	1,177
Oct	7,450	7,513	25,496	7,440	360,822	131,212	4,591	0,847	4,9480	10,056	1,071	1,160
Nov	7,293	7,520	25,391	7,437	364,504	130,118	4,646	0,848	4,9494	10,046	1,052	1,141
Dic	7,199	7,520	25,246	7,436	367,499	128,800	4,614	0,849	4,9492	10,273	1,041	1,130
2022 Ene	7,192	7,525	24,470	7,441	358,680	130,009	4,552	0,835	4,9454	10,358	1,040	1,131
Feb	7,196	7,534	24,437	7,441	356,970	130,657	4,549	0,838	4,9458	10,534	1,046	1,134
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2022 Feb	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,5	0,5	-0,1	0,3	0,0	1,7	0,6	0,2
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2022 Feb	-7,9	-0,5	-5,6	0,1	-0,3	2,5	1,2	-4,0	1,5	4,4	-3,6	-6,2

Fuente: BCE.

2 Evolución financiera

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

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

	Total ¹⁾			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2020 I TR	28.404,4	28.923,5	-519,1	11.051,2	9.359,9	10.737,8	12.825,4	-94,4	5.830,0	6.738,2	879,7	14.839,8
2021 I TR	29.716,7	30.252,6	-535,9	11.390,2	9.479,9	11.486,1	13.623,3	-132,1	6.123,2	7.149,4	849,4	15.477,1
II TR	30.235,9	30.621,4	-385,5	11.421,3	9.467,6	12.003,1	13.994,9	-123,6	6.066,0	7.158,9	869,0	15.367,0
III TR	30.985,5	31.256,9	-271,4	11.649,1	9.436,7	12.222,1	14.310,7	-92,6	6.204,5	7.509,5	1.002,4	15.733,0
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2021 III TR	257,6	259,8	-2,3	96,8	78,4	101,6	119,0	-0,8	51,6	62,4	8,3	130,8
Transacciones												
2021 I TR	528,3	429,9	98,4	101,6	-7,3	266,3	178,5	6,0	157,6	258,7	-3,1	-
II TR	177,2	89,5	87,8	-28,7	-19,9	226,8	57,7	1,0	-28,4	51,7	6,5	-
III TR	369,7	288,4	81,3	49,0	-78,2	117,3	64,6	14,1	66,9	302,1	122,4	-
IV TR	129,2	8,5	120,8	-14,6	-62,1	141,5	-60,7	31,8	-32,5	131,3	2,9	-
2021 Jul	190,5	152,7	37,7	34,9	-26,4	38,7	59,3	21,7	95,5	119,9	-0,3	-
Ago	155,1	143,8	11,3	-10,2	-54,8	35,2	11,9	-8,3	16,6	186,7	121,9	-
Sep	24,1	-8,1	32,2	24,2	3,0	43,5	-6,6	0,7	-45,2	-4,5	0,8	-
Oct	262,9	251,3	11,6	14,9	-6,9	39,8	22,7	4,6	200,5	235,6	3,2	-
Nov	115,6	76,1	39,5	42,2	31,9	54,3	-40,1	21,0	-2,5	84,4	0,6	-
Dic	-249,3	-319,0	69,7	-71,6	-87,1	47,3	-43,3	6,2	-230,4	-188,7	-0,8	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2021 Dic	1.204,5	816,2	388,2	107,3	-167,6	752,0	240,1	53,0	163,6	743,7	128,7	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2021 Dic	9,8	6,7	3,2	0,9	-1,4	6,1	2,0	0,4	1,3	6,1	1,1	-

Fuente: BCE.

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

3 Actividad económica

3.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾	
					Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Precios corrientes (mm de euros)												
2019	11.984,2	11.578,1	6.378,5	2.456,5	2.654,2	1.253,6	770,6	623,0	89,0	406,0	5.766,1	5.360,1
2020	11.405,6	10.982,1	5.905,3	2.572,4	2.497,0	1.216,4	682,6	591,1	7,3	423,5	5.177,3	4.753,8
2021	12.255,5	11.756,0	6.248,8	2.709,6	2.694,1	1.362,9	759,2	564,5	103,5	499,5	6.063,9	5.564,3
2021 I TR	2.945,9	2.808,9	1.471,5	661,7	648,2	325,2	186,6	134,6	27,6	137,0	1.407,0	1.269,9
II TR	3.018,4	2.888,8	1.533,6	675,0	664,4	337,8	189,3	135,5	15,8	129,7	1.476,6	1.347,0
III TR	3.122,9	2.990,2	1.614,4	682,8	671,4	344,5	187,7	137,2	21,7	132,6	1.542,4	1.409,7
IV TR	3.157,9	3.058,8	1.626,7	690,6	703,8	351,8	193,4	156,7	37,7	99,1	1.632,1	1.533,0
en porcentaje del PIB												
2021	100,0	95,9	51,0	22,1	22,0	11,1	6,2	4,6	0,8	4,1	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2021 I TR	-0,1	-0,2	-2,3	-0,5	0,1	0,6	2,3	-3,7	-	-	1,3	1,2
II TR	2,2	2,3	3,9	2,3	1,3	1,8	0,5	1,0	-	-	2,8	3,1
III TR	2,3	2,1	4,5	0,3	-0,9	-0,9	-1,8	0,1	-	-	1,7	1,4
IV TR	0,3	0,9	-0,6	0,5	3,5	0,6	2,1	12,5	-	-	2,9	4,6
tasas de variación interanual												
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,8	3,3	1,8	22,3	-	-	2,7	4,7
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,1	-7,0	-4,6	-11,9	-5,8	-	-	-9,1	-9,0
2021	5,3	4,2	3,5	3,8	4,3	6,4	9,8	-6,5	-	-	10,9	8,7
2021 I TR	-0,9	-3,6	-5,6	2,6	-5,9	2,7	7,3	-31,4	-	-	0,1	-5,6
II TR	14,6	12,2	12,3	7,9	18,6	19,5	30,5	3,6	-	-	26,7	21,8
III TR	4,0	3,7	2,9	2,6	3,0	3,0	2,4	3,7	-	-	10,6	10,6
IV TR	4,6	5,2	5,4	2,5	4,0	2,1	3,0	9,6	-	-	9,0	10,7
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2021 I TR	-0,1	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,1	-	-
II TR	2,2	2,2	1,9	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	0,0	-	-
III TR	2,3	2,0	2,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
IV TR	0,3	0,8	-0,3	0,1	0,7	0,1	0,1	0,6	0,3	-0,6	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,2	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2021	5,3	4,2	1,9	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,3	0,4	1,4	-	-
2021 I TR	-0,9	-3,5	-2,9	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,2	2,6	-	-
II TR	14,6	11,9	6,4	1,9	3,9	2,0	1,7	0,2	-0,3	2,7	-	-
III TR	4,0	3,5	1,5	0,6	0,6	0,3	0,1	0,2	0,8	0,5	-	-
IV TR	4,6	4,9	2,8	0,6	0,9	0,2	0,2	0,5	0,7	-0,3	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

3 Actividad económica

3.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2019	10.742,5	178,3	2.101,5	560,9	2.041,4	531,7	478,8	1.205,1	1.249,8	2.025,5	369,4	1.241,7
2020	10.275,9	177,1	1.971,7	552,6	1.801,0	545,3	471,1	1.211,7	1.168,1	2.054,6	322,8	1.129,7
2021	10.991,5	186,1	2.168,5	603,3	1.994,8	584,8	476,2	1.246,6	1.257,8	2.142,3	331,1	1.264,0
2021 I TR	2.652,3	44,6	531,6	146,2	456,7	141,4	119,3	307,5	303,7	523,9	77,5	293,6
II TR	2.705,9	45,8	535,3	150,3	480,8	144,7	118,9	309,5	308,9	530,8	80,8	312,5
III TR	2.794,1	47,1	545,7	150,3	521,9	146,5	119,0	312,3	320,2	543,0	88,0	328,8
IV TR	2.825,6	48,7	557,9	154,8	533,4	151,0	118,6	313,2	325,4	539,2	83,2	332,3
en porcentaje del valor añadido												
2021	100,0	1,7	19,7	5,5	18,1	5,3	4,3	11,3	11,4	19,5	3,0	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2021 I TR	0,1	-3,6	1,0	-1,2	-0,9	2,1	1,0	0,0	0,6	0,1	-0,5	-2,3
II TR	1,9	0,8	0,5	1,8	4,4	1,7	0,5	0,8	1,8	1,8	5,7	5,0
III TR	2,5	-0,7	0,4	-0,8	7,3	1,5	-0,4	0,7	3,1	1,6	11,1	0,4
IV TR	0,1	1,4	0,0	1,1	0,2	2,8	0,2	0,1	1,1	-1,1	-3,3	1,6
tasas de variación interanual												
2019	1,6	1,6	0,2	2,0	2,5	5,7	0,3	1,5	1,8	1,1	1,7	1,6
2020	-6,4	-0,1	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-0,8	-0,8	-7,9	-3,0	-17,1	-6,4
2021	5,3	-1,7	7,8	5,0	7,5	6,6	2,0	1,7	6,7	3,6	2,6	6,1
2021 I TR	-1,2	-1,3	3,6	0,6	-7,9	3,5	1,5	0,3	-2,3	0,7	-16,4	1,2
II TR	14,4	-0,7	22,0	18,5	23,1	10,9	4,7	3,7	16,4	9,8	15,1	16,1
III TR	4,1	-2,6	5,7	1,7	7,1	4,1	0,8	1,2	7,2	1,9	3,2	3,3
IV TR	4,6	-2,2	1,9	0,9	11,3	8,3	1,2	1,6	6,8	2,4	12,9	4,7
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2021 I TR	0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
II TR	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,2	-
III TR	2,5	0,0	0,1	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,3	0,3	-
IV TR	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,4	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6	-
2021	5,3	0,0	1,6	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,8	0,8	0,1	-
2021 I TR	-1,2	0,0	0,7	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,6	-
II TR	14,4	0,0	4,1	1,0	3,8	0,6	0,2	0,5	1,8	2,0	0,4	-
III TR	4,1	0,0	1,1	0,1	1,3	0,2	0,0	0,1	0,8	0,4	0,1	-
IV TR	4,6	0,0	0,4	0,0	2,0	0,4	0,1	0,2	0,8	0,5	0,4	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Actividad económica

3.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,2	13,8	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,5
<i>tasas de variación interanual</i>													
2019	1,3	1,5	0,2	-2,4	1,1	2,5	1,5	3,3	0,0	1,7	1,4	1,4	0,4
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,3	-1,9	0,8	-3,7	1,5	-0,6	-0,3	-2,4	0,9	-3,0
2021	1,1	1,4	-0,3	0,3	-0,4	3,0	0,0	4,5	0,2	0,6	2,5	2,1	-0,2
2021 I TR	-1,7	-1,7	-1,5	-0,5	-2,3	1,5	-5,4	2,2	-0,7	0,9	-1,7	1,4	-4,0
II TR	2,0	2,4	-0,2	2,5	-0,5	4,8	0,8	4,3	0,4	1,5	4,3	2,7	2,0
III TR	2,1	2,3	0,5	0,1	0,4	2,8	1,9	5,4	0,7	0,2	4,3	2,2	1,0
IV TR	2,2	2,5	-0,1	-0,8	0,9	2,9	2,8	6,2	0,3	-0,1	3,4	2,0	0,6
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	14,9	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,2	14,8	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,7
<i>tasas de variación interanual</i>													
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,4	0,5	2,3	1,1	3,4	0,3	2,0	1,3	1,3	0,2
2020	-7,8	-7,0	-11,2	-2,5	-7,6	-6,3	-13,8	-1,8	-2,7	-6,8	-8,2	-2,0	-13,1
2021	5,3	5,0	6,5	1,7	4,5	8,8	6,1	6,7	2,2	6,3	6,8	3,8	5,1
2021 I TR	-2,6	-2,8	-1,3	1,6	-1,3	5,3	-10,7	2,2	0,8	2,7	-1,9	2,4	-7,8
II TR	16,7	15,2	23,9	7,0	15,1	25,7	24,6	11,1	5,7	19,0	18,6	8,8	25,2
III TR	3,2	3,5	1,8	-0,8	2,5	2,6	4,4	7,1	1,3	3,4	6,5	1,8	0,7
IV TR	4,9	4,9	4,5	-0,7	2,5	4,0	10,2	6,2	0,8	1,6	5,3	1,9	6,7
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2020	-6,4	-5,6	-9,7	-0,2	-5,8	-7,0	-10,5	-3,2	-2,2	-6,5	-5,9	-2,8	-10,4
2021	4,1	3,6	6,9	1,4	4,9	5,6	6,1	2,1	2,0	5,6	4,2	1,7	5,3
2021 I TR	-0,9	-1,1	0,2	2,1	1,1	3,8	-5,6	-0,1	1,5	1,8	-0,2	1,0	-3,9
II TR	14,4	12,5	24,2	4,4	15,6	19,9	23,6	6,5	5,3	17,3	13,7	5,9	22,8
III TR	1,1	1,2	1,4	-0,9	2,1	-0,2	2,4	1,6	0,6	3,2	2,1	-0,4	-0,3
IV TR	2,6	2,3	4,6	0,1	1,6	1,1	7,2	0,0	0,4	1,7	1,9	-0,1	6,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3 Actividad económica

3.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)						Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)					
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producción manufacturera	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de producción
		Indicador de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	98,8	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,3	-5,1	81,9	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,0	-14,3	73,9	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,1	9,5	81,7	-7,6	3,4	-2,5	7,1	87,6	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 I TR	94,6	-2,4	79,8	-13,7	-5,7	-16,6	-14,7	85,9	58,4	58,5	46,9	49,9
II TR	113,2	11,8	82,6	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,3	63,1	62,7	54,7	56,8
III TR	116,8	14,2	82,4	-4,6	5,7	3,5	16,9	88,5	60,9	58,6	58,4	58,4
IV TR	115,7	14,4	82,0	-6,7	9,2	2,2	15,7	88,6	58,2	53,6	54,5	54,3
2021 Sep	116,4	14,2	-	-4,0	7,5	1,4	15,1	-	58,6	55,6	56,4	56,2
Oct	117,2	14,4	82,0	-4,9	8,7	1,9	18,0	89,0	58,3	53,3	54,6	54,2
Nov	116,2	14,3	-	-6,8	9,0	3,7	18,2	-	58,4	53,8	55,9	55,4
Dic	113,8	14,6	-	-8,4	10,1	1,1	10,9	-	58,0	53,8	53,1	53,3
2022 Ene	112,7	13,9	81,9	-8,5	8,1	3,7	9,1	88,1	58,7	55,4	51,1	52,3
Feb	114,0	14,0	-	-8,8	9,9	5,4	13,0	-	58,2	55,5	55,5	55,5

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

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) ¹⁾		Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido neto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12,5	93,0	1,9	1,9	6,2	2,5	4,6	35,5	5,9	75,3	2,0	7,7	1,5
2019	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,0	4,0	35,3	6,3	74,9	2,0	7,9	1,8
2020	19,4	96,1	-0,6	4,1	-3,5	4,6	3,9	31,3	4,5	82,0	3,3	-14,5	2,0
2020 IV TR	19,4	96,1	0,2	4,1	1,9	4,6	3,9	31,3	4,5	82,0	3,3	-20,7	2,0
2021 I TR	20,6	96,6	-0,4	4,6	11,0	6,9	3,9	32,4	5,9	83,2	4,0	-10,6	2,2
II TR	19,0	96,7	3,2	4,1	31,1	5,9	4,3	34,3	7,6	80,6	4,5	19,1	2,3
III TR	18,5	97,0	0,8	3,9	16,9	6,6	5,6	34,5	8,1	79,8	4,6	14,7	2,5

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

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

4 Precios y costes

4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾						Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total, excluidos energía y alimentos											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2021 I TR	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,2	0,4	-0,7	1,1	6,5	0,5	1,0	1,4
II TR	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,6	0,3	1,6	-0,1	3,7	0,3	1,8	2,4
III TR	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,2	0,7	0,7	1,4	4,3	0,6	2,7	3,5
IV TR	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	0,9	1,1	0,0	9,1	1,0	4,6	5,1
2021 Sep	108,5	3,4	1,9	4,6	1,7	0,2	0,2	0,3	-0,5	1,4	0,4	3,3	3,6
Oct	109,4	4,1	2,0	5,5	2,1	0,7	0,3	-0,2	0,0	5,6	0,3	4,0	4,6
Nov	109,9	4,9	2,6	6,3	2,7	0,7	0,2	0,8	0,3	2,9	0,5	4,8	5,2
Dec	110,4	5,0	2,6	6,8	2,4	0,3	0,5	0,9	0,4	0,4	0,1	4,9	5,6
2022 Ene	110,7	5,1	2,3	7,1	2,3	1,1	0,5	0,8	0,7	6,2	0,2	4,9	6,3
Feb ³⁾	111,7	5,8	2,7	.	2,5	0,7	0,6	0,8	0,6	3,3	0,2	.	.

	Bienes						Servicios						
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Alquileres						
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% del total en 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4	
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6	
2021 I TR	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5	
II TR	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6	
III TR	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6	
IV TR	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7	
2021 Sep	2,0	1,9	2,6	6,1	2,1	17,6	1,5	1,2	3,3	0,6	1,9	1,5	
Oct	1,9	2,1	1,4	7,6	2,0	23,7	1,6	1,2	3,6	1,5	2,3	1,7	
Nov	2,2	2,3	1,9	8,8	2,4	27,5	1,6	1,1	4,4	1,0	3,8	1,7	
Dic.	3,2	2,8	4,7	8,9	2,9	25,9	1,6	1,1	4,0	1,0	3,3	1,8	
2022 Ene.	3,5	3,0	5,2	9,3	2,1	28,8	1,7	1,2	3,1	0,0	3,8	1,6	
Feb ³⁾	4,1	3,5	6,1	.	3,0	31,7	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

3) Estimación de avance.

4 Precios y costes

4.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción ¹⁾										Construcción ²⁾	Precios de los inmuebles residenciales ³⁾	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ³⁾
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía			
		Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo							
						Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	1,9	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	5,4	1,7
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	.	.	.
2021 I TR	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,7	6,1	-1,6
II TR	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,7	7,3	-4,3
III TR	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,7	9,1	.
IV TR	127,2	24,0	12,3	9,6	18,0	4,3	3,9	3,9	3,0	67,5	.	.	.
2021 Ago	115,0	13,5	9,2	7,5	14,3	3,1	2,8	2,9	2,2	32,0	-	-	-
Sep	118,1	16,1	10,4	8,1	15,3	3,6	3,0	3,1	2,3	40,8	-	-	-
Oct	124,5	21,9	11,9	9,0	16,9	4,0	3,4	3,2	2,7	62,4	-	-	-
Nov	126,7	23,7	12,7	9,8	18,3	4,4	3,9	3,9	3,1	66,1	-	-	-
Dic	130,5	26,3	12,3	10,1	18,7	4,7	4,5	4,7	3,2	73,8	-	-	-
2022 Ene	137,3	30,6	13,9	11,7	20,2	5,7	6,1	6,3	4,8	85,6	-	-	-

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

1) Únicamente ventas interiores.

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

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

4.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)					
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾		Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimentación	No alimentación	Total	Alimentación	No alimentación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,1	1,7	1,2	0,5	3,6	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,2	2,0	2,7	2,2	1,4	3,4	5,5	7,6	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 I TR	108,1	1,5	1,5	1,1	2,5	1,2	1,0	0,9	50,4	18,3	9,2	27,3	14,1	5,5	24,6
II TR	108,4	0,6	1,5	1,5	-1,3	2,7	4,5	7,1	57,0	38,3	20,2	56,4	35,7	20,5	54,4
III TR	109,7	2,8	3,6	2,6	2,7	4,7	7,1	9,7	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
IV TR	110,6	3,0	4,2	3,7	2,0	5,3	9,8	13,0	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2021 Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	26,8	23,5	29,9	29,9	27,1	33,0
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	72,1	33,3	26,6	39,7	34,0	26,3	42,7
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	70,8	29,8	31,0	28,7	33,4	35,7	30,8
Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	65,7	29,1	32,3	26,4	33,7	38,0	29,4
2022 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	75,5	29,1	29,5	28,7	33,3	34,8	31,7
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	84,4	29,5	31,7	27,7	32,4	34,3	30,4

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

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

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

4 Precios y costes

4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)					Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4,3	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2019	4,3	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,1	1,6	-0,8	-5,7	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,1	22,8	9,4	18,6	28,7	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 I TR	10,9	4,9	-1,8	-3,5	8,2	74,0	54,0	56,5	48,6
II TR	30,2	18,1	8,5	16,2	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
III TR	37,0	27,8	12,3	26,3	35,0	87,7	63,8	70,3	55,1
IV TR	46,5	40,6	18,5	35,5	51,3	88,4	69,5	72,1	56,9
2021 Sep	38,4	30,4	13,1	25,0	39,3	86,9	65,2	70,4	55,1
Oct	42,3	36,7	16,5	32,9	46,3	89,5	67,5	72,6	55,8
Nov	49,3	44,1	19,7	37,8	52,5	88,9	71,4	73,7	57,8
Dic	48,0	40,9	19,3	35,7	55,2	86,7	69,6	70,2	57,2
2022 Ene	47,4	42,6	21,0	37,1	57,9	83,5	70,9	72,7	57,9
Feb	49,8	47,4	22,3	38,1	62,7	82,0	72,2	71,7	58,8

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

4.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2012 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	106,9	2,4	2,6	2,0	2,4	2,5	2,2
2020	110,3	3,1	3,7	1,0	2,8	3,8	1,8
2021	.	.	.	.	.	.	1,5
2021 I TR	104,8	1,5	2,3	-1,1	1,2	2,0	1,4
II TR	116,0	-0,1	-0,5	1,2	-0,9	1,8	1,8
III TR	107,6	2,5	2,3	3,0	2,4	2,6	1,4
IV TR	.	.	.	.	.	.	1,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

4 Precios y costes

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

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Dinero y crédito

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

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

	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM				
	Tenencias de la Administración Central ²⁾	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro				Activos exteriores netos	Otros			
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años		Capital y reservas	Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2019	363,4	7.055,1	1.944,5	50,2	2.155,2	2.905,3	1.474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6.961,4	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,7	1.437,6	489,8	130,1	139,2
2021	797,1	6.888,0	1.838,9	37,1	1.998,0	3.013,9	1.368,5	438,1	118,8	136,8
2021 I TR	704,0	6.891,3	1.897,4	41,2	1.985,5	2.967,2	1.409,5	400,9	127,2	130,2
II TR	680,1	6.847,3	1.868,8	40,2	1.956,0	2.982,3	1.411,7	359,9	123,7	134,5
III TR	690,9	6.856,6	1.850,7	38,6	1.975,9	2.991,4	1.375,2	415,2	139,0	146,0
IV TR	797,1	6.888,0	1.838,9	37,1	1.998,0	3.013,9	1.368,5	438,1	118,8	136,8
2021 Ago	708,7	6.873,8	1.851,2	39,0	1.960,7	3.022,9	1.446,7	355,2	125,3	128,4
Sep	690,9	6.856,6	1.850,7	38,6	1.975,9	2.991,4	1.375,2	415,2	139,0	146,0
Oct	739,5	6.872,5	1.842,7	38,1	2.002,6	2.989,0	1.392,0	476,1	140,0	147,6
Nov	706,9	6.905,5	1.830,9	37,7	2.011,9	3.025,1	1.394,9	399,7	144,5	149,9
Dic	797,1	6.888,0	1.838,9	37,1	1.998,0	3.013,9	1.368,5	438,1	118,8	136,8
2022 Ene ^(a)	724,6	6.880,8	1.840,6	36,8	1.992,8	3.010,6	1.346,7	342,0	164,1	157,5
Operaciones										
2019	-25,0	107,2	-5,5	-2,9	28,0	87,6	311,8	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,8	-14,9	-8,0	-101,1	89,1	-60,2	142,4	-48,8	-48,0
2021	53,1	-36,6	-74,2	-5,0	-39,8	82,4	-117,4	-98,0	-11,3	-2,3
2021 I TR	-40,5	-27,3	-20,9	-0,9	-29,6	24,1	10,9	-120,6	-2,9	-8,9
II TR	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,0	-16,5	-30,1	-3,6	4,3
III TR	10,8	1,8	-18,1	-1,5	8,2	13,3	-44,6	29,6	15,3	11,5
IV TR	106,7	8,2	-13,3	-1,6	6,1	16,9	-67,2	23,1	-20,2	-9,2
2021 Ago	22,0	-9,3	-10,0	-0,4	-3,9	5,0	2,6	1,3	-8,0	-4,8
Sep	-17,9	11,2	-1,0	-0,4	4,0	8,6	-53,4	41,1	13,7	17,6
Oct	48,6	17,1	-7,7	-0,5	23,8	1,5	4,5	64,2	0,9	1,6
Nov	-32,3	-11,9	-13,4	-0,5	1,0	1,0	-31,7	-63,2	4,6	2,2
Dic	90,4	2,9	7,8	-0,6	-18,7	14,4	-39,9	22,1	-25,7	-13,1
2022 Ene ^(a)	-72,6	-16,1	-16,1	-0,3	-14,1	14,4	-16,1	-103,8	45,8	21,1
Tasas de crecimiento										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 I TR	56,2	-0,3	-1,6	-12,6	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
II TR	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
III TR	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
IV TR	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 Ago	-12,0	-0,7	-3,8	-9,4	-3,8	3,5	-	-	-26,5	-27,7
Sep	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
Oct	-11,3	-0,3	-3,9	-10,5	-2,1	3,5	-	-	-5,9	-4,3
Nov	-5,6	-0,4	-5,1	-11,2	-1,4	3,5	-	-	-2,4	1,9
Dic	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 Ene ^(a)	4,9	-0,4	-4,5	-12,1	-1,5	3,3	-	-	11,7	7,7

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit

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

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

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

6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
		Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,1	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,7
2020	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2020 IV TR	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2021 I TR	46,6	46,1	13,0	12,7	15,7	0,5	54,9	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,7
II TR	46,5	45,9	12,9	12,8	15,5	0,6	53,4	48,7	10,5	6,0	1,5	25,0	4,7
III TR	46,7	46,0	13,0	12,9	15,4	0,7	52,9	48,2	10,4	6,0	1,5	24,7	4,7

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor			Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda	
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	Acreedores no residentes	IFM	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	87,5	3,2	14,5	69,9	48,0	32,0	39,5	8,6	78,9	16,4	28,9	42,3	85,7	1,8
2018	85,5	3,1	13,7	68,7	47,9	32,2	37,7	8,1	77,5	16,0	28,3	41,2	84,1	1,5
2019	83,6	3,0	12,9	67,6	45,2	30,4	38,4	7,6	75,9	15,6	27,7	40,3	82,2	1,4
2020	97,3	3,2	14,2	79,9	54,6	39,1	42,7	11,3	86,0	19,1	31,5	46,7	95,6	1,7
2020 IV TR	97,3	3,2	14,2	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 I TR	100,0	3,2	14,1	82,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	98,3	3,1	13,9	81,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	97,7	3,0	13,8	80,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

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

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

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

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

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾						
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones		
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Total	Tipo de interés variable		Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización		
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2020 IV TR	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021 I TR	15,7	14,2	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
II TR	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
III TR	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
2021 Ago	15,4	14,0	5,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
Sep	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
Oct	15,4	14,1	4,3	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
Nov	15,5	14,1	4,2	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
Dic	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 Ene	15,1	13,8	5,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,6

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP									
2017	-0,7	1,3	-0,5	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,5	1,3
2020	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7
2020 IV TR	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7
2021 I TR	-8,8	-5,7	-5,6	-5,5	-12,6	-11,6	-10,3	-10,1	-7,4
II TR	-6,3	-5,0	-4,3	-4,3	-10,9	-8,7	-8,7	-8,9	-6,2
III TR	-6,5	-4,3	-3,8	-3,3	-9,5	-8,1	-8,6	-8,0	-4,6
Deuda pública									
2017	102,0	64,7	9,1	67,8	179,5	98,6	98,1	134,2	92,9
2018	99,9	61,3	8,2	63,1	186,4	97,5	97,8	134,4	98,4
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	95,5	97,5	134,3	91,1
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3
2020 IV TR	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3
2021 I TR	116,9	69,9	19,6	60,4	209,8	125,3	117,9	159,6	121,4
II TR	113,7	69,7	19,6	59,0	207,3	122,7	114,5	156,4	111,9
III TR	111,4	69,4	19,6	57,6	200,7	121,8	116,0	155,3	109,6

	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2017	-0,8	0,4	1,4	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,5	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,5	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2020 IV TR	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,6
2021 I TR	-6,6	-7,1	-2,5	-9,9	-5,8	-10,6	-7,1	-8,2	-6,3	-6,1
II TR	-7,1	-5,3	-0,3	-8,4	-4,2	-8,5	-5,9	-6,3	-6,1	-4,5
III TR	-5,6	-3,4	-0,2	-8,5	-3,6	-7,1	-3,9	-6,3	-5,7	-3,7
Deuda pública										
2017	39,0	39,1	21,8	47,7	56,9	78,5	126,1	74,2	51,6	61,2
2018	37,1	33,7	20,8	43,6	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,5
2020	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,5
2020 IV TR	43,2	46,6	24,8	53,3	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,6
2021 I TR	45,4	45,1	28,0	57,3	54,9	87,0	139,1	85,0	59,8	70,4
II TR	43,3	44,6	26,1	59,1	54,2	86,2	135,4	80,0	61,0	69,4
III TR	43,6	45,1	25,3	57,2	52,6	84,1	130,5	79,6	61,1	68,7

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2022

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 9 de marzo de 2022.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-22-002-ES-N (edición electrónica)