



**BANCO CENTRAL EUROPEO**

**EUROSISTEMA**

**Número 4/2022**



# Índice

<b>Índice</b>	<b>1</b>
<b>Evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>3</b>
Rasgos básicos	3
1 Entorno exterior	12
2 Actividad económica	18
3 Precios y costes	25
4 Evolución de los mercados financieros	33
5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito	39
6 Evolución de las finanzas públicas	49
<b>Recuadros</b>	<b>54</b>
1 El impacto de la guerra en Ucrania en los mercados energéticos de la zona del euro	54
2 El impacto de la invasión rusa de Ucrania sobre la actividad de la zona del euro a través del canal de la incertidumbre	62
3 El impacto de la afluencia de refugiados ucranianos en la población activa de la zona del euro	67
4 El impacto del cambio climático sobre la actividad y los precios: mensajes de una encuesta a empresas líderes	73
5 ¿Prevé el sector privado un episodio de estanflación?	81
6 El marcado aumento de la inflación de los alimentos en la zona del euro y el impacto de la guerra Rusia-Ucrania	86
7 Un nuevo indicador de la inflación interna para la zona del euro	94
8 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 9 de febrero y el 19 de abril de 2022	101
<b>Artículos</b>	<b>107</b>
1 Evolución de los precios de la energía durante y después de la pandemia de COVID-19: de los precios de las materias primas a los precios de consumo	107
2 Las estructuras de financiación de la deuda de las empresas y la transmisión de las perturbaciones en la zona del euro	109

3	El tipo a corto plazo del euro (€STR): final de la transición hacia este nuevo tipo de referencia	113
	<b>Estadísticas</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Rasgos básicos

La elevada inflación es un reto muy importante para todos. El Consejo de Gobierno asegurará que la inflación vuelva a situarse en su objetivo del 2 % a medio plazo.

En mayo la inflación volvió a incrementarse de forma significativa, debido principalmente a la acusada subida de los precios de la energía y de los alimentos, entre otros motivos, por el impacto de la guerra en Ucrania. Pero las presiones inflacionistas se han generalizado e intensificado, y los precios de muchos bienes y servicios están registrando fuertes incrementos. Los expertos del Eurosistema han revisado considerablemente al alza sus proyecciones de referencia para la inflación. Estas proyecciones indican que la inflación se mantendrá por encima de los niveles deseados durante algún tiempo. No obstante, se espera que la moderación de los costes de la energía, la reducción de las disrupciones de oferta relacionadas con la pandemia y la normalización de la política monetaria se traduzcan en un descenso de la inflación. Las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2022 sitúan la inflación anual en el 6,8 % en 2022 y prevén que descienda hasta el 3,5 % en 2023 y el 2,1 % en 2024, por encima de lo estimado en las proyecciones de marzo. Ello significa que al final del horizonte de proyección la inflación general se situará ligeramente por encima del objetivo del BCE. Se prevé que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en un promedio del 3,3 % en 2022, del 2,8 % en 2023 y del 2,3 % en 2024, niveles también más elevados que los de las proyecciones de marzo.

La agresión injustificada de Rusia a Ucrania sigue pesando sobre la economía en Europa y en otros países, está creando disrupciones en el comercio y escasez de materiales, y está contribuyendo a los elevados precios de la energía y de las materias primas. Estos factores seguirán afectando a la confianza y lastrando el crecimiento, especialmente a corto plazo. Con todo, se dan las condiciones para que la economía siga creciendo, teniendo en cuenta la actual reapertura de la economía, la fortaleza del mercado de trabajo, el apoyo fiscal y el ahorro acumulado durante la pandemia. Una vez que los actuales factores adversos disminuyan, se espera que la actividad económica vuelva a repuntar. En general, esta perspectiva también se refleja en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, que prevén un crecimiento del PIB real del 2,8 % en 2022, del 2,1 % en 2023 y del 2,1 % en 2024. En comparación con las proyecciones de marzo, esta estimación se ha revisado a la baja considerablemente para 2022 y 2023, mientras que se ha corregido al alza para 2024.

Sobre la base de la valoración actualizada, el Consejo de Gobierno decidió adoptar nuevas medidas hacia la normalización de su política monetaria. Durante este

proceso, el Consejo de Gobierno mantendrá las opciones abiertas, la dependencia de los datos, la gradualidad y la flexibilidad en la ejecución de la política monetaria.

En primer lugar, el Consejo de Gobierno decidió poner fin a las compras netas de activos en el marco de su programa de compras de activos (APP) a partir del 1 de julio de 2022. El Consejo de Gobierno 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 amplia liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria.

En segundo lugar, el Consejo de Gobierno realizó un análisis minucioso de las condiciones que, de acuerdo con sus indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE, deben darse antes de que empiece a subir dichos tipos. Como resultado de esta evaluación, el Consejo de Gobierno concluyó que esas condiciones se cumplen. Por consiguiente, y en línea con la secuencia de su política monetaria, el Consejo de Gobierno tiene previsto subir los tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos en su reunión de política monetaria de julio. A más largo plazo, espera volver a subir los tipos de interés oficiales del BCE en septiembre. La calibración de este incremento de los tipos de interés dependerá de la actualización de las perspectivas de inflación a medio plazo. Si las perspectivas de inflación a medio plazo persisten o empeoran, un incremento mayor será apropiado en la reunión de septiembre.

En tercer lugar, después de septiembre, sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno anticipa que una senda gradual, pero sostenida, de nuevas subidas de los tipos de interés será apropiada. En línea con su compromiso con el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo, el ritmo al que el Consejo de Gobierno ajuste su política dependerá de los nuevos datos y de su valoración de la evolución de la inflación a medio plazo.

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 esa política pongan en peligro el logro de la estabilidad de precios.

## Actividad económica

Las consecuencias económicas de la invasión rusa de Ucrania y los nuevos confinamientos en China son dos importantes factores adversos para el crecimiento mundial a corto plazo. Los indicadores de opinión confirman que la actividad económica mundial se está moderando. Las alteraciones de la actividad económica en Asia y la guerra en Ucrania están ejerciendo presiones sobre las cadenas globales de suministro, tras un breve período de alivio en meses anteriores de este año. Las disrupciones registradas en las cadenas de suministro y en los mercados de materias primas están avivando la inflación, en un contexto de creciente evidencia de intensificación y generalización de las presiones inflacionistas. El

incremento de estas presiones también es evidente en la subida de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro. Los precios de las materias primas siguen siendo volátiles y están sujetos a riesgos por el lado de la oferta, mientras que las condiciones financieras son más restrictivas. Las condiciones financieras globales se endurecieron, reflejo de la normalización de las políticas monetarias, de la reducción de los precios de los activos de riesgo y del aumento de los rendimientos. Con este trasfondo, de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) se incrementará un 3 % en 2022, un 3,4 % en 2023 y un 3,6 % en 2024, una senda de crecimiento más débil que la prevista en las proyecciones de marzo. Los dos importantes factores adversos mencionados afectarán de forma significativa al comercio a corto plazo, aunque se espera que su impacto desaparezca posteriormente. El crecimiento previsto de la demanda externa de la zona del euro es más moderado y ha experimentado revisiones a la baja más sustanciales que el de las importaciones mundiales, ya que los países europeos no pertenecientes a la zona del euro con vínculos económicos más estrechos con Rusia y Ucrania se ven más afectados por las perturbaciones económicas causadas por la invasión. En un entorno de incertidumbre elevada, el balance de riesgos en torno a las proyecciones de referencia está firmemente orientado a la baja para el crecimiento y al alza para la inflación.

La guerra Rusia-Ucrania está afectando severamente a la economía de la zona del euro y las perspectivas siguen sujetas a una elevada incertidumbre. No obstante, se dan las condiciones para que la economía continúe creciendo y recuperándose a medio plazo. A corto plazo, el Consejo de Gobierno espera que la actividad se vea lastrada por los altos costes de la energía, el deterioro de la relación de intercambio, el aumento de la incertidumbre y el impacto adverso de la elevada inflación en la renta disponible. La guerra en Ucrania y las nuevas restricciones relacionadas con la pandemia en China han vuelto a empeorar los cuellos de botella en la oferta. En consecuencia, las empresas afrontan costes más elevados y disrupciones en sus cadenas de suministro, y las perspectivas de su producción futura se han deteriorado.

Pese a que los resultados de 2021 fueron mejores de lo esperado, las perspectivas para el saldo presupuestario de la zona del euro se han deteriorado considerablemente desde la finalización de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2022. Estas perspectivas más adversas están asociadas a un empeoramiento del ciclo económico, al incremento previsto de los pagos por intereses y a un aumento del gasto público discrecional. Las medidas de apoyo fiscal han tenido por objeto, en particular, contrarrestar el encarecimiento del coste de la vida para los consumidores, pero también financiar las capacidades de defensa y ayudar a los refugiados de la guerra de Ucrania. No obstante, según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuará reduciéndose —desde el 5,1 % del PIB en 2021 hasta el 3,8 % en 2022, y después hasta el 2,4 % al final del horizonte de proyección—. Tras la fuerte relajación observada durante la crisis del coronavirus en 2020, la orientación de la política fiscal se endureció en 2021 y se prevé que continúe haciéndolo de manera gradual en 2022 y 2023. El ligero endurecimiento previsto para 2022 obedece sobre

todo a la retirada de una parte significativa del apoyo de emergencia frente a la pandemia, que se verá compensada solo parcialmente por medidas adicionales de estímulo en respuesta a la perturbación de los precios de la energía y otros gastos relacionados con la guerra Rusia-Ucrania. A tenor de las proyecciones, el endurecimiento de la orientación fiscal será algo más fuerte en 2023, cuando se prevé que expiren muchas de las medidas de apoyo implementadas recientemente para compensar el impacto de los elevados precios energéticos. Para 2024 se espera un tono más neutral, aunque, en comparación con el período previo a la pandemia, se seguiría proporcionando a la economía un respaldo fiscal importante.

En un contexto de mayor incertidumbre y de riesgos a la baja para las previsiones económicas en vista de la guerra en Ucrania, las subidas de los precios de la energía y la persistencia de las perturbaciones de las cadenas de suministro, el 23 de mayo de 2022 la Comisión Europea recomendó prorrogar la aplicación de la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) hasta el final de 2023. Esto permitiría adaptar las políticas fiscales a la evolución de las circunstancias si fuera necesario. Al mismo tiempo, dado que los desequilibrios presupuestarios continúan por encima de sus niveles prepandémicos y la inflación se mantiene excepcionalmente alta, la política fiscal ha de ser cada vez más selectiva y focalizada para evitar agravar las presiones inflacionistas a medio plazo y, al mismo tiempo, asegurar la sostenibilidad fiscal en ese mismo horizonte.

La política fiscal está contribuyendo a amortiguar el impacto de la guerra. Las medidas presupuestarias con objetivo específico y temporales protegen a los ciudadanos más afectados por la subida de los precios energéticos y limitan al mismo tiempo el riesgo de incrementar las presiones inflacionistas. La rápida aplicación de los planes de inversión y de reformas estructurales en el marco del programa *Next Generation EU*, el paquete «Objetivo 55» y el plan REPowerEU contribuirá también a un crecimiento más rápido y sostenible de la economía de la zona del euro y a aumentar su capacidad de resistencia ante perturbaciones mundiales.

También hay factores que están apoyando la actividad económica y que se espera que se refuercen durante los próximos meses. La reapertura de los sectores más afectados por la pandemia y un mercado de trabajo sólido con más personas empleadas continuarán respaldando las rentas y el consumo. Además, el ahorro acumulado durante la pandemia constituye un colchón. Las proyecciones de referencia de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2022 se basan en los supuestos de que las sanciones actuales contra Rusia seguirán vigentes durante todo el horizonte de proyección (incluido el embargo de petróleo impuesto por la UE), de que la fase intensa de la guerra continuará hasta el final de este año y no habrá una escalada posterior, de que las disrupciones en el suministro energético no darán lugar a racionamientos en los países de la zona del euro, y de que los cuellos de botella en la oferta disminuirán de forma paulatina antes de finales de 2023. Todo ello implica unas perspectivas de crecimiento a corto plazo mucho más débiles (aunque todavía positivas), la desaparición de los factores adversos después de 2022 y unas tasas de crecimiento a medio plazo ligeramente superiores a sus medias históricas, reflejo de la recuperación gradual de las consecuencias económicas de la pandemia, así como de la desaparición de los



efectos negativos de la guerra, en un entorno de fortaleza general de los mercados de trabajo. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, el PIB real de la zona del euro crecerá un 2,8 %, en promedio, en 2022 (2 puntos porcentuales de este avance corresponden a efectos de arrastre de 2021) y un 2,1 % en 2023 y 2024. En comparación con las proyecciones del BCE de marzo de 2022, las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja en 0,9 puntos porcentuales para este año y en 0,7 puntos porcentuales para 2023, debido principalmente a las repercusiones económicas de la guerra en Ucrania, mientras que, para 2024, el crecimiento se ha revisado al alza en 0,5 puntos porcentuales, como resultado de un repunte de la actividad al desaparecer los factores adversos.

## Inflación

La inflación siguió avanzando hasta situarse en el 8,1 % en mayo. Aunque la intervención de los Gobiernos ha ayudado a ralentizar el avance de los precios de la energía, estos se sitúan un 39,2 % por encima de sus niveles de hace un año. Los indicadores de mercado sugieren que los precios mundiales de la energía se mantendrán en niveles elevados a corto plazo, pero que se moderarán después en cierta medida. Los precios de los alimentos aumentaron un 7,5 % en mayo, en parte debido a la importancia de Ucrania y Rusia entre los principales productores mundiales de bienes agrícolas. Los precios también se han incrementado de forma más pronunciada como consecuencia de la reaparición de cuellos de botella en la oferta y de la recuperación de la demanda interna, especialmente en el sector servicios, con la reapertura de la economía de la zona del euro. Las subidas de precios son cada vez más generalizadas en todos los sectores. Como resultado, los indicadores de la inflación subyacente han continuado aumentando. Los mercados de trabajo siguen mejorando y la tasa de desempleo se mantuvo en un mínimo histórico del 6,8 % en abril. Las ofertas de empleo en muchos sectores apuntan a una demanda de empleo sólida. El avance de los salarios, incluido en los indicadores prospectivos, ha comenzado a recuperarse. Con el tiempo, el fortalecimiento de la economía y ciertos efectos de recuperación deberían contribuir a un crecimiento más rápido de los salarios. Aunque los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo obtenidos de los mercados financieros y de encuestas a expertos se sitúan en su mayoría en torno al 2 %, existen indicios preliminares de revisiones de esos indicadores por encima del objetivo que requieren un seguimiento atento.

Tras el fuerte aumento de la inflación registrado a principios de 2022, las perspectivas apuntan a unos niveles más altos y persistentes. Se espera que la inflación medida por el IAPC general siga siendo muy elevada durante la mayor parte de 2022, situándose en un promedio del 6,8 %, antes de descender gradualmente a partir de 2023 y de converger hacia el objetivo de inflación del BCE en el segundo semestre de 2024. Las presiones inflacionistas seguirán siendo excepcionalmente intensas a corto plazo, debido a los elevados precios del petróleo y del gas y a las subidas de los precios de las materias primas alimenticias, que se han visto muy afectados por la guerra en Ucrania, así como a los efectos de la



reapertura de la economía y de la escasez de oferta a escala mundial. El descenso esperado de la inflación hasta el 3,5 % en 2023 y el 2,1 % en 2024 refleja principalmente el supuesto de moderación de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias si no se producen perturbaciones adicionales, implícita en los precios de los futuros. Asimismo, la normalización en curso de la política monetaria —en la medida en que se refleja en unos supuestos de tipos de interés más altos (en consonancia con las expectativas de los mercados)— contribuirá a reducir la inflación, con los habituales desfases en la transmisión. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantendrá en niveles muy elevados hasta finales de 2022, pero se espera que posteriormente descienda a medida que disminuyan las presiones alcistas derivadas de la reapertura de la economía y se reduzcan los cuellos de botella en la oferta y las presiones sobre los costes de los bienes intermedios energéticos. La recuperación económica en curso, el tensionamiento de los mercados de trabajo y algunos efectos de la compensación del aumento de la inflación sobre los salarios —que se espera que crezcan a tasas muy superiores a sus medias históricas— implican una inflación subyacente elevada hasta el final del horizonte de proyección, aunque el escenario de referencia se basa en el supuesto de que las expectativas de inflación a largo plazo se mantendrán firmemente ancladas. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2022, la inflación se ha revisado sustancialmente al alza, debido a sorpresas recientes en los datos, al encarecimiento de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias, a la mayor persistencia de las presiones al alza generadas por las perturbaciones de oferta, al crecimiento más vigoroso de los salarios y a la depreciación del tipo de cambio del euro. Estos efectos compensan con creces el impacto a la baja de los supuestos de tipos de interés más altos y del debilitamiento de las perspectivas de crecimiento.

## Evaluación de riesgos

El Consejo de Gobierno considera que los riesgos relacionados con la pandemia han disminuido, pero la guerra en Ucrania continúa representando un importante riesgo a la baja para el crecimiento. En concreto, una nueva disrupción en el suministro de energía a la zona del euro sería un grave riesgo, como se refleja en el escenario a la baja incluido en las proyecciones de los expertos. Asimismo, en caso de producirse una escalada bélica, el clima económico podría empeorar, las restricciones de oferta podrían intensificarse y los costes de la energía y de los alimentos podrían mantenerse en niveles más elevados de lo esperado. Los riesgos en torno a la inflación se sitúan fundamentalmente al alza. Los riesgos para las perspectivas de inflación a medio plazo incluyen un empeoramiento duradero de la capacidad de producción de la economía de la zona del euro, precios de la energía y de los alimentos persistentemente altos, un aumento de las expectativas de inflación por encima del objetivo del BCE y subidas salariales mayores de lo previsto. Sin embargo, un debilitamiento de la demanda a medio plazo reduciría las presiones inflacionistas.

## Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado se han incrementado en respuesta al cambio en las perspectivas de inflación y de política monetaria. Debido al aumento de los tipos de interés de referencia, los costes de financiación bancaria se han incrementado, lo que ha dado lugar a subidas de los tipos de interés de los préstamos bancarios, especialmente para los hogares. Sin embargo, el crédito a las empresas repuntó en marzo debido a la continua necesidad de financiar inversiones y capital circulante, en un entorno de encarecimiento de los costes de producción, persistencia de cuellos de botella en la oferta y menor dependencia de la financiación en los mercados. Los préstamos a los hogares también aumentaron, ya que se mantuvo la fuerte demanda de hipotecas.

En línea con su estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno llevó a cabo su examen en profundidad bianual de la interrelación entre política monetaria y estabilidad financiera. El entorno de estabilidad financiera ha empeorado desde el último examen realizado en diciembre de 2021, especialmente a corto plazo. En particular, un menor crecimiento y las crecientes presiones sobre los costes, así como la subida de los tipos de interés libres de riesgo y de los rendimientos de la deuda soberana, podrían dar lugar a un nuevo empeoramiento de las condiciones de financiación para los prestatarios. Paralelamente, el endurecimiento de las condiciones de financiación podría reducir algunas de las actuales vulnerabilidades para la estabilidad financiera a medio plazo. Las entidades de crédito, que comenzaron el año con posiciones de capital sólidas y una mejora de la calidad de sus activos, se enfrentan ahora a un aumento del riesgo de crédito. El Consejo de Gobierno vigilará estos factores atentamente. En todo caso, la política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa para preservar la estabilidad financiera y abordar las vulnerabilidades a medio plazo.

## Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su valoración actualizada, el Consejo de Gobierno decidió poner fin a las compras netas de activos en el marco del APP a partir del 1 de julio de 2022. El Consejo de Gobierno 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 amplia liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria.

En lo que se refiere al programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), el Consejo de Gobierno prevé reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del programa 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.

En caso de una renovada 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, lo que podría 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 reanudarse, si fuera necesario, para contrarrestar las perturbaciones negativas relacionadas con la pandemia.

El Consejo de Gobierno realizó un análisis minucioso de las condiciones que, de acuerdo con sus indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE, deben darse antes de que empiece a subir dichos tipos. Como resultado de esta evaluación, el Consejo de Gobierno concluyó que esas condiciones se cumplen.

Por consiguiente, y en línea con la secuencia de su política monetaria, el Consejo de Gobierno tiene previsto subir los tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos en su reunión de política monetaria de julio. Hasta entonces, el Consejo de Gobierno decidió que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés 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.

A más largo plazo, el Consejo de Gobierno espera volver a subir los tipos de interés oficiales del BCE en septiembre. La calibración de este incremento de los tipos de interés dependerá de la actualización de las perspectivas de inflación a medio plazo. Si las perspectivas de inflación a medio plazo persisten o empeoran, un incremento mayor será apropiado en la reunión de septiembre.

Después de septiembre, sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno anticipa que una senda gradual, pero sostenida, de nuevas subidas de los tipos de interés será apropiada. En línea con el compromiso del Consejo de Gobierno con su objetivo de inflación del 2 % a medio plazo, el ritmo al que el Consejo de Gobierno ajuste su política dependerá de los nuevos datos y de su valoración de la evolución de la inflación a medio plazo.

El Consejo de Gobierno seguirá vigilando las condiciones de financiación de las entidades de crédito y asegurando que el vencimiento de las operaciones de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) no obstaculice la transmisión fluida de su política monetaria. El Consejo de Gobierno también evaluará periódicamente la forma en que las operaciones de financiación con objetivo específico están contribuyendo a la orientación de su política monetaria. Como se anunció, las condiciones especiales aplicables a las TLTRO III estarán vigentes hasta el 23 de junio de 2022.

El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos, y actuar con flexibilidad si fuera necesario, para asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo. 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 BCE, en condiciones de estrés, la flexibilidad seguirá siendo un elemento de la política monetaria cuando las amenazas para su transmisión pongan en peligro el logro de la estabilidad de precios.

Tras una reunión *ad hoc* celebrada el 15 de junio, el Consejo de Gobierno comunicó también que actuará con flexibilidad en la reinversión del principal de los valores de la cartera del PEPP que vayan venciendo, con el fin de preservar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, una condición indispensable para que el BCE pueda cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios. Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió encomendar a los comités del Eurosistema y a los servicios del BCE pertinentes que aceleren la finalización del diseño de un nuevo instrumento contra la fragmentación para someterlo a la consideración del Consejo de Gobierno.

## 1 Entorno exterior

*Las consecuencias económicas de la invasión rusa de Ucrania y los nuevos confinamientos en China son factores adversos para el crecimiento mundial a corto plazo. Con este trasfondo, de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) se incrementará un 3 % en 2022, un 3,4 % en 2023 y un 3,6 % en 2024, una senda de crecimiento más débil que la prevista en las proyecciones de marzo. Se espera que las implicaciones de la invasión rusa y las medidas frente a la pandemia adoptadas en China afecten de forma significativa al comercio a corto plazo, aunque su impacto desaparecería posteriormente. El crecimiento previsto de la demanda externa de la zona del euro es más moderado y ha experimentado revisiones a la baja más sustanciales que el de las importaciones mundiales, reflejo del empeoramiento de las perspectivas de Rusia y de los países europeos no pertenecientes a la zona del euro con vínculos económicos más estrechos con Rusia y Ucrania. En un entorno de incertidumbre elevada, el balance de riesgos en torno a las proyecciones de referencia está firmemente orientado a la baja para el crecimiento y al alza para la inflación.*

### **Las consecuencias económicas de la guerra y los nuevos confinamientos en China son factores adversos para el crecimiento mundial a corto plazo.**

A través de su impacto en los precios de las materias primas, en las cadenas de suministro y en la incertidumbre, las repercusiones de la guerra en Ucrania se están extendiendo mucho más allá de los países y regiones estrechamente relacionados con Rusia y Ucrania mediante vínculos comerciales y financieros. La guerra está lastrando el crecimiento y, al mismo tiempo, está intensificando las ya elevadas presiones inflacionistas, sobre todo en las economías emergentes, en las que el gasto en energía y alimentos representa una parte especialmente importante del consumo privado. Además, el rebrote de la pandemia de coronavirus (COVID-19) en Asia y el consiguiente endurecimiento de las medidas de contención, en particular en provincias chinas importantes desde el punto de vista económico, están agudizando las tensiones en las cadenas globales de suministro tras un breve período de alivio en meses anteriores de este año. Las implicaciones de la invasión rusa y de las medidas frente a la pandemia adoptadas en China están actuando en un entorno de notables presiones inflacionistas, lo que ha llevado a los bancos centrales de todo el mundo a ajustar sus políticas monetarias, contribuyendo con ello a un endurecimiento de las condiciones financieras.

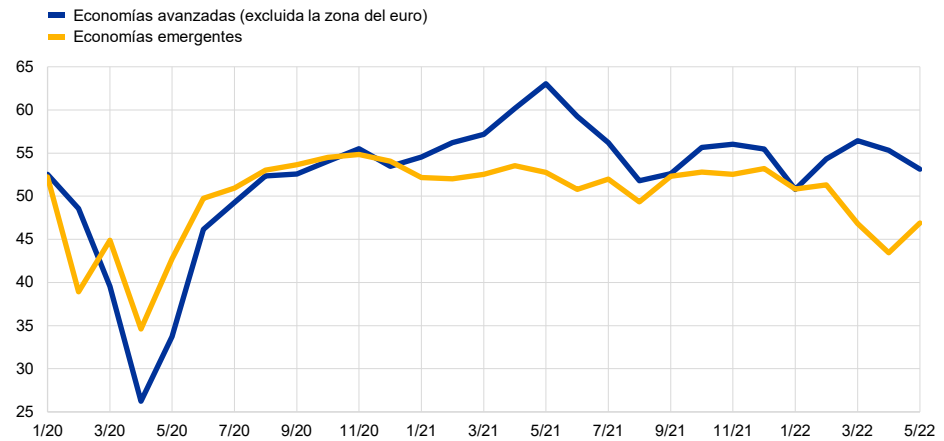
**Los indicadores de opinión apuntan a que la actividad mundial se está moderando.** Los datos procedentes de las encuestas a directores de compras (PMI) correspondientes a mayo sugieren que, pese a la invasión en curso, la actividad económica continuó mostrando capacidad de resistencia en las economías avanzadas y que el sector servicios siguió exhibiendo mayor dinamismo que el de manufacturas. En cambio, la actividad económica fue más retraída en las economías emergentes, reflejo de la evolución en China y Rusia (gráfico 1). El indicador de actividad global, basado en un conjunto más amplio de indicadores, confirma las tendencias que señalan las encuestas. En conjunto, se estima que el

crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se desaceleró de forma significativa, hasta el 0,5 %, en el primer trimestre de 2022, en línea con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2022.

### Gráfico 1

#### PMI de actividad compuesto, por región

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

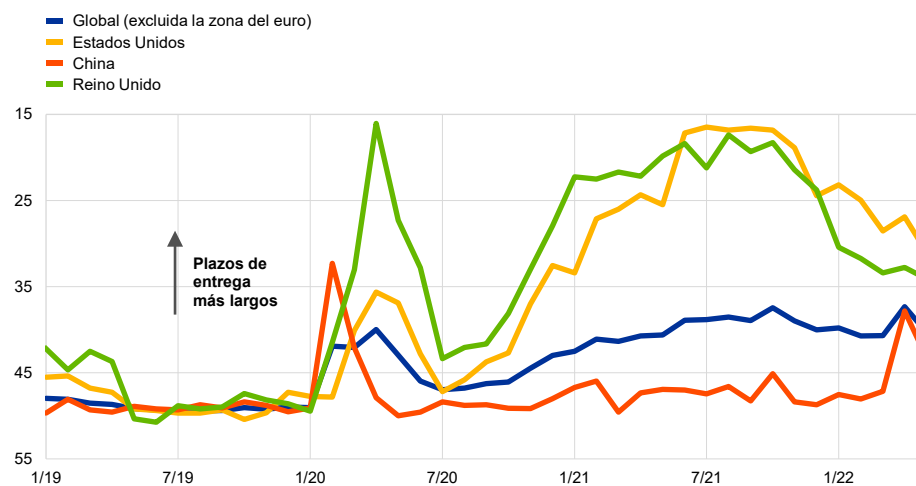
Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022.

**Las alteraciones de la actividad económica en Asia y la guerra en Ucrania están ejerciendo presiones sobre las cadenas globales de suministro, tras un breve periodo de alivio en meses anteriores de este año.** El PMI de plazos de entrega de proveedores mejoró en marzo, en especial en Estados Unidos y en el Reino Unido (aunque siguió apuntando a plazos de entrega dilatados, manteniéndose por debajo del valor neutral de 50). Esta tendencia positiva se interrumpió en abril, cuando los proveedores señalaron que los plazos de entrega se habían alargado. Sin embargo, en el caso de Estados Unidos, un análisis basado en modelos sugiere que esta evolución obedeció a la mayor fortaleza de la demanda, más que a factores de oferta. Al mismo tiempo, el considerable aumento de los plazos de entrega de proveedores en China —debido en gran parte a factores de oferta relacionados con los confinamientos— ha hecho que el indicador compuesto global retroceda a los niveles de finales de 2021, cuando los cuellos de botella en la oferta eran más intensos. Más recientemente, los plazos de entrega han vuelto a reducirse ya que, en mayo, la mejora de la situación en China llevó a una relajación de las estrictas medidas aplicadas. En Estados Unidos y el Reino Unido, estos plazos han mejorado, pero aún están lejos de normalizarse (gráfico 2).

## Gráfico 2

### PMI de plazos de entrega de proveedores

(Índices de difusión, escala invertida)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022.

**Las disrupciones registradas en las cadenas de suministro y en los mercados de materias primas están favoreciendo la inflación, en un contexto de creciente evidencia de intensificación y generalización de las presiones sobre los precios.** En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) —excluida Turquía—, la inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) aumentó hasta el 7,2 % en abril, su tasa más alta en más de tres décadas. La inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se incrementó hasta el 4,7 %. Por otra parte, el ritmo de avance de la inflación —tanto general como subyacente— en los países de la OCDE repuntó de nuevo y se situó próximo a los niveles de mediados de 2021, cuando la demanda se recuperó a medida que se reabrieron las economías (gráfico 3). Los datos procedentes de encuestas sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción en el sector manufacturero confirman las fuertes presiones inflacionistas que afectan a productores y consumidores, y los precios de los servicios se están encareciendo de forma gradual. Se espera que el alza general de los precios mundiales de las materias primas registrada este año agudice las ya pronunciadas presiones inflacionistas a corto plazo, en especial en las economías emergentes, en las que la energía y los alimentos representan una proporción mayor del gasto en consumo que en las economías avanzadas. De acuerdo con los supuestos condicionantes más recientes, la inflación mundial medida por los precios de consumo alcanzará un máximo en torno a mediados de este año y disminuirá de forma paulatina durante el resto del horizonte de proyección.

**Las crecientes presiones inflacionistas también son evidentes en la subida de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2022, los precios de exportación de los competidores de la zona del euro se han revisado sustancialmente al alza para este año y el siguiente, debido a la

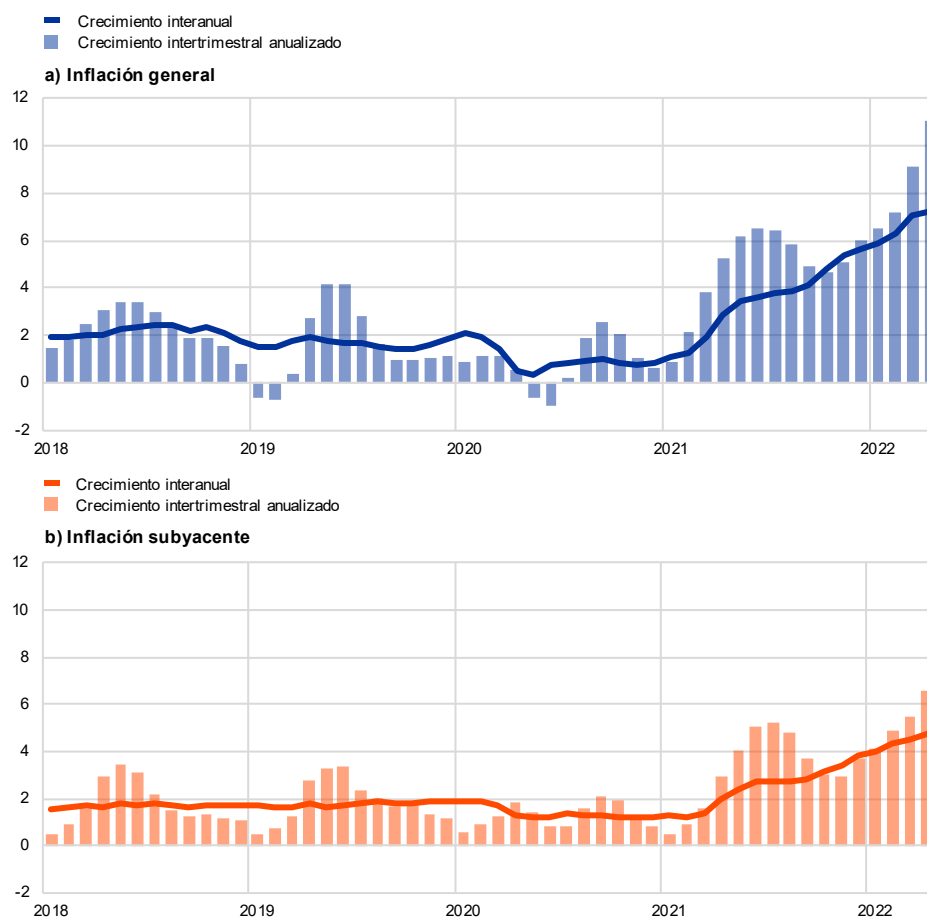


interacción entre el encarecimiento de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas y el aumento de las presiones latentes internas y mundiales.

### Gráfico 3

#### Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual y tasas de variación intertrimestral anualizadas)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Los agregados de la OCDE se han calculado excluyendo a Turquía. En Turquía, las tasas de variación interanual de la inflación general y de la subyacente se situaron en el 70 % y el 54,6 %, respectivamente. En los países de la OCDE, incluida Turquía (que no figura en los gráficos), estas dos variables se situaron en el 9,2 % y el 6,3 %, respectivamente. La inflación subyacente excluye la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2022.

**Los precios de las materias primas siguen siendo volátiles y están sujetos a riesgos por el lado de la oferta.** Aunque la volatilidad de los mercados de materias primas ha disminuido ligeramente con respecto a la registrada en las semanas inmediatamente posteriores a la invasión rusa de Ucrania, persisten riesgos sustanciales por el lado de la oferta que afectan, en particular, a las materias primas energéticas. Los precios mundiales del petróleo se han incrementado desde la reunión del Consejo de Gobierno de abril de 2022, como consecuencia del embargo a las importaciones de petróleo aplicado por la UE y de la materialización de riesgos de oferta. Este incremento se ha producido tras un breve período de caída de los precios, ya que la liberación de las reservas estratégicas de crudo por parte de Estados Unidos y de otros países, así como el retroceso de la demanda derivado de los confinamientos en China, calmaron al mercado mundial de petróleo. No

obstante, los precios europeos del gas descendieron, pues los mercados recobraron confianza gracias al aumento de las existencias, que compensó con creces la creciente preocupación por el suministro y la estacionalidad habitual de la época estival en Europa. Mientras, Rusia cortó el suministro de gas a Bulgaria, Finlandia y Polonia y, después de la fecha de cierre de las proyecciones del Eurosistema, también a Dinamarca y Países Bajos, debido a que no aceptaron las exigencias de Rusia de pagar el gas en rublos. En conjunto, el riesgo de que se amplíen las interrupciones del suministro de gas en Europa sigue siendo alto. Los precios de los alimentos elaborados se mantuvieron estables, en general, en niveles elevados, mientras que los de los metales disminuyeron de forma pronunciada, debido a la caída de la demanda de China.

**Las condiciones financieras globales se endurecieron, reflejo de la normalización de las políticas monetarias, de la reducción de los precios de los activos de riesgo y del aumento de los rendimientos.** Las condiciones financieras se endurecieron más en Estados Unidos que en otras economías avanzadas. En las economías emergentes, estas condiciones han pasado a ser notablemente más restrictivas desde la invasión rusa de Ucrania, acentuando las tendencias anteriores que reflejan fundamentalmente el endurecimiento de la política monetaria a escala nacional. Las salidas de capitales de estas economías se han intensificado desde la invasión, lo que indica que afrontarán riesgos e incertidumbres adicionales.

**En Estados Unidos, la actividad económica se contrajo en el primer trimestre de 2022.** El PIB real retrocedió un 0,4 % y, aunque este débil resultado sorprendió a los observadores en general, puso de manifiesto que la demanda interna siguió siendo relativamente sólida, mientras la actividad se vio lastrada por las contribuciones negativas de la demanda exterior neta y de la variación de existencias. De cara al futuro se espera un retorno a tasas de crecimiento positivas, pero moderadas, a corto y a medio plazo, en un contexto de alta inflación, endurecimiento considerable de la política monetaria y menor impulso fiscal. La inflación general interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta situarse en el 8,3 % en abril debido a la moderación de los precios de la energía, al tiempo que la inflación subyacente cayó hasta el 6,2 %. No obstante, en tasa intermensual, esta última variable experimentó un alza del 0,6 %, ya que las presiones subyacentes continúan siendo elevadas. Los precios de los servicios, en particular, siguen subiendo a un ritmo rápido en un entorno de aumento sostenido de los alquileres y de los costes de transporte.

**En China, el crecimiento del PIB real se mantuvo en el primer trimestre de 2022, pese a que registró el mayor rebrote de casos de coronavirus desde el inicio de la pandemia.** Sin embargo, se espera que las estrictas restricciones de movilidad impuestas en el contexto de la estrategia de COVID cero y los cambios asociados en el comportamiento de los consumidores afecten a la actividad en el segundo trimestre de 2022. Las autoridades están aplicando una política más acomodaticia para atenuar el impacto negativo de los confinamientos sobre el crecimiento económico.

**En Japón, la recuperación económica se interrumpió a principios de 2022, en un contexto de propagación de la variante ómicron y de persistencia de las restricciones de oferta.** En adelante se prevé una recuperación más sólida, respaldada por la demanda embalsada y por el apoyo de las políticas, así como por el repunte de la demanda mundial y la disminución gradual de las presiones en las cadenas de suministro. A más largo plazo se espera que el crecimiento económico se modere y retorne paulatinamente a la tasa tendencial. Las previsiones indican que la inflación interanual medida por el IPC aumentará en el corto plazo, impulsada por el alza de los precios de los alimentos y de la energía, así como por la disminución de los efectos de factores especiales, como las reducciones de las tarifas de telefonía móvil.

**En el Reino Unido, la actividad económica se ha recuperado de la ola de la variante ómicron con más fuerza de lo previsto anteriormente.** No obstante, se espera que las perspectivas continúen siendo bastante moderadas, ya que la guerra en Ucrania está acentuando las ya elevadas presiones inflacionistas y los cuellos de botella en la oferta. La confianza de los consumidores ha experimentado un deterioro acusado como consecuencia de la contracción de la renta real disponible de los hogares. El mercado de trabajo ha seguido tensionado, y la tasa de desempleo ha continuado disminuyendo, pese a que el programa de regulación temporal del empleo finalizó en septiembre de 2021. Se prevé que los cuellos de botella en la oferta y la subida de los precios de las materias primas presionen al alza la inflación de los precios de consumo hasta niveles sustancialmente por encima de lo previsto en las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2022, al menos hasta el segundo trimestre de este año.

**Se espera que la economía rusa entre en una recesión profunda este año.** Esta perspectiva refleja la imposición de sanciones económicas más severas desde las proyecciones de marzo, que incluyen un embargo a las importaciones de materias primas energéticas rusas por parte del Reino Unido y Estados Unidos, y el compromiso de todos los países del G-7 de eliminar gradualmente o de prohibir las importaciones de petróleo ruso lo antes posible. Tras su embargo a las importaciones de carbón de Rusia, la UE también ha acordado prohibir las de petróleo. Aunque a la fecha de cierre de las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2022 aún no se había llegado a un acuerdo sobre el embargo, en el escenario de referencia se asume que a lo largo del horizonte de proyección se implementará de forma gradual el embargo propuesto inicialmente o una versión modificada del mismo con la exclusión de algunos países. El impacto de las sanciones en la actividad en Rusia se está viendo amplificado por boicots más amplios por parte del sector privado, que están alterando la producción y la logística, mientras que la creciente inflación y las restrictivas condiciones de financiación están afectando a la demanda interna. La previsión de una recesión profunda seguida de una recuperación moderada refleja el supuesto de que las sanciones económicas impuestas hasta la fecha se mantendrán durante el resto del horizonte de proyección.

## 2 Actividad económica

*La economía de la zona del euro creció un 0,6 % en el primer trimestre de 2022, por lo que se sitúa un 0,8 % por encima del nivel observado antes de la pandemia. Este resultado mejor de lo esperado obedeció a un crecimiento intertrimestral del PIB de dos dígitos en Irlanda. La economía del resto de la zona del euro registró un avance del 0,3 %, en promedio. Para el segundo trimestre, se espera un crecimiento ligeramente positivo, dado que el impacto favorable de la retirada de las restricciones asociadas a la pandemia sobre la actividad de la zona del euro se verá contrarrestado por los factores adversos ocasionados o amplificadas por la guerra en Ucrania, así como por la adopción de nuevas medidas relacionadas con la crisis pandémica en China. Pese a la recuperación del consumo de servicios intensivos en contacto, el encarecimiento de la energía y de los alimentos ha lastrado la confianza de los consumidores y el gasto de los hogares. La persistencia o incluso intensificación de las disrupciones en las cadenas de suministro, entre otros motivos, a raíz de los confinamientos en China y la guerra en Ucrania, está limitando la actividad manufacturera y el comercio. Se espera que la elevada incertidumbre, el alza de los costes y el endurecimiento de las condiciones de financiación lastren también la inversión tanto empresarial como en vivienda en los próximos trimestres. Con todo, más allá del debilitamiento de estas perspectivas de crecimiento a corto plazo, se dan las condiciones para que la actividad económica de la zona del euro recobre impulso en la segunda mitad del año.*

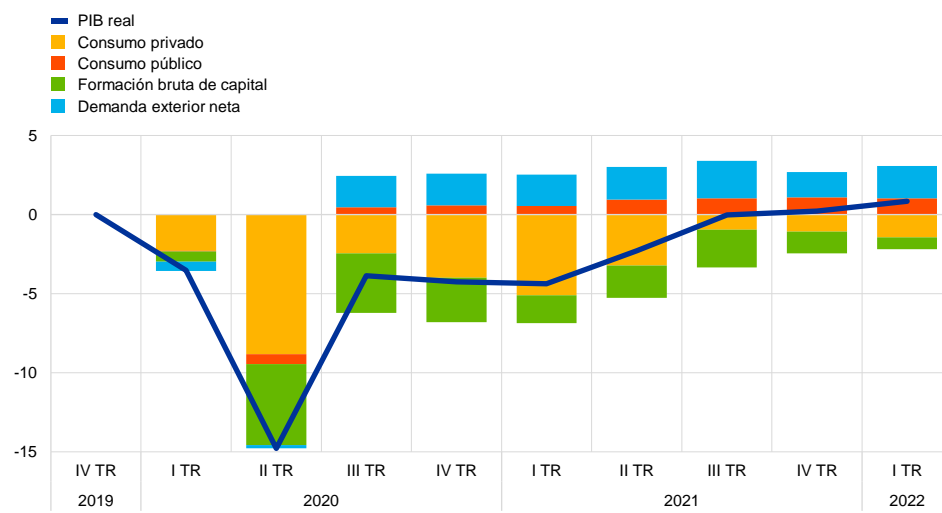
*Esta valoración se refleja en términos generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2022, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,8 % en 2022 y del 2,1 % en 2023 y 2024. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2022, esta estimación se ha revisado sustancialmente a la baja para 2022 y 2023, pero se ha corregido al alza para 2024. Se considera que los riesgos para las perspectivas económicas apuntan a la baja, sobre todo debido a la posibilidad de que se produzcan disrupciones graves en el suministro energético a Europa que se traducirían en nuevas subidas de los precios de la energía y en recortes de producción.*

**La demanda interna de la zona del euro se contrajo en el primer trimestre de 2022.** Mientras que el PIB creció un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del año, la contribución de la demanda interna fue de -0,4 puntos porcentuales, lo que señala la debilidad general de las fuentes internas de crecimiento. En cambio, la demanda exterior neta y la variación de existencias contribuyeron positivamente al crecimiento. La expansión del PIB superó en 0,3 puntos porcentuales la estimación de avance de Eurostat, debido a la inclusión de los volátiles datos de Irlanda, que registraron un alza de dos dígitos en el primer trimestre por la evolución de las multinacionales radicadas en este país e impulsaron así la contribución de su demanda exterior neta. El PIB de la zona del euro se sitúa un 0,8 % por encima del nivel observado antes de la pandemia, en el último trimestre de 2019 (gráfico 4). En cuanto a la producción, el valor añadido total aumentó de forma generalizada en los principales sectores de la economía.

## Gráfico 4

### 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.

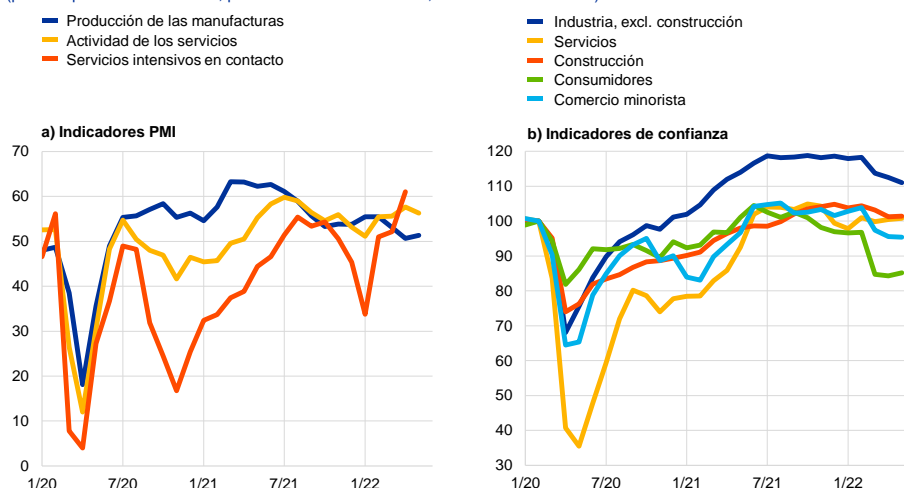
Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2022.

**Se espera que la actividad económica se debilite en cierta medida en el segundo trimestre de 2022, debido al efecto adverso de las consecuencias de la guerra en Ucrania, pero que siga estando respaldada por la recuperación de los servicios intensivos en contacto.** Los últimos datos procedentes de encuestas apuntan a la continuación de un ritmo de crecimiento positivo, aunque lento, en el segundo trimestre de 2022. El PMI de actividad compuesto descendió en mayo, pero permanece en terreno expansivo y muy por encima de su media de largo plazo. Sin embargo, hay indicios de que la actividad se está debilitando en el sector manufacturero, que se ha visto especialmente afectado por las disrupciones en las cadenas de suministro y el encarecimiento de las materias primas como resultado de la invasión rusa de Ucrania, así como por el aumento de la incertidumbre global (recuadro 2). En mayo de 2022, los nuevos pedidos de las manufacturas disminuyeron por primera vez desde junio de 2020 y las expectativas empresariales a doce meses vista se situaron entre las más bajas observadas en los dos últimos años. Esta evolución contrasta con el sólido crecimiento adicional de los flujos de nuevas operaciones en el sector servicios, debido al fortalecimiento de la actividad en los servicios intensivos en contacto tras la retirada de las restricciones relacionadas con la pandemia (gráfico 5a). La evolución dispar de los indicadores de confianza en los distintos sectores confirma este contraste (gráfico 5b). La confianza empresarial mejoró en mayo, impulsada, sobre todo, por los servicios, mientras que en la industria y en el comercio minorista continuó deteriorándose. La confianza de los consumidores aumentó en el citado mes, pero se sigue situando muy por debajo de su media de largo plazo, lo que apunta a riesgos para la demanda en el futuro en un contexto de aumento de los costes de la energía y los alimentos (recuadro 1; recuadro 6). En conjunto, aunque es probable que esta combinación de factores frene el crecimiento a corto plazo, aún se mantienen las perspectivas de fortalecimiento de la recuperación, habida cuenta de la reapertura de la economía, la fortaleza del mercado laboral, las medidas de apoyo fiscal y la persistencia de

unos niveles de ahorro elevados. Por lo tanto, este panorama no apunta en absoluto a un escenario de estanflación, entendido como un período prolongado de crecimiento reducido o incluso negativo con una inflación persistentemente elevada o que incluso se acelera, como el observado en las principales economías avanzadas durante la década de 1970 (recuadro 5).

**Gráfico 5**  
Indicadores de opinión en los distintos sectores de la economía

(panel izquierdo: saldos netos; panel derecho: saldos netos, febrero de 2020 = 100)



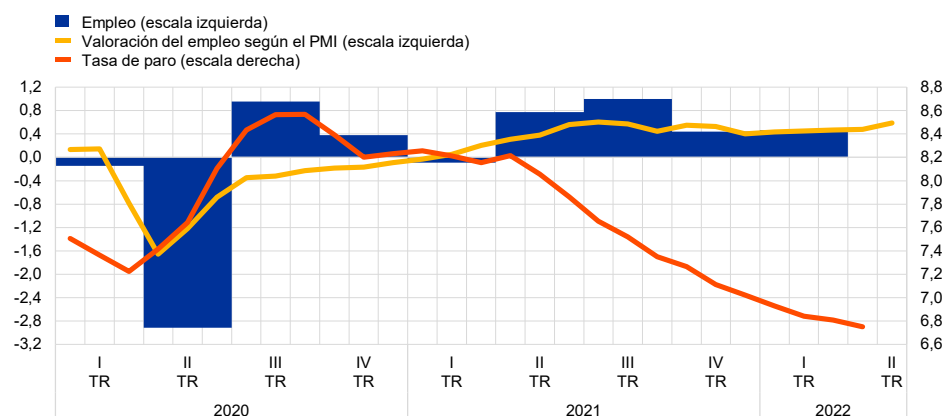
Fuentes: Standard & Poor's Global Ratings (panel izquierdo), Comisión Europea y cálculos del BCE (panel derecho).  
Notas: «Servicios intensivos en contacto» se refiere a actividades de alojamiento y restauración. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022, excepto para estos servicios, cuya observación más reciente corresponde a abril de 2022.

**El mercado de trabajo de la zona del euro sigue mejorando pese al impacto económico de la guerra en Ucrania.** La tasa de paro se situó en el 6,8 % en abril de 2022, prácticamente sin cambios desde marzo y unos 0,6 puntos porcentuales por debajo de la registrada antes de la crisis pandémica en febrero de 2020 (gráfico 6). Este nivel es también el más bajo observado desde la creación de la zona del euro, aunque en algunos países se sigue recurriendo a los programas de mantenimiento del empleo, si bien cada vez menos. El empleo total creció un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2022, tras alcanzar una tasa del 0,4 % en el cuarto trimestre de 2021. Como resultado de la recuperación económica que siguió a la relajación de las medidas de contención relacionadas con la pandemia, el porcentaje de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo descendió hasta situarse en el 1,1 % de la población activa en marzo de 2022, desde alrededor del 1,6 % en diciembre de 2021. Asimismo, los datos disponibles de las cuentas nacionales indican que, en el primer trimestre de 2022, el total de horas trabajadas se mantuvo en niveles inferiores a los registrados antes de la pandemia, sobre todo en los sectores industrial y de servicios de mercado.

## Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, Standard & Poor's Global Ratings y cálculos del BCE.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2022 para el empleo, a mayo de 2022 para el PMI y a abril de 2022 para la tasa de paro.

**Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo siguen registrando una evolución favorable, lo que indica que, hasta el momento, el mercado laboral de la zona del euro muestra capacidad de resistencia en general.** El PMI mensual compuesto de empleo alcanzó un valor de 55,9 en mayo, 1,2 puntos más que en abril, con lo que se mantuvo por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. Este indicador se ha recuperado con fuerza tras registrar un mínimo histórico en abril de 2020, y permanece en terreno expansivo desde febrero de 2021. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, el PMI de empleo señala un crecimiento robusto del empleo en los tres principales sectores, es decir, los servicios, las manufacturas y la construcción.

**Después de experimentar una contracción durante dos trimestres consecutivos, el consumo privado debería verse respaldado por el gasto en servicios conforme se relajen las restricciones relacionadas con la pandemia, a pesar de la existencia de importantes factores adversos.** Tras la debilidad del comienzo del año debido a la pandemia, el consumo de bienes de los hogares refleja los efectos de la guerra en Ucrania y la persistencia de cuellos de botella en la producción y distribución de bienes. Así se desprende de la reciente variación de las ventas minoristas, que se situó en el -1,3 %, en tasa intermensual, en abril, tras el -0,5 % intertrimestral observado en el primer trimestre de 2022, y de las matriculaciones de automóviles, que en el citado mes se mantuvieron en torno a un 7 % por debajo de la media del primer trimestre, pese a crecer ligeramente en términos intermensuales desde los mínimos registrados en marzo de 2022. La confianza de los consumidores permaneció muy por debajo de su media de largo plazo en mayo, debido a la preocupación de los hogares por el impacto de la guerra en Ucrania. Los hogares y las empresas minoristas también empezaron a mostrarse menos optimistas sobre el gasto futuro en grandes compras (de bienes), como señaló la última encuesta de opinión de la Comisión Europea correspondiente a ese mes. Aunque las expectativas poco halagüeñas de estos sectores sobre la futura situación económica y financiera mejoraron ligeramente en mayo, indican que es



probable que el aumento de la inflación y de la incertidumbre lastre sus decisiones de gasto (**recuadro 2**). Sin embargo, se espera que el gasto en consumo de servicios repunte con fuerza en el contexto de la relajación de las restricciones asociadas con la pandemia. La última encuesta de opinión de la Comisión Europea confirma esta valoración y sugiere que, ante la expectativa de un verano sin restricciones, la demanda prevista de servicios de alojamiento, restauración y turismo y viajes ha aumentado, pese a la guerra y a la caída de la renta real disponible. El ahorro acumulado durante la pandemia podría amortiguar el impacto de la perturbación de los precios de la energía solo hasta cierto punto, ya que se concentra en los hogares con rentas más elevadas, cuya exposición total al incremento de los costes energéticos es menor. Por otra parte, los hogares con rentas más bajas —que gastan una mayor proporción de sus ingresos en energía— deberían poder beneficiarse de las medidas fiscales de apoyo a las rentas.

**La inversión empresarial se contrajo en el primer trimestre de 2022, debido a la evolución registrada en Irlanda.** La inversión, excluida la construcción, disminuyó un 2,9 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, debido a la fuerte contracción de la inversión en productos de propiedad intelectual en Irlanda, que compensó el intenso repunte registrado en el último trimestre de 2021. Si se excluye este país, la inversión de la zona del euro experimentó un crecimiento intertrimestral del 0,8 %, en un contexto en el que la escasez de materiales alcanzó niveles récord, según señalaron los participantes en las encuestas trimestrales de opinión empresarial del ECOFIN. En las cuatro mayores economías de la zona del euro, la inversión, excluida la construcción, siguió creciendo, sobre todo en España y, en menor medida, también en Italia, lo que podría reflejar los efectos de la reapertura de la economía y el desembolso temprano de los fondos del programa *Next Generation EU* (NGEU). De cara al futuro, se espera que la inversión empresarial se vea afectada negativamente por la elevada incertidumbre relacionada con la guerra en Ucrania, los altos precios de la energía, los actuales cuellos de botella en la oferta y el endurecimiento de las condiciones financieras. Los nuevos datos disponibles al comienzo del segundo trimestre sugieren una caída de la confianza empresarial, como consecuencia de la revisión a la baja de la valoración de la producción y de la cartera de pedidos de los productores de bienes de equipo, mientras que la reducción de la cifra de negocios esperada en el sector manufacturero apunta a una contracción intertrimestral de la inversión empresarial en el segundo trimestre de 2022. Al mismo tiempo, se espera que la mejora de las perspectivas para la actividad de los servicios, debido a la retirada de las restricciones relacionadas con la pandemia, y el apoyo más amplio de los fondos NGEU contribuyan a que el crecimiento se reanude más avanzado el año<sup>1</sup>.

**La inversión en vivienda aumentó sustancialmente en el primer trimestre de 2022, pero es probable que disminuya a corto plazo.** En el primer trimestre de 2022, la inversión en construcción de viviendas creció un 4,5 % con respecto al trimestre anterior. Por lo que se refiere al segundo trimestre, el indicador de la Comisión Europea sobre tendencias recientes de la actividad de la construcción

---

<sup>1</sup> Véase la encuesta semestral de la Comisión Europea sobre intenciones de inversión, llevada a cabo en marzo y abril de 2022, que muestra una reducción de los planes de inversión de las empresas manufactureras para 2022 con respecto a los planes del año anterior, pero mejoras en los servicios.

descendió de forma significativa en abril y mayo, en promedio, en comparación con el primer trimestre. El PMI de actividad de la construcción residencial también retrocedió considerablemente y se adentró en terreno negativo en mayo. Por el lado de la demanda, según los indicadores de opinión más recientes de la Comisión Europea, las intenciones de renovación y de adquisición o construcción de vivienda a corto plazo de los hogares registraron una caída notable en el segundo trimestre. En cuanto a la oferta, las carteras de pedidos de las empresas se redujeron y la insuficiencia de demanda como factor limitador de la producción aumentó en abril y mayo, aunque se mantuvo muy por debajo de su media de largo plazo. Además, la producción de las empresas continuó estando limitada por importantes cuellos de botella en la oferta de mano de obra y materiales (como el acero y la madera), que se intensificaron tras el estallido de la guerra en Ucrania y provocaron una brusca subida de los precios de la construcción. Es probable que este incremento de los costes de la construcción, unido a unas condiciones de financiación menos favorables, lastre la demanda de vivienda y que, junto con las actuales restricciones de oferta, frene el avance de la inversión residencial.

**El comercio de la zona del euro perdió impulso debido a la disminución de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro, y las perspectivas apuntan a una falta de dinamismo de los intercambios comerciales, sobre todo en el sector de manufacturas.**

En febrero y marzo de 2022, las exportaciones nominales de bienes a países que no pertenecen a la zona del euro disminuyeron, mientras que las importaciones de bienes de fuera de la zona siguieron aumentando. El saldo de la balanza de bienes se tornó aún más deficitario a causa de la subida de los costes de las importaciones energéticas y del débil comportamiento de la actividad exportadora. Las exportaciones a China descendieron debido a las restricciones asociadas a la pandemia, al tiempo que las destinadas a Rusia se redujeron a la mitad como consecuencia de las sanciones y otras medidas adoptadas contra Rusia por los participantes en el mercado. Los indicadores coyunturales de transporte de mercancías y de opinión sugieren que los cuellos de botella en la oferta pueden haberse reintensificado, como indica, por ejemplo, el aumento de la cantidad de bienes bloqueados en puertos clave en mayo de 2022 por efecto de los confinamientos relacionados con la pandemia en China y de la guerra en Ucrania. El debilitamiento de la demanda externa vinculado a estos acontecimientos se refleja en el PMI adelantado de pedidos exteriores del sector manufacturero, que se adentró algo más en terreno contractivo en mayo. En cambio, el PMI de pedidos exteriores del sector servicios ha entrado en terreno expansivo como resultado de la relajación de las restricciones relacionadas con la pandemia en Europa. En particular, los indicadores de opinión y las reservas de viajes apuntan a una intensa recuperación del comercio de turismo este verano.

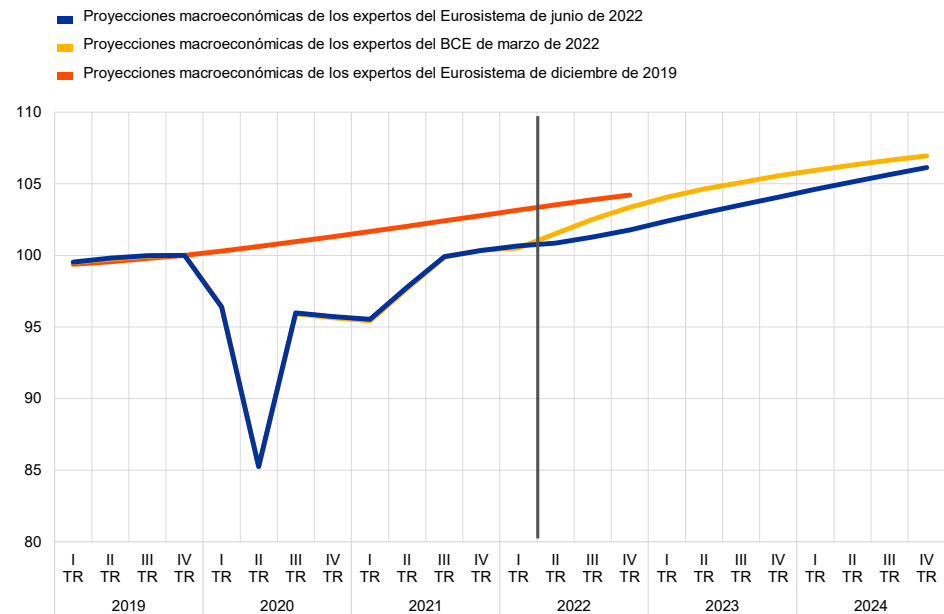
**Pese a la debilidad de las perspectivas a corto plazo, se espera que la actividad económica de la zona del euro recobre impulso más avanzado el año y que crezca a un ritmo relativamente vigoroso.** Sin embargo, estas perspectivas están sujetas a una incertidumbre considerable. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2022 prevén un crecimiento anual del PIB real del 2,8 % en 2022 y del 2,1 % en 2023 y 2024 (gráfico 7). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los

expertos del BCE de marzo de 2022, esta estimación se ha revisado a la baja considerablemente para 2022 y 2023, debido sobre todo al impacto económico de la guerra en Ucrania, mientras que se ha corregido al alza para 2024, para reflejar un repunte de la actividad a medida que desaparezcan los factores adversos.

### Gráfico 7

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

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



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2022», publicado en el sitio web del BCE el 9 de junio de 2022.

Nota: La línea vertical señala el comienzo de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2022 y sigue a la última observación del PIB real de la zona del euro, que corresponde al primer trimestre de 2022.

**Según el análisis de los expertos del Eurosistema, los riesgos para las perspectivas económicas siguen apuntando a la baja.** Un riesgo fundamental es la posibilidad de que se produzcan interrupciones graves en el suministro energético ruso a Europa tras la aplicación de las sanciones de la UE, que se traducirían en nuevas subidas de los precios de la energía y en recortes de producción.

### 3 Precios y costes

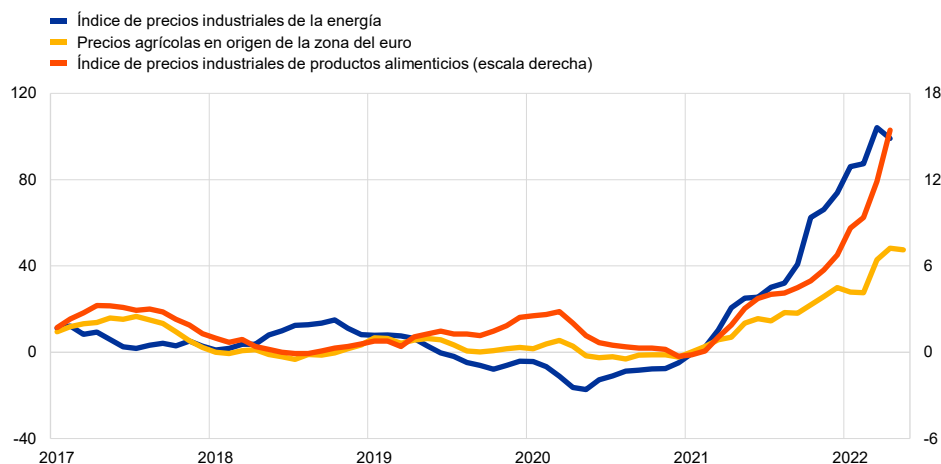
*Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación siguió avanzando hasta situarse en el 8,1 % en mayo, debido principalmente a la acusada subida de los precios de la energía y de los alimentos, entre otros motivos, por el impacto de la guerra. Los precios también se han incrementado de forma más pronunciada como consecuencia de la reaparición de cuellos de botella en la oferta y de la recuperación de la demanda interna, especialmente en el sector servicios, a medida que se reabre la economía. En conjunto, las presiones inflacionistas se han generalizado e intensificado, y el avance de los salarios ha empezado a recuperarse. Aunque los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo obtenidos de los mercados financieros y de encuestas a expertos se sitúan en su mayoría en torno al 2 %, existen indicios preliminares de revisiones de esos indicadores por encima del objetivo que requieren un seguimiento atento. En sus proyecciones de junio de 2022, los expertos del Eurosistema han revisado considerablemente al alza sus previsiones de referencia para la inflación con respecto a las proyecciones del BCE de marzo. Las nuevas proyecciones sitúan la inflación anual en el 6,8 % en 2022, el 3,5 % en 2023 y el 2,1 % en 2024.*

**Según la estimación de avance de Eurostat correspondiente a mayo, la inflación medida por el IAPC aumentó hasta alcanzar un máximo sin precedentes en la historia del euro.** El incremento desde el 7,4 % observado en abril hasta el 8,1 % de mayo refleja el alza de la inflación de todos los componentes principales, pero, sobre todo, de la energía y los alimentos. Los precios de consumo de la energía, que siguen siendo los que más contribuyen a la inflación general, volvieron a subir tras la ligera moderación registrada en abril. Los altos precios mayoristas del gas, del petróleo y de la electricidad, así como los elevados márgenes de refino y de distribución del combustible para transporte (particularmente del diésel) compensaron el efecto a la baja de las medidas compensatorias adoptadas por los países de la zona del euro. La tasa de variación de los precios de los alimentos también se incrementó de forma considerable, impulsada por los precios internacionales de las materias primas alimenticias y los precios de producción interior, lo que reflejó factores de costes como los relacionados con la energía y los fertilizantes (gráfico 8).

## Gráfico 8

### Presión de los costes de los insumos energéticos y alimenticios

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

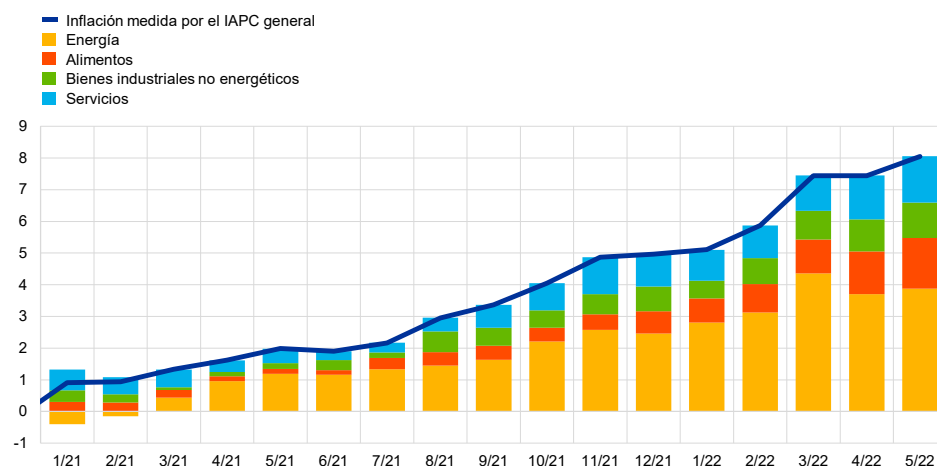
Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo para los precios agrícolas en origen de la zona del euro y a abril para los demás datos.

**El IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se elevó hasta situarse en el 3,8 %, reflejando un nuevo incremento tanto de la inflación de los bienes industriales no energéticos como de la de los servicios (gráfico 9).** También en este caso el aumento de los costes de los insumos como resultado del repunte de los precios de la energía continúa siendo un factor determinante destacado. Asimismo, la inflación de los bienes industriales no energéticos sigue estando afectada por las perturbaciones de oferta a escala mundial, que se han intensificado por la guerra en Ucrania y por las consecuencias de la evolución vinculada a la pandemia en China. La tasa de variación de los precios de los servicios refleja algunos de los efectos derivados de la reapertura de la economía tras la retirada de las restricciones relacionadas con la pandemia, como demuestran las contribuciones relativamente elevadas de los servicios de alojamiento y recreativos en abril de 2022.

## Gráfico 9

### Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



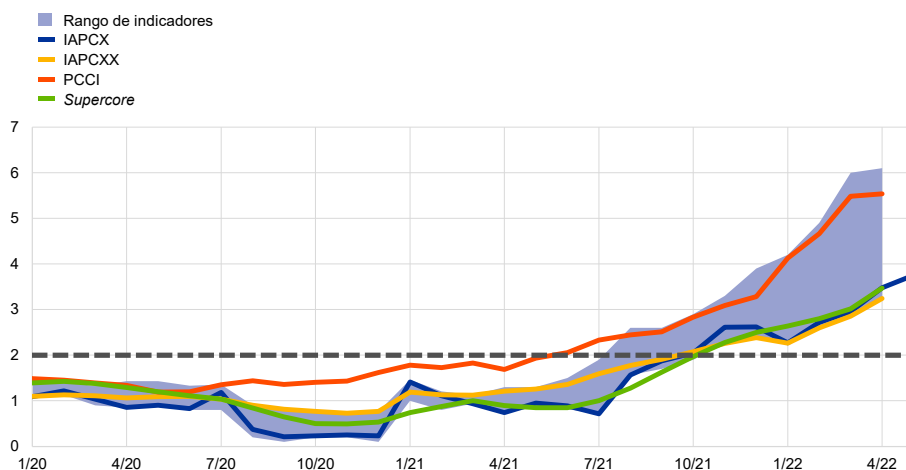
### En una gran variedad de indicadores de la inflación subyacente se superó el 3 % (gráfico 10).

Los indicadores de la inflación subyacente basados en la exclusión de componentes han seguido incrementándose en los últimos meses, ya que ha aumentado la prevalencia de tasas elevadas de inflación en un conjunto más amplio de componentes del IAPC. La inflación medida por el IAPCX creció hasta situarse en el 3,8 % en mayo de 2022, desde el 3,5 % registrado en abril. Otros indicadores de la inflación subyacente solo están disponibles hasta abril, mes en el que 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) avanzó hasta el 3,2 %. El movimiento alcista de los indicadores basados en la exclusión de componentes queda ilustrado por la distribución de los subcomponentes que componen la cesta del IAPC. En abril, casi el 80 % de estos subcomponentes alcanzaron tasas de crecimiento interanual superiores al 2 %. Por su parte, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos se situó en el 5,5 % en abril y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, repuntó desde el 3 % de marzo hasta el 3,5 % de abril. Al mismo tiempo, la persistencia de estos incrementos sigue siendo incierta. Una gran parte del impulso al alza de la dinámica de la inflación subyacente puede atribuirse a los efectos indirectos del repunte de los precios de la energía y los alimentos, así como de la evolución excepcional del equilibrio entre oferta y demanda a raíz de la pandemia y la invasión rusa de Ucrania. En adelante, la evolución de los salarios será un factor clave para la dinámica futura de la inflación subyacente.

## Gráfico 10

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



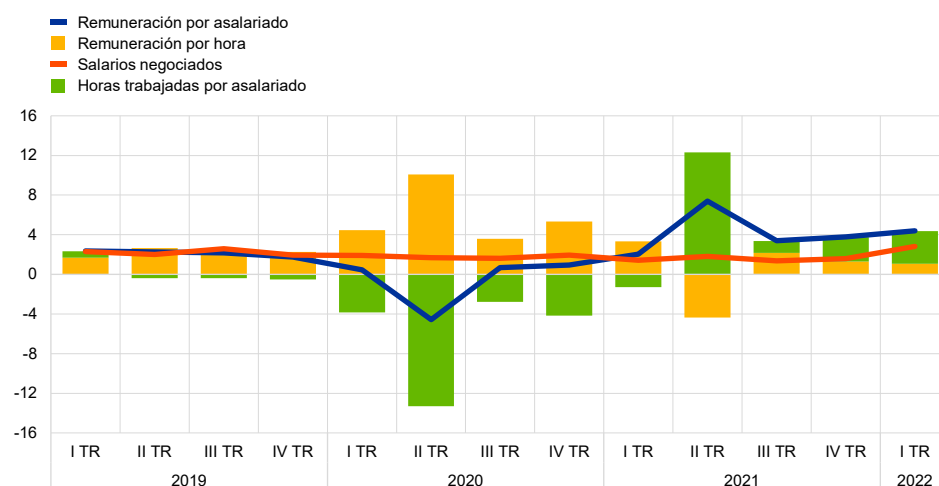
**Los últimos datos sobre salarios negociados señalan un fortalecimiento de la dinámica salarial, pero esta sigue siendo moderada si se tienen en cuenta los pagos extraordinarios (gráfico 11).** El crecimiento de estos salarios aumentó hasta situarse en el 2,8 % en el primer trimestre de 2022, frente al 1,6 % del trimestre anterior. Este movimiento al alza no refleja con total precisión el avance del salario base, dado que los convenios colectivos en los que se basa el indicador incluyen, en general, pagos extraordinarios para compensar a los trabajadores por los desarrollos excepcionales ocurridos durante la pandemia. La información más reciente sobre los convenios colectivos que se concluyeron desde que comenzó 2022 confirma que los salarios mostraron un dinamismo algo mayor, pero las subidas salariales siguen siendo limitadas en comparación con las tasas de inflación actuales. El crecimiento de los salarios medido por la remuneración por asalariado también continuó acelerándose en el primer trimestre de 2022 hasta situarse en el 4,4 %, frente al 3,8 % del trimestre anterior. Sin embargo, esta mejora reflejó principalmente el incremento de las horas medias trabajadas, mientras que el avance de la remuneración por hora se mantuvo mucho más contenido, con una tasa interanual del 1,1 %. Las distorsiones asociadas a la pandemia en estos indicadores están disminuyendo, dado que el impacto de las medidas públicas relacionadas con programas de mantenimiento del empleo ha continuado reduciéndose.



### Gráfico 11

#### 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 primer trimestre de 2022.

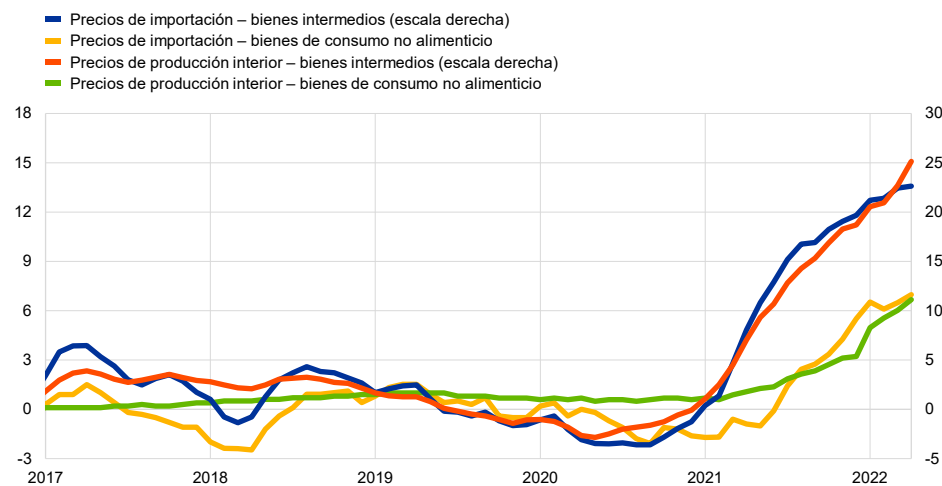
#### Las presiones latentes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos han continuado creciendo en todas las fases del proceso de formación de precios (gráfico 12).

Las presiones de los costes volvieron a registrar nuevos máximos históricos como consecuencia de las disrupciones en las cadenas de suministro y los precios internacionales de las materias primas, en particular de la energía, pero también de algunos metales. En las primeras fases del proceso de formación de precios de la inflación del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC, la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores se disparó hasta el 25,1 % en abril de 2022, desde el 22,7 % del mes precedente. Los precios de importación de los bienes intermedios también siguieron creciendo a un ritmo intenso (22,6 % en abril, frente al 22,4 % del mes anterior). Asimismo, las presiones de los costes de los insumos están siendo más prominentes en las fases posteriores del proceso de formación de precios, y la inflación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores se elevó desde el 6 % en marzo hasta el 6,7 % en abril, nivel excepcionalmente elevado si se compara con la tasa media interanual del 0,6 % correspondiente al período 2001-2019. La tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio también repuntó hasta situarse en el 7 % en abril, tras un ligero descenso observado entre febrero y marzo. En conjunto, esta evolución de los precios de importación y de producción de los bienes de consumo no alimenticio implica que es probable que las presiones sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC sigan siendo elevadas a corto plazo, lo que también se refleja en los datos sobre las expectativas de precios de venta del sector manufacturero.

## Gráfico 12

### Indicadores de las presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2022.

**Los indicadores de mercado de la compensación por inflación de la zona del euro aumentaron notablemente a muy corto plazo, pero disminuyeron en cierta medida a más largo plazo en un contexto de intensificación de las restricciones de oferta y de empeoramiento de las perspectivas económicas (gráfico 13).** Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) sugieren ahora que la inflación de la zona del euro registrará un máximo de casi el 9 % en el tercer trimestre de 2022. Estos indicadores permanecen próximos al 8 % hasta el final de 2022, alrededor de tres puntos porcentuales por encima del valor estimado cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno en marzo, y luego descienden hasta niveles ligeramente superiores al 2,5 % a mediados de 2024. Al mismo tiempo, los indicadores de la compensación por inflación a largo plazo han vuelto a disminuir recientemente en cierta medida, tras crecer con fuerza en la primera mitad del período analizado. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años alcanzó el 2,49 % de forma transitoria a principios de mayo, y cayó hasta el 2,28 % al final del período considerado. Es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas de inflación reales de los participantes en el mercado, puesto que contienen primas de riesgo de inflación para compensar la incertidumbre con respecto a esta. En la actualidad, se considera que estas primas son positivas, lo que implica que se estima que las expectativas de inflación reales se sitúan en niveles más bajos que los observados directamente en los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo y, por tanto, más próximos al objetivo simétrico de inflación del BCE del 2 %. Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2022, las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2026) siguieron aumentando hasta situarse en el 2,1 %, mientras que las de Consensus Economics se situaron en el 1,9 %.

### Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro 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, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 8 de junio de 2022. La encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al segundo trimestre de 2022 se realizó entre el 1 y el 4 de abril de 2022. En las proyecciones de Consensus Economics, la fecha límite de recepción de los datos para 2024, 2025 y 2026 fue abril de 2022, y para 2022 y 2023 fue mayo de 2022. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema fue el 24 de mayo de 2022.

#### Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2022, la inflación general permanecerá en niveles elevados a corto plazo y posteriormente disminuirá hasta situarse en el 3,5 % en 2023 y el 2,1 % en 2024. Tras el marcado aumento

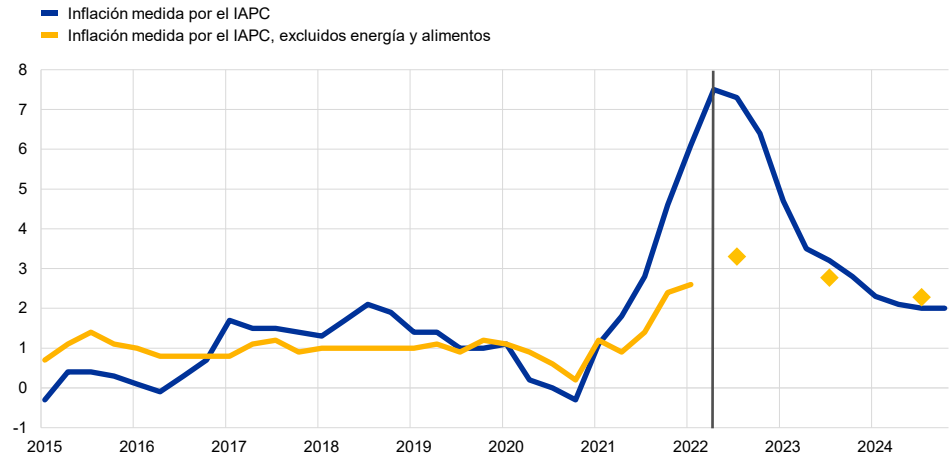
de la inflación, las perspectivas indican una inflación más elevada y persistente, y se espera que la inflación general se mantenga en un nivel muy alto en 2022, con una media del 6,8 %. Esto refleja la subida de los precios del petróleo y del gas, los incrementos de los precios de las materias primas alimenticias que se han visto muy afectados por la guerra en Ucrania, los efectos relacionados con la reapertura de la economía y la escasez de oferta a escala mundial. Más adelante, se espera una moderación de la evolución excepcional de los precios de las materias primas alimenticias y energéticas, que, junto con la normalización en curso de la política monetaria integrada en los supuestos relativos a los tipos de interés, reduciría la inflación general hasta el 3,5 % en 2023 y el 2,1 % en 2024. Asimismo, se prevé que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, siga siendo elevada a corto plazo por los cuellos de botella en la oferta, los costes de los insumos energéticos y los efectos de la reapertura. Hacia el final del horizonte de proyección, la inflación medida por el IAPC desciende conforme van remitiendo estas presiones, pero permanece en niveles altos como consecuencia de un crecimiento salarial muy superior a la media histórica en un contexto de tensionamiento de los mercados de trabajo, de recuperación económica y de algunos efectos de las medidas de compensación por el ascenso de la inflación. En

comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2022, las perspectivas de inflación se han revisado al alza en 1,7 puntos porcentuales para 2022, 1,4 puntos porcentuales para 2023 y 0,2 puntos porcentuales para 2024.

### Gráfico 14

Inflación medida por el IAPC de la zona del euro e inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (incluidas proyecciones)

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro \(junio de 2022\)](#).

Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2022 (datos observados) y al cuarto trimestre de 2024 (proyecciones). La fecha de cierre de las proyecciones fue el 24 de mayo de 2022. Los datos históricos de la inflación medida por el IAPC y de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, son trimestrales. Los datos de las previsiones son trimestrales para la inflación medida por el IAPC, y anuales para la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

## Evolución de los mercados financieros

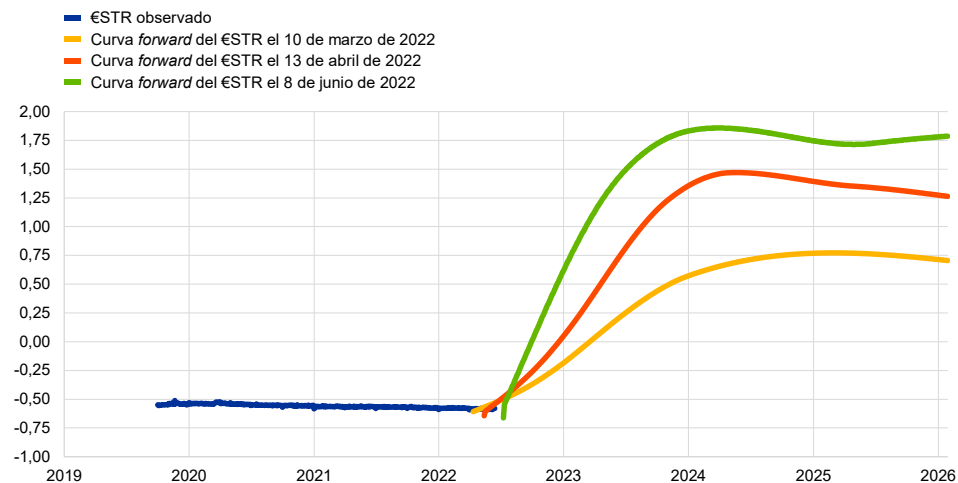
*Durante el período analizado (del 10 de marzo al 8 de junio de 2022), se produjo una fuerte subida de los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro debido a que los participantes en el mercado revisaron sus expectativas para considerar un endurecimiento más inminente de la política monetaria. Como resultado, la pendiente de la curva forward del tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) aumentó notablemente, ya que los mercados descontaban que la primera subida de 25 puntos básicos del tipo de interés oficial se produciría en la reunión de julio del Consejo de Gobierno del BCE. Los rendimientos de la deuda a largo plazo se incrementaron en todo el mundo, dado que las presiones inflacionistas acrecentaron las expectativas de una normalización más rápida de la política monetaria; al mismo tiempo, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro aumentaron, en general, en paralelo a los tipos de interés libres de riesgo, aunque los diferenciales se ampliaron ligeramente en todos los países. Los mercados europeos de renta variable y de renta fija privada pasaron por dos fases diferenciadas: primero, una recuperación de las pérdidas causadas por la guerra y, después, un debilitamiento en un entorno de expectativas más bajas de beneficios a largo plazo y tipos libres de riesgo más elevados. En general, el tipo de cambio efectivo del euro siguió depreciándose en un contexto de evolución dispar de los tipos de cambio bilaterales.*

**Desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo, los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro han subido notablemente, puesto que los participantes en el mercado han revisado sus expectativas para considerar un endurecimiento más inminente de la política monetaria y descuentan una primera subida de 25 puntos básicos del tipo de interés oficial en la reunión del Consejo de Gobierno de julio.** Durante el período analizado, el €STR se situó, en promedio, en -58 puntos básicos y el exceso de liquidez se incrementó en unos 136 mm de euros, hasta situarse en 4.613 mm de euros. Al mismo tiempo, la pendiente de la curva *forward* de OIS (*overnight index swap*) basada en el tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) aumentó tras la reunión del Consejo de Gobierno de abril (gráfico 15). Esto sugiere que los participantes en el mercado revisaron sus expectativas relativas a la política monetaria en vista de las crecientes presiones inflacionistas y del anuncio del Consejo de Gobierno de que en el tercer trimestre se pondría fin a las adquisiciones netas realizadas en el marco del programa de compras de activos (APP). En consecuencia, la fecha implícita en el mercado con respecto a la primera subida de 25 puntos básicos del tipo de interés oficial se adelantó considerablemente, a julio de 2022, y para este año se descuentan tres subidas más de 25 puntos básicos.

## Gráfico 15

### Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

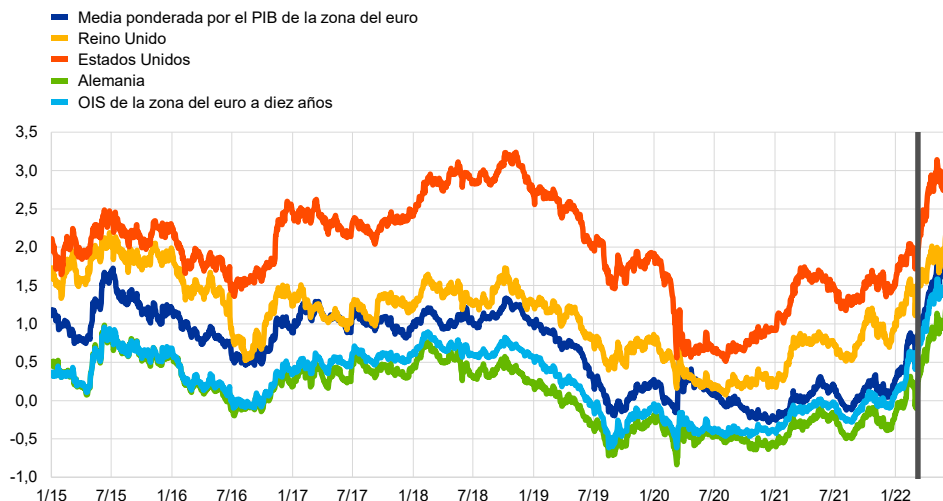
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

**Los rendimientos de los bonos a largo plazo han aumentado en todo el mundo debido a que las presiones inflacionistas han acrecentado las expectativas de una normalización más rápida de la política monetaria (gráfico 16).** Durante el período analizado, los rendimientos de la deuda repuntaron a escala mundial en previsión de subidas de los tipos de interés oficiales de los bancos centrales, pese a los crecientes riesgos a la baja para las perspectivas económicas. En la zona del euro, el rendimiento medio de la deuda soberana a diez años ponderado por el PIB se incrementó en 118 puntos básicos, hasta situarse en el 2,05 %, un nivel observado por última vez a mediados de 2015. A pesar de reducirse ligeramente a principios de mayo, los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos registraron una subida de 102 puntos básicos en el período considerado y alcanzaron el 3,03 %, una evolución acorde, en general, con los movimientos observados en los tipos de interés de la zona del euro. Del mismo modo, los rendimientos de la deuda pública a diez años del Reino Unido y de Alemania aumentaron en 72 y 108 puntos básicos, respectivamente, y se situaron en el 2,25 % y el 1,36 %.

### Gráfico 16

#### 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.

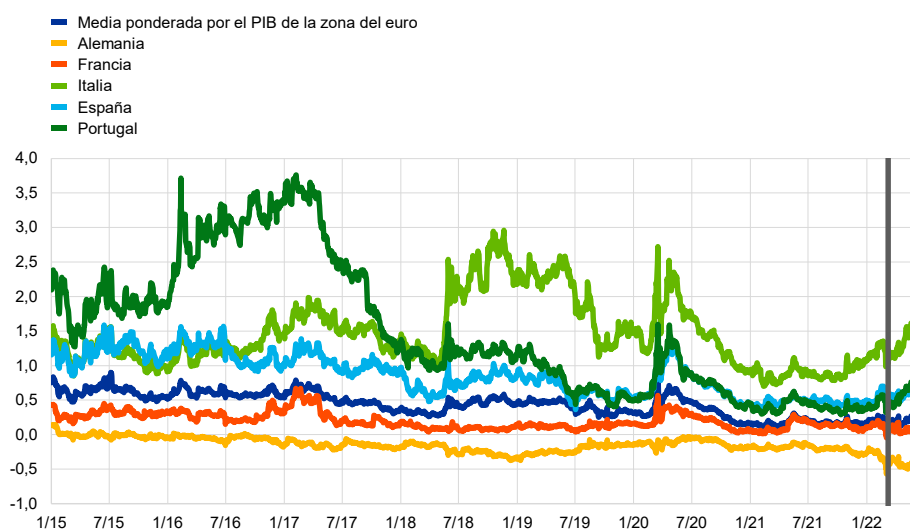
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de marzo de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 8 de junio de 2022.

**En conjunto, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro aumentaron en paralelo a los tipos de interés libres de riesgo, aunque los diferenciales se ampliaron ligeramente en todos los países (gráfico 17).** El diferencial soberano a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo OIS se mantuvo estable en el período analizado, y registró un leve incremento de 9 puntos básicos. Las correcciones de precios fueron algo mayores en los países muy endeudados y, por ejemplo, los diferenciales de la deuda soberana italiana y portuguesa a diez años aumentaron en 44 y 27 puntos básicos, respectivamente, en el período considerado, mientras que el diferencial del bono alemán al mismo plazo se adentró más en terreno negativo con una reducción de 2 puntos básicos.

### Gráfico 17

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de marzo de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 8 de junio de 2022.

**En la primera mitad del período analizado, los diferenciales de los valores de renta fija privada disminuyeron como consecuencia de la mejora de la percepción de riesgos, pero después aumentaron en un contexto de crecientes riesgos a la baja para las perspectivas económicas y tipos de interés libres de riesgo más elevados.** Después de un descenso inicialmente acusado debido a la mejora de la percepción de riesgos, los diferenciales de los bonos corporativos aumentaron de forma notable en la zona del euro tras la reunión del Consejo de Gobierno del BCE celebrada en abril, y se observaron indicios de una creciente diferenciación entre los bonos con calificación de grado de inversión y los de alta rentabilidad. Durante el período analizado, los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras con calificación de grado de inversión cayeron 2 puntos básicos, hasta los 67 puntos básicos, mientras que los de la deuda del sector financiero se redujeron 5 puntos básicos. Como resultado, los diferenciales se aproximan a sus medias anteriores a la pandemia y, por el momento, parecen resistir ante la normalización esperada de la política monetaria.

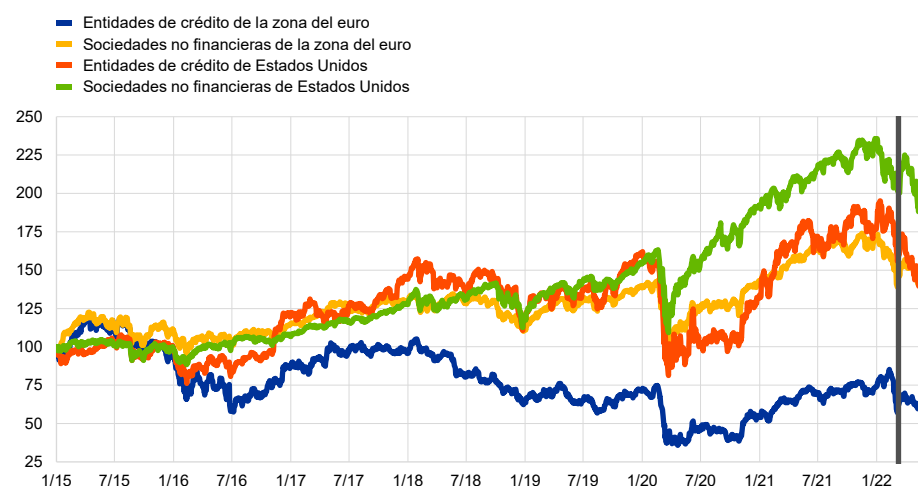
**Los mercados europeos de renta variable, impulsados por la mejora de la confianza, se recuperaron en un primer momento de las pérdidas causadas por la guerra, antes de retroceder en la segunda mitad del período considerado en un contexto de riesgos a la baja para las perspectivas económicas, menores expectativas de beneficios y tipos de interés libres de riesgo más elevados (gráfico 18).** Después una caída relacionada con la invasión rusa de Ucrania, los mercados europeos de renta variable se recuperaron en un principio como consecuencia de la mejora de la percepción de riesgos gracias a las señales que indicaban que el impacto del conflicto podría ser contenido y a la publicación de resultados sorprendentemente elevados para el primer trimestre del



año. Sin embargo, en la segunda parte del período considerado, los precios de las acciones bajaron en cierta medida debido a que las perspectivas económicas se tornaron más pesimistas por el incremento de la incertidumbre causado por las nuevas medidas de confinamiento adoptadas en China. En consecuencia, las expectativas de crecimiento de los beneficios a más largo plazo empezaron a disminuir, aunque partían de niveles elevados. En el período analizado, las cotizaciones de las sociedades no financieras y del sector bancario de la zona del euro aumentaron en un 4,1 % y un 7,1 %, respectivamente, pese a unos tipos de interés libres de riesgo significativamente más elevados. En Estados Unidos, las ventas masivas de activos de riesgo derivadas del creciente temor a una recesión se tradujeron en caídas generales del 3,7 % y del 7,5 % en los precios de las acciones de las sociedades no financieras y de las entidades de crédito, respectivamente.

**Gráfico 18**  
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2018 = 100)



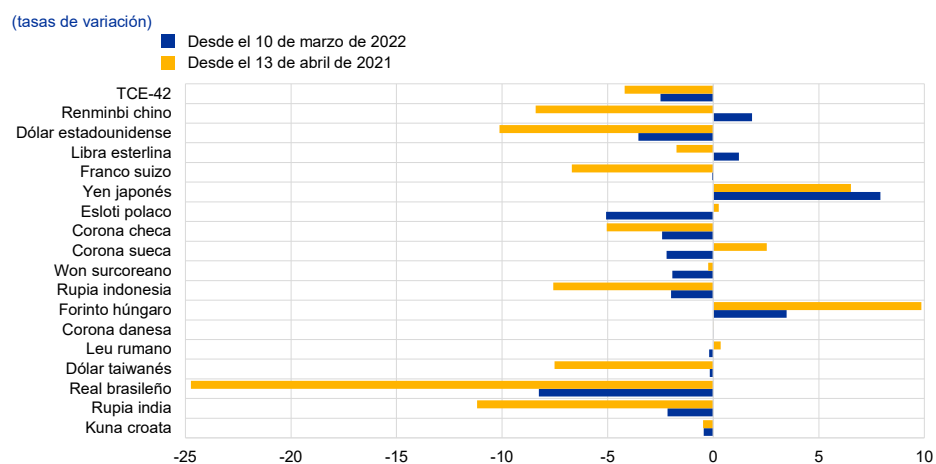
Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de marzo de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 8 de junio de 2022.

**En los mercados de divisas, el euro siguió debilitándose frente al dólar estadounidense y en cifras ponderadas por el comercio, en un contexto de evolución dispar de los tipos de cambio bilaterales (gráfico 19).** 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 2,5 %. Esto obedeció a una depreciación del euro frente al dólar estadounidense (3,5 %), en un contexto de expectativas de un endurecimiento más rápido de la política monetaria por parte de la Reserva Federal. El euro también perdió valor frente a las monedas de varias economías emergentes, pero, al mismo tiempo, se apreció frente al yen japonés (7,9 %), la libra esterlina (1,2 %) y el renminbi chino (1,8 %).

## Gráfico 19

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



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 8 de junio de 2022.

## 5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito

*Las condiciones de financiación de las entidades de crédito y del crédito bancario continuaron endureciéndose en abril y en mayo, en un contexto de mayor incertidumbre acerca de las perspectivas económicas y de afianzamiento de las expectativas de normalización de la política monetaria. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares han empezado a reflejar los aumentos generales de los tipos de mercado libres de riesgo. En el período analizado, el coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija se incrementó sustancialmente, mientras que el coste de las acciones se redujo. El crédito a empresas y a hogares mantuvo su solidez. Sin embargo, los datos procedentes de encuestas muestran que las sociedades no financieras de todos los tamaños tienen la percepción de que las condiciones de financiación se han deteriorado. La creación de dinero siguió normalizándose, dado que el ritmo de acumulación de depósitos por parte de las empresas y los hogares continuó disminuyendo desde los elevados niveles registrados durante la pandemia.*

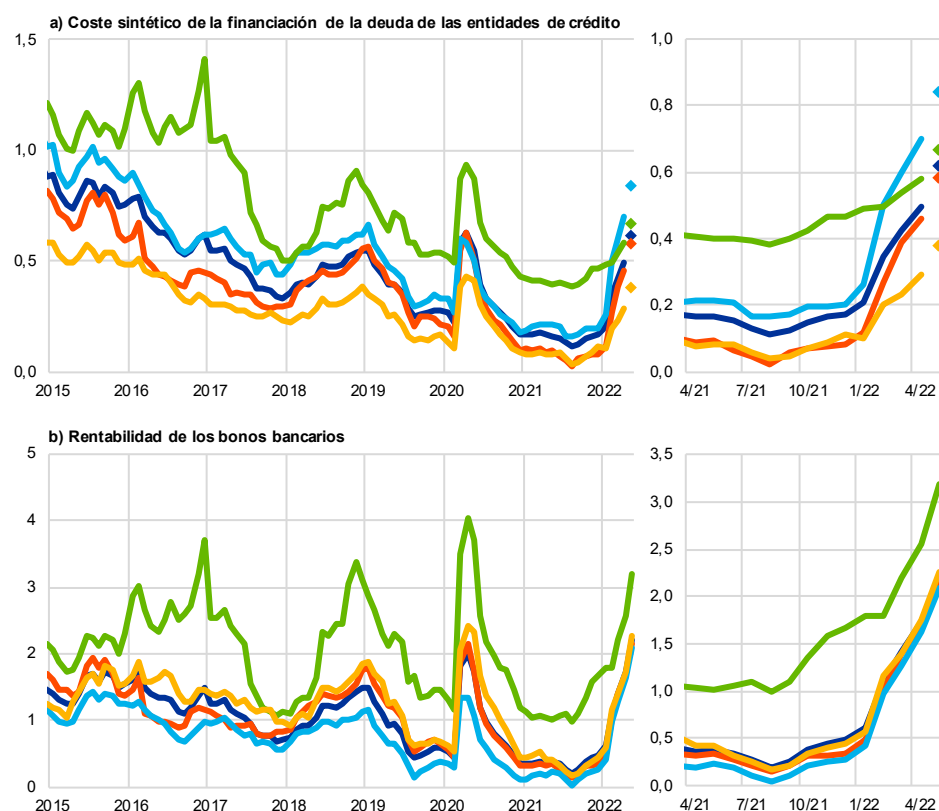
**Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro continuaron incrementándose en un entorno de afianzamiento de las expectativas de normalización de la política monetaria.** Como muestra la predicción de muy corto plazo, en mayo, el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro siguió la tendencia alcista que comenzó en agosto de 2021 (panel a del gráfico 20). Esta evolución se debió, fundamentalmente, a la mayor rentabilidad de los bonos bancarios (panel b del gráfico 20), que reflejó, a su vez, el aumento de los tipos de interés libres de riesgo. Hay dos factores que han contenido hasta ahora estas presiones al alza sobre los costes totales de financiación de las entidades de crédito. En primer lugar, los tipos de interés de los depósitos, que representan una gran parte de la financiación de los bancos de la zona del euro, permanecieron estables y próximos a sus mínimos históricos. En segundo lugar, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) proporcionaron liquidez a las entidades de crédito en condiciones favorables. Sin embargo, es probable que este efecto amortiguador desaparezca en los próximos trimestres, a medida que los tipos de interés de los depósitos reflejen cada vez más el aumento de los tipos de mercado y que las TLTRO se reembolsen.

## Gráfico 20

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

(porcentajes)

— Zona del euro  
— Alemania  
— Francia  
— Italia  
— España



**Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares han empezado a reflejar los aumentos observados en los tipos de mercado libres de riesgo, aunque permanecen en niveles bajos (gráfico 21).** El acusado incremento observado recientemente en los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro ha comenzado a transmitirse a los tipos de interés de los préstamos, aunque las condiciones de financiación aplicadas a las empresas y a los hogares siguen siendo favorables y la dispersión de los tipos de interés del crédito bancario, medida por la desviación típica entre países, se mantiene contenida (gráfico 21). En abril, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda registró un fuerte aumento —14 puntos básicos— hasta situarse en el 1,61 %, mientras que el aplicado a los préstamos a sociedades no financieras repuntó ligeramente, hasta el 1,51 %. El diferencial de tipos de interés

entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se amplió de forma considerable y alcanzó los niveles prepandemia. La subida de los tipos hipotecarios fue generalizada en los principales países de la zona del euro. Las entidades de crédito también están endureciendo sus criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares, lo que señala una inminente contracción de la oferta de crédito que puede coincidir con un alza de los tipos de interés de los préstamos en los próximos meses. Los márgenes crédito-depósito de las nuevas operaciones, definidos como la diferencia entre los tipos de interés medios de los préstamos y los tipos de interés medios de los depósitos, aumentaron significativamente, tras un largo período en el que se mantuvieron en niveles reducidos. Aunque los márgenes de los saldos vivos aún siguieron disminuyendo, dado que los préstamos tienden a tener una mayor duración que los depósitos y, por tanto, sus precios tardan más en corregirse, se espera que, con el tiempo, el entorno de tipos de interés más altos y un nivel más bajo de préstamos dudosos respalden la rentabilidad bancaria, siempre que las perspectivas económicas mantengan la solidez suficiente para evitar un mayor riesgo de crédito<sup>2</sup>.

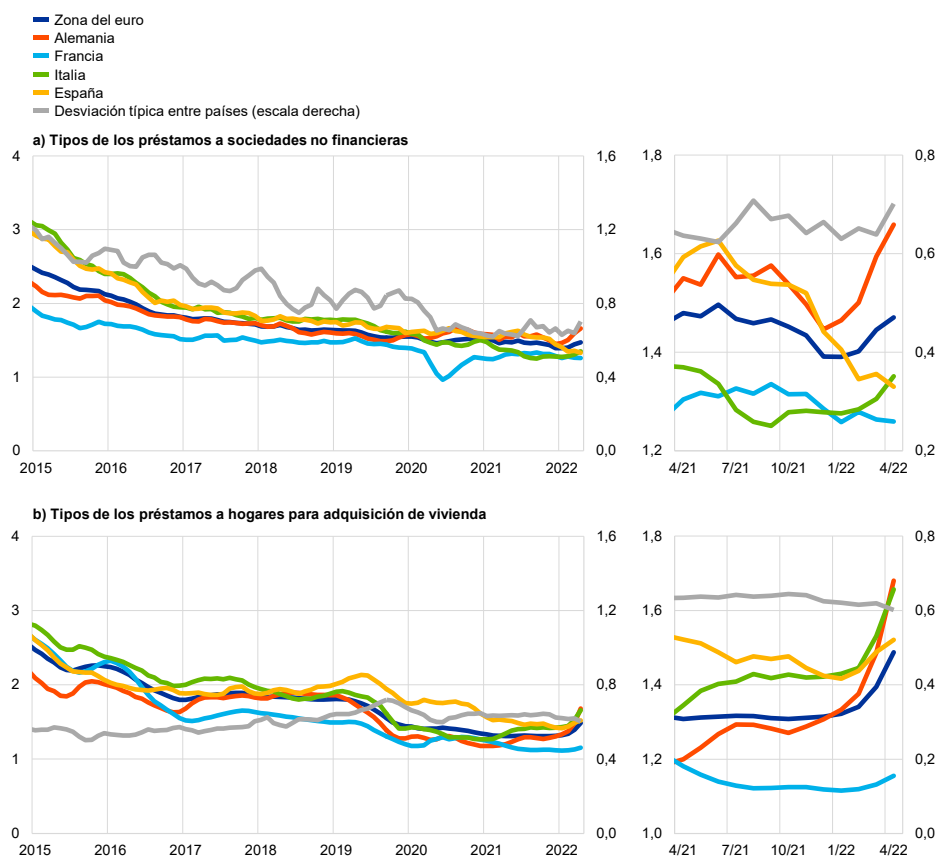
---

<sup>2</sup> Véase [Financial Stability Review](#), BCE, mayo de 2022.

## Gráfico 21

### Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a sociedades no financieras y a hogares en una selección de países

(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 abril de 2022.

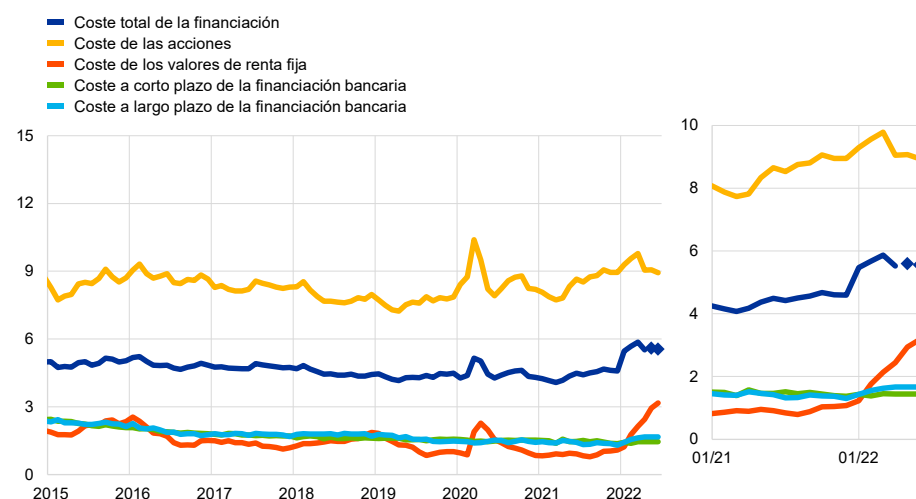
**En el período comprendido entre el 10 de marzo y el 8 de junio de 2022, el coste de las emisiones de valores de renta fija de las empresas se incrementó sustancialmente, mientras que el de la financiación mediante acciones disminuyó.** El incremento del coste de los valores de renta fija se debe al repunte significativo de los tipos de interés libres de riesgo, aunque los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron ligeramente. El descenso del coste de las acciones puede atribuirse a la reducción de la prima de riesgo de las acciones, dado que la incertidumbre descontada en los mercados de renta variable cayó pese al deterioro de las expectativas de crecimiento de los beneficios a largo plazo (sección 4). El aumento del tipo de descuento impulsó al alza el coste de las acciones, pero no fue suficiente para compensar el impacto moderador del retroceso de la prima de riesgo. Suponiendo que el coste de la financiación bancaria se ha mantenido sin variación en su nivel de abril, el coste total de la financiación externa habría disminuido hasta el 5,6 % el 8 de junio de 2022, desde el 5,9 % del 10 de marzo (gráfico 22). No obstante, desde principios de 2022, el coste total de la financiación

ha registrado unos valores considerablemente más elevados que los observados en 2020 y 2021.

### Gráfico 22

#### 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 la predicción de muy corto plazo del coste total de la financiación en mayo y junio de 2022 (con datos hasta el 8 de junio de 2022), asumiendo que el coste de la financiación bancaria se mantiene sin variación en su nivel de abril de 2022. Las últimas observaciones corresponden al 8 de junio de 2022 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 3 de junio de 2022 para el coste de las acciones (datos semanales) y a abril de 2022 para el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

#### Las empresas también señalaron un endurecimiento de las condiciones de financiación en la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) de abril de 2022.

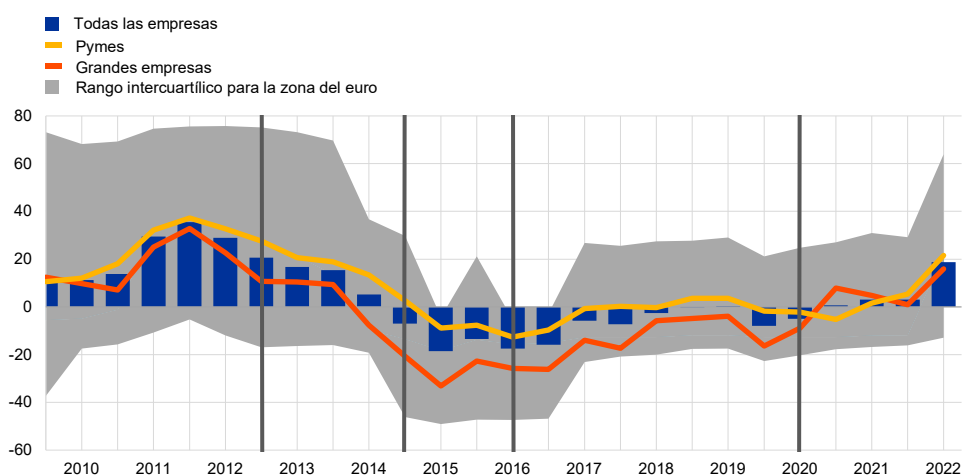
Un porcentaje significativamente más elevado de empresas indicó un incremento de los tipos de interés bancarios (el 34 %, frente al 5 % de la encuesta anterior), con una evolución similar en todos los tamaños de empresas y países. Al mismo tiempo, el porcentaje neto de empresas que señalaron aumentos de otros costes de financiación (como gastos y comisiones) continuó elevándose (hasta alcanzar el 37 %, frente al 29 %). Las sociedades también declararon que las exigencias de garantías se habían endurecido. Las empresas de la zona del euro consideraban que el entorno macroeconómico había afectado negativamente a la disponibilidad de financiación externa (-29 % en términos netos, frente al 8 %) y percibían que la disposición de los bancos a conceder crédito había seguido mejorando, aunque en menor medida que en la encuesta anterior. Un indicador sintético de la percepción de las empresas sobre las condiciones de financiación a las que se enfrentan confirma un empeoramiento en todos los tamaños de empresas: alrededor del 20 % de las grandes y de las pequeñas y medianas empresas (pymes) señaló un deterioro del indicador, teniendo en cuenta las características de las empresas y la disposición de

los bancos a conceder crédito (gráfico 23)<sup>3</sup>. Estos porcentajes tan elevados no se observaban desde mediados de 2014 y son coherentes con la información disponible del sector bancario.

### Gráfico 23

#### Percepción de las condiciones de financiación por las empresas de la zona del euro

(puntuaciones ponderadas)



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

Notas: El indicador se obtiene mediante un análisis factorial. Los valores positivos indican un deterioro de las condiciones de financiación de las empresas. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Las condiciones de financiación desde la perspectiva de las empresas de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2021. Las puntuaciones individuales están ponderadas por tamaño, actividad económica y país de las empresas para reflejar la estructura económica de la población de empresas. Dichas puntuaciones se han estandarizado para que oscilen en un rango comprendido entre -1 y 1, y se han multiplicado por 100 para obtener saldos ponderados en porcentajes. La primera línea vertical gris señala el anuncio de las operaciones monetarias de compraventa (OMT, por sus siglas en inglés); la segunda, el inicio de la primera serie de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO I) y de la política de tipos de interés negativos del BCE; la tercera, el comienzo de las TLTRO II y del programa de compras de bonos corporativos, y la última, la puesta en marcha del programa de compras de emergencia frente a la pandemia y de las TLTRO III, coincidiendo con el principio de la pandemia de COVID-19. Las últimas observaciones corresponden al período de octubre de 2021 a marzo de 2022.

#### Al mismo tiempo, las empresas de la zona del euro prevén una disminución de su acceso a la financiación externa, especialmente a la bancaria.

En concreto, anticipan un deterioro de su acceso a los préstamos bancarios y a las líneas de crédito (-15 % y -10 %, respectivamente) en el período comprendido entre abril y septiembre de 2022. Las expectativas de deterioro coincidieron en la mayoría de los países y tamaños de empresas. En esta edición de la encuesta, un porcentaje neto significativo de las empresas de la zona del euro indicó que los cambios en las perspectivas económicas generales habían tenido un impacto negativo en su acceso a la financiación (en términos netos, -29 %, frente al 8 %), siendo dicho impacto similar entre las pymes y las grandes empresas, aunque la disponibilidad de fondos externos había seguido mejorando, si bien a un ritmo más lento. En conjunto, la ligera mejoría en el acceso de las empresas a fondos externos había compensado, en general, el aumento moderado de sus necesidades de

<sup>3</sup> El indicador es uno de los tres componentes principales obtenidos de un análisis factorial utilizando las respuestas individuales de las empresas a la encuesta desde 2009 y se interpreta que guarda relación con las condiciones de los préstamos asociadas al precio. Los otros dos componentes están relacionados con la posición financiera de las empresas (en términos de beneficios y cifra de negocios) y con condiciones no asociadas al precio (exigencias de colateral y otras garantías). Para obtener una descripción detallada del indicador, véase el recuadro titulado «Las condiciones de financiación desde la perspectiva de las empresas de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2021.



financiación, de modo que la brecha de financiación externa —la diferencia entre la variación de la demanda de financiación externa y la variación de su oferta— alcanzó el 1 % (frente al -4 % de la encuesta anterior).

**El crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares mantuvo su vigor en abril de 2022.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se aceleró hasta el 5,2 % en abril, tras el 4,1% registrado en marzo y el 4,6 % observado en febrero (panel a del gráfico 24). El reciente aumento del crédito a las empresas refleja en gran medida un efecto de base. Los préstamos a más corto plazo contribuyeron considerablemente a dicho avance, debido a la persistencia de los cuellos de botella en la oferta y al incremento de los costes de los insumos, dos factores que contribuyen a acentuar la necesidad de capital circulante de las empresas. En cambio, la aportación de los préstamos a más largo plazo fue menor, dado que la actual incertidumbre está pesando sobre la necesidad de las empresas de financiar la inversión en capital fijo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo sin variación en el 4,5 % en abril (panel b del gráfico 24), respaldada por el vigor de los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que los préstamos al consumo resistieron, pese al deterioro de la confianza de los consumidores. Como se indica en la [encuesta sobre las expectativas de los consumidores](#) del BCE, esta evolución podría estar relacionada con las expectativas de los hogares de un endurecimiento del acceso al crédito y de un incremento de los costes de financiación nominales el próximo año. La evolución agregada en la zona del euro oculta diferencias crecientes entre los distintos países, que reflejan, entre otros factores, el impacto desigual de la pandemia y el hecho de que la recuperación económica no ha avanzado al mismo ritmo en todos los países<sup>4</sup>.

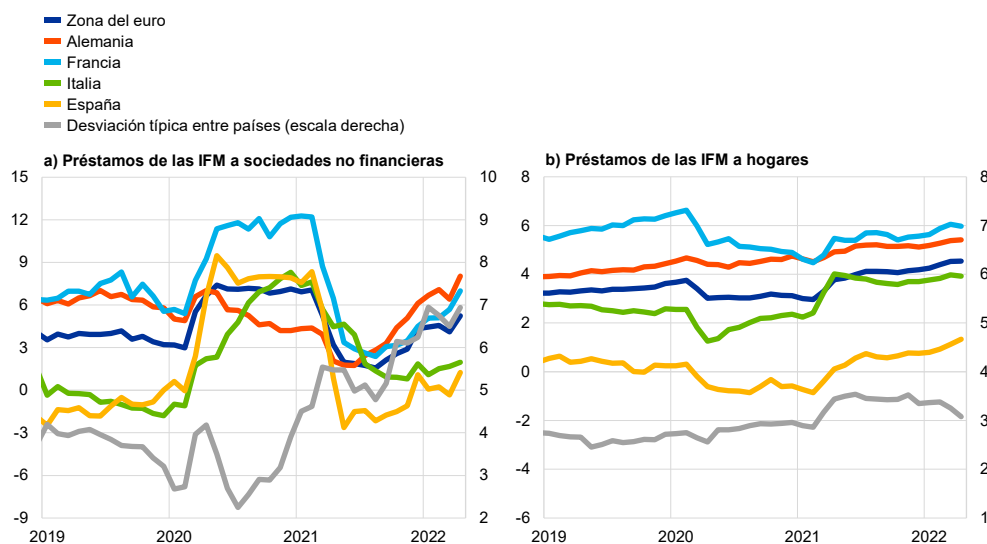
---

<sup>4</sup> 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 24

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nocial 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 abril de 2022.

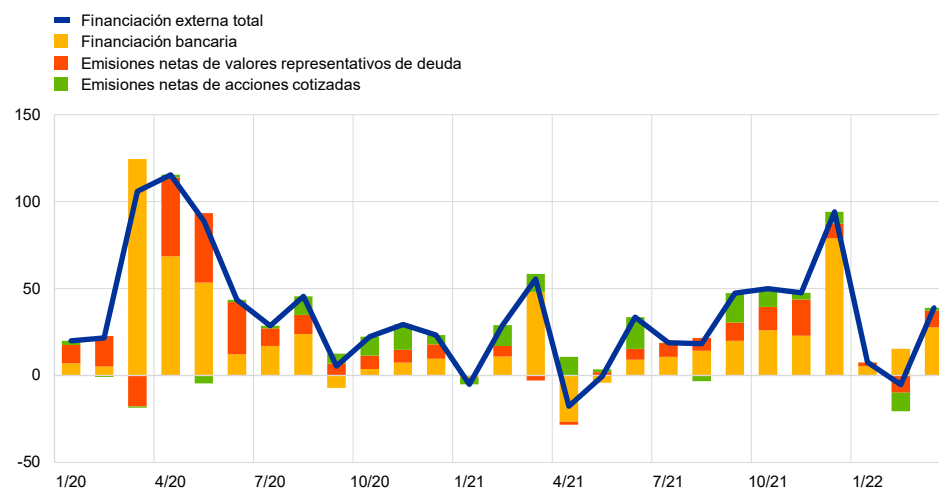
### El volumen total de financiación externa de las empresas se moderó en el primer trimestre de 2022.

La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa se redujo del 2,9 % en enero al 2,5 % en marzo, a pesar de la mayor necesidad de financiación de las empresas y del coste todavía bajo de la deuda. La moderación fue más notable en los dos primeros meses del año, tras los elevados flujos registrados a finales de 2021 (gráfico 25). En marzo, los flujos de financiación externa se vieron respaldados por los mayores volúmenes de préstamos bancarios a las empresas, en un entorno de encarecimiento de los costes de los insumos, y por la necesidad de financiación del capital circulante, debido a la persistencia de los cuellos de botella en la oferta. Además, si bien las emisiones netas de valores representativos de deuda se recuperaron hacia el final del trimestre, el aumento del coste relativo de la financiación mediante valores de renta fija indujo a las empresas a sustituir las citadas emisiones por préstamos bancarios. Las emisiones de acciones cotizadas mostraron falta de dinamismo en el primer trimestre, frenadas por recompras de acciones inusualmente cuantiosas y por el coste más elevado de la financiación mediante acciones en comparación con otros instrumentos.

## 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, Eurostat, Dealogic y cálculos del BCE.

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 las IFM están ajustados de titulaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2022.

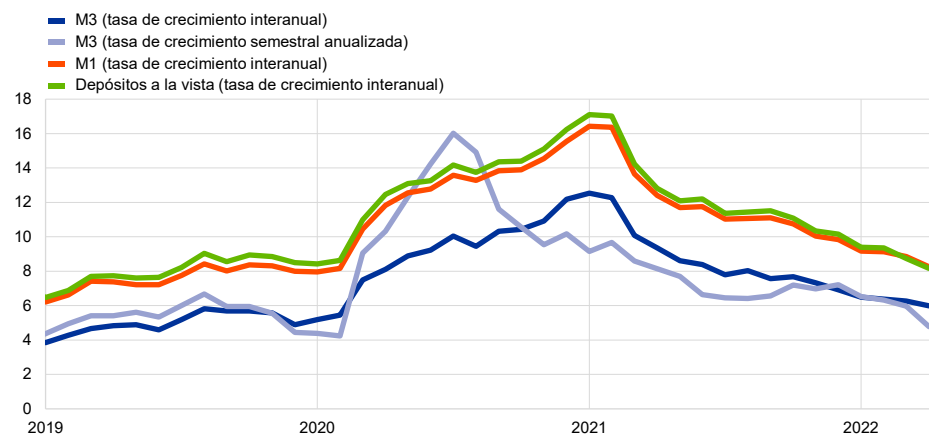
**El ritmo de acumulación de depósitos por parte de las empresas y los hogares volvió a disminuir con respecto a los elevados niveles observados durante la pandemia (gráfico 26).** La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista siguió moderándose en abril y se situó en el 8,2 %, frente al 8,7 % de marzo. La desaceleración se observó en los depósitos a la vista tanto de las empresas como de los hogares, dado que los mayores costes de los alimentos y de la energía han reducido los colchones de liquidez de las primeras y han limitado la capacidad para acumular ahorro de los segundos. Al mismo tiempo, la intensificación de la incertidumbre acerca del impacto económico de la guerra en Ucrania sigue afectando a la dinámica de los depósitos. Como puso de manifiesto el estallido de la pandemia, las empresas y los hogares responden a un aumento de la incertidumbre con un cambio en sus preferencias de liquidez, lo que implica entradas cuantiosas de fondos en los depósitos a la vista<sup>5</sup>. Los depósitos de estos dos sectores continúan creciendo de forma dispar en los distintos países, como consecuencia de sus diferentes necesidades de liquidez y medidas nacionales de apoyo fiscal.

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

## Gráfico 26

### M3, M1 y depósitos a la vista

(tasa de crecimiento interanual; tasa de crecimiento semestral anualizada; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2022.

#### El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) continuó retrocediendo hacia su media de largo plazo.

La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta el 6 % en abril, desde el 6,3 % de marzo, por lo que la tasa de crecimiento (semestral anualizada) se situó por debajo de su media de largo plazo por primera vez desde el estallido de la pandemia (gráfico 26). Por lo que se refiere a los componentes, el principal factor determinante del crecimiento de M3 continuó siendo el agregado monetario estrecho M1, como consecuencia del fuerte avance de los depósitos a la vista. En cuanto a las contrapartidas, el crédito al sector privado fue de nuevo el que más contribuyó al crecimiento interanual de M3, dado que las aportaciones de otros componentes disminuyeron. La contribución de las compras netas de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de activos y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia ha ido descendiendo, ya que las adquisiciones realizadas en el contexto de estos programas se están reduciendo de manera gradual. Asimismo, la creación de dinero está siendo frenada por el incremento de salidas monetarias netas hacia el resto del mundo, debido, en gran medida, al impacto negativo del encarecimiento de los precios de la energía sobre la balanza comercial de la zona del euro.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

*Según las proyecciones, el saldo presupuestario de la zona del euro mejorará de forma continuada hasta 2024, aunque mucho menos de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2022 y a pesar de que los resultados de 2021 fueron mejores de lo esperado. Estas perspectivas más adversas están asociadas a un empeoramiento del ciclo económico, al incremento previsto de los pagos por intereses y a un aumento del gasto público discrecional. Las medidas de apoyo fiscal han tenido por objeto, en particular, contrarrestar el encarecimiento del coste de la vida para los consumidores, pero también financiar las capacidades de defensa y ayudar a los refugiados de la guerra de Rusia en Ucrania. No obstante, según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuará reduciéndose —desde el 5,1 % del PIB en 2021 hasta el 3,8 % en 2022, y después hasta el 2,4 % al final del horizonte de proyección—. Tras la fuerte relajación observada durante la crisis del coronavirus (COVID-19) en 2020, la orientación de la política fiscal se endureció en 2021 y se prevé que continúe haciéndolo de manera gradual en 2022 y 2023. El ligero endurecimiento previsto para 2022 obedece sobre todo a la retirada de una parte significativa del apoyo de emergencia frente a la pandemia de COVID-19, que se verá compensada solo parcialmente por medidas adicionales de estímulo en respuesta a la perturbación de los precios de la energía y otros gastos relacionados con la guerra Rusia-Ucrania. A tenor de las proyecciones, el endurecimiento de la orientación fiscal será algo más fuerte en 2023, cuando se prevé que expiren muchas de las medidas de apoyo implementadas recientemente para compensar el impacto de los elevados precios energéticos. Para 2024 se espera un tono más neutral, aunque se seguiría proporcionando a la economía un respaldo fiscal importante en comparación con el período previo a la pandemia. En un contexto de mayor incertidumbre y de riesgos a la baja para las previsiones económicas en vista de la guerra en Ucrania, las subidas de los precios de la energía y la persistencia de las perturbaciones de las cadenas de suministro, el 23 de mayo de 2022 la Comisión Europea recomendó prorrogar la aplicación de la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) hasta el final de 2023. Esto permitiría adaptar las políticas fiscales a la evolución de las circunstancias si fuera necesario. Al mismo tiempo, dado que los desequilibrios presupuestarios continúan por encima de sus niveles prepandémicos y la inflación se mantiene excepcionalmente alta, la política fiscal ha de ser cada vez más selectiva y focalizada para evitar agravar las presiones inflacionistas a medio plazo y, al mismo tiempo, asegurar la sostenibilidad fiscal en ese mismo horizonte.*

**De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2022, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuará mejorando durante el horizonte de proyección<sup>6</sup>.** La ratio de déficit de las Administraciones Públicas de

<sup>6</sup> Véase «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2022», publicado en el sitio web del BCE el 9 de junio de 2022.

la zona descendió hasta el 5,1 % del PIB en 2021, tras alcanzar un nivel sin precedentes —el 7,1 %— en 2020. Se prevé que siga disminuyendo hasta el 3,8 % del PIB en 2022, y después hasta el 2,6 % y el 2,4 % del PIB, respectivamente, en 2023 y 2024 (gráfico 27). Tras las medidas de respaldo económico adoptadas en respuesta a la pandemia de COVID-19, equivalentes a aproximadamente el 3,9 % del PIB en 2020, el apoyo para afrontar la crisis y para la recuperación en la zona del euro habría aumentado hasta alrededor del 4,2 % del PIB en 2021. Este ascenso se debe a que los Gobiernos prolongaron la vigencia de sus medidas de emergencia frente a la pandemia e incrementaron progresivamente su dotación o adoptaron medidas nuevas para respaldar la recuperación, entre ellas las establecidas por los países en sus planes nacionales de recuperación y resiliencia en el marco del programa *Next Generation EU* (NGEU)<sup>7</sup>. El importante componente cíclico negativo —que contribuyó al considerable aumento del déficit público en 2020— se redujo moderadamente en 2021. A tenor de las proyecciones, la mejora continuada del saldo presupuestario a partir de 2022 estará impulsada principalmente por el ciclo económico, pero también por un saldo primario ajustado de ciclo más elevado, ya que gran parte de las medidas de emergencia han empezado a expirar y las nuevas no son tan cuantiosas. Ahora se espera que, a lo largo de todo el horizonte de proyección, los pagos por intereses contribuyan al saldo presupuestario en bastante mayor medida de lo que se preveía anteriormente. Con todo, en porcentaje del PIB, seguirán siendo, en general, similares a los pagos por intereses observados entre 2019 y 2021. Esto refleja el hecho de que, aunque los tipos de interés de las nuevas emisiones de deuda soberana han aumentado de manera significativa, están próximos al tipo de interés medio que se paga sobre el *stock* de deuda existente.

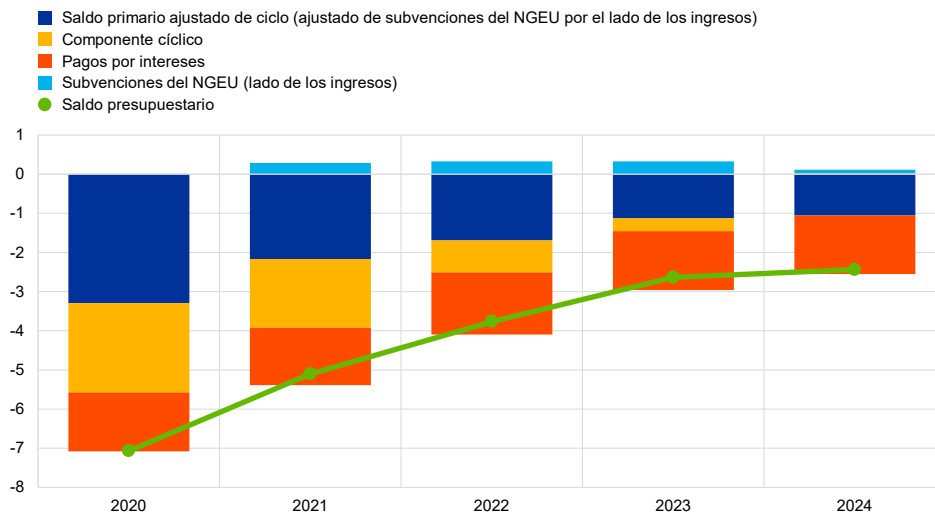
---

<sup>7</sup> 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 2023. Junto con una cantidad limitada de préstamos, se prevé que financien gastos presupuestarios equivalentes al 2,7 % 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.

## Gráfico 27

### Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



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

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

**La orientación de la política fiscal de la zona del euro se tornó bastante más restrictiva en 2021, pero debería endurecerse menos en 2022 conforme los Gobiernos adopten medidas en respuesta a los efectos de la guerra Rusia-Ucrania<sup>8</sup>.** El endurecimiento de la orientación de la política fiscal ajustada por las subvenciones del NGEU en 2021 refleja principalmente factores no discrecionales, mientras que se siguió respaldando a la economía con medidas fiscales discrecionales. En 2022 se prevé que el tono fiscal se endurezca ligeramente, sobre todo como consecuencia de la continuación de la retirada de una parte sustancial del apoyo de emergencia frente a la pandemia, que se verá compensada solo en parte por medidas expansivas adicionales. El objetivo de estas es contrarrestar el encarecimiento del coste de la vida para los consumidores, pero también financiar la capacidad de defensa y ayudar a los refugiados de la guerra de Ucrania. Se prevé que el endurecimiento fiscal continúe en 2023, cuando se espera que hayan expirado la mayoría de esas medidas. Al final del horizonte de proyección, se prevé una orientación prácticamente neutral, aunque se seguirá proporcionando un importante respaldo a la economía<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. 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.

<sup>9</sup> El impacto de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro fue de -4 puntos porcentuales del PIB en 2020 y se estima que en 2021 ascendió a +1 punto porcentual del PIB. Se prevé que sea de +0,2, +0,6 y +0,1 puntos porcentuales del PIB en 2022, 2023 y 2024, respectivamente, tras ajustar por los ingresos relacionados con las subvenciones del NGEU. En comparación con las proyecciones de marzo de 2022, se ha revisado a la baja en 0,8 puntos porcentuales para 2022 y al alza en 0,3 puntos porcentuales para 2023.

**Pese que el resultado de 2021 fue mejor de lo esperado, el saldo presupuestario de la zona del euro se ha revisado a la baja en todo el horizonte de proyección.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2022, la ratio del saldo presupuestario en relación con el PIB de la zona del euro en 2021 fue 0,4 puntos porcentuales más alta de lo esperado, fundamentalmente debido a que la cifra de ingresos superó las previsiones. Pese a este efecto base positivo, el saldo presupuestario se ha corregido a la baja en 0,7, 0,5 y 0,4 puntos porcentuales anuales para 2022, 2023 y 2024, respectivamente. En el acumulado del horizonte de proyección, estas revisiones a la baja obedecen sobre todo a un deterioro del componente cíclico y a unos pagos por intereses sensiblemente más elevados, pero las medidas adicionales de estímulo de carácter discrecional también contribuyen a la corrección a la baja del saldo primario —de 0,3 puntos porcentuales— en 2022<sup>10</sup>.

**Después de registrar un fuerte incremento en 2020, la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro disminuyó ligeramente en 2021 y se espera que se reduzca poco a poco hasta situarse justo por debajo del 90 % del PIB en 2024, muy por encima de su nivel anterior a la crisis.** Tras un ascenso de la ratio de deuda de casi 13 puntos porcentuales —hasta el 97 %— 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 de un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable. Según las proyecciones, en el período 2022-2024 esta ratio continuará descendiendo de manera lenta pero continua, ya que los déficits primarios —que contribuyen al aumento de la deuda— se ven compensados por las contribuciones todavía positivas de los diferenciales tipo de interés-crecimiento y, de forma limitada en los dos primeros años, por los ajustes entre déficit y deuda (gráfico 28). Se espera que al final del horizonte de proyección, en 2024, la ratio de deuda se estabilice justo por debajo del 90 % del PIB, es decir, 12 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en 2019, antes de la crisis.

---

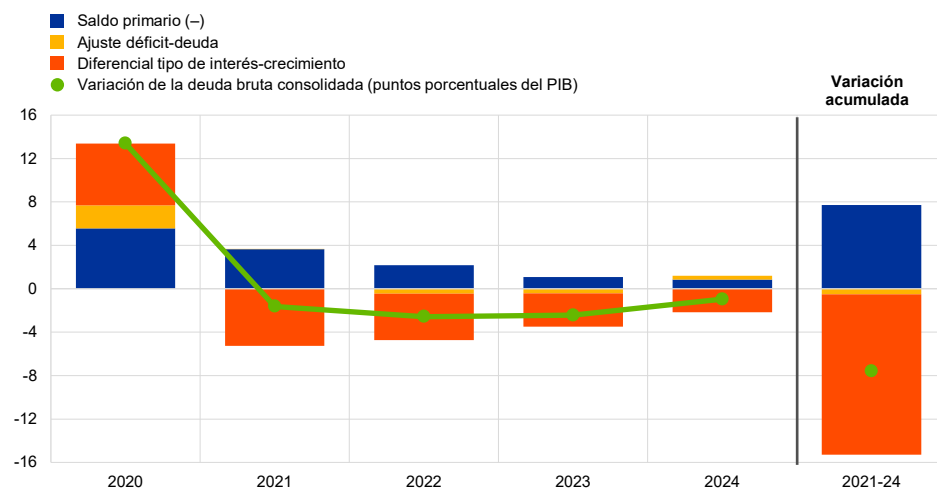
<sup>10</sup> Se estima que las medidas adicionales de apoyo público destinadas a compensar el aumento de los precios de la energía y otros gastos en respuesta a la guerra en Ucrania ascenderán al 0,9 % del PIB en 2022.



## Gráfico 28

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

(porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)



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

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

**Los supuestos y proyecciones fiscales de referencia están sujetos a una elevada incertidumbre, en especial asociada a la guerra en Ucrania.** En lo que respecta a los supuestos fiscales, los riesgos para el escenario de referencia actual apuntan a medidas de estímulo fiscal adicionales a corto plazo. Se estima que dichos riesgos se concentran en 2022, y están relacionados con nuevas medidas de compensación del encarecimiento de la energía, así como con otros gastos asociados a los efectos de la guerra. Se considera que los riesgos para la evolución de las finanzas públicas durante el resto del horizonte de proyección están, en general, equilibrados.

**Las medidas presupuestarias con objetivo específico y temporales protegen a los ciudadanos más afectados por la subida de los precios energéticos y limitan al mismo tiempo el riesgo de incrementar las presiones inflacionistas.**

En un contexto de mayor incertidumbre y de riesgos a la baja para las previsiones económicas en vista de la guerra Rusia-Ucrania, el encarecimiento de la energía y la persistencia de las perturbaciones de las cadenas de suministro, el 23 de mayo de 2022 la Comisión Europea recomendó prorrogar la aplicación de la cláusula general de salvaguardia del PEC hasta el final de 2023<sup>11</sup>. Esto permitiría adaptar las políticas fiscales a la evolución de las circunstancias si fuera necesario. A medio plazo, 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.

<sup>11</sup> Véase [Comunicación de la Comisión Europea al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Europeo de Inversiones: Semestre Europeo de 2022 – Paquete de primavera, COM\(2022\) 600 final, Comisión Europea, 23 de mayo de 2022.](#)

# Recuadros

## 1 El impacto de la guerra en Ucrania en los mercados energéticos de la zona del euro

Jakob Feveile Adolfsen, Friderike Kuik, Eliza Magdalena Lis y Tobias Schuler

**La guerra en Ucrania ha provocado un acusado incremento de los precios de la energía y una volatilidad significativa en los mercados energéticos.** En un contexto de interrupciones del suministro de energía y sanciones cada vez más estrictas al sector energético ruso, los precios han registrado fluctuaciones, en particular al tratar los mercados de determinar las posibles implicaciones para la oferta mundial de energía. Dada su gran dependencia del suministro ruso antes de la invasión, los mercados energéticos de la zona del euro se han visto especialmente afectados. En este recuadro se repasa el impacto que la guerra en Ucrania ha tenido hasta la fecha en dichos mercados. Se describe el papel de Rusia en la oferta de energía en la zona del euro y se analizan distintas medidas que han incidido en los precios. En este contexto, también se consideran las repercusiones para los precios de las materias primas energéticas y los precios de consumo de la energía en la zona.

**Los precios del petróleo, el carbón y el gas se dispararon inmediatamente después de la invasión rusa de Ucrania y desde entonces han sido volátiles.**

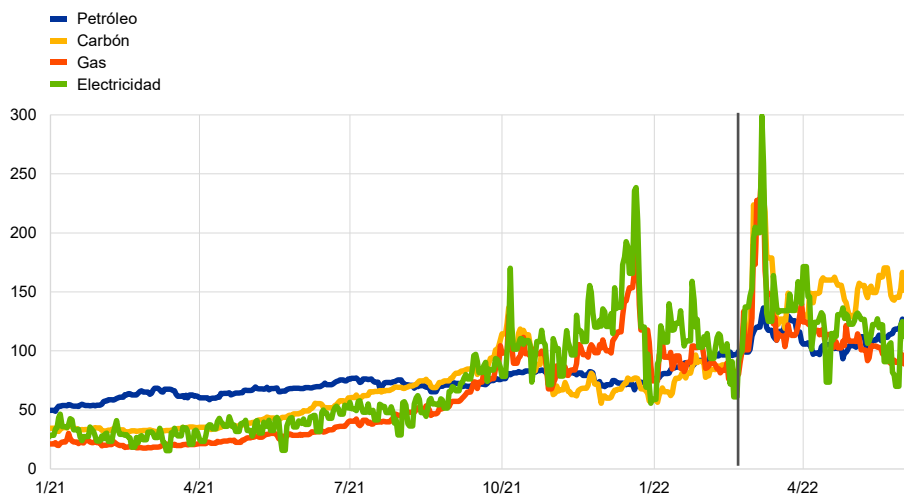
La volatilidad de los precios de las materias primas energéticas empezó a incrementarse en diciembre de 2021, cuando proliferaron las informaciones sobre una posible invasión de Ucrania por parte de Rusia. En las dos semanas siguientes a la invasión, los precios del petróleo, el carbón y el gas subieron alrededor de un 40 %, un 130 % y un 180 %, respectivamente (gráfico A). El encarecimiento del gas también causó un ascenso de los precios de la electricidad en los mercados mayoristas de la zona del euro. Desde entonces, los precios de las materias primas energéticas se han moderado: los del petróleo y el gas se sitúan, respectivamente, un 27 % y un 50 % por encima de sus niveles previos a la invasión, mientras que los del gas son un 11 % más bajos que antes del conflicto. Recientemente se ha observado un nuevo repunte de los precios del crudo, reflejo del acuerdo de los países de la UE para embargar la mayoría de las importaciones de petróleo ruso, así como del aumento de la demanda mundial de esta materia prima tras la relajación de las restricciones asociadas al COVID-19 en China. Los precios mayoristas de la electricidad son un 8 % más altos que antes de la invasión, pero se han mantenido muy volátiles, afectados en particular por las medidas adoptadas por las autoridades en respuesta a sus subidas.

## Gráfico A

### Precios de la energía antes y después de la invasión de Ucrania

#### Precios de la energía

(índice: 23 de febrero de 2022 = 100)



Fuentes: Refinitiv, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Para el petróleo se muestran los precios del Brent, para el gas se indican los precios *day-ahead* (con entrega el siguiente día laborable) en el mercado TTF holandés, y los precios del carbón son los precios del mercado de futuros sobre el carbón de Róterdam. Los precios de la electricidad en los mercados mayoristas de la zona del euro se calcularon como la media ponderada (utilizando la generación de electricidad neta como ponderación) de los precios observados en los cinco mercados más importantes. La línea vertical señala el comienzo de la invasión rusa de Ucrania. Las últimas observaciones corresponden al 7 de junio de 2022.

#### Las tensiones en el suministro energético procedente de Rusia pueden afectar a la zona del euro tanto a través de los precios en el mercado mundial como por la vía directa del suministro.

En 2019, la producción energética de Rusia representaba el 12 % de la oferta mundial de petróleo, el 5 % de la de carbón y el 16 % de la de gas. En 2021, el país fue el mayor proveedor de materias primas energéticas para la zona del euro, a la que suministró el 23 % del total de sus importaciones de energía (panel a del gráfico B). Rusia fue el país de procedencia del 23 % y el 43 % de las importaciones respectivas de crudo y carbón de la zona del euro en 2020, que supusieron el 9 % y el 2 % del consumo de energía primaria de la zona en ese año. No obstante, la zona del euro depende especialmente de las importaciones de gas natural ruso, que en 2020 ascendieron al 35 % de las importaciones de esa materia prima de la zona y representaron el 11 % de su consumo de energía primaria (panel b del gráfico B)<sup>1</sup>. Alemania e Italia son los dos grandes países de la zona del euro más dependientes del gas ruso. El grado de sustituibilidad de estas fuentes de energía es pertinente para cualquier análisis de las consecuencias económicas de la guerra sobre los precios de la energía y el suministro energético a la zona del euro.

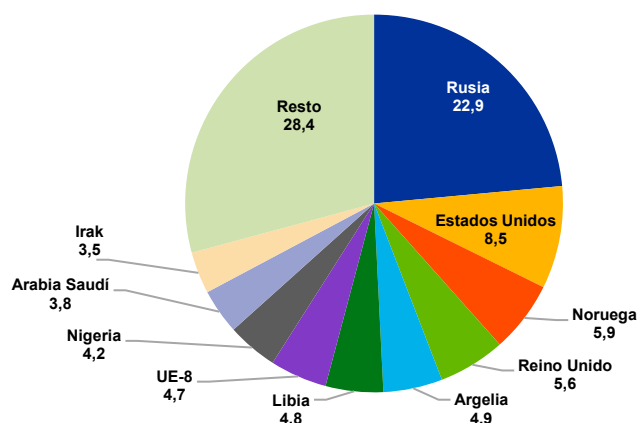
<sup>1</sup> El gas natural es el segundo recurso energético primario más importante en la zona del euro después de los productos petrolíferos (véase el recuadro titulado «Dependencia del gas natural y riesgos para la actividad de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022).

## Gráfico B

### Participación de Rusia en las importaciones de energía y de gas de la zona del euro

a) Importaciones de energía, por país de origen

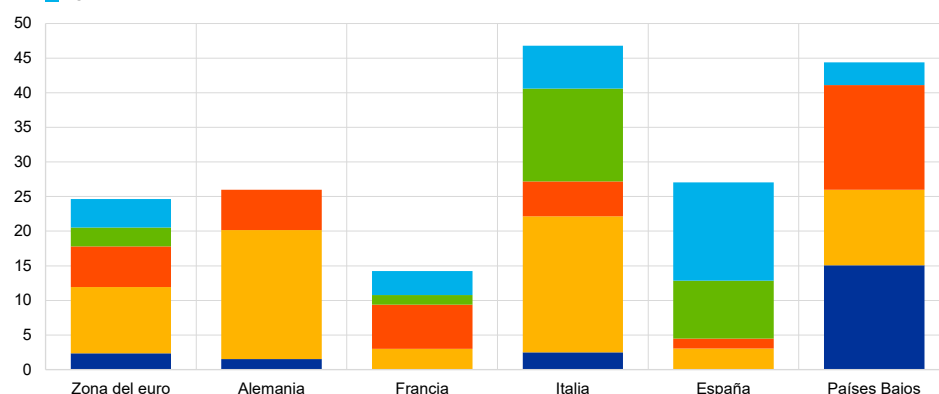
(porcentajes)



b) Participación de las importaciones de gas en el consumo de energía primaria\*

(porcentajes)

- Producción interior
- Importaciones desde Rusia
- Importaciones desde Noruega
- Importaciones desde otros países
- Gas natural licuado



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las importaciones desde otros países incluyen importaciones procedentes de Argelia, Libia y Azerbaiyán. UE-8 se refiere a República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia. El gas natural licuado excluye las importaciones procedentes de Rusia, Noruega y otros países. \*Datos ajustados para tener en cuenta las reexportaciones. Las últimas observaciones corresponden a 2021 para el panel a y a 2020 para el panel b.

### La Unión Europea (UE) ha impuesto sanciones económicas a la industria energética rusa, en especial a los sectores del carbón y el petróleo.

Las sanciones también incluyen una prohibición de las exportaciones desde la UE de bienes y tecnología avanzada que se utilizan para desarrollar los sectores del petróleo y el gas de Rusia. Además, la UE ha prohibido la importación de carbón procedente de ese país a partir de agosto de 2022. En la reunión extraordinaria del Consejo Europeo de finales de mayo, se decidió poner fin a la mayoría de las importaciones de petróleo ruso. Los acuerdos prevén la prohibición de todos los envíos de crudo por vía marítima desde Rusia a finales de año, con una excepción temporal para el petróleo que se suministra por oleoducto. Aunque el crudo que llega por mar supone alrededor de dos terceras partes de las importaciones totales

de este recurso energético procedentes de Rusia, se espera que, en la práctica, el embargo afecte a aproximadamente el 90 % de las importaciones de petróleo de origen ruso, ya que, según se ha informado, Alemania y Polonia se han comprometido a dejar de importar crudo suministrado por oleoducto<sup>2</sup>. Inmediatamente después de la invasión rusa de Ucrania, las empresas europeas comenzaron a imponer sus propias «sanciones»; así, empresas de energía, de transporte y de seguros cortaron sus lazos con el sector energético de Rusia, lo que se tradujo en una caída del 23 % de los envíos de petróleo ruso a Europa en marzo. Rusia ha logrado redirigir las exportaciones de esta materia prima a otros destinos, como India, pero comienzan a observarse indicios de reducciones significativas y persistentes de la producción rusa de crudo, y se prevé que el suministro de petróleo desde ese país caiga un 25 % en el segundo semestre de 2022 con respecto a principios de año (panel a del gráfico C)<sup>3</sup>. El nivel persistentemente bajo de la producción rusa apunta a un aumento del tensionamiento en el mercado mundial de petróleo, salvo que otros productores importantes aceleren la producción<sup>4</sup>. Esto causaría revisiones a la baja de las previsiones sobre la oferta mundial de crudo para el resto del año de cerca de un 3 % desde el inicio de la invasión (panel b del gráfico C).

---

<sup>2</sup> Tras la invasión de Ucrania, Estados Unidos, Reino Unido y Canadá prohibieron todas las importaciones de petróleo y gas procedentes de Rusia. Sin embargo, la UE importa cantidades muy superiores de energía rusa y sus sanciones tendrán una incidencia mayor en el sector energético de ese país.

<sup>3</sup> La producción de crudo se redujo en aproximadamente 1 millón de barriles diarios, hasta situarse en 10 millones de barriles diarios en abril.

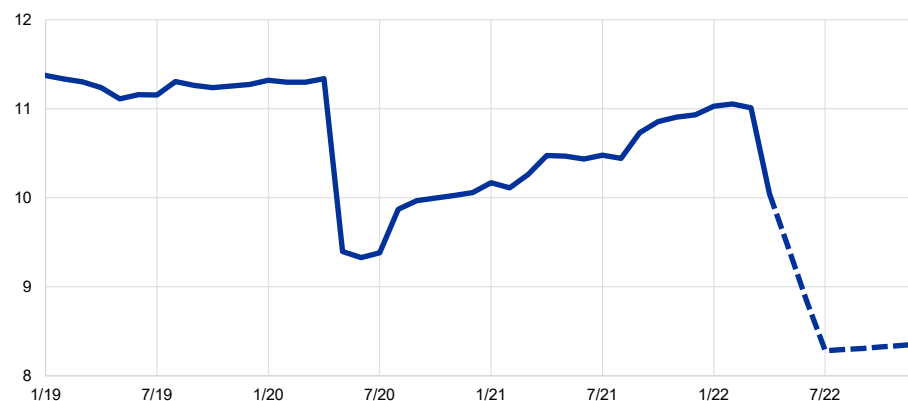
<sup>4</sup> El 2 de junio, el grupo de países productores de petróleo que forman la OPEP+ decidió acelerar la producción de petróleo en julio y agosto en casi 650.000 barriles diarios, frente al incremento anteriormente previsto de unos 400.000 barriles diarios. La magnitud de este aumento de la producción no es suficiente para compensar plenamente la escasez de oferta rusa.

## Gráfico C

### Revisiones a la baja de las previsiones de oferta de petróleo

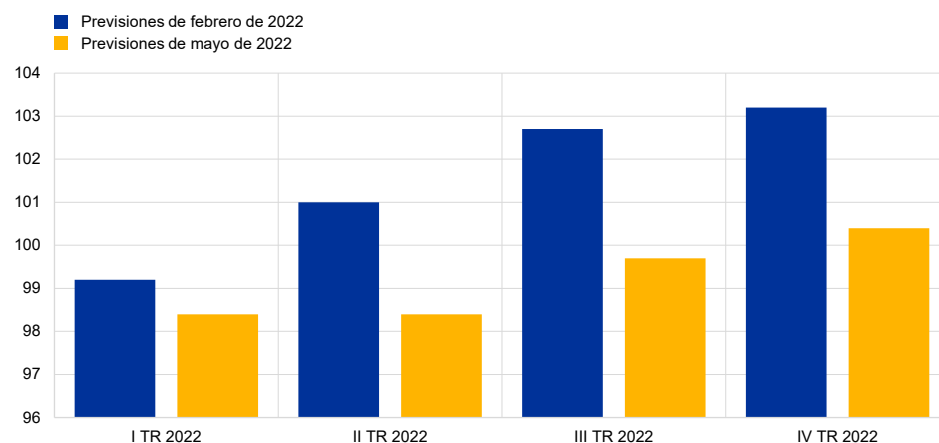
#### a) Oferta rusa de petróleo

(millones de barriles diarios)



#### b) Oferta mundial de petróleo

(millones de barriles diarios)



Fuente: Agencia Internacional de la Energía (AIE).

Nota: Estimaciones procedentes de los *Oil Market Reports* de la AIE.

**La UE ha tomado medidas para dejar de depender del gas ruso.** Aunque las sanciones contra las exportaciones rusas de gas impuestas por la UE han tenido un alcance restringido, se ha aplazado la puesta en funcionamiento del gasoducto Nord Stream 2 entre Rusia y Alemania que se terminó de construir hace poco. Parece que, de momento, la guerra en Ucrania ha tenido un efecto relativamente reducido en los flujos de gas ruso a la zona del euro, pero se observan señales de un aumento de los riesgos para el suministro de este recurso a la zona. Por ese motivo, la UE pretende reducir su dependencia del gas ruso en casi dos tercios antes de que termine 2022 (el plan «REPowerEU»<sup>5</sup>). Así, prevé sustituir en torno a un tercio del gas ruso incrementando las importaciones de gas natural licuado suministradas por otros proveedores como Estados Unidos y Qatar. Otro 6 % del gas debería llegar a través de gasoductos desde países como Noruega. En comparación con el

<sup>5</sup> La intención es que la UE llegue a ser plenamente independiente de los combustibles fósiles rusos bastante antes de 2030 implementando una serie de iniciativas que incluyen diversificar los suministros de combustibles fósiles, ahorrar energía, acelerar el despliegue de las energías renovables y sustituir los combustibles fósiles en la calefacción y la generación de electricidad.

petróleo y el carbón, el gas es la fuente de energía que resulta más difícil de reemplazar para algunos países de la zona del euro, ya que todavía no se dispone de las infraestructuras que se precisan para acceder a otros proveedores. Por ese motivo, Alemania e Italia, entre otros países, han estado trabajando para dotarse de las infraestructuras necesarias ampliando la capacidad de regasificación, y también han cerrado acuerdos para comprar gas a otros proveedores alternativos<sup>6</sup>. Los esfuerzos de los países de la UE por sustituir el gas ruso, unidos a la baja demanda como consecuencia de las suaves condiciones meteorológicas, se han traducido en un acusado incremento de las existencias europeas de esta materia prima, que ha ayudado a reducir los precios. Como represalia, en los meses de abril y mayo de 2022, Rusia dejó de entregar gas a Polonia, Bulgaria, Finlandia, Dinamarca y Países Bajos, que se negaron a plegarse a las exigencias rusas de que pagaran el suministro en rublos. En mayo de 2022, Rusia impuso sanciones a la parte polaca del gasoducto Yamal-Europa, que transporta gas a Alemania, así como a la filial alemana de Gazprom, después de que el regulador de la red energética de este país asumiera su control en abril.

**Otros factores han contribuido también a frenar en cierta medida los precios de las materias primas energéticas.**

Para mitigar los elevados riesgos que la guerra en Ucrania supone para la oferta mundial de energía, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) ha anunciado que prevé liberar la mayor cantidad de reservas estratégicas de petróleo de su historia<sup>7</sup>. Además, la reintroducción de confinamientos por el COVID-19 en China a principios de 2022 presionó a la baja la demanda de energía en un primer momento. Sin embargo, más recientemente las tasas de contagio por COVID-19 han caído de manera considerable en ese país y hay indicios de que la actividad económica mejoró en mayo, con lo que la demanda mundial de petróleo volvió a incrementarse.

**El encarecimiento de las materias primas energéticas intensificó la presión sobre los precios de consumo de la energía en febrero y marzo de 2022.**

La inflación de los precios del componente energético del IAPC aumentó hasta el 32 % en febrero y siguió creciendo hasta llegar al 44 % en marzo, antes de retroceder ligeramente hasta el 38 % en abril y el 39 % en mayo (panel a del gráfico D)<sup>8</sup>. Los ascensos registrados hasta marzo reflejaron el fuerte aumento intermensual de los precios de todos los principales componentes energéticos (combustibles líquidos,

<sup>6</sup> Desde que Rusia invadió Ucrania, se ha sustituido una pequeña parte de las importaciones de gas incrementando las compras a otros proveedores, como Noruega. Alemania ha reducido sus importaciones de gas de Rusia (del 55 % al 45 %) y espera ser prácticamente independiente para 2024. Italia ha anunciado que eliminará de manera gradual las importaciones de Rusia hasta alcanzar la independencia total al final de 2024, para lo que recurrirá a otros proveedores como Argelia. Estonia, Letonia y Lituania también han dejado de importar gas ruso en el marco de los esfuerzos europeos por reducir la dependencia de la energía rusa.

<sup>7</sup> En marzo, la AIE anunció la liberación estratégica de un total de 60 millones de barriles de sus reservas, el 50 % de ellos suministrados por Estados Unidos. Posteriormente, en abril anunció que se liberarían 1,3 millones de barriles diarios a lo largo de seis meses, de los que 1 millón de barriles proceden de Estados Unidos.

<sup>8</sup> Las contribuciones respectivas de los combustibles líquidos, la electricidad y el gas fueron de 22, 12 y 10 puntos porcentuales en marzo y de 17, 9 y 10 puntos porcentuales en abril.

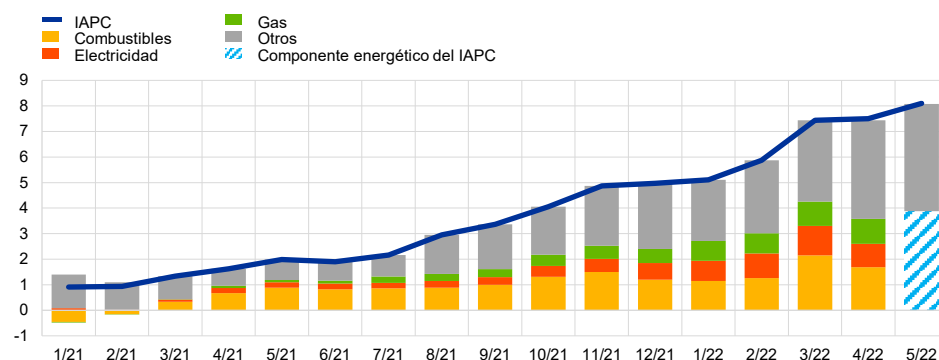
electricidad y gas) debido al auge de los mercados mundiales de materias primas y al incremento de los márgenes de refino<sup>9</sup>.

### Gráfico D

Aumento de la inflación de los precios del componente energético del IAPC y medidas fiscales adoptadas por los Gobiernos para frenarlo

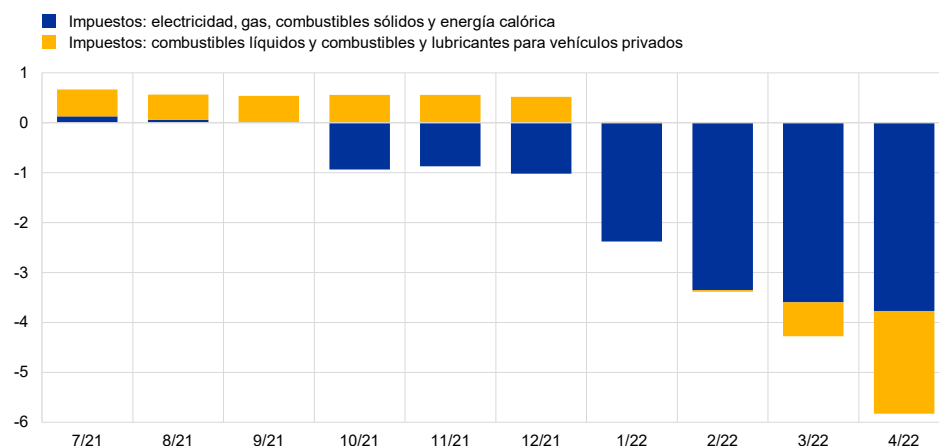
#### a) Contribución de la energía a la evolución global del IAPC

(porcentajes; contribuciones en puntos porcentuales)



#### b) Contribución de las medidas fiscales a la reducción de la inflación del componente energético del IAPC

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El impacto de las modificaciones de los impuestos indirectos se calcula como la diferencia entre la inflación del componente energético del IAPC y la inflación del componente energético del IAPC a impuestos constantes, bajo el supuesto de una traslación completa e inmediata de los impuestos indirectos. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022 para la inflación del componente energético del IAPC y los combustibles, y a abril de 2022 para el resto de los elementos.

**La tasa de crecimiento de los precios del componente energético del IAPC siguió siendo alta en abril y mayo de 2022, aunque las presiones se redujeron, no solo debido a la evolución de los precios de las materias primas energéticas antes descrita, sino también a las medidas públicas de mitigación adoptadas.** Numerosos Gobiernos de la zona del euro han proporcionado ayudas

<sup>9</sup> Los precios de la electricidad en los mercados mayoristas europeos se ven fuertemente influidos por el precio del gas natural, ya que, con frecuencia, la generación de electricidad mediante gas es la tecnología marginal en la fijación de dichos precios. Véase también el artículo titulado «[Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#)» en este Boletín Económico.



para compensar a los hogares por los elevados precios de la energía. La mayoría de ellos también redujeron los impuestos especiales y sobre el valor añadido, lo que tuvo un efecto a la baja directo sobre los precios de consumo<sup>10</sup>. Como resultado de las modificaciones de impuestos indirectos acometidas en varios países a partir del otoño de 2021, la inflación de los precios de la energía se moderó 4,3 puntos porcentuales en marzo y 5,8 puntos porcentuales en abril de 2022 (panel b del gráfico D)<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Otras medidas aplicadas incluyen transferencias (por ejemplo, para los hogares con rentas bajas) o el establecimiento de topes de precios en el mercado mayorista y no se reflejan directamente en el IAPC.

<sup>11</sup> La contribución de los impuestos a los niveles generales de precios de la energía se explica en el artículo titulado «[Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#)» en este Boletín Económico.

## El impacto de la invasión rusa de Ucrania sobre la actividad de la zona del euro a través del canal de la incertidumbre

Alina Bobasu y Roberto A. De Santis

**La invasión de Ucrania por parte de Rusia ha aumentado significativamente la incertidumbre en la zona del euro.** Aunque los elevadísimos precios de la energía y la nueva escasez de suministros como consecuencia de la guerra son factores observables importantes que afectan a la actividad económica, también influye de manera relevante un tercer factor no observable: el incremento de la incertidumbre asociada. La literatura económica define una perturbación de incertidumbre como el resultado de un suceso aleatorio (como una guerra) que hace que las perspectivas económicas sean menos predecibles<sup>1</sup>. Como resultado de la mayor incertidumbre, la confianza económica disminuye, dando lugar a recortes en el gasto esperado de los hogares y las empresas. La finalidad de este recuadro es estudiar las implicaciones macroeconómicas de la elevada incertidumbre en la zona del euro provocada por la invasión de Ucrania, poniendo el foco en el PIB, la demanda interna (inversión empresarial y consumo) y la evolución de los principales sectores (manufacturas y servicios, y bienes duraderos y no duraderos).

**La incertidumbre afecta a la economía a través de diferentes canales.** Un canal frecuentemente citado en la literatura está vinculado con la «irreversibilidad de la inversión»<sup>2</sup>. La inversión suele ser muy difícil de revertir, dados los costes fijos asociados. Por tanto, el aumento de la incertidumbre puede inducir a las empresas a retrasar o renunciar a la inversión, con el fin de tomar decisiones de inversión mejor informadas cuando las perspectivas económicas sean más claras. Un segundo canal está relacionado con el «ahorro por motivo de precaución»<sup>3</sup>. En respuesta a una perturbación de incertidumbre (que puede afectar negativamente a las rentas futuras), los hogares intentan ahorrar más y consumir menos. Un tercer canal está asociado a la interrelación entre una incertidumbre elevada y «fricciones» financieras (como restricciones de endeudamiento), que puede tener efectos potentes sobre la actividad económica, dado que las condiciones financieras para las empresas y los hogares normalmente tienden a deteriorarse después de una perturbación de incertidumbre<sup>4</sup>.

**Se utiliza un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR) con restricciones de signo y de narrativa para identificar las perturbaciones de**

<sup>1</sup> Véanse K. Jurado, S. C. Ludvigson y S. Ng, «[Measuring uncertainty](#)», *American Economic Review*, vol. 105, n.º 3, 2015, pp. 1177-1216; y C. Scotti, «[Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 82, 2016, pp. 1-19.

<sup>2</sup> Véase N. Bloom, «[The impact of uncertainty shocks](#)», *Econometrica*, vol. 77, n.º 3, 2009.

<sup>3</sup> Véase S. Basu y B. Bundick, «[Uncertainty shocks in a model of effective demand](#)», *Econometrica*, vol. 85, n.º 3, 2017.

<sup>4</sup> Véanse L. J. Christiano, R. Motto y M. Rostagno, «[Risk shocks](#)», *American Economic Review*, vol. 104, n.º 1, 2014; y S. Gilchrist, J. W. Sim y E. Zakrajšek, «[Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics](#)», *NBER Working Papers*, n.º 20038, 2014.

**incertidumbre (gráfico A).** En la literatura se han usado diversos métodos para identificar dichas perturbaciones. Normalmente se presupone que los cambios repentinos en variables distintas de la incertidumbre no afectan a la incertidumbre de forma contemporánea<sup>5</sup>. Sin embargo, la causalidad puede operar en ambas direcciones: por ejemplo, las perturbaciones de incertidumbre afectan a la actividad económica, pero también es probable que las perturbaciones adversas sobre la producción (es decir, perturbaciones de demanda negativas) incrementen la incertidumbre. En este recuadro se identifican perturbaciones de incertidumbre utilizando un modelo SVAR con restricciones de signo y de narrativa, que tiene en cuenta esta relación contemporánea entre variables. En concreto, el modelo incorpora el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), el PIB mensual interpolado, el tipo OIS (*overnight index swap*) a diez años, los diferenciales de los bonos corporativos y el indicador sintético de estrés sistémico (CISS, por sus siglas en inglés)<sup>6</sup>. Este último se utiliza para identificar perturbaciones de incertidumbre mediante restricciones de narrativa, asumiendo que la perturbación de incertidumbre explica la mayor parte de la dinámica del CISS en septiembre de 2001 (atentados terroristas contra las Torres Gemelas en Nueva York) y en agosto de 2007 (crisis de crédito interbancario)<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Para Estados Unidos, véanse Bloom (2009, *op. cit.*), Jurado *et al.* (2015, *op. cit.*) y Scotti (2016, *op. cit.*). Para la zona del euro, se utiliza el método de Choleski en el recuadro titulado «El impacto del reciente repunte de la incertidumbre en la actividad económica de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020. Para una comparación detallada del marco estándar de Choleski y un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR) usado como aproximación, véase A. Bobasu, A. Geis, L. Quaglietti y M. Ricci, «Tracking global economic uncertainty: implications for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 2541, BCE, 2021.

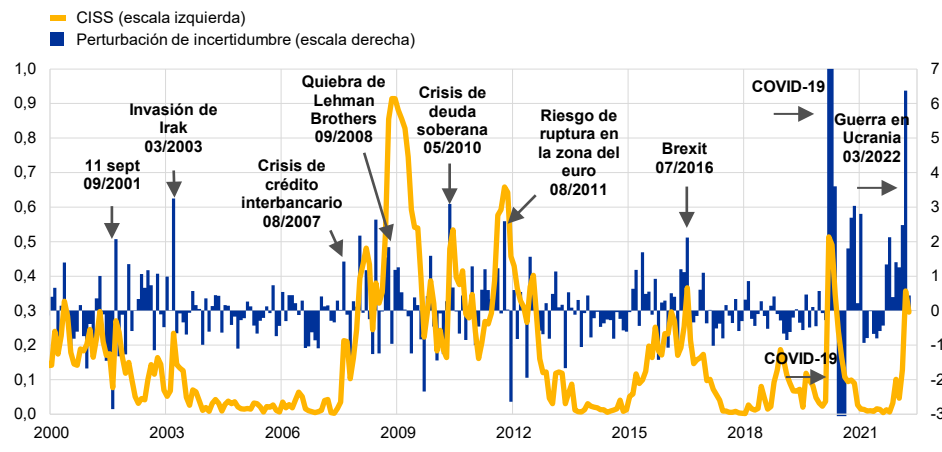
<sup>6</sup> Para más información sobre este índice, véase D. Holló, M. Kremer y M. Lo Duca, «CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system», *Working Paper Series*, n.º 1426, BCE, 2012.

<sup>7</sup> Bloom (2009, *op. cit.*) se refiere a los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 como un importante evento de incertidumbre. En la crisis de crédito interbancario de agosto de 2007, los mercados financieros se vieron afectados por graves problemas de liquidez tras la decisión de BNP Paribas, el 9 de agosto de ese año, de bloquear tres fondos con exposición al mercado hipotecario *subprime* de Estados Unidos. En ese momento, los inversores reconocieron la necesidad —y su incapacidad— de evaluar qué intermediarios con instrumentos relacionados con hipotecas en sus carteras se hallaban atrapados con los componentes tóxicos. El mercado de *repos* sufrió el mismo problema, ya que los agentes económicos estaban utilizando estos instrumentos como garantía de préstamos a corto plazo. El mercado interbancario, que suministra liquidez a las entidades de crédito de todo el mundo, se agotó debido, sobre todo, al temor a lo desconocido.

## Gráfico A

### El CISS y las perturbaciones de incertidumbre

(escala izquierda: índice CISS [0 = nivel más bajo de tensiones financieras; 1 = nivel más alto]; escala derecha: desviación típica)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: El modelo SVAR se estimó para el período comprendido entre enero de 1999 y diciembre de 2019, identificando perturbaciones de costes, de demanda, de tipos de interés, financieras y de incertidumbre. Las variables incorporadas en el modelo son el IAPC, el PIB mensual interpolado, el tipo OIS a diez años, los diferenciales de los bonos corporativos y el CISS. Las restricciones de signo y de narrativa son coherentes con el método empleado por J. Antolín Díaz y J. F. Rubio Ramírez en «Narrative Sign Restrictions for SVARs», *American Economic Review*, vol. 108, n.º 10, 2018, pp. 2802-2829. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2022.

El modelo se estima para el período comprendido entre enero de 1999 y diciembre de 2019 (es decir, excluye la crisis del coronavirus, dado que las series temporales macroeconómicas han sufrido importantes rupturas estructurales tras el comienzo de la pandemia). Después se utilizan las elasticidades estimadas para cuantificar las perturbaciones de incertidumbre en el período transcurrido hasta abril de 2022. El modelo es capaz de capturar eventos importantes que dieron lugar a un aumento de la incertidumbre, como la invasión de Irak en marzo de 2003 y la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, así como episodios derivados de la crisis de deuda soberana de la zona del euro. Las perturbaciones de incertidumbre estimadas son acordes con sucesos económicos, geopolíticos y políticos pasados que normalmente irían asociados a niveles elevados de incertidumbre y, del mismo modo, la reciente intensificación de la incertidumbre coincide con la actual guerra en Ucrania. La perturbación de incertidumbre en marzo de 2022 tras la invasión rusa de Ucrania tiene una dimensión estimada de alrededor de seis desviaciones típicas, lo que la convierte en la segunda perturbación más importante de las que se tiene constancia (después del episodio de marzo y abril de 2020 causado por la pandemia).

**Las perturbaciones de incertidumbre afectan negativamente al PIB y a la demanda interna, con un impacto más acusado en la inversión empresarial que en el consumo.** Una vez que se han identificado las perturbaciones de incertidumbre utilizando el modelo SVAR, puede usarse un marco de proyección «local» para estimar el impacto de dichas perturbaciones en el PIB de la zona del euro y sus componentes de demanda, en la tasa de ahorro de los hogares y en el

valor añadido en las manufacturas y los servicios<sup>8</sup>. El método de proyección local suele utilizarse cuando se considera que las perturbaciones son exógenas a las variables de interés. Se espera que la perturbación de incertidumbre estimada en el período de febrero a abril de 2022 reduzca el PIB de la zona del euro con respecto al nivel proyectado por el modelo sin perturbaciones (el nivel «tendencial»), con una caída máxima de alrededor del 0,7 % en el cuarto trimestre de 2022 (panel a del gráfico B). El aumento de la incertidumbre pesaría sobre las decisiones de gasto de los hogares y las empresas, y la tasa de ahorro de los hogares aumentaría en torno a 0,4 puntos porcentuales en el tercer trimestre de 2022. La elevada incertidumbre tendría un impacto más intenso sobre la inversión empresarial que sobre el consumo, y los dos componentes de demanda se reducirían un 1,1 % y un 0,5 %, respectivamente, en el cuarto trimestre de 2022 con respecto a sus niveles tendenciales.

**Por sectores, se espera que la perturbación de incertidumbre afecte a las manufacturas más que a los servicios y que tenga un impacto más acusado en los sectores que producen bienes con una mayor vida útil (panel b del gráfico B).** El mayor impacto en las manufacturas podría derivarse del hecho de que la actividad manufacturera ha sido más propensa, históricamente, a fluctuaciones cíclicas y depende más de los insumos energéticos (que también muestran una volatilidad significativa entre ciclos). Si se analiza la composición del consumo, los bienes duraderos se ven más afectados por las perturbaciones de incertidumbre que los no duraderos, ya que el gasto en bienes duraderos puede posponerse en respuesta a perturbaciones adversas, dado que los *stocks* existentes de bienes duraderos pueden seguir siendo útiles al tener vidas más largas<sup>9</sup>. De hecho, el impacto en los bienes duraderos es tres veces mayor que en los no duraderos<sup>10</sup>. En conjunto, la guerra y el encarecimiento de la energía han intensificado la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas, especialmente en los sectores que dependen de la energía y en aquellos que producen bienes con mayor vida útil.

---

<sup>8</sup> La técnica consiste en calcular una regresión de información contemporánea sobre las variables de interés en períodos futuros sucesivos; véase O. Jordà, «Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections», *American Economic Review*, vol. 95, n.º 1, 2005, pp. 161–182.

<sup>9</sup> Véase M. Browning y T. F. Crossley, «[Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss](#)», *Journal of the European Economic Association*, vol. 7, n.º 6, 2009, que muestra que, a corto plazo, los hogares pueden recortar su gasto total sin una caída significativa de su bienestar si se concentran en reducir sus compras de bienes duraderos.

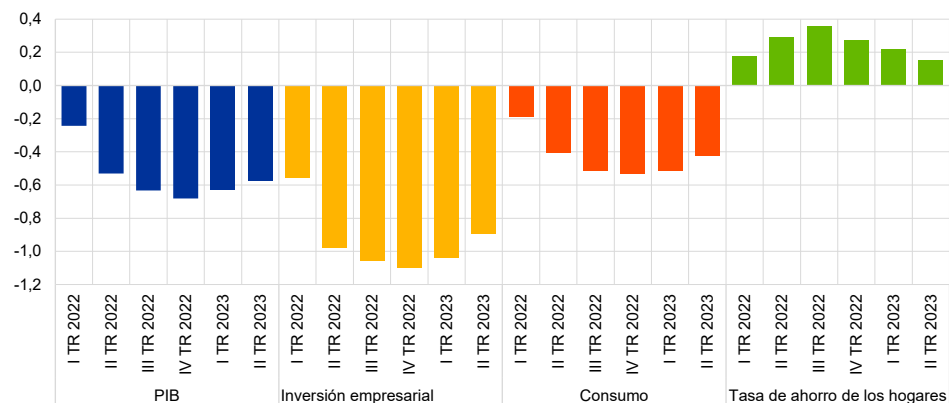
<sup>10</sup> La encuesta sobre incertidumbre de la Comisión Europea corrobora cualitativamente los resultados econométricos. En la encuesta se pide a los gestores y a los consumidores que indiquen el grado de dificultad que entraña realizar predicciones sobre la situación de su empresa y las finanzas de los hogares. Desde que comenzó la guerra en febrero de 2022, la incertidumbre ha aumentado más en la industria que en los servicios. Los sectores más afectados han sido la construcción y las manufacturas. En línea con los resultados del modelo empírico, la incertidumbre ha crecido más en el subsector de bienes duraderos que en el de bienes no duraderos.

## Gráfico B

### Impacto macroeconómico de la perturbación de incertidumbre asociada a la invasión rusa de Ucrania

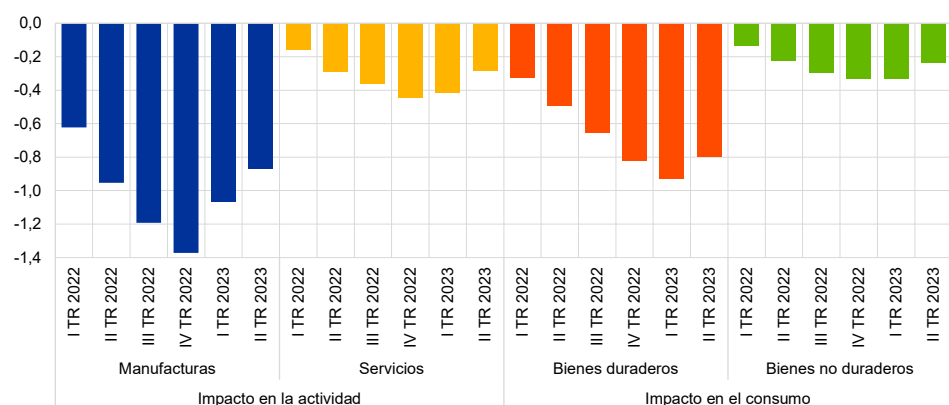
#### a) Impacto en el PIB, la inversión empresarial, el consumo y la tasa de ahorro de los hogares

(porcentajes y puntos porcentuales; desviación con respecto a niveles tendenciales)



#### b) Impacto en las manufacturas, los servicios y los bienes duraderos y no duraderos

(porcentajes; desviación con respecto a los niveles tendenciales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El impacto se ha estimado mediante un marco de proyección local, utilizando la perturbación de incertidumbre identificada mediante el modelo SVAR y controlando por todas las variables incluidas en dicho modelo. Las elasticidades estimadas en el período comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el cuarto trimestre de 2019 y el tamaño de la perturbación de incertidumbre estimada entre febrero y abril de 2022 se han usado para obtener el impacto total en la actividad económica. El PIB y los precios se han expresado utilizando tasas de crecimiento intertrimestral, mientras que las variables financieras se han expresado usando primeras diferencias trimestrales.

### 3 El impacto de la afluencia de refugiados ucranianos en la población activa de la zona del euro

Vasco Botelho

**La guerra en Ucrania ha causado el mayor desplazamiento de ciudadanos europeos desde la Segunda Guerra Mundial, en su inmensa mayoría mujeres y niños<sup>1</sup>.** Según el Alto Comisionado de las Naciones Unidas para los Refugiados (ACNUR), aproximadamente 7 millones de personas han cruzado ya las fronteras ucranianas (gráfico A)<sup>2</sup>. Como muestra el gráfico A, actualmente 330.000 refugiados se trasladan, de media, desde Ucrania hasta países vecinos cada semana. ACNUR estima que hasta 8,3 millones de personas podrían haber huido de Ucrania para finales de año y que el número de personas desplazadas como consecuencia de la guerra que necesitarán ayuda humanitaria podría llegar a los 25 millones<sup>3</sup>. Sobre la base de esta estimación, se espera que la cifra total de refugiados ucranianos continúe incrementándose en las próximas semanas, si bien esto dependerá mucho de la duración y la gravedad de la guerra. Aunque el total de refugiados ucranianos va en aumento, un número significativo de personas —en torno a 2,1 millones— ha vuelto temporalmente a territorio de Ucrania. ACNUR explica que esos desplazamientos transfronterizos pueden ser pendulares y no deberían considerarse retornos permanentes, por lo que no se han deducido de la cifra bruta.

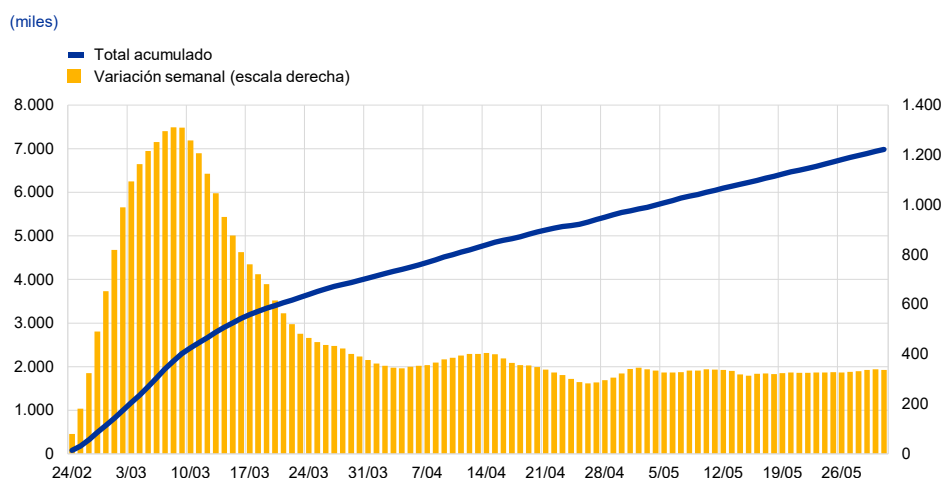
<sup>1</sup> Véase una comparación internacional de los últimos 60 años en <https://www.pewresearch.org/fact-tank/2022/03/25/after-a-month-of-war-ukrainian-refugee-crisis-ranks-among-the-worlds-worst-in-recent-history>.

<sup>2</sup> Total a 1 de junio de 2022; véase <https://data2.unhcr.org/en/situations/ukraine> para actualizaciones diarias. La cifra bruta de 7 millones representa el 15,9 % de la población de Ucrania antes de la guerra, que era de 44 millones de habitantes.

<sup>3</sup> Para más detalles e información actualizada, véase <https://www.unhcr.org/refugeebrief/latest-issues>.

## Gráfico A

### Número de refugiados ucranianos que han salido del país



Fuentes: ACNUR y cálculos del BCE.

Notas: El número de refugiados ucranianos corresponde a entradas brutas de refugiados y no tiene en cuenta los desplazamientos transfronterizos de carácter temporal. Tampoco pretende reflejar los ciudadanos ucranianos desplazados internamente. Las últimas observaciones corresponden al 31 de mayo de 2022.

### Se prevé que un porcentaje significativo del total de refugiados ucranianos llegue a la zona del euro (cuadro A).

Durante la crisis de los refugiados sirios en 2015, alrededor del 75 % de las personas que llegaron a Europa acabaron en países de la zona del euro. Sin embargo, es probable que los flujos de refugiados sean distintos en 2022, ya que Ucrania es un país de Europa del Este con fuertes vínculos con sus países vecinos. Se espera que, en un primer momento, muchos refugiados permanezcan en países con frontera con Ucrania, dada su proximidad geográfica, antes de desplazarse de manera gradual a otros lugares. Su destino final dependerá de la capacidad general de los países para recibir y acoger a los refugiados, así como de las comunidades ucranianas presentes en esos países, que podrían facilitar el proceso de integración de estas personas. En los años previos a la guerra, los emigrantes ucranianos tendían a asentarse en Polonia (53 %), República Checa (9 %), Alemania (8 %) y Hungría (8 %), y el porcentaje de emigrantes instalados en la zona del euro se situaba en el 24 %. Sin embargo, el 75 % de la población emigrante ucraniana total reside en la actualidad en la zona del euro, con cifras especialmente elevadas en Italia (30 %), Alemania (18 %) y España (13 %). Además, los países de la zona del euro han demostrado en los últimos años su capacidad para acoger a grandes cantidades de refugiados, ya que han acaparado el 86 % del total de solicitudes de asilo en primera instancia presentadas por ciudadanos extracomunitarios<sup>4</sup>. Por lo tanto, en la zona del euro reside ya una significativa comunidad ucraniana, y las experiencias recientes de otros refugiados, unidas al hecho de que los países de la zona disponen de los

<sup>4</sup> En porcentaje de todas las solicitudes de asilo en primera instancia presentadas por ciudadanos no pertenecientes a la UE-27 a países de la UE-25 (los dos países no incluidos son Bulgaria y Croacia, por falta de disponibilidad de datos), Islandia, Noruega, Suiza, Turquía y Reino Unido. El país que más solicitudes de asilo recibe es Alemania (aproximadamente el 38 %), seguido de Francia (15 %) e Italia (11 %). Como consecuencia de la afluencia de refugiados en 2015, las solicitudes de asilo en primera instancia aumentaron drásticamente en 2016 y 2017. Más de la mitad de esas personas (el 55 %) se asentaron en Alemania, aunque son también muchas las que se dirigieron a Suecia, Italia y Francia (un 8 % en cada caso).



medios económicos necesarios para acogerlos, podrían incentivar a un número aún mayor de estas personas a asentarse en la zona del euro con el tiempo.

### Cuadro A

Patrones migratorios históricos de Ucrania y solicitudes de asilo de ciudadanos no pertenecientes a la UE-27

Destino	Flujos de emigrantes ucranianos a:	Población emigrante ucraniana en:	Solicitudes de asilo de ciudadanos no pertenecientes a la UE-27	Media normalizada
Unión Europea (UE-25)	96 %	95 %	92 %	92 %
Zona del euro (UEM-19)	24 %	75 %	86 %	55 %

Fuentes: Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Las cifras recogidas en el cuadro se han calculado como porcentajes de los flujos totales de emigrantes ucranianos, la población emigrante ucraniana y las solicitudes recibidas en la UE-25 (los dos países que faltan son Bulgaria y Croacia, para los que no se dispone de datos), Islandia, Noruega, Suiza, Turquía y Reino Unido. Las cifras de los flujos de emigrantes ucranianos son medias del período comprendido entre 2017 y 2019; las cifras de población emigrante ucraniana son medias del período 2017-2020, y las cifras del porcentaje de solicitudes de asilo presentadas por ciudadanos no pertenecientes a la UE-27 son medias del período 2017-2020. Las medias normalizadas tienen en cuenta las diferencias en la disponibilidad de datos en los países, normalizando las ponderaciones de las distintas regiones para permitir su comparación entre esos indicadores.

### La proporción de refugiados ucranianos que permanecerán en la zona del euro a medio plazo dependerá de la duración y la gravedad del conflicto armado.

Si la guerra se prolonga o se intensifica, el número de refugiados aumentará. Sobre la base de las cifras actuales y de la estimación puntual realizada por ACNUR, los cálculos de este recuadro suponen una cifra de entre 5 y 10 millones. Un conflicto más largo y grave probablemente reducirá también la proporción de refugiados que retornarán a Ucrania a medio plazo. Por lo tanto, el escenario en el que se prevén 10 millones de refugiados corresponde a una guerra más prolongada y cruenta, que eleva el número total de refugiados e incrementa la probabilidad de que se queden en los países receptores a medio plazo.

### La proporción de refugiados en edad de trabajar resulta crucial para determinar el impacto de su llegada en la población activa de la zona del euro.

Cuando Rusia lanzó su ofensiva el 24 de febrero, Ucrania impuso la ley marcial, que prohíbe salir del país a todos los hombres con edades comprendidas entre los 18 y los 60 años. Como consecuencia, en las primeras oleadas de refugiados huyeron personas mayores, niños y mujeres en edad de trabajar. Sin embargo, se espera que, una vez se levante la ley marcial, en próximas oleadas también se marchen hombres en edad de trabajar, lo que incrementaría gradualmente el porcentaje de refugiados en ese tramo de edad. En este recuadro se supone que, a medio plazo, entre el 50 % y el 75 % de los refugiados que lleguen a la zona del euro estarán en edad de trabajar. Este supuesto se basa en el hecho de que, en estos momentos, las mujeres representan aproximadamente el 80 % del total de refugiados

encuestados, y que el 80 % de ellas viajan con al menos un menor<sup>5</sup>. Se prevé que la proporción de refugiados en edad de trabajar sea más elevada si la guerra se prolonga y es más intensa, ya que algunos hombres en esa franja de edad acabarán trasladándose al extranjero para reunirse con sus familias y llegarán a la zona del euro más adelante<sup>6</sup>. Por lo tanto, los cálculos aproximados suponen una correlación positiva entre el porcentaje de refugiados en edad de trabajar y la duración y la gravedad de la guerra.

**Pese a la rápida actuación de las autoridades europeas, las barreras de entrada al mercado de trabajo y otras fricciones siguen siendo impedimentos importantes para los refugiados y dificultan su integración en los mercados laborales de los países receptores, especialmente a corto plazo.** El proceso de incorporación de los refugiados al mercado de trabajo del país receptor suele dilatarse en el tiempo. Pueden tener que esperar a que se les conceda el asilo (y, en algunos casos, un permiso de trabajo), adquirir competencias lingüísticas y obtener el reconocimiento de sus cualificaciones profesionales. Para reducir los obstáculos para la integración que afrontan los refugiados ucranianos, la UE ha acordado conceder protección temporal a las personas que huyen de la guerra en Ucrania, proporcionándoles ayuda inmediata y concediéndoles el derecho a acceder al mercado laboral. A principios de mayo, más de 3,5 millones de refugiados ucranianos habían entrado en Polonia, mientras que más de 400.000 se habían registrado en Alemania, 200.000 en la República Checa y 100.000 en Italia<sup>7</sup>. Sin embargo, los desajustes entre habilidades demandadas y ofertadas, las competencias lingüísticas insuficientes, la falta de servicios de guardería y los problemas con el reconocimiento de las cualificaciones pueden ser trabas para la integración de los refugiados. Por ejemplo, los datos de Alemania sobre la gran entrada de refugiados observada entre 2014 y 2016 muestran una integración en el mercado de trabajo muy gradual a lo largo del tiempo, y que solo el 17 % de los refugiados en edad de trabajar tenían un empleo después de dos años de estancia en el país y menos del 50 % tras cinco años de estancia. Estas tasas de ocupación

<sup>5</sup> Estas cifras se basan en dos encuestas realizadas gracias a una colaboración entre ONU Mujeres y la Organización Internacional para las Migraciones. Los resultados de la encuesta pueden encontrarse [aquí](#), y los principales mensajes de la encuesta de seguimiento pueden consultarse [aquí](#). Estos resultados fueron corroborados por una encuesta realizada en Alemania entre el 24 y el 29 de marzo por encargo del Ministerio del Interior Federal, que determinó que el 84 % de los refugiados ucranianos eran mujeres y que el 58 % de las refugiadas habían salido de Ucrania acompañadas por menores. Los principales resultados de esta última encuesta pueden consultarse [aquí](#). La tasa de dependencia de la población ucraniana, que se situó en el 49 % en 2020, se utilizó para ajustar estas cifras, ya que implica que las personas con edades comprendidas entre los 15 y los 64 años son más del 67 % de la población total.

<sup>6</sup> Si la guerra fuera más larga e intensa, los hombres en edad de trabajar permanecerían en Ucrania durante más tiempo, lo que reduciría el número de personas que podrían mudarse al extranjero. Este efecto se tiene en cuenta en la parametrización. Con todo, se considera que, en ese caso, las familias tendrían más tiempo para trasladarse a otro país e integrarse en él de manera más permanente.

<sup>7</sup> Las cifras correspondientes a Polonia reflejan exclusivamente los refugiados llegados al país y no los refugiados registrados, como en otros países de la UE. Los refugiados registrados tienen derecho a recibir apoyo a las rentas y a acceder al mercado de trabajo de la zona del euro. Véanse más detalles e información actualizada en <https://cream-migration.org/ukraine-detail.htm?article=3573>. En algunos [artículos en prensa](#) se han citado cifras más elevadas, al estimar que unos 610.000 refugiados han entrado ya en Alemania. Asimismo, tanto Eurostat como ACNUR han empezado recientemente a informar sobre el número de refugiados que entran en países europeos y que se registran para solicitar protección temporal. A principios de junio, se habían contabilizado más de 4,7 millones de refugiados procedentes de Ucrania en toda Europa, y más de 2,9 millones de ellos se habían registrado para recibir protección temporal.

eran considerablemente más bajas en el caso de las mujeres (lo que reflejaba, en cierta medida, barreras culturales en los países de origen de los refugiados)<sup>8</sup>. Se prevé que la combinación de la proximidad geográfica y cultural de Ucrania a Europa Occidental y la protección temporal que la UE ha concedido a los ciudadanos ucranianos contribuyan a reducir la gravedad de los desajustes institucionales y de habilidades, incrementando así la participación laboral de los refugiados ucranianos en el corto plazo<sup>9</sup>.

**Por lo tanto, si se toma la evidencia sobre la integración de anteriores oleadas de refugiados y se adapta a la situación actual, cabe esperar una tasa de actividad a medio plazo de entre el 25 % y el 55 % para los refugiados en edad de trabajar.** El límite inferior de este rango (25 %) se basa en el nivel de integración observado en la población de refugiados llegados anteriormente tras dos años en el país receptor, con un ajuste al alza para reflejar la proximidad cultural de Ucrania y el impacto de la rápida actuación de la UE. El límite superior (55 %) refleja estimaciones recientes de la tasa de actividad de las mujeres en edad de trabajar que han migrado a la zona del euro desde países no pertenecientes a la UE-27<sup>10</sup>.

**En síntesis, se espera que la afluencia de refugiados ucranianos cause un incremento gradual de la población activa de la zona del euro.** Con arreglo a todos los supuestos que se han detallado en este recuadro, los cálculos aproximados apuntan a un incremento mediano de entre el 0,2 % y el 0,8 % de la población activa de la zona del euro a medio plazo (gráfico B). Este aumento representa entre 0,3 y 1,3 millones de efectivos más en la zona del euro como consecuencia de la crisis de refugiados de Ucrania<sup>11</sup>.

<sup>8</sup> Véase <https://doku.iab.de/kurzber/2020/kb0420.pdf> (en alemán) para más información. Los ocho países de procedencia más habituales de los solicitantes de asilo que entraron en Alemania entre 2014 y 2016 fueron Afganistán, Eritrea, Irán, Irak, Nigeria, Pakistán, Somalia y Siria.

<sup>9</sup> En torno al 18 % de la población ucraniana habla algo de inglés y en 2021 el país ocupó el puesto 40 en el índice de nivel de inglés de EF (EF English Proficiency Index), con un nivel de inglés moderado. Véase el informe *EF EPI 2021* para información más detallada. En cuanto a las cualificaciones, los *datos del Banco Mundial de 2014* muestran que el 80 % de la población ucraniana cursa estudios terciarios, más que en Alemania (74 % en 2019), Francia (68 % en 2019) o Italia (66 % en 2019).

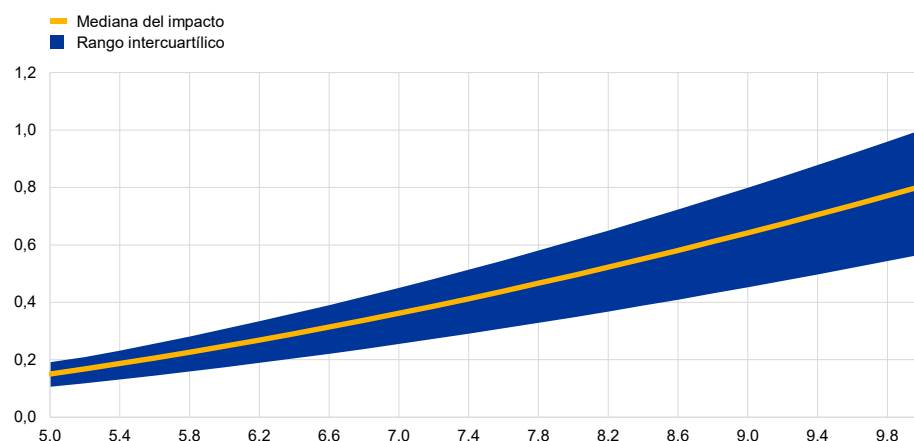
<sup>10</sup> Este rango de parametrización se encuentra dentro del rango de tasas de ocupación observadas para refugiados anteriormente, teniendo en cuenta la probabilidad de que la integración sea más rápida que en oleadas de refugiados previas debido a la mayor proximidad geográfica y cultural de Ucrania a la zona del euro y a la rápida actuación de la UE, pero reflejando también los elevados niveles de incertidumbre sobre la integración de los refugiados ucranianos en el mercado de trabajo de la zona del euro a medio plazo. Por lo tanto, se aplica a todos los escenarios, con independencia del grado de intensidad de la guerra.

<sup>11</sup> Estas medianas suponen que el 55 % del total de los refugiados se asienta en la zona del euro. El gráfico B muestra cómo afectan al rango estimado las variaciones de los porcentajes de refugiados que se asientan en la zona del euro, e indica tanto la mediana como el rango intercuartílico de las 936 parametrizaciones utilizadas en los cálculos.

## Gráfico B

### Impacto potencial a medio plazo de los refugiados ucranianos en la población activa de la zona del euro

(eje de abscisas: número de refugiados ucranianos en millones; eje de ordenadas: refugiados ucranianos en porcentaje de la población activa)



Fuentes: ONU, Eurostat, OCDE, Banco Mundial y cálculos del BCE.

Notas: La proporción de refugiados ucranianos en la población activa se basa en la población activa de la zona del euro con edades comprendidas entre los 15 y los 74 años en 2019. El rango intercuartílico refleja distintas parametrizaciones del cálculo aproximado, basadas en rangos factibles para el porcentaje de refugiados ucranianos que se establecen en la zona del euro (según los datos del cuadro A) y la tasa de actividad de los refugiados en edad de trabajar (que se sitúa entre el 25 % y el 55 % y tiene en cuenta las diferencias entre las tasas de integración de los refugiados en el mercado de trabajo de la zona del euro). Estas estimaciones también toman en consideración las diferencias en lo que se refiere a la proporción de refugiados en edad de trabajar sobre el total y reflejan el hecho de que el porcentaje de refugiados que volverán a Ucrania a medio plazo tendrá una correlación negativa con la duración y la gravedad de la guerra.

**El incremento de la oferta de mano de obra que se derive de la afluencia de refugiados ucranianos podría reducir ligeramente el tensionamiento observado en el mercado laboral de la zona del euro.** Si son capaces de encontrar puestos de trabajo sin un proceso de integración prolongado, los refugiados ucranianos podrían ayudar al mercado a atender la pujante demanda actual de mano de obra y aliviar la creciente escasez de personal cualificado. Sin embargo, los altos niveles de incertidumbre en torno al futuro devenir del conflicto armado hacen que resulte más difícil evaluar y cuantificar con precisión el posible impacto. Fuera del ámbito de análisis de este recuadro, la llegada de refugiados ucranianos tiene otras implicaciones importantes, como son los efectos sobre los recursos presupuestarios, la vivienda y la prestación de servicios públicos en los países de la zona del euro.

## El impacto del cambio climático sobre la actividad y los precios: mensajes de una encuesta a empresas líderes

Friderike Kuik, Richard Morris y Yiqiao Sun

**En este recuadro se resumen los resultados de una encuesta reciente del BCE a empresas líderes sobre el impacto del cambio climático en la actividad económica y en los precios.** La encuesta se articuló en tres partes e incluyó preguntas relacionadas con el impacto del cambio climático y de las medidas y políticas asociadas sobre las empresas. En la primera parte se invitó a las sociedades encuestadas a identificar con sus propias palabras: i) el impacto principal del cambio climático y de las medidas de adaptación y mitigación asociadas sobre su negocio; ii) los retos más importantes a los que se enfrentan en la transición a una economía de cero emisiones netas, y iii) cuáles son las políticas relacionadas con el clima que esperan que tengan mayor impacto y cuáles podrían ayudar a su empresa a hacer frente a la transición<sup>1</sup>. En la segunda parte de la encuesta se preguntó a las empresas si estaban de acuerdo o en desacuerdo con varias afirmaciones sobre cómo el cambio climático y las medidas de adaptación y mitigación asociadas afectarían a su negocio. En la tercera parte se les pidió que evaluaran, en términos cualitativos, el impacto del cambio climático en su inversión, empleo, productividad, costes y precios, distinguiendo entre el impacto «hasta ahora», «durante» y «después» de la transición a una economía de cero emisiones netas. La encuesta se llevó a cabo a principios de 2022 y se recibieron respuestas de 90 grandes empresas, en su mayoría multinacionales, con las cuales el BCE mantiene contactos como parte de su recopilación periódica de información del sector empresarial<sup>2</sup>. En el cuadro A se proporciona un detalle de la muestra de la encuesta, por rama de actividad.

**Cuando se les preguntó acerca del impacto principal del cambio climático sobre su negocio, alrededor de dos terceras partes de las empresas encuestadas describieron riesgos asociados a la transición a una economía de cero emisiones netas, mientras que la mitad de ellas también señalaron riesgos derivados del cambio climático.** Los riesgos de transición fueron puestos de relieve particularmente por las empresas que operan en sectores con altas emisiones de carbono, ya sea por su propia producción, la de sus proveedores o los usuarios de sus productos<sup>3</sup>. Estos riesgos estaban relacionados, en especial, con el coste y los retos tecnológicos que conlleva la transición a modos de producción más limpios. Sin embargo, alrededor del 40 % de los encuestados también indicó las

<sup>1</sup> Las medidas de adaptación se refieren a las actuaciones emprendidas por las empresas para adaptarse al cambio climático y a sus efectos. Las medidas de mitigación se refieren a las actuaciones llevadas a cabo para reducir emisiones con el fin de contener el cambio climático.

<sup>2</sup> La encuesta a empresas líderes se realizó en el contexto del diálogo del BCE con las sociedades no financieras como encuesta especial adicional a las ediciones periódicas. La encuesta periódica se describe en «[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, Frankfurt am Main, 2021.

<sup>3</sup> Los riesgos de transición se refieren a los riesgos asociados a la mitigación del cambio climático, por ejemplo, a través de políticas climáticas, cambios tecnológicos o cambios de preferencias y conductas.

oportunidades que podrían surgir para sus empresas, ya sea porque ya han invertido en productos alternativos bajos en carbono o porque los bienes y servicios que proporcionan ayudan a otras empresas a reducir sus emisiones. Los riesgos físicos citados comprenden desde riesgos relacionados con el aprovisionamiento de materias primas hasta los que afectan a la integridad de las instalaciones de producción, las infraestructuras, las cadenas de suministro, la logística y el bienestar de los empleados<sup>4</sup>. Dados los daños que pueden causar en los activos físicos y las infraestructuras, dichos riesgos físicos son particularmente relevantes para las empresas que dependen del sector agrícola o que operan en él, las empresas del sector manufacturero con cadenas (globales) de suministro potencialmente vulnerables, las empresas de construcción y las del sector del transporte.

**Los encuestados esperan que el cambio climático y la adaptación correspondiente por parte de su empresa provocarán un aumento de las presiones sobre distintos tipos de costes (gráfico A).** La encuesta inquirió sobre este aspecto utilizando una serie de afirmaciones con las que las empresas podían manifestar su acuerdo o desacuerdo. Más del 90 % de los encuestados estaba de acuerdo con que el cambio climático y la adaptación a él por parte de su empresa requerirían inversión en nuevas instalaciones o procesos y cambios en su cadena de suministro, y además encarecerían los bienes intermedios. Más de tres cuartas partes de las empresas expresaron su acuerdo con que los costes de sus seguros aumentarían debido al cambio climático y con que había un riesgo mayor de interrupciones en la producción. Una tercera parte de las empresas de la muestra manifestó su acuerdo cuando se le preguntó si el cambio climático obligaría a su empresa a trasladar parte de sus operaciones.

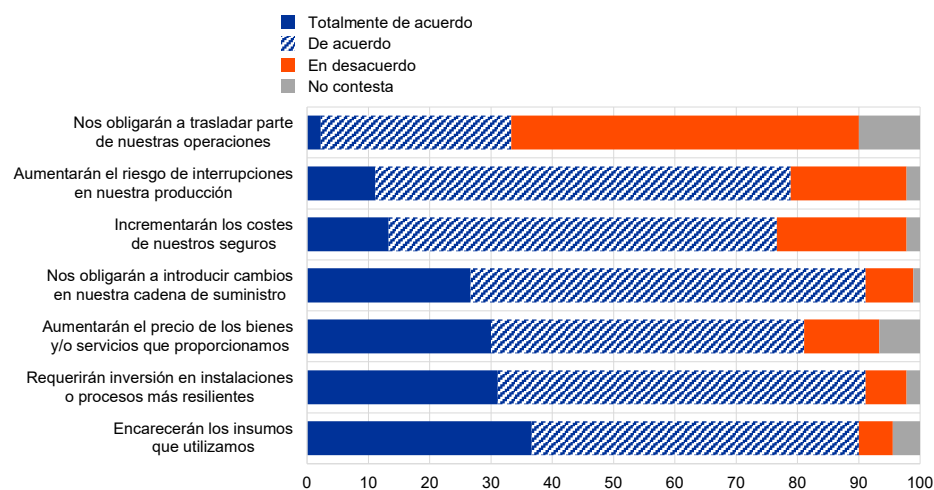
---

<sup>4</sup> Los riesgos físicos se refieren a los riesgos asociados al cambio climático, tanto a través de cambios graduales en el clima como de la creciente frecuencia e intensidad de fenómenos extremos.

## Gráfico A

### Algunos impactos del cambio climático y de las medidas de adaptación asociadas sobre las empresas

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Notas: Se preguntó a las empresas si estaban totalmente de acuerdo, de acuerdo o en desacuerdo con que «El cambio climático y nuestra adaptación a él [+ afirmación]». Instalaciones o procesos «más resilientes» son las instalaciones o procesos que están menos expuestos a los riesgos relacionados con el cambio climático, como los fenómenos meteorológicos extremos.

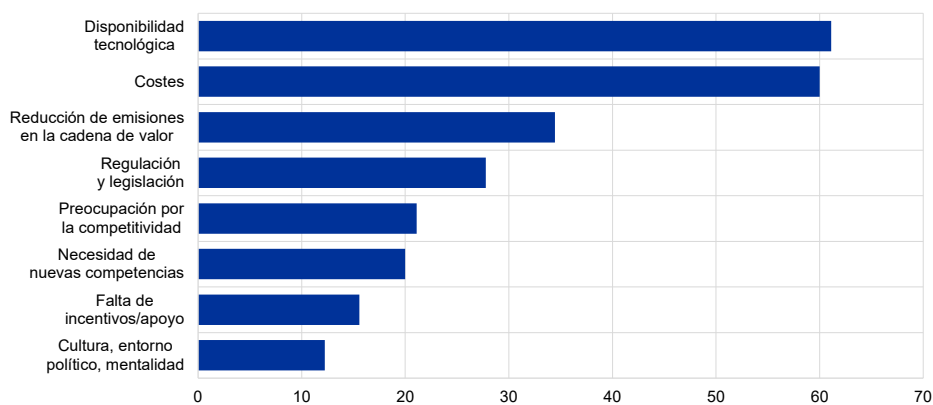
### Los retos principales derivados de la transición a una economía de cero emisiones netas citados por los encuestados incluyen en primer lugar la disponibilidad de nuevas tecnologías e insumos y, en segundo, los costes.

En el gráfico B se categorizan las cuestiones y retos citados por los encuestados en relación con la transición. Alrededor del 60 % mencionó retos relacionados con la «disponibilidad», y puso de manifiesto, en particular, la necesidad de desplegar a gran escala la generación de electricidad mediante energías renovables, líneas de transporte e infraestructuras de carga para vehículos eléctricos. También citaron necesidades de desarrollo e innovación relacionadas, por ejemplo, con tecnologías de hidrógeno verde, de captura de carbono y de almacenaje. Además, muchas empresas consideraron que el aprovisionamiento y el reciclaje de materias primas y materiales procesados bajos en carbono suponían un reto, dado que la demanda iba creciendo y las alternativas bajas en carbono todavía estaban poco desarrolladas. Un número similar aludió a retos de costes. A este respecto, las empresas resaltaron frecuentemente que las alternativas bajas en carbono acarrearán costes más elevados o son menos rentables que sus alternativas convencionales. La siguiente mayor preocupación se refería a las presiones sobre los costes causadas por el encarecimiento de las materias primas, la inversión necesaria y la compra de energías limpias. Muchos encuestados mencionaron también los retos relacionados con la ecologización de la cadena de valor o con la medición de las emisiones a lo largo de la cadena de valor, los retos regulatorios y de provisión de información, la preocupación por la competitividad global, la adquisición de las competencias laborales necesarias, la falta de incentivos suficientes, y la mentalidad y buena disposición de los clientes o los empleados de cara a la transición.

## Gráfico B

### Categorización de los retos principales citados por las empresas para la transición a una economía de cero emisiones netas

(porcentajes de respuestas totales en las que se citó un reto englobado en cada categoría)



Fuente: BCE.

Notas: La categorización se basa en la interpretación de las respuestas escritas por parte de los autores. Se indican los porcentajes de respuestas totales para todos los tipos de retos mencionados por al menos el 10 % de las empresas encuestadas.

**La mayoría de los encuestados expresó su acuerdo con que la transición a una economía de cero emisiones netas exigiría una mayor inversión, aumentaría los costes e incrementaría los precios de venta de su empresa (gráfico C).** El 80 % o más manifestó su acuerdo con que la mitigación del cambio climático requeriría que sus empresas adoptaran tecnologías que no existían todavía, con que era precisa una inversión sustancial para fabricar productos basados en nuevas tecnologías o materiales para satisfacer las necesidades de los clientes y con que el nivel total de inversión se incrementaría debido a los esfuerzos para mitigar el cambio climático. Sin embargo, un porcentaje algo menor opinó que el cambio climático elevaría el coste del capital o aumentaría la tasa de amortización de los activos de su empresa. El 80 % o más de los encuestados estaba de acuerdo con que mitigar el cambio climático encarecería las materias primas y los componentes que utilizan, convertiría los precios del carbono en un componente relevante de los costes y encarecería la energía que consumen. Casi el mismo porcentaje manifestó su acuerdo con que esto incrementaría el precio de los bienes o servicios que proporciona su empresa.

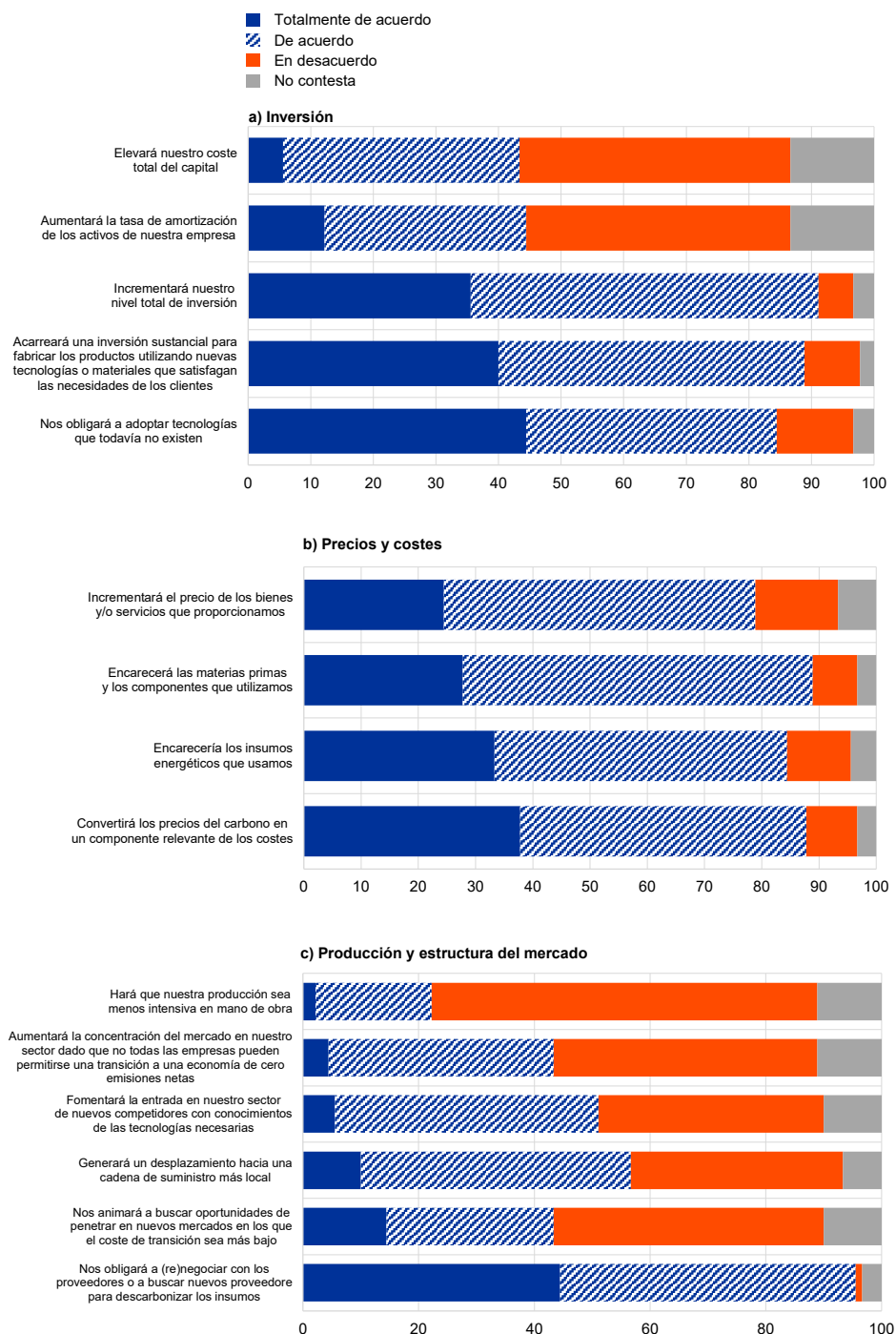
**Las opiniones eran más variadas en referencia al grado con el que el cambio climático actuaría de catalizador de los cambios en la producción y la estructura del mercado (gráfico C).** Casi todas las empresas afirmaron que la mitigación del cambio climático las obligaba a renegociar con los proveedores o a buscar nuevos proveedores para descarbonizar los insumos. Algo más de la mitad de los encuestados era de la opinión de que la mitigación del cambio climático generaría un desplazamiento hacia una cadena de suministro más local. Aproximadamente la mitad afirmó que la transición a una economía de cero emisiones netas animaría a su empresa a penetrar en nuevos mercados, fomentaría la entrada de nuevos competidores o aumentaría la concentración del mercado en su sector.



## Gráfico C

### Algunos impactos en las empresas de la transición a una economía de cero emisiones netas

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Nota: Se preguntó a las empresas si estaban totalmente de acuerdo, de acuerdo o en desacuerdo con que «La mitigación del cambio climático (la transición a una economía de cero emisiones netas) [+ afirmación]».

### Los encuestados reconocieron, en general, la importancia de las políticas climáticas de la Unión Europea (incluidos el Pacto Verde Europeo y el paquete

**«Objetivo 55»), aunque plantearon con frecuencia cuestiones específicas relacionadas con su diseño e implementación a nivel sectorial.**

Muchos pusieron de relieve la importancia de un marco regulatorio estable y la necesidad de coherencia entre sectores y áreas geográficas. Algunos expresaron su preocupación por el hecho de que la forma de interacción de las distintas regulaciones pudiera tener efectos negativos no deseados. La importancia del mecanismo de ajuste en frontera por emisiones de carbono propuesto por la UE fue subrayada por algunos encuestados, aunque había división de opiniones acerca de si sería suficiente para asegurar la igualdad de condiciones y contener el riesgo de fugas de carbono<sup>5</sup>. Muchos encuestados plantearon la cuestión del precio del carbono: algunos consideraban que una subida de su precio ejercería presión sobre los costes, mientras que otros ponían de manifiesto la importancia de generar los incentivos adecuados a través del encarecimiento de su precio.

**Las respuestas indican que el impacto global del cambio climático y las políticas asociadas será un incremento de la inversión, los costes y los precios, especialmente durante la fase de transición (gráfico D).**

El 70 % de los encuestados afirmó que la inversión de su empresa ya era más elevada de lo normal debido al cambio climático, aunque solo el 10 % declaró que era significativamente mayor. Más del 90 % preveía un aumento de la inversión durante la fase de transición y más de dos tercios esperaban que el incremento fuera significativo. En el caso de los costes de los insumos y de los precios se observa un patrón de respuestas similar. Casi el 80 % de los encuestados afirmó que sus costes de insumos ya se habían encarecido. Aproximadamente la mitad respondió que sus precios de venta ya habían aumentado como consecuencia del cambio climático o de las políticas climáticas, pero solo un pequeño porcentaje manifestó que estos incrementos ya eran significativos. Se esperaba una intensificación del efecto sobre los costes de los insumos y los precios de venta durante la transición.

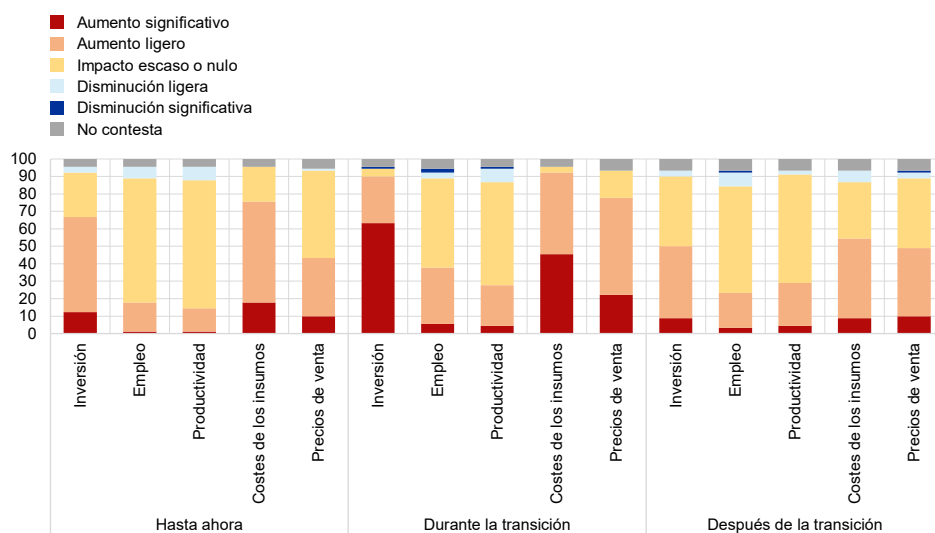
---

<sup>5</sup> La fuga de carbono se produce cuando una política climática estricta dirigida a reducir las emisiones en un país hace que las empresas trasladen su producción a otros países con políticas climáticas menos rigurosas, lo que se traduce en un incremento equivalente de las emisiones.

## Gráfico D

Impacto global del cambio climático sobre la inversión, el empleo, la productividad, los costes y los precios hasta ahora, durante y después de la transición a una economía de cero emisiones netas

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Nota: Se pidió a los encuestados que evaluaran el impacto global del cambio climático sobre diferentes aspectos en comparación con un escenario hipotético sin cambio climático ni políticas climáticas asociadas.

**Solo un reducido porcentaje de los encuestados esperaba un aumento significativo de la inversión, los costes y los precios como consecuencia del cambio climático después de la transición (gráfico D).** Esto sugiere que las

empresas prevén que el impacto sobre la inversión, los costes y los precios se limite en gran parte —aunque no en su totalidad— al propio período de transición. En concreto, más de la mitad de los encuestados pensaba que la inversión, los costes y los precios serían estructuralmente más elevados después de la transición, pero solo un reducido porcentaje (en torno al 10 %) esperaba que fueran significativamente más altos. Además, los resultados indican que se espera que el impacto global al alza sobre la inversión y los costes después de la transición sea, en promedio, ligeramente menor que hasta ahora. En cambio, el impacto al alza sobre los precios de venta sería algo mayor.

## Cuadro A

### Composición de la muestra de la encuesta por actividad principal de las empresas

#### Actividades basadas en las definiciones de NACE rev. 2

Rama de actividad	Divisiones de NACE rev. 2	Número de empresas
Industrias extractivas	5-9	2
Industria de la alimentación, fabricación de bebidas e industria del tabaco	10-12	6
Industria textil, confección de prendas de vestir, industria del cuero y del calzado	14-16	2
Industria de la madera, del papel y artes gráficas	16-18	3
Industria química y fabricación de productos farmacéuticos	20-21	7
Fabricación de productos de caucho y plásticos y de otros productos minerales no metálicos	22-23	7
Metalurgia y fabricación de productos metálicos	24-25	7
Fabricación de productos informáticos, electrónicos y ópticos, y de material y equipo eléctrico	26-27	7
Fabricación de maquinaria y equipo	28	6
Fabricación de equipos de transporte	29-30	5
Otras industrias manufactureras	32	1
Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado	35	3
Construcción	41-43	4
Comercio al por mayor y al por menor	45-47	11
Transporte y almacenamiento	49-53	8
Información y comunicaciones	58-61	6
Servicios profesionales y administrativos	69-82	5

Fuente: BCE.

Malin Andersson, Niccolò Battistini, Roberto De Santis y Aidan Meyler

**¿Espera el sector privado actualmente un período de estanflación en la zona del euro?**

Antes de que empezara la guerra en Ucrania, la reapertura de la economía en 2021 estaba experimentando dificultades vinculadas a la persistencia de disrupciones en las cadenas de suministro, y la inflación de los bienes ya había repuntado<sup>1</sup>. La guerra, que estalló en febrero de 2022, ha agravado la dinámica de la inflación como consecuencia de sus efectos sobre los precios de la energía y ha acrecentado la preocupación acerca de las perspectivas de actividad económica, lo que se relaciona inevitablemente con factores de estanflación a corto plazo. Su aparición ha suscitado un debate entre los analistas económicos sobre si es plausible un período prolongado de estanflación<sup>2</sup>. La «estanflación» no tiene una definición única, pero se asocia a un estancamiento de la producción que se produce de forma simultánea a una inflación persistentemente elevada. En este recuadro un episodio esperado de estanflación cumple tres condiciones: 1) las expectativas de inflación son elevadas o aumentan hasta niveles incompatibles con el objetivo del 2 % del BCE para mantener la estabilidad de precios, 2) se prevé un estancamiento o una recesión de la economía y 3) se espera que las dos condiciones se mantengan durante al menos un período de dos años (en este caso hasta el final de 2023). Por tanto, puede considerarse que las expectativas de estanflación están relacionadas con la evolución a medio plazo del crecimiento del PIB real y de la inflación, más que con la dinámica a corto plazo de la actividad económica y de la inflación en los trimestres inmediatamente posteriores a la invasión rusa de Ucrania.

**Actualmente, la zona del euro se enfrenta a una perturbación de oferta — similar a la del petróleo ocurrida en la década de 1970—, que ha afectado a las expectativas de crecimiento económico y de inflación de los hogares.**

Ante la adicional perturbación negativa de oferta generada por la guerra, los consumidores han revisado considerablemente sus expectativas con respecto a las perspectivas económicas generales para los próximos doce meses. Prueba de ello son las opiniones de los hogares que participaron en la encuesta realizada por la Comisión Europea entre febrero y mayo de 2022. La encuesta muestra que los consumidores de la zona del euro han ajustado al alza sus expectativas de inflación y a la baja las relativas a la situación económica (gráfico A). ¿Cómo se comparan estos resultados con los de las encuestas nacionales correspondientes al conocido episodio de estanflación de la década de 1970? Ese episodio se desencadenó porque los países de la OPEP decretaron un embargo de petróleo en octubre de 1973. Las recientes

<sup>1</sup> Véanse el recuadro 7 titulado «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, y el recuadro 1 titulado «Cuellos de botella en la oferta: situación actual en la zona del euro y en Estados Unidos», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2022.

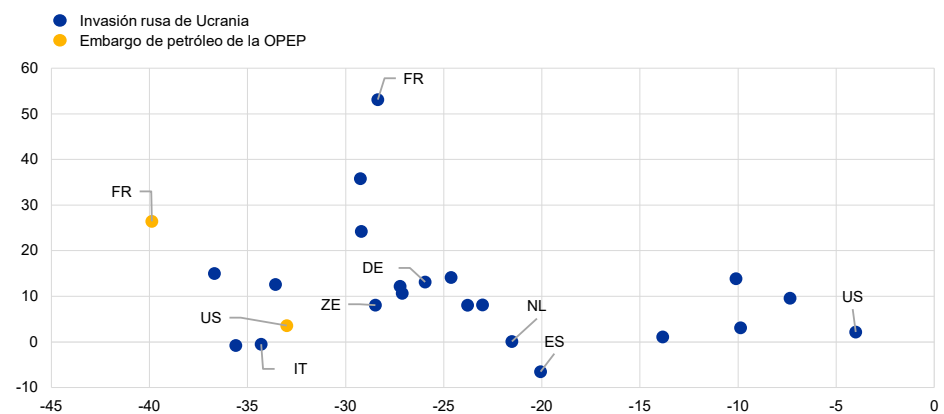
<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, O. Blanchard, «Why I worry about inflation, interest rates, and unemployment», *Real Time Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, marzo de 2022, y L. Kilian y M. Plante, «The Russian Oil Supply Shock of 2022», *Dallas Fed Economic*, Federal Reserve Bank of Dallas, marzo de 2022.

revisiones de las expectativas de los hogares en algunos países de la zona del euro son comparables a las observadas en Francia y en Estados Unidos poco después del embargo de petróleo. Sin embargo, conviene valorar con cautela las implicaciones cuantitativas del impacto de la perturbación en los distintos países y a lo largo del tiempo, dado que las encuestas a los hogares solo proporcionan información cualitativa.

### Gráfico A

#### Revisiones de las expectativas de los consumidores con respecto a los precios de consumo y a la situación económica

(revisiones de las expectativas a doce meses; diferencias en porcentaje de los saldos netos; eje de abscisas: situación económica; eje de ordenadas: precios de consumo)



Fuentes: Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea, Universidad de Michigan, Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE), cálculos del BCE.

Notas: Las revisiones correspondientes a la invasión rusa de Ucrania se refieren al período comprendido entre febrero y mayo de 2022 (abril de 2022 para Estados Unidos) y las del embargo de petróleo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) al período transcurrido desde octubre de 1973 (noviembre de 1973 para Estados Unidos) hasta febrero de 1974. Solo en el caso de Francia y de Estados Unidos se dispone de datos de encuestas de la década de 1970.

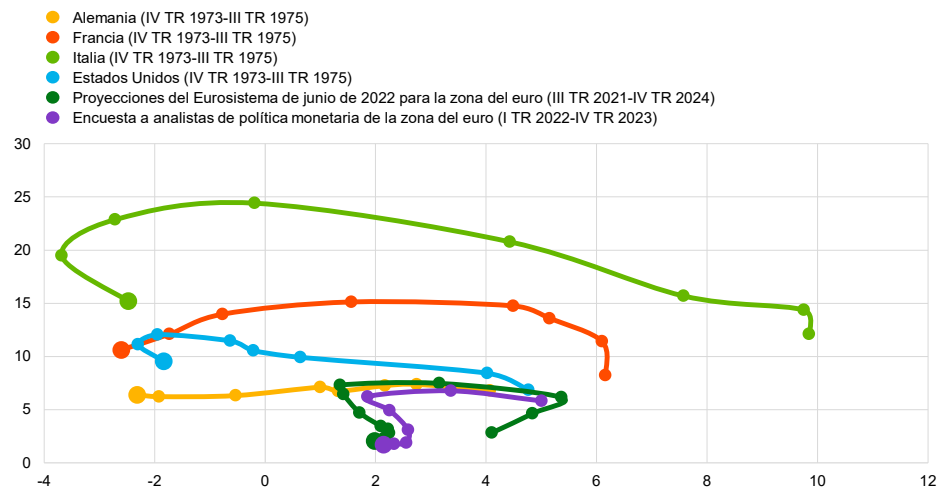
**A diferencia de la coyuntura actual, la de principios de los años setenta se caracterizó por una inflación de precios y de costes persistentemente elevada, en un contexto de descenso del crecimiento y de aumento del desempleo.** Tras el embargo de petróleo impuesto en octubre de 1973, en la mayoría de los países más grandes de la zona del euro y en Estados Unidos la inflación experimentó un incremento significativo seguido de una caída del PIB real (gráfico B). En Alemania, la senda de inflación fue más moderada, debido a que el Deutsche Bundesbank introdujo un objetivo cuantitativo de crecimiento monetario para ayudar a controlar la inflación tras el colapso del sistema de Bretton Woods<sup>3</sup>. En contraposición a las expectativas en el período actual, la perturbación de oferta de la década de 1970 también provocó un incremento del desempleo y de los costes laborales unitarios en algunos de los países de la zona del euro de mayor tamaño, aunque en Alemania y Estados Unidos el crecimiento de estos costes se mantuvo más contenido (gráfico C).

<sup>3</sup> Véanse, por ejemplo, O. Issing, «Why Did the Great Inflation Not Happen in Germany?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, marzo/abril de 2005, 87(2, Part 2), pp. 329-35, y «La «Gran Inflación»: enseñanzas para la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, Frankfurt am Main, mayo de 2010.

## Gráfico B

### Inflación y crecimiento del PIB real en 1973 y en la actualidad

(tasas de variación interanual, por trimestre; eje de abscisas: crecimiento del PIB; eje de ordenadas: inflación)



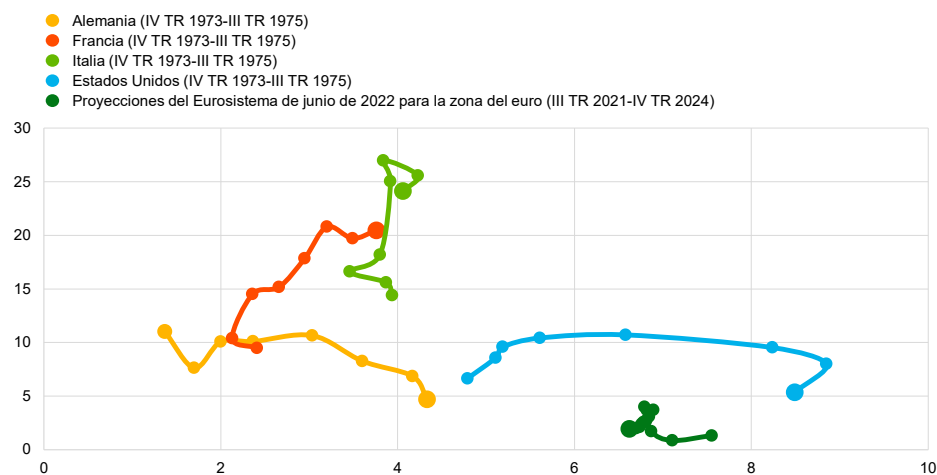
Fuentes: Deutsche Bundesbank, Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE), Istituto Nazionale di Statistica (ISTAT), Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, BCE, base de datos de las proyecciones del BCE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación para cada región se muestra con un punto más grande para distinguirla de las anteriores.

## Gráfico C

### Desempleo y costes laborales unitarios después de la perturbación de los precios del petróleo en 1973 y en la actualidad

(eje de abscisas: desempleo en porcentaje de la población activa; eje de ordenadas: costes laborales unitarios; tasas de variación interanual, por trimestre)



Fuentes: Haver, base de datos de proyecciones del BCE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación para cada región se muestra con un punto más grande para distinguirla de las anteriores.

### Las previsiones actuales de los expertos siguen estando alejadas de un

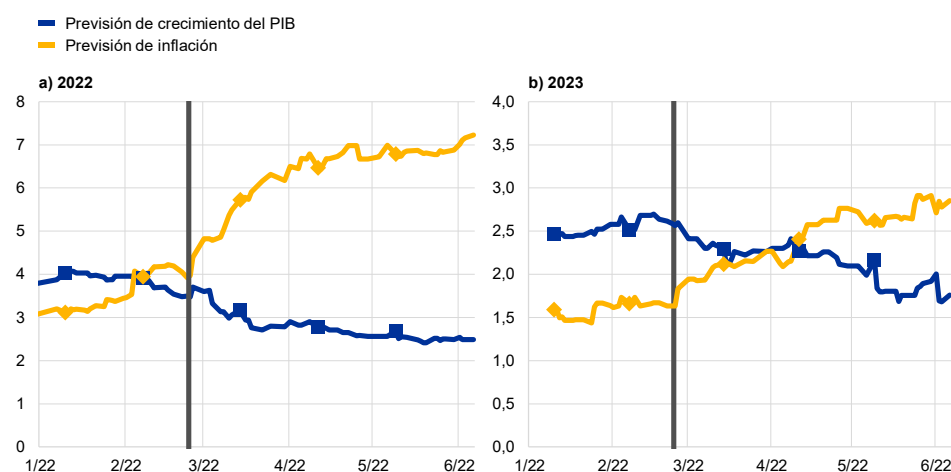
**escenario de estanflación.** Esto ocurre a pesar del hecho de que la mayoría de las encuestas más recientes a expertos en previsión económica realizadas entre abril y mayo de 2022 —por ejemplo, Consensus Economics, el Barómetro de la Zona del Euro, la encuesta a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) del BCE y la encuesta del BCE a expertos en previsión económica— presentan previsiones más altas para la inflación y más bajas para el crecimiento real tanto

para 2022 como para 2023 si se comparan con las de principios de este año. Las revisiones de las previsiones para 2022 son mayores que las correspondientes a 2023 (gráfico D). No obstante, para 2023 la previsión de crecimiento del PIB real de Consensus Economics sigue estando por encima del 2 % y solo tres expertos esperan un crecimiento inferior al 1 %<sup>4</sup>. Aunque, desde que estalló la guerra, las previsiones de inflación señalan que esta se situará, en promedio, por encima del 2 % en 2023, la mayoría de los expertos esperan que caiga por debajo del 2 % en la segunda mitad de 2023. Con todo, la incertidumbre ha aumentado, al igual que la dispersión de las previsiones. Los coeficientes de variación de las previsiones tanto de inflación como de crecimiento se han incrementado en más del 30 % y del 50 %, respectivamente, desde que comenzó la guerra.

### Gráfico D

Expectativas de inflación y de crecimiento del PIB de los expertos en previsión económica del sector privado para 2022 y 2023

(tasas de variación interanual)



Fuente: Consensus Economics.

Notas: Las líneas representan las previsiones de Continuous Consensus Forecasts con el método «Replacement Basis» (reemplazo), que se calculan cada día hábil entre las fechas de las encuestas mensuales y se basan en el reemplazo (se utiliza el panel de la encuesta mensual anterior y se reemplazan las previsiones anteriores por otras nuevas o revisadas). Los cuadrados y los rombos indican la previsión media de Consensus en las encuestas mensuales regulares de Consensus Economics. La línea vertical de cada gráfico se refiere a la fecha de la invasión rusa de Ucrania (24 de febrero de 2022). La última observación corresponde al 6 de junio de 2022.

**La situación económica actual presenta varias diferencias con respecto a la de los años setenta que hacen menos probable que se produzca una estancación ahora.** En primer lugar, la dependencia del petróleo ha disminuido sustancialmente, por lo que se ha reducido el potencial impacto económico de las perturbaciones de los precios del crudo. Asimismo, la dependencia del gas ha aumentado de forma notable, por lo que las perturbaciones externas que afectan al precio de esta materia prima desempeñan ahora un papel más relevante. En segundo lugar, el riesgo de que se produzcan importantes efectos de segunda vuelta en la inflación es menor pese al fuerte tensionamiento en el mercado de trabajo, debido a que los mecanismos formales de indexación salarial son menos habituales y a que el

<sup>4</sup> Cabe señalar también que ningún experto prevé lo que se denomina una «recesión técnica» (es decir, dos trimestres consecutivos de crecimiento intertrimestral negativo del PIB) durante 2022 y 2023.



número de trabajadores afiliados a un sindicato se ha reducido<sup>5</sup>. En tercer lugar, las actuales proyecciones del crecimiento del PIB real siguen reflejando, en parte, la recuperación de la demanda tras la pandemia. Esto se atribuye no solo a la relajación de las restricciones y a la reapertura de la economía, sino también a las medidas de apoyo público (como el programa *Next Generation EU* y los planes nacionales de implementación). Por último, si se compara con las estrategias aplicadas por las distintas autoridades monetarias nacionales en la década de 1970, la actual estrategia de política monetaria de la zona del euro está más claramente orientada a anclar las expectativas de inflación y a situarla en el 2 % a medio plazo<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Véase el recuadro 7 titulado «La prevalencia de la indexación salarial en el sector privado de la zona del euro y su posible influencia en el impacto de la inflación en los salarios», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021.

<sup>6</sup> Para información sobre el anclaje de las expectativas de inflación en la zona del euro, véase, por ejemplo, M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. S. Gürkaynak y E. T. Swanson, «[Convergence and Anchoring of Yield Curves in the Euro Area](#)», *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 93(1), febrero de 2011, pp. 350-364. Para una comparación con Estados Unidos, véase M. J. Beechey, B. K. Johannsen y A. T. Levin, «[Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area Than in the United States?](#)», *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, vol. 3, n.º 2, abril de 2011, pp. 104-129. Una comparación más amplia con otras economías avanzadas se puede consultar en R. S. Gürkaynak, A. T. Levin, A. N. Marder y E. T. Swanson, «[Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations in the western hemisphere](#)», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2007, pp. 25-47. Con respecto a la relación entre política monetaria e indexación salarial, véase B. Hofmann, G. Peersman y R. Straub, «[Time variation in U.S. wage dynamics](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 59, n.º 8, 2012, pp. 769-783.

## El marcado aumento de la inflación de los alimentos en la zona del euro y el impacto de la guerra Rusia-Ucrania

Katalin Bodnár y Tobias Schuler

**La inflación del componente de alimentos del IAPC de la zona del euro alcanzó un nuevo máximo histórico en mayo de 2022 debido a que las presiones inflacionistas que venía soportando el sector alimentario se intensificaron tras la invasión rusa de Ucrania.** La guerra y sus repercusiones están obstaculizando las importaciones de materias primas energéticas y alimenticias en la zona del euro y contribuyendo a la subida de los precios en todo el mundo. La situación está agravando las presiones que ya se observaban en los mercados de alimentos en la zona del euro y a escala global. En este recuadro se examina la evolución reciente de la inflación de los alimentos en la zona del euro y los canales por los cuales se ve afectada por la guerra Rusia-Ucrania.

**La inflación del componente de alimentos del IAPC ya estaba aumentando antes de que Rusia invadiera Ucrania (gráfico A).** Los precios de los alimentos pueden ser un importante determinante de la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro, dado el elevado peso de este componente en la cesta de consumo (ligeramente superior al 20 %) y la fuerte volatilidad de la inflación de los alimentos<sup>1</sup>. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos se incrementó durante la primera ola de la pandemia de coronavirus (COVID-19) como consecuencia de las restricciones de oferta, pero, posteriormente, se redujo. A partir del cuarto trimestre de 2021, la inflación de los precios de los alimentos se aceleró y alcanzó el 3,5 % en enero de 2022 y el 7,5 % en mayo de 2022, el nivel más alto desde el inicio de la unión monetaria. Se habían observado máximos anteriormente: a principios de 2002 (5,6 %), cuando la preocupación por la alerta sanitaria asociada a enfermedades animales presionó al alza los precios de los alimentos no elaborados<sup>2</sup>, y en 2008 (6,1 %), como consecuencia del encarecimiento de los fertilizantes y de las materias primas alimenticias a escala mundial<sup>3</sup>. En abril de 2022, la inflación de los alimentos se situó en el 9,4 % en Estados Unidos y en el 6,7 % en el Reino Unido; por tanto, en los dos países registró un nivel superior al de la zona del euro. Sin embargo, en los tres últimos meses, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos se ha acelerado más en la zona del euro (2,8 puntos porcentuales desde enero de 2022) que en las otras dos economías (2,4 puntos porcentuales en Estados Unidos y en el Reino Unido durante el mismo período).

<sup>1</sup> Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios de los alimentos en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2020.

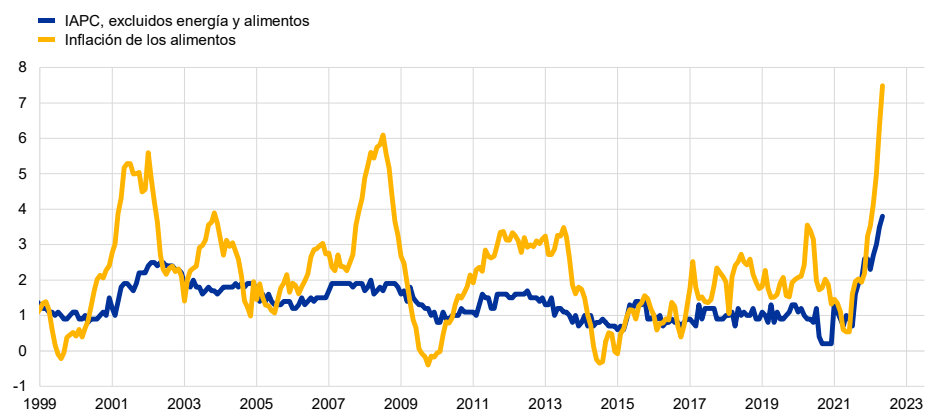
<sup>2</sup> Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios de los alimentos no elaborados», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2013.

<sup>3</sup> Véase el recuadro titulado «Precios de las materias primas agrícolas y del componente de alimentos del IAPC», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2010.

## Gráfico A

### IAPC e inflación de los alimentos en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



**El fuerte incremento de la inflación de los alimentos observado en la zona del euro desde mediados de 2021 ha estado impulsado principalmente por la subida de los precios internacionales de las materias primas alimenticias y la energía, que se aceleró tras la invasión rusa de Ucrania (gráfico B).** Los precios internacionales de las materias primas alimenticias aumentaron de forma

considerable en la segunda mitad de 2021, debido, sobre todo, al encarecimiento de la energía, especialmente del gas natural<sup>4</sup>. Los precios energéticos elevados afectan a la inflación de los alimentos a través de tres canales. En primer lugar, en la producción agrícola y en la elaboración de alimentos se utiliza gran cantidad de energía; por ejemplo, la producción de cultivos depende en gran medida del combustible para maquinaria agrícola, así que la subida de los precios de la energía suele transmitirse rápidamente a los costes de producción. En segundo lugar, el gas natural es un insumo en la producción de fertilizantes; por tanto, el ascenso de los precios del gas se traduce en un encarecimiento de los fertilizantes, y contribuye al aumento de los costes de producción agrícola. En tercer lugar, el alza de los costes de transporte afecta a los precios de los alimentos, lo que también hace más costosa la sustitución de materias primas por otras procedentes de lugares más alejados<sup>5</sup>. Los precios internacionales de las materias primas alimenticias también aumentaron como resultado de condiciones meteorológicas adversas en algunas zonas. Asimismo, el incremento de los costes de transporte relacionado con los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro intensificó las presiones inflacionistas. Con la invasión rusa de Ucrania, los precios de algunas materias primas alimenticias y energéticas se incrementaron considerablemente, lo que

<sup>4</sup> Véase el recuadro titulado «Evolución de los precios de las materias primas energéticas y sus implicaciones para las proyecciones del componente energético del IAPC», *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro*, BCE, diciembre de 2021.

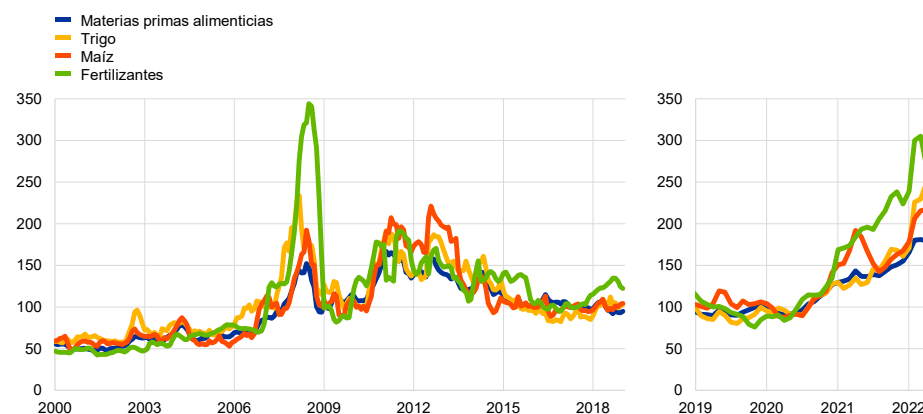
<sup>5</sup> Véase F. Monforti-Ferrario, J. Dallemand, I. Pinedo Pascua, V. Motola, M. Banja, N. Scarlat, H. Medarac, L. Castellazzi, N. Labanca, P. Bertoldi, D. Pennington, M. Goralczyk, E. Schau, E. Saouter, S. Sala, B. Notarnicola, G. Tassielli y P. Renzulli, «Energy use in the EU food sector: State of play and opportunities for improvement», *JRC Science and Policy Report*, Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, Luxemburgo, 2015.

reflejó el papel global que desempeñan los países afectados como importantes proveedores de materias primas alimenticias específicas<sup>6</sup>. En particular, los precios del trigo y del maíz registraron un aumento acusado. Los precios de los fertilizantes también subieron a escala global, desde niveles ya elevados, por lo que se situaron en cotas casi un 200 % superiores a las de hace dos años<sup>7</sup>.

### Gráfico B

#### Precios internacionales de las materias primas alimenticias y de los fertilizantes

(índice: 2020 = 100)



Fuentes: Hamburg Institute of International Economics (HWWI), Refinitiv y Banco Mundial.

Notas: La última observación corresponde a mayo de 2022. Las materias primas alimenticias incluyen cacao, café, maíz, soja y trigo. Los precios de los fertilizantes se refieren al fertilizante de fosfato diamónico.

#### Las fuertes repercusiones de la guerra para el sector alimentario de la zona del euro se explican por su impacto directo en la capacidad de producción y exportación de Ucrania, y por las restricciones comerciales y la elevada incertidumbre en Ucrania, Rusia y Bielorrusia.

Primero, Ucrania prohibió las exportaciones de determinados productos alimenticios<sup>8</sup>. La capacidad productiva del país también sufrirá efectos negativos a más largo plazo, dado que los cultivos no pueden plantarse ni cosecharse en áreas directamente afectadas por la guerra, no hay trabajadores disponibles para la producción, y las infraestructuras de producción y de transporte están resultando dañadas. Segundo, el transporte de materias primas alimenticias desde Rusia se ha encarecido debido a la subida de los costes del seguro<sup>9</sup>. El suministro de petróleo y gas natural procedente de Rusia también se ha vuelto incierto, acentuando las presiones al alza sobre los costes de los insumos de los sectores de agricultura y elaboración de alimentos de la UE. Rusia, que es el mayor exportador global de fertilizantes, también ha prohibido estas exportaciones

<sup>6</sup> Para información sobre materias primas energéticas, véase el recuadro titulado «El impacto de la guerra en Ucrania en los mercados energéticos de la zona del euro» en este Boletín Económico.

<sup>7</sup> Las restricciones a las exportaciones de fertilizantes por parte de China pueden acrecentar estas presiones inflacionistas. Véase C. P. Bown e Y. Wang, «China's recent trade moves create outside problems for everyone else», *RealTime Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, 25 de abril de 2022.

<sup>8</sup> Estos incluyen el centeno, la cebada, el trigo sarraceno, el mijo, el azúcar, la sal y la carne.

<sup>9</sup> Véase «The importance of Ukraine and the Russian Federation for global agricultural markets and the risks associated with the current conflict», *Information Note*, Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura, 25 de marzo de 2022.

hasta agosto de 2022<sup>10</sup>. Tercero, la UE ha adoptado nuevas sanciones contra Bielorrusia, prohibiendo totalmente las importaciones de potasa y combustibles, entre otros productos<sup>11</sup>. Estas restricciones al comercio internacional de fertilizantes provocarán nuevas subidas de precios tanto a escala global como en la zona del euro, mientras que es posible que la menor oferta afecte también al rendimiento futuro de los cultivos en todo el mundo.

**Si bien la exposición total de la zona del euro a Rusia, Ucrania y Bielorrusia es limitada, en el caso de determinadas materias primas alimenticias las exposiciones directas a la región envuelta en la guerra son significativas.**

La UE es en gran medida autosuficiente en lo que se refiere a productos agrícolas, dado que produce más de lo que consume<sup>12</sup>. Por lo que respecta al comercio de la zona del euro de productos agrícolas y fertilizantes, la mayor parte se realiza dentro de la zona (57 %), mientras que Rusia, Ucrania y Bielorrusia representan, en conjunto, solo el 2 % de las importaciones totales de la zona del euro (panel a del gráfico C)<sup>13</sup>. Teniendo en cuenta el desglose de las importaciones por producto, la zona del euro importa una proporción elevada de maíz de la región afectada (principalmente de Ucrania), que se utiliza, sobre todo, en piensos para animales (panel b del gráfico C). Las importaciones de semillas oleaginosas, de trigo y de azúcar, principalmente de Ucrania, también son significativas<sup>14</sup>. Estas importaciones influyen en la inflación del componente de alimentos del IAPC a través de la cadena de valor y, como la oferta de estos bienes específicos en los mercados internacionales es limitada, los problemas de entrega adicionales pueden impulsar los precios notablemente al alza. Por ejemplo, el aceite de girasol puede ser sustituido en los hogares por otros aceites y grasas vegetales o animales, pero también se emplea en varios productos alimenticios elaborados, por lo que la menor oferta tiene un gran impacto. La escasa oferta de piensos también puede influir en los precios y el abastecimiento de carne. Además, la zona del euro importa más de una cuarta parte de sus fertilizantes de la región afectada, y es difícil reemplazarlos por los de otras áreas.

<sup>10</sup> Véase P. Weil y G. Zachmann, «[The impact of the war in Ukraine on food security](#)», *Blog Post*, Bruegel, 21 de marzo de 2022.

<sup>11</sup> Véase F. Guarascio, «[EU bans 70% of Belarus exports to bloc with new sanctions over Ukraine invasion](#)», Reuters, 2 de marzo de 2022.

<sup>12</sup> Véase [Short-term outlook for EU agricultural markets in 2022](#), n.º 32, Comisión Europea, primavera de 2022.

<sup>13</sup> Con respecto a las importaciones de productos agrícolas de países no pertenecientes a la zona del euro, Rusia representa el 1,7 %, Ucrania el 2,6 % y Bielorrusia el 0,1 %.

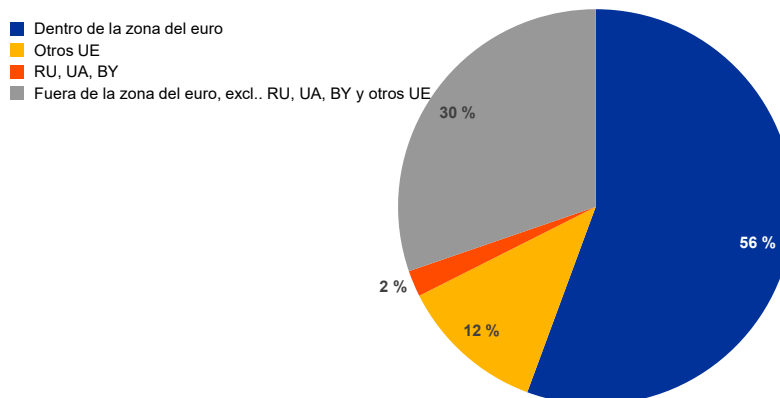
<sup>14</sup> Chipre, Portugal y Países Bajos son los países de la zona del euro más expuestos a las importaciones de trigo ucraniano.

### Gráfico C

#### Exposición de la zona del euro a las importaciones de productos agrícolas y fertilizantes de Rusia, Ucrania y Bielorrusia

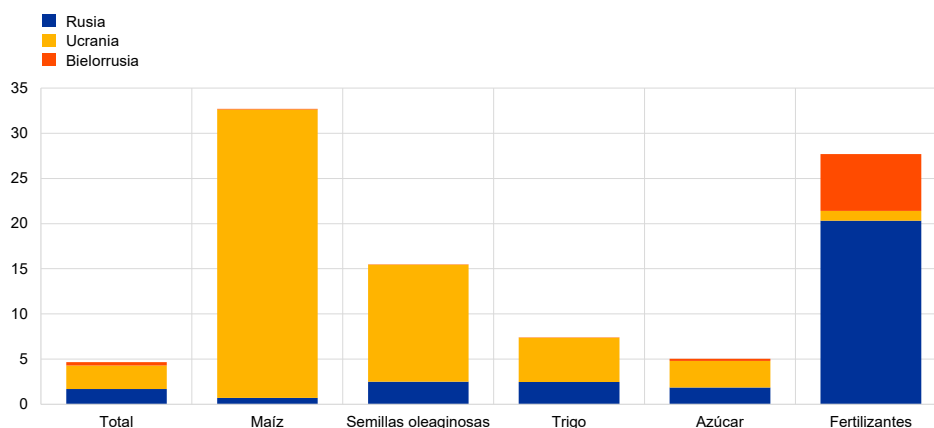
##### a) Composición de las importaciones de alimentos y de fertilizantes de la zona del euro

(porcentajes de las importaciones totales)



##### b) Exposición de la zona del euro a las importaciones de productos agrícolas y fertilizantes en porcentaje de las importaciones totales de países de fuera de la zona

(porcentajes de importaciones de fuera de la zona del euro)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.  
Nota: Datos correspondientes a 2020.

#### La inflación de los alimentos ha aumentado con más fuerza en los países de la zona del euro que están más expuestos a las importaciones agrícolas de

**Rusia, Ucrania y Bielorrusia.** Los Estados bálticos y Finlandia son los países de la zona del euro que más dependen de las importaciones de productos agrícolas y fertilizantes de Rusia, Ucrania y Bielorrusia (gráfico D), que representan entre el 8 % (Finlandia) y el 13 % (Estonia) de las importaciones totales de estos productos<sup>15</sup>. En los Estados bálticos, la tasa de variación de los precios de los alimentos ha sido, en general, más alta y volátil que en otros países de la zona del euro, debido al hecho de que se trata de pequeñas economías abiertas y, por tanto, están más expuestas a las fluctuaciones de los mercados internacionales de materias primas. Las tasas de inflación de los alimentos observadas recientemente en estos países fueron las

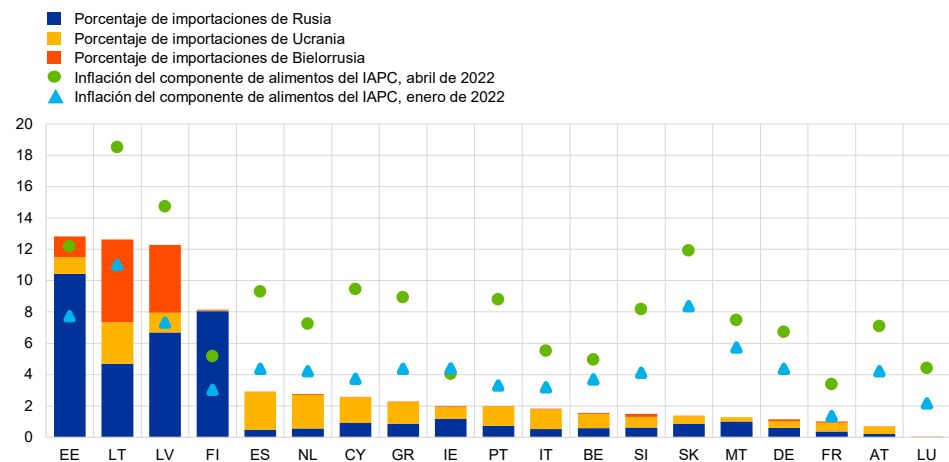
<sup>15</sup> Los Estados bálticos son países de tránsito importantes para los productos procedentes de Rusia y Bielorrusia. Con respecto a los fertilizantes, las cifras han sido ajustadas para tener en cuenta las reexportaciones.

más elevadas de la zona del euro y oscilaron entre el 12 % y el 19 % en términos interanuales. En el futuro, es posible que sigan aumentando las diferencias entre los países de la zona del euro en lo que respecta a la inflación del componente de alimentos del IAPC.

### Gráfico D

Exposición de los países de la zona del euro a las importaciones de productos agrícolas y fertilizantes de Rusia, Ucrania y Bielorrusia, e inflación del componente de alimentos del IAPC

(porcentajes de las importaciones totales; tasas de variación interanual)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos sobre importaciones se refieren a 2020, y los de la inflación del componente de alimentos del IAPC a abril de 2022.

**Las presiones inflacionistas del sector alimentario de la zona del euro han seguido creciendo desde la invasión rusa de Ucrania, lo que sugiere que es posible que la tasa de variación de los precios de los alimentos se mantenga en niveles elevados (gráfico E).** Los precios de importación de los alimentos ya estaban subiendo con fuerza en la zona del euro, pero se aceleraron aún más tras la invasión, y la tasa de crecimiento interanual pasó del 16,4 % en febrero al 21,4 % en abril. Los precios agrícolas en origen y mayoristas<sup>16</sup> también aumentaron considerablemente en la zona del euro —un 47,9 % en abril, frente al 27,7 % observado en febrero—, principalmente impulsados por los precios de los cereales.

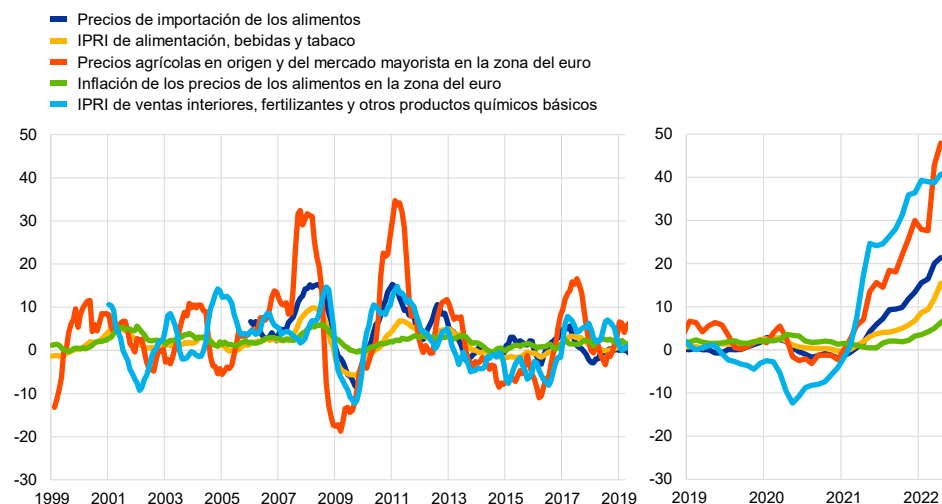
En fases posteriores de la cadena de producción, los precios de producción de los productos alimenticios también se incrementaron tras la invasión, desde niveles ya elevados. Concretamente, los precios de producción de los aceites y grasas vegetales y animales, y de los piensos para animales registraron un alza considerable en abril, del 39,7 % y del 32,2 %, respectivamente, en términos interanuales, frente al 27,4 % y el 19,3 % de febrero. Estas presiones inflacionistas afectarán a los precios de los alimentos de consumo de la zona del euro a través del proceso de formación de precios en los próximos meses.

<sup>16</sup> La Comisión Europea (Dirección General de Agricultura y Desarrollo Rural) se encarga de recopilar los precios agrícolas en origen y mayoristas de la zona del euro. Los precios agrícolas en origen son los precios de los productos en la explotación agrícola donde se producen y excluyen los gastos de transporte o entrega facturados por separado.

## Gráfico E

### Presiones latentes sobre los precios de los alimentos y de los fertilizantes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022 para la inflación de los alimentos de la zona del euro, y a abril de 2022 para el resto. IPRI es el índice de precios industriales.

**En conjunto, la dependencia directa que tiene la zona del euro con respecto a la región envuelta en la guerra es limitada, exceptuando materias primas concretas, pero los precios de los alimentos se ven muy afectados, como consecuencia de la evolución de los precios internacionales de las materias primas.** La guerra está dificultando las importaciones de cereales, semillas oleaginosas y fertilizantes por parte de la zona del euro. La inflación de los precios de los alimentos también se ve significativamente afectada a través del aumento de los precios internacionales de mercado de estos insumos utilizados en la producción agrícola, junto con el fuerte ascenso de los precios de la energía. Episodios anteriores de subidas de los precios de los alimentos fueron seguidos de ajustes económicos, y la inflación de estos precios tendió a moderarse a medio plazo. Esta vez cabe esperar que la inflación permanezca en cotas altas en los próximos meses, pese a algunos factores compensatorios. Algunos de los suministros afectados por la guerra podrían ser sustituidos por otros del resto del mundo, pero a precios elevados. También existe la posibilidad de aumentar la producción de cultivos en la zona del euro (poniendo en cultivo «superficies de interés ecológico» y volviendo a dar prioridad al maíz producido), lo que contribuiría a moderar el impacto de la guerra sobre los mercados de cereales, al menos en términos de cantidad<sup>17</sup>. La menor oferta de piensos de Rusia y Ucrania puede compensarse, en parte, con el aumento del suministro procedente de otras regiones (por ejemplo, América Latina), pero muy posiblemente a precios más altos. Es poco probable que estas medidas alternativas limiten notablemente la subidas de los precios de los alimentos a corto plazo, dado que varios insumos son difíciles de sustituir a corto plazo y se espera que sean los principales determinantes de la evolución de la

<sup>17</sup> «Supply shock caused by Russian invasion of Ukraine puts strain on various EU agri-food sectors», Comisión Europea, 5 de abril de 2022.



inflación de los alimentos en el futuro<sup>18</sup>. Por ejemplo, debido a la escasa oferta y al elevado precio de los fertilizantes, se espera que persistan algunas presiones latentes en 2023.

---

<sup>18</sup> Existen algunos factores adicionales que pueden afectar al abastecimiento y a los precios de los alimentos en la zona del euro, como la oferta mundial de materias primas alimenticias, las restricciones a las exportaciones introducidas en algunos países tras la invasión rusa de Ucrania y el acopio de existencias por parte de los hogares de la zona del euro.

## Un nuevo indicador de la inflación interna para la zona del euro

Annette Fröhling<sup>1</sup>, Derry O'Brien y Stefan Schaefer<sup>2</sup>

**En este recuadro presentamos un nuevo indicador de la inflación interna para la zona del euro que tiene en cuenta la intensidad importadora de los componentes del IAPC.** Para este nuevo indicador, la intensidad importadora de los componentes del IAPC se obtiene utilizando información de las cuentas nacionales y de las tablas *input-output*. Los componentes del IAPC con una intensidad importadora relativamente reducida se agregan posteriormente a lo que se denomina un indicador de inflación «de baja intensidad importadora» (LIMI, por sus siglas en inglés)<sup>3</sup>. El umbral de la intensidad importadora, por debajo del cual un componente del IAPC se incluye en el indicador, se determina aplicando criterios empíricos. Mientras que el objetivo de inflación del BCE se formula en términos de la inflación general, el concepto de inflación interna tiene relevancia analítica para la política monetaria, dado que desempeña un papel destacado en el mecanismo de transmisión de dicha política<sup>4</sup>. El deflactor del PIB es un indicador de la inflación interna utilizado habitualmente, pero, si bien descuenta la inflación importada, captura la evolución de los precios sin limitarse a los de consumo, como los precios de los bienes de inversión o de las exportaciones que podrían no estar muy estrechamente relacionados con la inflación de los precios de consumo de origen interno. Además, los indicadores típicos de la inflación subyacente basados en la exclusión de componentes pueden incluir de todas formas partidas con una elevada intensidad importadora. El nuevo indicador de inflación LIMI, que puede ser un complemento de algunos de estos otros indicadores, sugiere que, aunque el acusado aumento de la inflación general se explica principalmente por la inflación importada, las presiones inflacionistas de origen interno también se han incrementado durante el pasado año<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Deutsche Bundesbank.

<sup>2</sup> Deutsche Bundesbank.

<sup>3</sup> En general, los IAPC se diseñan de acuerdo con el concepto «interno», es decir, el IAPC se refiere a los productos que se compran en un país determinado. En cambio, la idea que subyace al indicador de inflación «interna» es que algunas partes de los componentes del IAPC se producen en un país extranjero, de forma que la evolución de los precios de dichas partes «no internas» estaría determinada sobre todo por las condiciones en los mercados exteriores.

<sup>4</sup> El concepto de inflación interna, tal y como se utiliza en este recuadro, está estrechamente relacionado con el concepto de inflación no comerciable. La diferencia radica en que el concepto de inflación no comerciable considera la intensidad exportadora y la intensidad importadora de diferentes bienes y servicios para todos los usos, mientras que la inflación interna se refiere a los bienes y servicios producidos para consumo interno con una baja intensidad importadora.

<sup>5</sup> Véanse F. Panetta, «[Small steps in a dark room: guiding policy on the path out of the pandemic](#)», discurso pronunciado en el European University Institute, 28 de febrero de 2022, y F. Panetta «[Patient monetary policy amid a rocky recovery](#)», discurso pronunciado en la Sciences Po, 24 de noviembre de 2021. Cabe señalar que el indicador de inflación LIMI citado en estos discursos se basa en la [World Input-Output Database](#) (WIOD), que posteriormente se revisó utilizando un sistema de mapeo basado en la base de datos FIGARO (Full International and Global Accounts for Research in Input-Output analysis) de Eurostat.

**La intensidad importadora de cada componente del IAPC se calcula como el contenido importador directo e indirecto después de impuestos del consumo privado.** Cuanto mayor sea el contenido importador de un componente de consumo privado, más debería reaccionar su precio a factores internacionales, dado que el contenido importador después de impuestos del consumo es aproximadamente igual a la elasticidad a largo plazo de la inflación de los precios de consumo a variaciones en el precio de las importaciones<sup>6</sup>. El contenido importador total incluye el contenido importador directo del consumo privado (es decir, importaciones de fuera de la zona del euro de bienes que son consumidos directamente por los hogares) y el contenido importador indirecto del consumo privado (es decir, las importaciones de fuera de la zona del euro de bienes intermedios que se utilizan para producir bienes de consumo final en la zona del euro). El contenido importador total de un componente del IAPC se obtiene, en primer lugar, utilizando información de las tablas *input-output* para estimar el contenido importador de los productos de consumo clasificados por actividad y, después, estableciendo la correspondencia de dichos productos con los 94 componentes del IAPC<sup>7</sup>. De conformidad con este método, en 2017, la intensidad importadora se situó en un intervalo de entre el 19 % y el 32 % para los componentes energéticos del IAPC, en un nivel cercano al 22 % para sus componentes de alimentos, en un intervalo de entre el 3 % y el 68 % para sus componentes de servicios y entre el 11 % y el 44 % para sus componentes de productos industriales no energéticos (gráfico A)<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Hay que matizar que el grado de sustituibilidad con importaciones también podría afectar a los precios y este factor no se tiene plenamente en cuenta. Por ejemplo, incluso para un componente que tenga una intensidad importadora de cero, las empresas locales podrían mantener el precio al mismo nivel que el precio internacional para evitar perder cuota de mercado frente a alternativas importadas. Además, más allá de nuestro enfoque fundamentalmente estadístico, la inflación interna también podría definirse atendiendo a los orígenes de las perturbaciones económicas. Por ejemplo, si el precio de un bien —incluso de uno con una alta intensidad importadora— se viera fuertemente influido por la demanda de la zona del euro, entonces esta inflación importada podría seguir considerándose como «interna» en el sentido de que puede estar sujeta al control de la política monetaria interna.

<sup>7</sup> Las principales fuentes de datos utilizadas para obtener la intensidad importadora de los distintos componentes del IAPC son la base de datos FIGARO, así como las tablas de oferta y uso correspondientes. Los datos FIGARO se proporcionan con frecuencia anual y para suficientes sectores; abarcan el período entre 2010 y 2017 (los cálculos para 2000-2009 se basan en los datos de la WIOD). El cálculo de las tablas de correspondencia entre los 64 productos de la Clasificación de Productos por Actividad (CPA) de la base de datos FIGARO y los 94 componentes del IAPC a nivel de cuatro dígitos de la COICOP se basa en una [lista de correspondencias de Eurostat](#) (COICOP son las siglas en inglés de «Classification of Individual Consumption by Purpose» y se refiere a la clasificación del consumo individual por finalidad). Además, los datos de Eurostat sobre el comercio mayorista y minorista, el gasto en consumo final a precios de compra, así como las ponderaciones de la COICOP de los componentes individuales del IAPC se utilizan como datos auxiliares para establecer la correspondencia. Las intensidades importadoras varían cada año desde 2000 hasta 2017 y se fijan en los valores de 2017 para los años posteriores hasta la siguiente publicación de datos FIGARO. La correspondencia se basa en información pública disponible y es solo una aproximación de la intensidad importadora.

<sup>8</sup> Los dos componentes de servicios del IAPC denominados «transporte aéreo de pasajeros» y «transporte de pasajeros por mar y vías navegables interiores» muestran intensidades importadoras muy elevadas. El motivo es que no es posible calcular la intensidad importadora de los servicios de transporte de pasajeros y de mercancías por separado, dado que las partidas correspondientes de la CPA, transporte marítimo y transporte aéreo, no discriminan entre los dos conceptos. El tercer componente con mayor intensidad importadora son los paquetes turísticos, con un 35 %.

## Gráfico A

Componentes del IAPC con una intensidad importadora inferior al 18 % en 2017



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Nota: Debido a limitaciones de espacio, las barras muestran únicamente los componentes del IAPC (a nivel de cuatro dígitos de la COICOP) con una intensidad importadora inferior al 18 %, que es el umbral determinado sobre la base del análisis empírico.

**La capacidad para seguir a la inflación general a medio plazo es el criterio principal utilizado para determinar un umbral óptimo para la intensidad importadora, y los componentes del IAPC que se sitúan por debajo de ese umbral se asignan al indicador de inflación LIM1.** El umbral para nuestro

indicador de inflación LIM1 se determina aplicando criterios empíricos. Entre ellos se incluyen el sesgo histórico y la precisión global, medidos por el error cuadrático medio, en el seguimiento de la evolución de la inflación general a medio plazo<sup>9</sup>. Para el período posterior a la crisis financiera global (CFG), el sesgo tiende a ser mayor para los umbrales de intensidad importadora reducidos (gráfico B)<sup>10</sup>. Ello puede deberse al hecho de que, en gran medida, los componentes de servicios son los que tienden a tener una baja intensidad importadora, pero, al mismo tiempo, también una tasa de inflación media relativamente elevada. A medida que aumenta el umbral, el sesgo tiende a disminuir, dado que se incrementa el número de bienes industriales no energéticos —que suelen tener, en promedio, tasas de inflación más

<sup>9</sup> Se necesita como referencia una estimación del componente persistente de la inflación, que no es observable. La referencia principal en el mes  $t$  se define como la tasa de crecimiento anualizada del IAPC en los dos años siguientes, es decir,  $1.200 * (p_{t+h} - p_t) / h$  donde  $p_t$  es el nivel de precios en el momento  $t$  y  $h$  es 24 meses. Los resultados son robustos al uso de *proxies* alternativos para el componente persistente de la inflación, como una referencia correspondiente basada en la inflación dentro de tres años. El período de la muestra posterior a la CFG abarca desde septiembre de 2008 hasta diciembre de 2017. Los datos entre enero de 2018 y diciembre de 2019 son necesarios para calcular la referencia dentro de dos años. No se utilizan los datos del período de pandemia.

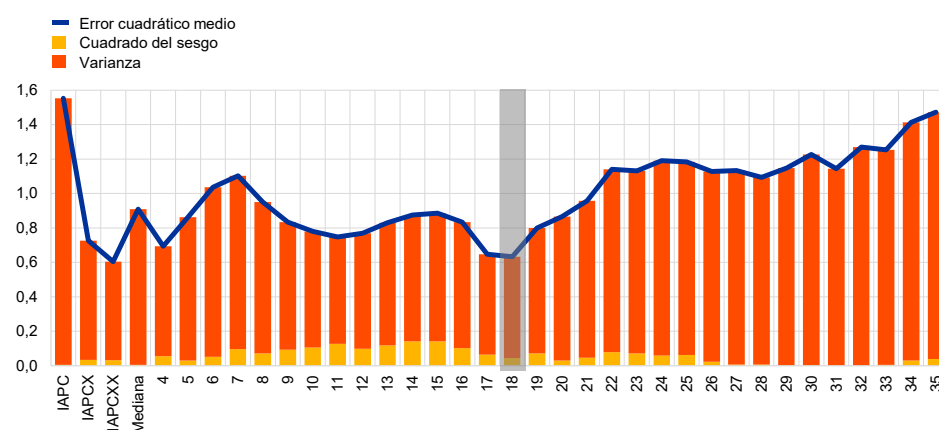
<sup>10</sup> En el período de la muestra anterior a la CFG no hay un umbral óptimo claro para la intensidad importadora. Gran parte del fuerte sesgo positivo del IAPC general durante el período de la muestra anterior a la CFG lo explican las elevadas tasas de inflación medias de los componentes muy intensivos en petróleo, como los combustibles líquidos. Estos componentes tienen una elevada intensidad importadora y suelen excluirse del intervalo de umbrales considerado.

reducidas— que están cubiertos por el indicador de inflación LIMI. El indicador basado en un umbral del 18 % parece proporcionar la mayor precisión predictiva, así como un sesgo relativamente moderado<sup>11</sup>. Entre los indicadores típicos de la inflación subyacente basados en la exclusión de componentes, el IAPC excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado (HICPXX) tiene el error cuadrático medio más bajo y es bastante comparable con el del indicador de inflación LIMI con un umbral del 18 %.

### Gráfico B

Precisión de los indicadores de inflación LIMI propuestos y de los indicadores habituales de la inflación subyacente durante el período posterior a la crisis financiera global y anterior a la pandemia

(eje de abscisas: intensidad importadora máxima, en porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: Los parámetros, es decir, el sesgo, la varianza y el error cuadrático medio, se calculan para los indicadores de inflación LIMI propuestos con umbrales de intensidad importadora que oscilan entre el 4 % y el 35 % en el período entre septiembre de 2008 y diciembre de 2019, y el umbral preferido del 18 % se muestra sombreado. La referencia se define como la tasa de crecimiento anualizada del IAPC en los dos años siguientes. IAPCX se refiere al IAPC excluidos la energía y los alimentos, mientras que IAPCXX se refiere al IAPC excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado.

**Los indicadores de inflación LIMI generalmente muestran un fuerte vínculo con el ciclo económico.** En principio, el indicador de inflación LIMI debería tener una sensibilidad relativamente elevada a la holgura interna. En una regresión de la curva de Phillips en forma reducida basada en la brecha de producción, la pendiente a corto plazo es muy significativa en todas las regresiones, salvo en los casos de los indicadores de inflación LIMI con umbrales de importación del 8 % o inferiores a este valor<sup>12</sup>. Las pendientes a largo plazo que son significativas se sitúan en el intervalo de entre 0,24 y 0,48, aproximadamente. Cuando se utiliza la brecha de desempleo como medida de la holgura, las pendientes son significativas, generalmente, para un umbral importador de entre el 17 % y el 23 %. En conjunto,

<sup>11</sup> El período anterior a la CFG se caracterizó por tasas de variación de los precios de las materias primas persistentemente elevadas. Si volviera a producirse un súper ciclo de materias primas, es probable que los indicadores de inflación LIMI con un umbral bajo de intensidad importadora que excluye muchos componentes de energía y alimentos mostraran otra vez un sesgo significativo. Por este motivo, el indicador de inflación LIMI con un umbral del 18 % solo debería utilizarse como indicador complementario en un análisis más amplio de la evolución de la inflación subyacente.

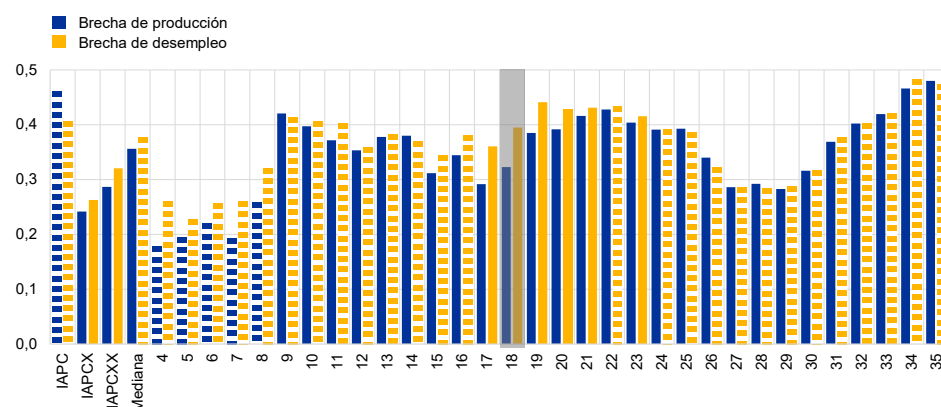
<sup>12</sup> La especificación de la curva de Phillips es la siguiente:  $y_i(t) = \alpha + \rho * y_i(t-1) + \beta_i * \text{holgura}(t-1) + \varepsilon(t)$ , donde  $y_i(t)$  es la tasa de crecimiento intertrimestral anualizada desestacionalizada del indicador de la inflación interna  $i$  (asociado a un umbral de intensidad importadora dado) en el momento  $t$  y la holgura es, o bien la brecha de producción, o bien la brecha de desempleo.

un error cuadrático medio relativamente bajo apunta a un umbral del 18 % para el indicador de inflación LIMI. La elección de este umbral se ve respaldada por una pendiente de la curva de Phillips muy pronunciada tanto para la brecha de producción como para la brecha de desempleo para este indicador<sup>13</sup>.

### Gráfico C

Pendiente a largo plazo en la regresión de la curva de Phillips de los indicadores de inflación LIMI y los indicadores habituales de la inflación subyacente

(eje de abscisas: intensidad importadora máxima, en porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: IAPCX se refiere al IAPC excluidos la energía y los alimentos, mientras que IAPCXX se refiere al IAPCX excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado. La mediana está ponderada. El signo de la pendiente de la brecha de desempleo está cambiado. Las pendientes a corto plazo correspondientes que no son significativas al nivel del 1 % se muestran con rayas horizontales. El período de la muestra está comprendido entre el segundo trimestre de 2003 y el cuarto trimestre de 2019.

### El indicador de inflación LIMI basado en un umbral de intensidad importadora del 18 % incluye fundamentalmente componentes de servicios del IAPC.

De un total de 94 componentes del IAPC a nivel de desagregación de cuatro dígitos de la COICOP, el indicador de inflación LIMI contenía 29 componentes en 2017, frente a 34 en 2010, lo que representa el 35 % y el 40 % del total, respectivamente, en términos de ponderación. Esta disminución puede reflejar, en parte, un cierto aumento de la prevalencia de las cadenas globales de suministro en dicho período. Dado que los componentes de alimentos y de energía tienen normalmente una intensidad importadora superior al umbral del 18 %, no suelen incluirse en el indicador de inflación LIMI. También se excluye la mayoría de los bienes industriales no energéticos<sup>14</sup>. Los componentes de servicios se incluyen, con algunas excepciones, como los servicios de transporte, los paquetes turísticos, los servicios postales y los servicios culturales. Puesto que este indicador comprende principalmente componentes de servicios, también suele tener un nivel medio de inflación más elevado que el IAPC excluidos la energía y los alimentos<sup>15</sup>.

<sup>13</sup> Además, en el período posterior a la CFG y anterior a la pandemia, el único indicador de inflación LIMI que muestra una pendiente significativa para la brecha de desempleo es el que tiene el umbral del 18 %.

<sup>14</sup> Los siguientes bienes industriales no energéticos se incluyen a partir de 2017: alfombras y otros revestimientos para suelos; suministro de agua, y material impreso diverso, artículos de papelería y material de dibujo.

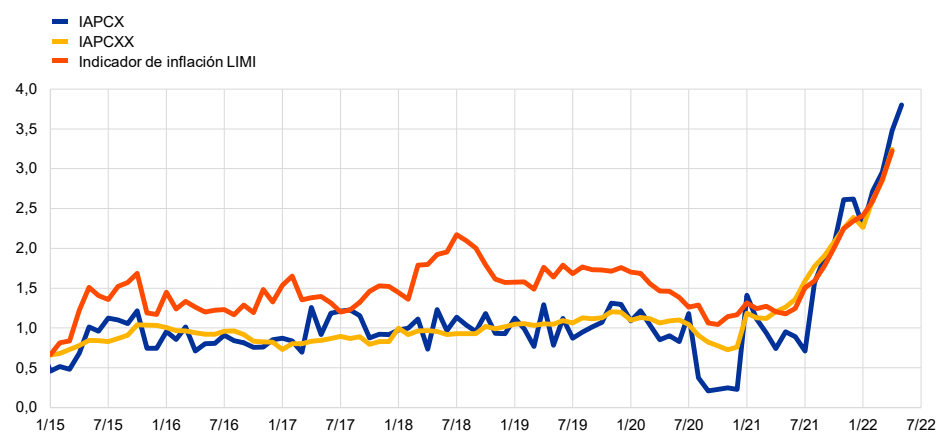
<sup>15</sup> Véase el recuadro titulado «Determinantes de la variación de la brecha entre la inflación de los precios de los servicios y la de los precios de los bienes», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2019.

**El indicador de inflación LIMI sugiere que, aunque el acusado aumento de la inflación general se debe principalmente a la inflación importada, las presiones inflacionistas de origen interno también se han incrementado durante el pasado año.** El indicador de inflación LIMI apunta a una cierta intensificación de las presiones inflacionistas subyacentes en los años inmediatamente anteriores a la pandemia de coronavirus (COVID-19) (gráfico D). Después, tras disminuir de forma acusada a raíz del comienzo de la pandemia, este indicador inició una senda alcista a mediados de 2021<sup>16</sup>. El IAPCXX corrobora, en términos generales, esta señal. El LIMI, al igual que el IAPCXX, se ha visto menos afectado que el IAPCX por la fuerte volatilidad de los servicios relacionados con turismo y viajes durante la pandemia, dado que algunos de estos componentes tienen un contenido importador más elevado que el umbral del 18 %. El LIMI también indica que los altos niveles de inflación observados recientemente son sobre todo importados y reflejan perturbaciones globales en la oferta y la demanda que cada vez se propagan más a la economía de la zona del euro a través de los precios de importación (gráfico E).

### Gráfico D

Indicador de inflación LIMI comparado con los indicadores habituales de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



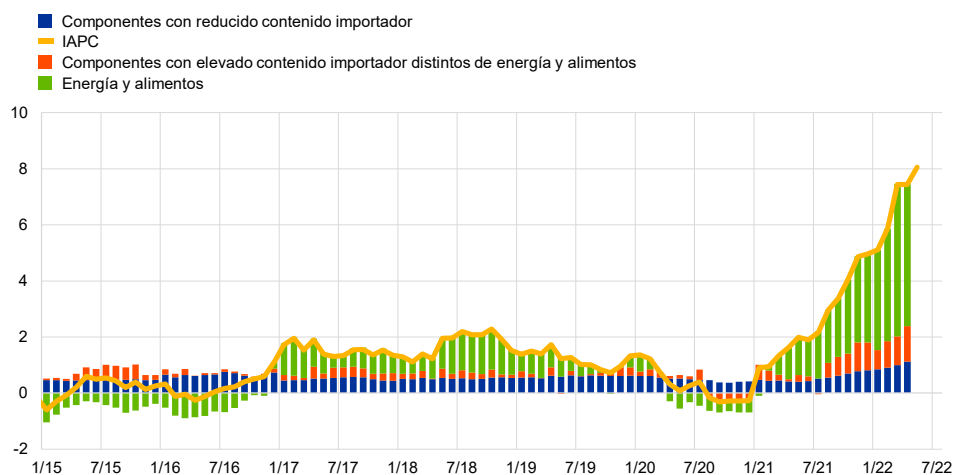
Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: El indicador de inflación LIMI se basa en un umbral de contenido importador del 18 %. IAPCX se refiere al IAPC excluidos la energía y los alimentos, mientras que IAPCXX se refiere al IAPCX excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022 para el IAPCX (estimación de avance) y a abril de 2022 para el resto de los componentes del IAPC.

<sup>16</sup> Esta senda alcista podría explicarse, en parte, por los efectos indirectos de la subida de los precios internacionales de las materias primas sobre los componentes del IAPC del indicador de inflación LIMI. Sin embargo, la magnitud de estos efectos es difícil de cuantificar.

## Gráfico E Descomposición del IAPC

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los autores.

Notas: Los componentes con un menor contenido importador están correlacionados con los del indicador de la inflación interna basado en un umbral de contenido importador del 18 %. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022 para el IAPC (estimación de avance) y a abril de 2022 para el resto de los componentes del IAPC.

**El indicador de inflación LIMÍ puede aportar información complementaria para el análisis de las presiones inflacionistas subyacentes.** Especialmente en épocas de grandes fluctuaciones de los precios internacionales de las materias primas o de variaciones de los tipos de cambio del euro, este indicador de la inflación interna puede ayudar a medir la persistencia de la dinámica de la inflación subyacente<sup>17</sup>. No obstante, como ocurre con otros indicadores de la inflación subyacente, la precisión del LIMÍ puede ser episódica<sup>18</sup>. Asimismo, dado que la intensidad importadora puede variar con el tiempo, la composición de los componentes del IAPC en el indicador de inflación interna también puede cambiar<sup>19</sup>. Por lo general, sería útil disponer de información más detallada sobre la intensidad importadora de los componentes del IAPC a un nivel de desagregación mayor. En resumen, el LIMÍ debería utilizarse como indicador complementario dentro de un conjunto más amplio de indicadores de la inflación subyacente. Además, un análisis basado en estos indicadores debería complementarse con un análisis más estructural de los determinantes para comprender mejor el proceso de la inflación.

<sup>17</sup> Se asume que estas variaciones de los precios de las materias primas y de los tipos de cambio tienen un efecto nivel puntual.

<sup>18</sup> Véase el capítulo 6 de «[Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#)», Work stream on inflation measurement, *Occasional Paper Series*, n.º 265, BCE, septiembre de 2021.

<sup>19</sup> Si bien estos cambios de composición no suelen ser frecuentes, podrían ser un factor que influye en la trayectoria del indicador de inflación LIMÍ y que deberá ser objeto de seguimiento.



## 8 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 9 de febrero y el 19 de abril de 2022

Joonas Koukkunen y Anne van der Graaf

**En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE y la evolución de la liquidez durante el primer y segundo período de mantenimiento de reservas de 2022.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 9 de febrero y el 19 de abril de 2022 (el «período de referencia»).

**El exceso medio de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro aumentó en 77,1 mm de euros durante el período de referencia y alcanzó un nivel récord de 4.490,6 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 un aumento estacional de los factores autónomos netos y un ligero descenso de aproximadamente 4,5 mm de euros registrado en el saldo vivo de las operaciones de crédito.

### 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 81,1 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 2.575,9 mm de euros.** Este avance en comparación con el período de referencia anterior obedeció casi en su totalidad a un incremento de 81,2 mm de euros observado en los factores autónomos netos, que alcanzaron los 2.422,1 mm de euros (véase la sección del cuadro A titulada «Otra información relativa a la liquidez»), mientras que las exigencias de reservas mínimas aumentaron tan solo en 0,6 mm de euros, hasta los 155,4 mm de euros.

**Durante el período considerado, los factores autónomos de absorción de liquidez experimentaron un alza de 149,9 mm de euros, hasta situarse en 3.321,9 mm de euros, principalmente como consecuencia del ascenso de otros factores autónomos y de los depósitos de las Administraciones Públicas.** Otros factores autónomos (véase el cuadro A para más información) se incrementaron en 67,7 mm de euros en el período analizado y alcanzaron los 1.103,5 mm de euros. Los billetes en circulación registraron un fuerte aumento de 32,2 mm de euros y se situaron en 1.563,2 mm de euros. Aparentemente, esto se debió, en parte, a la demanda elevada, pero temporal, que, por motivos de precaución, se observó en algunas jurisdicciones como consecuencia de la invasión rusa de Ucrania, así como al hecho de que los hogares de algunos países de la

zona del euro retiraron en efectivo pagos de ayudas públicas *ad hoc*. Los depósitos de las Administraciones Públicas siguieron el patrón estacional típico y registraron un incremento de 50 mm de euros hasta los 655,2 mm de euros.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez aumentaron en 68,7 mm de euros y se situaron en 900,1 mm de euros.** Este ascenso se debió a un alza de 26,9 mm de euros en los activos netos denominados en euros y de 41,8 mm de euros en los activos exteriores netos.

En el cuadro A se presentan los factores autónomos<sup>1</sup> considerados anteriormente y sus variaciones.

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

#### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 9 de febrero de 2022 a 19 de abril de 2022						Período de referencia anterior: 3 de noviembre de 2021 a 8 de febrero de 2022	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 9 de febrero a 15 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 16 de marzo a 19 de abril		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	3.321,9	(+149,9)	3.288,2	(+90,7)	3.355,5	(+67,3)	3.172,0	(+55,3)
Billetes en circulación	1.563,2	(+32,2)	1.550,6	(+10,0)	1.575,9	(+25,3)	1.531,0	(+27,3)
Depósitos de las AAPP	655,2	(+50,0)	642,6	(+60,5)	667,8	(+25,2)	605,2	(-48,3)
Otros factores autónomos (neto) <sup>1)</sup>	1.103,5	(+67,7)	1.095,1	(+20,2)	1.111,8	(+16,7)	1.035,8	(+76,4)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	<b>3.758,7</b>	<b>(+85,7)</b>	<b>3.746,8</b>	<b>(+89,9)</b>	<b>3.770,5</b>	<b>(+23,7)</b>	<b>3.673,0</b>	<b>(+58,5)</b>
de los cuales, exceso de reservas exento en el sistema de dos tramos	923,0	(+0,4)	915,7	(-10,2)	930,4	(+14,8)	922,7	(+18,5)
de los cuales, exceso de reservas no exento en el sistema de dos tramos	2.835,6	(+85,3)	2.831,2	(+100,1)	2.840,1	(+8,9)	2.750,3	(+40,8)
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>2)</sup></b>	<b>155,4</b>	<b>(+0,6)</b>	<b>154,0</b>	<b>(-1,4)</b>	<b>156,8</b>	<b>(+2,8)</b>	<b>154,8</b>	<b>(+2,9)</b>
<b>Tramo exento<sup>3)</sup></b>	<b>932,3</b>	<b>(+3,3)</b>	<b>923,8</b>	<b>(-8,7)</b>	<b>940,8</b>	<b>(+17,0)</b>	<b>928,9</b>	<b>(+17,7)</b>
<b>Facilidad de depósito</b>	<b>730,4</b>	<b>(-9,2)</b>	<b>746,0</b>	<b>(+11,8)</b>	<b>714,9</b>	<b>(-31,1)</b>	<b>739,6</b>	<b>(-12,9)</b>
<b>Operaciones de ajuste de absorción de liquidez</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

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 mantenimiento o de referencia 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.

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

## Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 9 de febrero de 2022 a 19 de abril de 2022						Período de referencia anterior: 3 de noviembre de 2021 a 8 de febrero de 2022	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 9 de febrero a 15 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 16 de marzo a 19 de abril		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>900,1</b>	<b>(+68,7)</b>	<b>891,5</b>	<b>(+99,2)</b>	<b>908,6</b>	<b>(+17,1)</b>	<b>831,4</b>	<b>(-147,2)</b>
Activos exteriores netos	900,2	(+41,8)	887,2	(+9,6)	913,2	(+25,9)	858,4	(+27,5)
Activos netos denominados en euros	-0,1	(+26,9)	4,3	(+89,7)	-4,5	(-8,8)	-27,0	(-174,7)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	<b>7.066,4</b>	<b>(+158,1)</b>	<b>7.043,6</b>	<b>(+91,6)</b>	<b>7.089,3</b>	<b>(+45,7)</b>	<b>6.908,3</b>	<b>(+251,0)</b>
Operaciones de mercado abierto	7.066,4	(+158,1)	7.043,6	(+91,6)	7.089,3	(+45,7)	6.908,3	(+251,0)
Operaciones de crédito	2.200,8	(-4,5)	2.201,6	(-0,2)	2.200,1	(-1,5)	2.205,4	(-6,3)
OPF	0,3	(+0,1)	0,3	(-0,0)	0,3	(+0,0)	0,2	(+0,1)
OFPLM a tres meses	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,0)
Operaciones TLTRO III	2.197,2	(-5,0)	2.197,9	(-0,2)	2.196,5	(-1,3)	2.202,2	(+7,2)
Operaciones PELTRO	3,2	(+0,4)	3,4	(+0,0)	3,1	(-0,2)	2,9	(-13,5)
Carteras en firme	4.865,6	(+162,7)	4.842,0	(+91,9)	4.889,2	(+47,2)	4.702,9	(+257,3)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	0,0	(-0,4)	0,0	(-0,3)	0,0	(-0,0)	0,4	(-0,0)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	1,0	(-1,2)	1,1	(-0,7)	0,9	(-0,2)	2,1	(-0,3)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	296,3	(-1,4)	296,0	(-1,4)	296,6	(+0,6)	297,7	(+1,8)
Programa para los mercados de valores	4,2	(-2,3)	5,1	(-1,4)	3,3	(-1,8)	6,5	(-3,0)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	27,0	(-1,4)	26,9	(-1,1)	27,1	(+0,2)	28,3	(+1,3)
Programa de compras de valores públicos	2.525,6	(+37,9)	2.517,7	(+21,5)	2.533,5	(+15,8)	2.487,7	(+39,8)
Programa de compras de bonos corporativos	326,5	(+16,4)	322,5	(+9,3)	330,6	(+8,1)	310,2	(+15,4)
Programa de compras de emergencia frente a la pandemia	1.685,1	(+115,1)	1.672,8	(+66,0)	1.697,3	(+24,5)	1.570,0	(+202,4)
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 mantenimiento o de referencia anterior.

## Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 9 de febrero de 2022 a 19 de abril de 2022						Período de referencia anterior: 3 de noviembre de 2021 a 8 de febrero de 2022	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 9 de febrero a 15 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 16 de marzo a 19 de abril		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas <sup>1)</sup>	2.575,9	(+81,1)	2.551,1	(-8,2)	2.600,7	(+49,7)	2.494,8	(+202,5)
Factores autónomos netos <sup>2)</sup>	2.422,1	(+81,2)	2.396,9	(-8,5)	2.447,2	(+50,2)	2.340,8	(+202,5)
Exceso de liquidez <sup>3)</sup>	4.490,6	(+77,1)	4.492,6	(+99,9)	4.488,6	(-4,0)	4.413,5	(+48,5)

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 mantenimiento o de referencia 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: 9 de febrero de 2022 a 19 de abril de 2022						Período de referencia anterior: 3 de noviembre de 2021 a 8 de febrero de 2022	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 9 de febrero a 15 de marzo		Segundo período de mantenimiento: 16 de marzo a 19 de abril		Séptimo y octavo 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	-0,580	(-0,003)	-0,577	(+0,002)	-0,582	(-0,005)	-0,576	(-0,007)
Índice RepoFunds Rate Euro	-0,638	(+0,108)	-0,633	(+0,245)	-0,644	(-0,011)	-0,746	(-0,156)

Fuente: BCE.

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

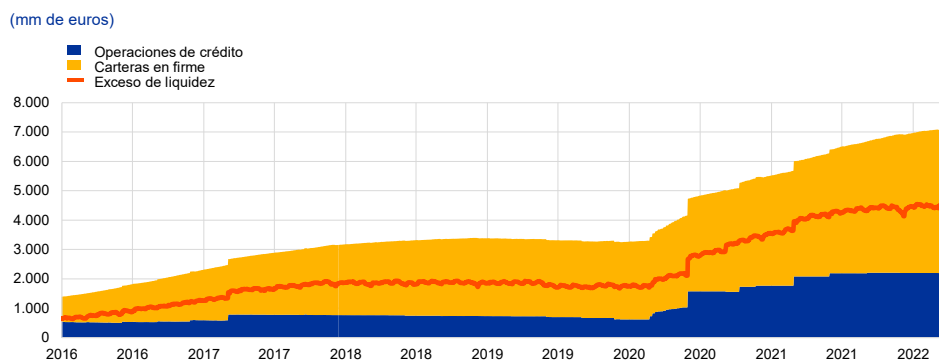
## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionado a través de instrumentos de política monetaria aumentó en 158,1 mm de euros, hasta un importe de 7.066,4 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).** Este

aumento fue el resultado de las compras netas realizadas en el marco de los programas de compras de activos, sobre todo el PEPP, en el primer período de mantenimiento de 2022. Las compras netas de activos en el marco del PEPP se interrumpieron durante el segundo período de mantenimiento, al final del primer trimestre, y, por lo tanto, limitaron la contribución total de los programas de compras de activos al incremento de la provisión de liquidez. Las operaciones de crédito que fueron venciendo y los reembolsos de operaciones TLTRO III dieron lugar a una absorción de liquidez muy moderada durante el período de referencia.

## Gráfico A

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 19 de abril de 2022.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito se redujo en 4,5 mm de euros durante el período de referencia.** Este descenso se debió a reembolsos de la serie TLTRO III durante el segundo período de mantenimiento. Las operaciones principales de financiación (OPF) y las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses siguieron desempeñando un papel meramente marginal, dado que el recurso medio a las OFPML se mantuvo bastante estable y, en el caso de las OPF, registró un leve incremento de 0,1 mm de euros con respecto al período de referencia anterior.

**Al mismo tiempo, las carteras en firme aumentaron en 162,7 mm de euros, hasta situarse en 4.865,6 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 115,1 mm de euros con respecto a la media del período de referencia anterior, y se situaron en 1.685,1 mm de euros. Considerando todos los programas de compras de activos del BCE, las adquisiciones realizadas en el marco 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 37,9 mm de euros (hasta 2.525,6 mm de euros) y en 16,4 mm de euros (hasta 326,5 mm de euros), respectivamente. El vencimiento de los valores mantenidos en programas no activos redujo el volumen de las carteras en firme en 3,8 mm de euros.

## Exceso de liquidez

**El exceso medio de liquidez aumentó en 77,1 mm de euros, hasta alcanzar un nuevo récord de 4.490,6 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 85,7 mm de euros y se situaron en 3.758,7 mm de euros, mientras que el recurso a la facilidad de depósito se redujo, en promedio, en 9,2 mm de euros, hasta un importe de 730,4 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<sup>2</sup> se incrementó en 0,4 mm de euros y alcanzó una cifra de 923 mm de euros. El tramo no exento del exceso de liquidez, que incluye la facilidad de depósito, aumentó en 76,1 mm de euros, hasta los 3.566,1 mm de euros.** La tasa de utilización agregada del tramo exento máximo, es decir, la ratio de las reservas exentas sobre el máximo que podría estar exento<sup>3</sup>, ha permanecido por encima del 98 % desde el tercer período de mantenimiento de 2020 y se ha mantenido estable en el 99 % desde el período de referencia anterior. En el período considerado, el exceso de reservas exento supuso el 20,6 % del exceso de liquidez total, frente al 20,9 % del período de referencia precedente.

## Evolución de los tipos de interés

**El €STR apenas experimentó cambios y se situó, en promedio, en -58 puntos básicos durante el período de referencia.** Como consecuencia del elevado exceso de liquidez, el €STR sigue siendo relativamente insensible, incluso a variaciones sustanciales de la liquidez. 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, aumentó 10,8 puntos básicos durante el período de referencia, hasta el -0,64 %.** Este ascenso puede atribuirse a la normalización tras el mínimo histórico observado a finales de año, que lastró notablemente la cifra media del índice RepoFunds Rate Euro en el período de referencia precedente. Pese a la subida del nivel medio, el comportamiento típico de los finales de trimestre fue especialmente pronunciado al final de marzo, cuando el índice RepoFunds Rate Euro se situó en el -0,904 %, que es su cota más baja, excluidos los cierres de año, desde el final del trimestre de marzo de 2017.

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

<sup>3</sup> 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.

# Artículos

## 1 Evolución de los precios de la energía durante y después de la pandemia de COVID-19: de los precios de las materias primas a los precios de consumo

Friderike Kuik, Jakob Feveile Adolfsen, Eliza Magdalena Lis y Aidan Meyler

### Introducción

**Los incrementos sin precedentes de los precios energéticos a finales de 2021 y principios de 2022 ejercieron presiones significativas sobre el poder adquisitivo de los consumidores**<sup>1</sup>. Estas subidas se produjeron tras un acusado descenso de dichos precios en los primeros compases de la pandemia de coronavirus (COVID-19). Mientras que el encarecimiento inicial de la energía obedeció fundamentalmente a la recuperación de la demanda al relajarse las medidas de confinamiento tras la primera ola de la pandemia, el repunte posterior de los precios en 2021 también se vio afectado de manera notable por restricciones de oferta. Esta evolución se agravó a comienzos de 2022 por la invasión rusa de Ucrania. El ascenso de los precios del gas en Europa desde el verano de 2021 ha sido particularmente pronunciado, debido a una combinación de factores de oferta y de demanda que redujeron las existencias europeas de este insumo hasta niveles históricamente bajos antes del invierno y dejaron al mercado del gas expuesto a la incertidumbre en torno a la oferta y la demanda, incluida la derivada de la escalada de las tensiones geopolíticas. Como consecuencia, los precios de consumo del gas y de la electricidad —ambos determinados por los precios del gas natural— desempeñaron un papel cada vez más importante en la evolución del componente energético del IAPC, si bien se observó una inusitada heterogeneidad entre países en el comportamiento de los precios de la energía.

### Conclusiones

**La evolución de los precios de consumo de la energía durante la pandemia de COVID-19 ha reflejado la de los precios de las materias primas, con algunas diferencias entre los países de la zona del euro.** Mientras que la recuperación de los precios del petróleo y del gas durante 2020 se debió fundamentalmente al rebote de la actividad económica y de la demanda de energía tras la primera ola de la pandemia, el posterior repunte de los precios de las materias primas energéticas se aceleró cuando comenzaron a manifestarse restricciones de oferta y riesgos para el suministro derivados de los acontecimientos geopolíticos en un contexto en el que la

<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

demanda se mantenía fuerte. A partir de unos niveles muy bajos en 2020, la tasa de variación de los precios de consumo de la energía se ha disparado desde mediados de 2021. La evolución de los precios del gas y de la electricidad ha contribuido cada vez más a la inflación de la energía, pero con mayor heterogeneidad entre países que en el caso de los combustibles líquidos. Como consecuencia, las dinámicas de los precios energéticos de los distintos países están menos alineadas de lo que habrían estado si el elemento dominante hubiera sido la evolución de los precios del petróleo. Además, en algunos países, el impacto de los niveles muy elevados alcanzados recientemente por los precios del gas natural solo puede reflejarse con un retardo en los precios de consumo del gas y de la electricidad.

**Los acontecimientos geopolíticos siguen traducándose en una fuerte imprevisibilidad en los mercados energéticos.** Esta circunstancia se ve reforzada por las iniciativas en curso para que los mercados europeos de la energía dejen de depender de los suministros energéticos de Rusia. Además, la transición verde puede incidir en los precios de la energía y contribuir a que haya períodos con una mayor volatilidad de los precios. Si la inversión en la producción de petróleo y gas se ajusta a los objetivos de cero emisiones netas, pero el suministro procedente de energías renovables no puede satisfacer sistemáticamente la demanda, se podrían producir episodios recurrentes de precios energéticos elevados y volátiles. Las subidas de los impuestos sobre el carbono en la UE podrían agravar las presiones alcistas sobre los precios de la energía. Sin embargo, la creciente descarbonización del sistema energético y la mejora de la eficiencia energética también conducen a que los precios de consumo de la energía en la zona del euro dependan menos de los precios internacionales de las materias primas y más de energías renovables más baratas, lo que, a largo plazo, podría tener un impacto bajista sobre ellos.

**La evaluación de la evolución de los precios de la energía depende del origen de la perturbación, que puede ser difícil de identificar<sup>2</sup>.** El *mix* energético está evolucionando y el presente artículo apunta a un papel menos prominente del crudo (una materia prima que no se produce en la zona del euro) y un peso cada vez mayor del gas y la electricidad, para los que la evolución de los precios está vinculada más estrechamente a la oferta y la demanda interna que en el caso del petróleo. Esto significa que puede ser más complicado atribuir de forma inequívoca los movimientos de los precios de la energía a perturbaciones externas. Si el *mix* energético no evoluciona de la misma forma en todos los países de la zona del euro, la dispersión entre países de la inflación de los precios de la energía puede ser mayor que en un mundo en el que la evolución de los precios internacionales del petróleo conlleva perturbaciones comunes para todos los países.

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

---

<sup>2</sup> Véase también I. Schnabel, «[A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation](#)», discurso pronunciado en una mesa redonda sobre política monetaria y cambio climático en la XXII conferencia «The ECB and its Watchers», 17 de marzo de 2022.



## 2 Las estructuras de financiación de la deuda de las empresas y la transmisión de las perturbaciones en la zona del euro

Fédéric Holm-Hadulla, Alberto Musso, Giulio Nicoletti y Mika Tujula

### Introducción

**La estructura de financiación de la deuda de las empresas de la zona del euro se ha ampliado desde la introducción del euro como moneda única.** Aunque los préstamos bancarios aún suponen una gran parte de la deuda de dichas empresas, estas han recurrido de manera creciente a la financiación mediante valores de renta fija, sobre todo tras la crisis financiera global de 2008-2009<sup>1</sup>. Como resultado, el saldo vivo de los bonos en relación con su financiación bancaria ha aumentado hasta situarse en torno al 30 %, desde aproximadamente el 15 % a mediados de 2008<sup>2</sup>. Por tanto, los mercados de renta fija privada han pasado a ser un determinante cada vez más significativo de las condiciones crediticias de la zona del euro durante la última década y media.

**La financiación mediante valores de renta fija ha seguido creciendo durante la pandemia de coronavirus (COVID-19), aunque impulsada por factores distintos que en la crisis financiera global y el período posterior.** En un contexto de vulnerabilidades significativas en todo el sector bancario, la oferta de préstamos se contrajo a raíz de la crisis financiera global (sección 2). Esta situación obligó a las empresas a recurrir a los mercados de renta fija como fuente de financiación alternativa, pese a que el coste relativo era más elevado en aquel momento<sup>3</sup>. En cambio, durante la pandemia, las empresas se beneficiaron de una oferta de préstamos en condiciones más favorables que en la crisis financiera global. Esto se debió a dos motivos: 1) las entidades de crédito tenían balances considerablemente más sólidos cuando comenzó la pandemia, en parte como resultado de las reformas regulatorias acometidas en la década anterior y 2) la capacidad de intermediación de los bancos se vio respaldada por la rápida y amplia respuesta de las políticas

<sup>1</sup> A lo largo de este artículo, las referencias a la financiación mediante valores de renta fija privada incluyen también los valores representativos de deuda a corto plazo, como el papel comercial. En la zona del euro, los saldos vivos de estos valores se cifraron en unos 120 mm de euros al final de 2021, lo que corresponde aproximadamente al 7 % del saldo vivo total de los valores de renta fija privada.

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, L. Capiello, F. Holm-Hadulla, A. Maddaloni, S. Mayordomo, R. Unger *et al.*, «Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities», *Occasional Paper Series*, n.º 270, BCE, Frankfurt am Main, diciembre de 2021. La importancia relativa de la financiación mediante valores de renta fija también ha aumentado en otras grandes economías durante este período. En Estados Unidos, por ejemplo, el saldo vivo de los bonos en relación con la financiación bancaria de las empresas se ha incrementado hasta representar alrededor del 65 %, frente a aproximadamente el 50 % a mediados de 2008.

<sup>3</sup> Véase F. de Fiore y H. Uhlig, «Corporate debt structure and the financial crisis», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47, n.º 8, pp. 1571-1598.

monetaria, supervisora y fiscal<sup>4</sup>. Dado que estos factores propiciaron grandes flujos de préstamos en condiciones ventajosas durante toda la pandemia, la expansión simultánea de la financiación mediante valores de renta fija ha complementado, más que reemplazado, a la financiación bancaria. En este sentido, la financiación mediante valores de renta fija también se ha beneficiado del apoyo de la política monetaria a los mercados de renta fija en los últimos años (sección 3) y de la oferta de crédito de los intermediarios financieros no bancarios (recuadros 1 y 2).

**La evidencia presentada en este artículo indica que las estructuras de financiación de la deuda de las empresas también son importantes para la transmisión de las perturbaciones a la economía.** Los patrones que se obtienen a partir de un modelo econométrico sugieren que, en la zona del euro, tanto los préstamos como los valores de renta fija aumentan en respuesta a un incremento exógeno de la inversión empresarial, lo que podría materializarse si, por ejemplo, el ritmo de recuperación se acelera inesperadamente (sección 4). Por otro lado, cuando en la economía de la zona del euro se producen perturbaciones de oferta agregada adversas, las regularidades históricas señalan que la emisión de bonos corporativos tiende a amortiguar la contracción de crédito resultante, lo que a su vez respalda la capacidad de resistencia de la economía.

**Además, el mayor peso de la financiación mediante valores de renta fija también determina la transmisión de la política monetaria.** El modelo econométrico mencionado sugiere que la financiación mediante valores de renta fija en la zona del euro contrarresta, en parte, el canal del crédito bancario, al tiempo que refuerza otros canales que operan a través de las condiciones en los mercados financieros más amplios (sección 4). Por tanto, la transmisión de las medidas de política monetaria que afectan sobre todo a los tipos de interés a corto plazo es más intensa en los países de la zona del euro en los que el peso de la financiación mediante valores de renta fija es menor. En cambio, las medidas que inciden principalmente en los tipos de interés a largo plazo y que, en consecuencia, se concentran en los plazos del grueso de las emisiones de bonos corporativos, se transmiten con más fuerza en los países donde el peso de este tipo de financiación es mayor. Así pues, un conjunto de medidas determinado puede tener un impacto económico diferente en distintas partes de la zona del euro.

**Además del cambio en la estructura del conjunto de la deuda, la variación de la composición de los mercados de renta fija privada puede afectar a la transmisión de las perturbaciones y a la capacidad de resistencia de las empresas frente a estas.** La creciente dependencia de las empresas de la zona del euro de los mercados de renta fija no se ha circunscrito a los mayores emisores en términos históricos, sino que también se ha visto impulsada por las empresas que han entrado recientemente en estos mercados por primera vez. Esto ha propiciado

---

<sup>4</sup> Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico del BCE son un importante componente de las medidas de política monetaria que respaldan la transmisión a través del canal bancario. Véase, por ejemplo, F. Barbiero, M. Boucinha y L. Burlon, «[TLTRO III and bank lending conditions](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021. La transmisión de la política monetaria a través del canal bancario también se vio apoyada por el programa de compras de emergencia frente a la pandemia del BCE, que contrarrestó las presiones de fragmentación surgidas en las fases iniciales de la crisis. Véase, por ejemplo, P. Lane, «[The market stabilisation role of the pandemic emergency purchase programme](#)», *The ECB Blog*, 22 de junio de 2020.

un cambio en la composición de los emisores de bonos, con un aumento de las empresas más pequeñas y de mayor riesgo (recuadro 1). Es posible que la diversificación resultante, en la que la estructura de la deuda deja de ser mayoritariamente bancaria, refuerce la capacidad de resistencia de las empresas frente a crisis que afectan sobre todo a este segmento del sistema financiero. Además, no parece que el acceso a los mercados de renta fija induzca de forma sistemática a las empresas a incrementar su nivel de apalancamiento (recuadro 2). Esto aporta confianza en su resiliencia financiera, ya que la existencia de problemas de sobreendeudamiento en el sector empresarial puede reducir la inversión, el empleo y el PIB. Al mismo tiempo, la mayor presencia de empresas más vulnerables en estos mercados puede exponer al sector empresarial a turbulencias más generalizadas en los mercados financieros y, por tanto, podría dificultar la transmisión de la política monetaria.

## Conclusiones

**En este artículo se ha analizado la evolución de las estructuras de financiación de las empresas de la zona del euro y las implicaciones para la transmisión de las perturbaciones macroeconómicas.** El peso de los valores de renta fija en la deuda de las empresas de la zona del euro ha aumentado, en particular desde la crisis financiera global, y esta tendencia se ha mantenido durante la crisis de la pandemia. Con todo, las empresas han accedido a los mercados de renta fija por razones diferentes en las dos crisis. Durante la primera, las empresas recurrieron a estos mercados en sustitución de la menor oferta de préstamos. Sin embargo, en la crisis de la pandemia, lo hicieron motivadas por el favorable coste relativo de la financiación mediante valores de renta fija, en un entorno de política monetaria expansiva, que también incluyó medidas orientadas directamente a fomentar la oferta de crédito en estos mercados. Por tanto, los efectos de la política monetaria se han materializado en paralelo a ciertos determinantes estructurales a más largo plazo de la mayor dependencia de las empresas de los mercados de renta fija. Entre estos determinantes se incluyen, por ejemplo, la creciente presencia de los intermediarios financieros no bancarios, que proporcionan el grueso del crédito en este mercado<sup>5</sup>, y el entorno prudencial reforzado en el que operan las entidades de crédito, que influye en las condiciones del mercado de préstamos<sup>6</sup>.

**El aumento de la financiación mediante valores de renta fija tiene consecuencias importantes para la transmisión de las perturbaciones a la economía de la zona del euro.** A partir de un análisis empírico de datos agregados, en este artículo se han puesto de relieve las diferentes respuestas de distintos instrumentos de financiación mediante deuda a perturbaciones macroeconómicas

<sup>5</sup> Aunque las compras de bonos son el principal canal por el que las entidades financieras no bancarias conceden crédito al sector empresarial, en algunas jurisdicciones también han aumentado los préstamos concedidos por estas entidades a las empresas; véase, por ejemplo, el caso de Irlanda documentado en T. Heffernan, B. McCarthy, R. McElligott y C. Scollard, «[The role of non-bank lenders in financing Irish SMEs: Behind the Data](#)», Central Bank of Ireland, Dublín, abril de 2021.

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo, C. Altavilla, L. Laeven y J.-L. Peydró, «[Monetary and macroprudential policy complementarities: evidence from European credit registers](#)», *Working Paper Series*, n.º 2504, BCE, Frankfurt am Main, diciembre de 2020.

específicas: mientras que la aceleración de la demanda de inversión empresarial desencadena unos ajustes cualitativos similares en los volúmenes de bonos y de préstamos, la emisión de bonos amortigua ligeramente la contracción crediticia que sigue a las perturbaciones de oferta adversas. Además, cuando la financiación mediante valores de renta fija tiene un peso más elevado, la transmisión de las medidas de política monetaria que operan principalmente a través de los tipos de interés a más largo plazo se ve reforzada; en cambio, las variaciones de los tipos de interés a corto plazo tienden a tener efectos reales de mayor magnitud en las economías más dependientes de la financiación mediante préstamos.

**Existe un amplio margen para seguir analizando los mecanismos que subyacen a estos episodios de carácter macroeconómico.** La literatura sobre las estructuras de financiación empresarial y la transmisión de las perturbaciones se halla en sus primeros estadios, en particular con respecto a la zona del euro. Los análisis complementarios basados en datos individuales de empresas y en los que se relaciona la oferta y la demanda de los mercados de renta fija privada y de préstamos se perfilan como una vía especialmente prometedora para profundizar en el conocimiento de los aspectos abordados en este artículo.

**Puede que el cambio en las estructuras de financiación de las empresas tenga implicaciones más amplias para la fortaleza y la capacidad de resistencia del sector empresarial de la zona del euro.** Como este sector ha diversificado parcialmente sus fuentes de financiación reduciendo el peso de los préstamos bancarios, es posible que adquiera mayor capacidad de resistencia frente a las crisis que se concentran en el sector bancario. Además de este beneficio en términos agregados, la incidencia de dichas crisis también resulta menos heterogénea, dado que un mayor número de pequeñas y medianas empresas deja de depender únicamente de los préstamos bancarios y, en su lugar, comienza a acceder a los mercados de renta fija como amortiguador de las crisis. Con todo, este efecto de diversificación beneficioso puede verse contrarrestado por otros riesgos y fuentes de volatilidad a lo largo del ciclo económico. Cabe destacar que son principalmente los intermediarios financieros no bancarios los que conceden crédito a las empresas a través de los mercados de renta fija. Las vulnerabilidades estructurales y las perturbaciones que menoscaban su capacidad para conceder crédito pueden incidir de forma negativa en los costes de financiación de las sociedades no financieras. Asimismo, dado que algunas entidades de intermediación no bancaria están sujetas a marcos regulatorios y prudenciales menos estrictos, es posible que se enfrenten a menos restricciones para asumir riesgos excesivos. Además de los riesgos derivados de la resiliencia financiera y la asignación ineficiente del capital, ha ido creciendo el número de empresas con mayor nivel de apalancamiento que han comenzado a acceder a los mercados de renta fija de la zona del euro en las últimas décadas. En este contexto, sería conveniente reforzar el marco regulatorio de las entidades financieras no bancarias, también desde una perspectiva macroprudencial, para respaldar la estabilidad financiera y la transmisión fluida de la política monetaria.

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

### 3 El tipo a corto plazo del euro (€STR): final de la transición hacia este nuevo tipo de referencia

Javier Huerga, Antonio Matas, Anne-Lise Nguyen, Pascal Nicoloso y Vladimir Tsonchev

#### Introducción

**El tipo a corto plazo del euro (€STR), que el BCE publica desde octubre de 2019, es el tipo de interés de referencia a un día del euro.** El €STR muestra el tipo medio que se aplica a las entidades de crédito que reciben financiación de otras entidades financieras, entre ellas entidades no bancarias, mediante depósitos a un día sin tener que proporcionar activos de garantía. El €STR se publica cada día hábil de TARGET2 y se basa en las operaciones realizadas y liquidadas el día hábil de TARGET2 anterior<sup>1</sup>.

**Los tipos de interés de referencia como el €STR constituyen un referente útil para muchos contratos financieros, dado que son de acceso público, los publica periódicamente una institución independiente y se calculan por medio de una metodología transparente que refleja la evolución del mercado de forma equitativa y objetiva.** Los tipos de referencia se utilizan para calcular los intereses devengados por préstamos, depósitos y otra deuda, así como para determinar los pagos de productos más complejos, tales como opciones, contratos a plazo (*forward*) y *swaps*. También son fundamentales para la valoración de los activos financieros. Si son fiables, los tipos de interés de referencia contribuyen a la seguridad jurídica de los contratos financieros y reducen el riesgo de que una parte pueda tratar de influir en un tipo acordado a su favor. Por ello, su uso se ha generalizado entre organizaciones y personas en todo el sistema económico<sup>2</sup>.

**Dado el papel que desempeñan en los mercados financieros, los tipos de interés de referencia son un componente importante en las fases iniciales de la transmisión de la política monetaria.** Reflejar con precisión la manera en que las condiciones de financiación de las entidades de crédito se ven afectadas por los cambios en la orientación de la política monetaria resulta crucial para hacer un seguimiento de la transmisión de los impulsos de dicha política. Asimismo, son necesarios tipos de referencia fiables para el correcto funcionamiento de los mercados monetarios y, por tanto, para la estabilidad financiera.

<sup>1</sup> TARGET2 es el sistema de liquidación bruta en tiempo real que gestiona y es propiedad del Eurosistema. En TARGET2 se liquidan pagos relacionados con las operaciones de política monetaria del Eurosistema, así como operaciones interbancarias y comerciales; véase [What is TARGET2?](#) en el sitio web del BCE. En este contexto, se entiende por día hábil de TARGET2 aquel en que TARGET2 esté operativo.

<sup>2</sup> Véase «¿Qué son los tipos de referencia, por qué son importantes y por qué se están reformando?», BCE, Frankfurt, julio de 2019.

**El lanzamiento del €STR formó parte de una reforma global de los tipos de interés de referencia.** La reforma se emprendió para corregir la vulnerabilidad de algunos tipos de referencia ante posibles manipulaciones cuando disminuían los volúmenes en los mercados que se suponía que representaban (recuadro 1). La sustitución del tipo de interés del euro a un día (eonia) se produjo en este contexto<sup>3</sup>.

**Tras una transición planificada minuciosamente, el €STR reemplazó con éxito al eonia como el tipo de interés de referencia a un día del euro y el eonia dejó de aplicarse el 3 de enero de 2022.** La transición duró varios años, guiada por un grupo de trabajo del sector privado sobre tipos de interés libres de riesgo (WG RFR, por sus siglas en inglés)<sup>4</sup>.

Los usuarios del eonia lograron adoptar sin problemas el nuevo tipo de interés de referencia en los plazos requeridos<sup>5</sup>.

## Conclusión

**La transición del eonia al €STR se completó satisfactoriamente según lo previsto.** El cambio progresivo de un tipo de interés de referencia a otro evitó riesgos para la estabilidad financiera y la política monetaria. Cuando el sector privado, en sus esfuerzos por mantener el histórico eonia (tipo a un día), se topó con dificultades insuperables, el BCE empezó a trabajar en su propio tipo de interés de referencia basado en datos estadísticos disponibles. El €STR, concebido inicialmente como un tipo de interés de respaldo, ha pasado a ser el principal tipo de interés de depósito a un día del euro. El sector financiero ha mostrado una clara preferencia por un tipo de interés no garantizado elaborado por el banco central. Desde que se publicó por primera vez en 2019, el €STR ha demostrado ser un tipo de interés de referencia sólido y fiable, que está a disposición de todo el mercado y refleja con precisión las tendencias del mercado monetario en la zona del euro.

Al ser el principal tipo de interés a un día libre de riesgo del euro, el €STR no solo sustituye al eonia, sino que también sirve de base para los tipos alternativos recomendados en caso de que deje de utilizarse el euríbor. El BCE respalda este uso publicando tipos compuestos y derivados basados en el €STR, que pueden emplearse como alternativa al euríbor. En el futuro es posible que se utilice el €STR como alternativa al euríbor también en otros segmentos del mercado, lo que sería compatible con desarrollos, a escala internacional, hacia tipos de interés libres de riesgo y se ajustaría a las orientaciones del FSB. Sin embargo, cualquier medida concreta que vaya en esta dirección ha de ser adoptada por el sector financiero en Europa.

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

<sup>3</sup> El índice medio del tipo del euro a un día (eonia) era un tipo de interés de los préstamos basado en operaciones, determinado a partir de las contribuciones voluntarias de un panel de entidades y administrado por una asociación privada que elabora índices de referencia, el European Money Markets Institute (EMMI).

<sup>4</sup> Véase el sitio web de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) para más información sobre el [WG RFR](#), un grupo sectorial creado para identificar y recomendar tipos de interés libres de riesgo que pudieran ser alternativas al eonia y a los tipos del euríbor.

<sup>5</sup> Véase [«Adiós eonia, hola €STR»](#), *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2019.

# Estadísticas

## Índice

1 Entorno exterior	S 2
2 Actividad económica	S 3
3 Precios y costes	S 9
4 Evolución financiera	S 13
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 <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	2,8	2,3	1,7	-0,2	6,0	1,6	2,1	2,1	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,2	-3,4	-9,3	-4,5	2,3	-6,3	1,4	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	6,1	5,6	7,4	1,7	8,1	5,4	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 II TR	0,5	1,6	5,6	0,5	1,2	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
III TR	1,9	0,6	0,9	-0,7	0,7	2,3	4,4	3,2	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
IV TR	1,3	1,7	1,3	0,9	1,5	0,2	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6
2022 I TR	.	-0,4	0,8	-0,2	1,3	0,6	7,9	5,5	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1
2021 Dic	-	-	-	-	-	-	6,6	4,6	7,0	5,4	0,8	1,5	5,0
2022 Ene	-	-	-	-	-	-	7,2	5,1	7,5	5,5	0,5	0,9	5,1
Feb	-	-	-	-	-	-	7,8	5,6	7,9	6,2	0,9	0,9	5,9
Mar	-	-	-	-	-	-	8,8	5,9	8,5	7,0	1,2	1,5	7,4
Abr	-	-	-	-	-	-	.	.	8,3	9,0	2,5	.	7,4
May <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	8,1

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 <sup>1)</sup>				
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global <sup>2)</sup>			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global <sup>2)</sup>	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	-0,5	-0,4	-0,6
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,1	-4,3	-3,8
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,1	9,6	12,8
2021 II TR	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,9	1,6	2,1
III TR	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,4	50,3	-0,4	-0,2	-0,6
IV TR	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,0	2,2	1,8
2022 I TR	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,8	3,5	0,1
2021 Dic	54,5	57,0	53,6	52,5	53,0	53,3	53,3	55,0	50,7	2,0	2,2	1,8
2022 Ene	51,0	51,1	54,2	49,9	50,1	52,3	50,7	51,1	49,0	3,8	5,3	2,3
Feb	53,2	55,9	59,9	45,8	50,1	55,5	51,6	53,7	50,3	3,6	4,9	2,3
Mar	52,4	57,7	60,9	50,3	43,9	54,9	50,6	53,0	47,9	1,8	3,5	0,1
Abr	50,5	56,0	58,2	51,1	37,2	55,8	48,3	51,1	48,1	.	.	.
May	51,0	53,6	53,1	52,3	42,2	54,8	49,4	51,5	47,9	.	.	.

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 Actividad económica

### 2.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>	
					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	11.984,3	11.578,2	6.378,5	2.456,8	2.654,2	1.253,6	770,6	623,0	88,7	406,0	5.766,1	5.360,1
2020	11.413,1	10.988,4	5.913,3	2.570,9	2.498,0	1.216,9	682,8	591,3	6,2	424,7	5.170,0	4.745,3
2021	12.269,7	11.779,9	6.268,4	2.714,9	2.692,3	1.360,4	759,7	564,6	104,3	489,8	6.060,9	5.571,2
2021 II TR	3.021,8	2.891,1	1.536,0	675,6	663,6	336,9	189,3	135,5	15,9	130,7	1.476,7	1.346,1
III TR	3.128,0	2.993,1	1.618,4	683,5	671,7	344,4	188,1	137,3	19,5	134,9	1.546,0	1.411,1
IV TR	3.162,6	3.074,5	1.636,9	691,8	703,5	351,0	193,7	156,9	42,2	88,1	1.633,0	1.544,8
2022 I TR	3.210,0	3.124,5	1.660,8	696,1	713,6	370,3	197,6	143,7	53,9	85,5	1.693,2	1.607,7
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2021	100,0	96,0	51,1	22,1	21,9	11,1	6,2	4,6	0,8	4,0	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2021 II TR	2,2	2,2	3,8	1,9	1,4	1,8	0,8	1,1	-	-	3,2	3,3
III TR	2,3	2,1	4,5	0,4	-0,9	-0,8	-1,8	0,2	-	-	1,9	1,4
IV TR	0,2	1,0	-0,3	0,4	3,1	0,1	1,7	12,5	-	-	2,7	4,7
2022 I TR	0,6	0,2	-0,7	-0,3	0,1	3,4	1,5	-8,9	-	-	0,4	-0,6
<i>tasas de variación interanual</i>												
2019	1,6	2,5	1,3	1,9	6,8	3,3	1,8	22,3	-	-	2,7	4,7
2020	-6,3	-6,2	-7,8	0,9	-6,9	-4,5	-11,9	-5,8	-	-	-9,2	-9,1
2021	5,4	4,3	3,7	4,0	4,1	6,2	9,8	-6,5	-	-	10,9	8,8
2021 II TR	14,7	12,4	12,4	8,0	18,2	18,8	30,8	3,2	-	-	26,9	22,2
III TR	4,0	3,8	2,9	2,7	3,0	3,0	2,5	3,7	-	-	10,6	10,7
IV TR	4,7	5,3	5,8	2,5	3,7	1,7	2,4	10,0	-	-	8,9	10,8
2022 I TR	5,4	5,6	7,5	2,3	3,7	4,5	2,1	3,9	-	-	8,4	9,1
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2021 II TR	2,2	2,0	1,9	0,4	0,3	0,2	0,0	0,1	-0,6	0,1	-	-
III TR	2,3	2,0	2,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-	-
IV TR	0,2	1,0	-0,1	0,1	0,7	0,0	0,1	0,6	0,4	-0,7	-	-
2022 I TR	0,6	0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,4	0,1	-0,4	0,6	0,5	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,3	-6,0	-4,1	0,2	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2021	5,4	4,3	2,0	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,3	0,4	1,3	-	-
2021 II TR	14,7	12,0	6,4	1,9	3,8	2,0	1,7	0,2	-0,2	2,7	-	-
III TR	4,0	3,5	1,5	0,6	0,6	0,3	0,2	0,2	0,7	0,5	-	-
IV TR	4,7	5,0	3,0	0,6	0,8	0,2	0,2	0,5	0,7	-0,4	-	-
2022 I TR	5,4	5,4	3,8	0,5	0,8	0,5	0,1	0,2	0,3	0,1	-	-

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.

## 2 Actividad económica

### 2.2 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
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2019	10.742,5	178,3	2.101,5	560,9	2.041,4	531,7	478,8	1.205,1	1.249,8	2.025,6	369,4	1.241,7
2020	10.283,0	176,5	1.971,8	554,9	1.808,5	541,8	476,5	1.211,7	1.167,1	2.053,4	320,8	1.130,0
2021	10.997,7	188,3	2.156,4	603,9	2.011,1	577,8	483,0	1.243,4	1.252,7	2.150,2	330,8	1.272,0
2021 II TR	2.708,7	46,3	532,6	150,7	484,7	143,1	120,1	308,5	308,3	533,3	81,0	313,0
III TR	2.798,9	47,7	544,1	151,3	527,4	144,9	120,6	311,3	318,8	545,3	87,7	329,1
IV TR	2.824,3	49,6	552,2	153,8	538,2	148,6	121,3	312,6	323,3	541,3	83,5	338,3
2022 I TR	2.870,4	50,0	576,5	159,3	544,3	148,2	122,6	314,2	325,3	544,0	86,0	339,5
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2021	100,0	1,7	19,6	5,5	18,3	5,3	4,4	11,3	11,4	19,6	3,0	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2021 II TR	1,9	0,9	0,3	1,5	4,6	1,9	0,4	0,7	1,8	1,8	5,6	4,7
III TR	2,5	-0,4	0,6	-0,6	7,4	1,4	-0,1	0,7	2,9	1,6	11,4	0,5
IV TR	0,0	0,3	-0,4	0,4	0,3	2,7	0,2	0,2	1,1	-1,2	-2,7	2,7
2022 I TR	0,8	-1,9	0,9	3,0	0,8	0,8	0,2	1,0	0,5	0,1	3,2	-0,9
<i>tasas de variación interanual</i>												
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	-6,3	-1,4	-7,0	-4,8	-13,2	0,9	-0,4	-0,8	-7,8	-3,2	-17,7	-6,5
2021	5,2	-1,0	7,4	5,0	7,9	6,6	2,2	1,5	6,2	3,8	2,9	6,4
2021 II TR	14,5	0,1	21,6	18,0	24,1	11,2	4,3	3,4	15,6	10,3	14,7	16,2
III TR	4,1	-1,2	5,3	2,0	7,1	4,1	1,1	0,9	6,7	2,0	4,0	3,3
IV TR	4,6	-2,0	1,4	0,5	11,6	8,3	1,8	1,5	6,3	2,4	13,7	5,7
2022 I TR	5,3	-1,1	1,3	4,3	13,6	7,0	0,8	2,6	6,5	2,4	18,1	7,1
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2021 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	0,3	0,3	0,3	-
IV TR	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-
2022 I TR	0,8	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,3	0,0	-1,4	-0,3	-2,5	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,5	0,3	1,5	0,4	0,1	0,2	0,7	0,8	0,1	-
2021 II TR	14,5	0,0	4,0	1,0	3,9	0,6	0,2	0,4	1,8	2,1	0,4	-
III TR	4,1	0,0	1,0	0,1	1,3	0,2	0,1	0,1	0,8	0,4	0,1	-
IV TR	4,6	0,0	0,3	0,0	2,0	0,4	0,1	0,2	0,7	0,5	0,4	-
2022 I TR	5,3	0,0	0,3	0,2	2,4	0,4	0,0	0,3	0,7	0,5	0,5	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 2 Actividad económica

### 2.3 Empleo<sup>1)</sup>

(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
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,0	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	24,4	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	6,6
<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	0,8	-3,1
2021	1,2	1,4	-0,3	0,3	-0,4	3,0	0,0	4,7	0,3	0,5	2,5	2,0	-0,1
2021 II TR	2,1	2,5	-0,2	2,5	-0,5	4,8	0,9	4,5	0,5	1,3	4,4	2,8	1,8
III TR	2,1	2,4	0,4	0,1	0,4	2,9	2,0	5,5	0,9	0,0	4,3	2,2	0,8
IV TR	2,1	2,5	0,0	-0,9	0,9	3,0	2,8	6,2	0,4	-0,1	3,4	1,7	0,6
2022 I TR	2,9	3,2	1,0	-1,2	1,3	3,4	4,8	5,7	-0,5	1,8	4,1	1,7	2,4
<b>Horas trabajadas</b>													
<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	15,0	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	14,9	7,1	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	-3,3	0,5	2,3	1,1	3,4	0,4	2,0	1,3	1,3	0,2
2020	-7,9	-7,1	-11,4	-2,6	-7,6	-6,6	-14,0	-1,8	-2,8	-6,9	-8,3	-2,1	-13,1
2021	5,2	5,0	6,4	1,5	4,3	8,8	6,2	6,6	2,1	6,1	6,8	3,7	5,2
2021 II TR	16,6	15,1	24,2	7,0	15,0	26,4	24,9	11,1	5,6	18,7	18,7	8,1	25,7
III TR	3,2	3,6	1,5	-1,0	2,2	2,3	4,6	6,7	1,0	2,8	6,3	2,2	0,7
IV TR	4,9	5,0	4,7	-1,2	2,3	4,0	10,6	5,9	0,6	2,4	5,4	1,8	7,4
2022 I TR	6,4	6,5	5,8	-1,5	2,7	4,7	14,8	5,8	-0,6	6,6	6,5	1,8	12,7
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,5	-0,2	-0,4	0,0	0,3	0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2020	-6,5	-5,7	-9,8	-0,3	-5,8	-7,3	-10,7	-3,2	-2,2	-6,6	-6,0	-2,9	-10,3
2021	4,0	3,5	6,8	1,2	4,7	5,6	6,2	1,9	1,8	5,6	4,1	1,6	5,3
2021 II TR	14,2	12,3	24,5	4,4	15,6	20,7	23,8	6,2	5,1	17,1	13,7	5,2	23,6
III TR	1,1	1,2	1,1	-1,2	1,8	-0,5	2,5	1,1	0,0	2,8	1,9	0,0	-0,1
IV TR	2,8	2,5	4,7	-0,2	1,4	1,0	7,6	-0,3	0,2	2,6	1,9	0,1	6,7
2022 I TR	3,5	3,3	4,8	-0,3	1,4	1,2	9,5	0,1	-0,2	4,7	2,3	0,1	10,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 2 Actividad económica

### 2.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones	Sub-empleo, % de población activa	Desempleo <sup>1)</sup>										Tasa de vacantes <sup>3)</sup>	
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa <sup>2)</sup>	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones		% de población activa
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2019	163,506	3,5	12,429	7,6	3,3	10,060	6,8	2,369	16,3	6,348	7,3	6,081	8,0	2,2
2020	160,953	3,5	12,833	8,0	3,0	10,280	7,0	2,553	18,1	6,581	7,7	6,252	8,3	1,8
2021	163,300	3,4	12,627	7,7	3,2	10,174	6,8	2,453	16,8	6,426	7,4	6,200	8,1	2,4
2021 II TR	163,097	3,5	13,006	8,0	3,3	10,411	7,0	2,595	17,8	6,587	7,6	6,419	8,4	2,3
III TR	164,012	3,3	12,371	7,5	3,1	9,935	6,7	2,436	16,4	6,295	7,2	6,077	7,9	2,6
IV TR	164,446	3,3	11,760	7,2	3,0	9,573	6,4	2,188	14,8	6,038	6,9	5,722	7,4	2,8
2022 I TR	.	.	11,339	6,9	.	9,213	6,1	2,126	14,1	5,736	6,5	5,603	7,3	3,1
2021 Nov	-	-	11,700	7,1	-	9,496	6,3	2,204	14,9	5,989	6,8	5,710	7,4	-
Dic	-	-	11,568	7,0	-	9,408	6,3	2,160	14,5	5,938	6,8	5,630	7,3	-
2022 Ene	-	-	11,429	6,9	-	9,288	6,2	2,141	14,3	5,822	6,6	5,607	7,3	-
Feb	-	-	11,311	6,8	-	9,198	6,1	2,113	14,0	5,692	6,5	5,619	7,3	-
Mar	-	-	11,277	6,8	-	9,154	6,1	2,123	14,0	5,695	6,5	5,581	7,2	-
Abr	-	-	11,181	6,8	-	9,059	6,0	2,122	13,9	5,636	6,4	5,545	7,2	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Sin desestacionalizar.

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

### 2.5 Indicadores económicos a corto plazo

	Producción industrial					Producción de la construcción	Índice del BCE sobre nuevos pedidos industriales	Ventas del comercio al por menor				Matriculaciones de automóviles	
	Total (excluida construcción)	Principales ramas de actividad						Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible		
		Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo								Energía
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
tasas de variación interanual													
2019	-1,0	-1,1	-2,6	-1,1	1,4	-1,8	2,2	2,4	1,0	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-8,0	-8,5	-7,2	-11,9	-4,3	-4,4	-5,7	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	7,8	8,6	9,4	8,8	7,8	1,6	5,2	5,0	0,9	7,8	9,4	13,3	-3,1
2021 II TR	23,2	25,3	25,6	31,7	18,5	5,6	18,0	11,8	1,8	18,7	29,7	26,1	53,4
III TR	6,0	6,8	7,6	5,2	8,8	-0,9	0,7	2,5	0,0	4,1	3,5	12,8	-23,6
IV TR	0,2	0,0	2,0	-4,1	3,9	2,1	0,7	4,0	-0,5	6,3	13,9	16,9	-25,0
2022 I TR	-0,3	0,0	1,2	-5,0	6,1	-1,5	5,6	5,0	-2,2	9,7	11,7	.	-13,0
2021 Nov	-1,3	-1,9	2,0	-9,3	5,6	4,6	0,5	8,5	0,8	12,8	19,7	-	-21,6
Dic	1,8	1,9	1,7	0,3	4,9	2,6	-1,0	2,3	-1,1	3,8	13,7	-	-24,9
2022 Ene	-1,5	-1,6	0,6	-8,8	6,7	0,2	4,5	8,5	-1,7	16,1	13,0	-	-10,0
Feb	1,7	2,1	3,1	-3,4	9,0	-0,7	8,9	5,2	-2,0	9,9	12,1	-	-7,1
Mar	-0,8	-0,4	-0,1	-2,7	3,0	-4,0	3,3	1,6	-2,7	4,0	10,2	-	-19,9
Abr	.	.	.	.	.	.	3,9	.	-4,0	8,9	14,6	-	-18,3
tasas de variación intermensual (d.)													
2021 Nov	2,5	2,6	1,1	2,3	2,3	1,7	0,1	1,3	0,2	2,1	-1,5	-	0,5
Dic	1,7	1,2	0,7	4,8	-0,8	-0,2	-0,7	-2,2	0,6	-4,4	0,2	-	2,4
2022 Ene	-0,8	-0,4	-0,3	-2,7	2,3	-1,4	3,4	0,1	-0,2	1,2	-1,9	-	-5,4
Feb	0,5	0,7	0,8	-0,4	2,1	-2,1	1,1	0,5	-0,6	1,2	2,5	-	5,2
Mar	-1,8	-1,6	-2,0	-2,7	-2,3	-1,7	0,0	0,3	0,9	-0,6	-1,4	-	-13,4
Abr	.	.	.	.	.	.	.	-1,3	-2,6	-0,7	1,9	-	1,1

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

## 2 Actividad económica

### 2.6 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	103,6	-4,8	81,9	-6,8	6,8	-0,2	10,9	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,3	-13,3	74,4	-14,2	-6,8	-12,6	-15,9	86,4	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,8	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,2	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 II TR	111,0	9,4	81,9	-5,6	3,5	-1,3	6,7	87,3	63,1	62,7	54,7	56,8
III TR	117,3	13,6	82,8	-4,3	5,9	4,7	17,0	89,0	60,9	58,6	58,4	58,4
IV TR	115,7	13,7	82,5	-7,6	9,9	3,1	16,1	88,8	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 I TR	111,2	11,8	82,5	-13,6	9,6	2,0	12,8	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
2021 Dic	114,1	13,8	-	-9,3	10,6	2,2	12,6	-	58,0	53,8	53,1	53,3
2022 Ene	113,0	13,1	82,4	-9,7	9,6	3,4	11,1	88,1	58,7	55,4	51,1	52,3
Feb	114,2	13,4	-	-9,5	10,2	4,5	14,2	-	58,2	55,5	55,5	55,5
Mar	106,5	9,0	-	-21,5	9,0	-2,0	13,0	-	56,5	53,1	55,6	54,9
Abr	104,9	7,7	82,6	-22,0	7,0	-3,9	13,6	89,7	55,5	50,7	57,7	55,8
May	105,0	6,3	-	-21,1	7,2	-4,0	14,0	-	54,6	51,3	56,1	54,8

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

### 2.7 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 <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento <sup>4)</sup>	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) <sup>1)</sup>	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	35,4	5,6	75,0	2,1	7,7	1,7
2019	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,1	4,0	35,1	6,2	74,8	2,0	8,0	1,9
2020	19,4	96,3	-0,5	4,2	-3,5	4,5	3,6	31,1	4,4	81,8	3,1	-14,4	2,0
2021 I TR	20,6	96,6	0,1	4,6	10,8	7,0	3,9	32,0	5,5	82,9	3,8	-10,3	2,0
II TR	19,1	96,6	3,8	4,2	31,3	6,6	5,0	34,2	7,4	80,4	4,4	19,4	2,4
III TR	18,6	96,8	0,8	4,0	17,7	7,4	6,7	34,4	8,0	79,8	4,6	14,2	2,5
IV TR	17,3	96,8	-0,2	3,4	18,4	7,0	7,0	34,8	8,0	80,0	5,4	17,1	3,2

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.

## 2 Actividad económica

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

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital <sup>1)</sup>	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 II TR	1.092,0	1.004,0	87,9	617,6	533,4	237,4	210,8	204,6	185,1	32,3	74,7	18,7	12,2
III TR	1.115,9	1.042,8	73,2	626,1	553,6	252,9	238,6	193,9	173,4	43,0	77,2	32,2	13,5
IV TR	1.174,0	1.151,7	22,3	649,9	621,0	278,9	248,4	205,9	200,6	39,4	81,7	59,6	46,8
2022 I TR	1.217,7	1.181,9	35,8	690,8	677,7	291,3	246,9	200,1	187,3	35,5	70,1	27,7	19,9
2021 Oct	380,5	375,4	5,1	208,8	197,5	90,4	83,8	67,6	66,8	13,7	27,2	9,0	4,9
Nov	402,8	395,7	7,2	221,4	208,6	98,7	84,5	70,4	74,9	12,3	27,7	6,1	4,3
Dic	390,7	380,6	10,0	219,7	214,8	89,8	80,1	67,8	58,9	13,3	26,8	44,5	37,6
2022 Ene	405,6	384,0	21,6	229,7	217,9	96,4	79,7	67,7	61,9	11,7	24,5	8,3	5,6
Feb	409,1	393,4	15,7	233,0	227,6	98,0	84,5	66,2	59,7	11,9	21,6	7,5	4,3
Mar	403,0	404,6	-1,6	228,0	232,2	96,9	82,7	66,2	65,7	11,8	24,0	11,9	10,0
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2022 Mar	4.599,6	4.380,4	219,2	2.584,4	2.385,6	1.060,5	944,6	804,5	746,4	150,2	303,8	138,2	92,4
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2022 Mar	36,7	35,0	1,8	20,6	19,1	8,5	7,5	6,4	6,0	1,2	2,4	1,1	0,7

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

### 2.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro<sup>1)</sup>, en términos nominales y reales por grupos de productos<sup>2)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria: Manu-facturas	Total			Pro memoria			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manu-facturas	Petró-leo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2021 II TR	34,4	33,9	596,3	291,8	117,2	177,3	493,8	557,9	323,8	92,5	136,1	405,6	53,2
III TR	13,7	23,0	608,4	306,0	118,6	172,0	502,1	582,5	347,0	94,3	135,5	416,8	58,6
IV TR	12,0	32,3	635,6	322,2	115,7	186,1	524,0	652,1	398,7	96,8	148,0	449,0	71,5
2022 I TR	16,6	39,7	670,6	.	.	.	550,1	707,8	.	.	.	472,1	.
2021 Oct	7,4	25,3	207,7	104,8	37,8	60,9	171,1	208,1	126,6	30,9	47,6	143,6	23,0
Nov	14,7	33,3	214,6	108,2	39,1	63,1	176,2	218,1	133,9	31,8	50,0	149,8	25,3
Dic	14,1	38,6	213,4	109,2	38,9	62,1	176,8	225,9	138,3	34,2	50,4	155,6	23,3
2022 Ene	19,8	45,2	222,0	111,4	42,2	64,7	183,4	230,3	142,6	34,2	49,7	157,6	24,5
Feb	16,9	39,4	223,4	113,2	40,5	65,1	186,0	234,7	147,0	34,0	49,7	157,6	28,7
Mar	14,0	35,4	225,3	.	.	.	180,7	242,8	.	.	.	156,8	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2021 II TR	29,1	20,5	104,5	109,5	101,3	101,5	103,3	109,5	110,6	113,7	108,4	111,9	86,1
III TR	4,4	5,5	103,6	110,3	100,6	96,7	102,2	108,2	109,7	112,7	105,3	110,9	85,6
IV TR	0,8	9,4	105,3	112,5	96,1	101,9	104,1	115,2	119,6	109,0	110,4	114,6	94,1
2022 I TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Sep	0,2	3,0	103,1	110,0	98,3	97,1	101,7	108,7	109,9	112,6	106,0	111,1	84,1
Oct	-3,0	2,7	104,3	110,7	95,1	101,8	103,1	110,8	113,6	106,3	108,0	111,5	91,3
Nov	3,1	9,9	106,9	113,8	98,4	103,2	105,4	115,6	120,7	107,8	111,3	114,4	97,2
Dic	2,4	16,0	104,5	113,0	94,9	100,7	103,8	119,2	124,5	112,9	112,0	117,9	93,9
2022 Ene	5,9	15,3	106,3	110,5	104,0	103,8	105,6	114,4	117,5	112,3	108,9	116,7	92,4
Feb	2,7	11,7	106,0	111,8	100,0	102,9	106,9	115,2	118,2	113,5	109,1	117,0	97,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Las diferencias entre la cuenta de bienes de la balanza de pagos del BCE (cuadro 2.8) y el comercio exterior de bienes de Eurostat (cuadro 2.9) se deben fundamentalmente a distintas definiciones.

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

## 3 Precios y costes

### 3.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>						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 II TR	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,5	0,3	0,9	-0,2	3,7	0,2	1,8	2,4
III TR	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,2	0,7	1,0	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	1,3	0,1	9,1	1,0	4,6	5,1
2022 I TR	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,7	1,6	3,1	1,5	14,4	0,7	6,0	6,9
2021 Dic	110,4	5,0	2,6	6,8	2,4	0,3	0,5	1,0	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	1,0	0,7	6,2	0,2	4,9	6,3
Feb	111,7	5,9	2,7	8,3	2,5	0,8	0,6	1,0	0,6	3,4	0,2	5,8	6,3
Mar	114,5	7,4	3,0	10,9	2,7	1,7	0,6	1,5	0,1	12,2	0,3	7,3	8,1
Abr	115,1	7,4	3,5	10,4	3,3	0,1	1,4	2,2	0,4	-4,0	0,5	7,4	8,0
May <sup>3)</sup>	116,1	8,1	3,8	.	3,5	0,8	1,6	-0,1	0,4	2,0	0,3	.	.

	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
% 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 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	
2022 I TR	4,2	3,6	6,4	11,5	2,9	35,1	1,8	1,2	3,3	0,1	4,1	1,6	
2021 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	4,2	3,5	6,2	10,9	3,1	32,0	1,8	1,2	3,3	-0,1	4,1	1,6	
Mar	5,0	4,1	7,8	14,4	3,4	44,3	1,9	1,2	3,5	0,3	4,4	1,7	
Abr	6,3	5,4	9,2	12,9	3,8	37,5	2,1	1,3	5,4	0,5	5,2	1,7	
May <sup>3)</sup>	7,5	7,0	9,1	.	4,2	39,2	.	.	.	.	.	.	

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.

## 3 Precios y costes

### 3.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción <sup>1)</sup>										Construcción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>3)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>3)</sup>
	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	3,1	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	2,0	5,3	1,7
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	5,3	8,1	-0,2
2021 II TR	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,4	7,3	-2,8
III TR	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,0	9,2	-0,3
IV TR	127,3	24,0	12,3	9,7	18,0	4,3	4,0	3,9	3,0	67,5	7,2	9,6	3,7
2022 I TR	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	.	.	.
2021 Nov	126,7	23,7	12,7	9,8	18,3	4,4	3,9	3,9	3,1	66,1	-	-	-
Dic	130,6	26,4	12,3	10,2	18,7	4,7	4,6	4,7	3,2	73,8	-	-	-
2022 Ene	137,5	30,8	14,1	11,9	20,5	5,7	6,4	6,3	5,0	86,0	-	-	-
Feb	138,9	31,5	14,6	12,3	20,9	6,0	7,0	.	5,5	87,4	-	-	-
Mar	146,3	36,9	17,7	13,7	22,7	6,5	8,7	.	6,0	104,1	-	-	-
Abr	148,0	37,2	19,3	15,6	25,1	7,2	10,9	.	6,7	99,2	-	-	-

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) para más información).

### 3.3 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 <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>		Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>		
			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	0,6	3,8	1,1	-1,3	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,3	2,0	2,8	2,2	1,6	3,5	5,7	7,8	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 II TR	108,5	0,6	1,5	1,5	-1,2	2,6	4,6	7,1	57,0	38,3	20,2	56,4	35,7	20,5	54,4
III TR	109,8	2,8	3,7	2,7	2,7	4,6	7,3	9,8	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
IV TR	110,7	3,1	4,5	3,8	2,2	5,5	9,9	13,8	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 I TR	111,7	3,3	5,2	4,7	2,5	6,3	11,5	16,4	88,7	32,6	36,0	29,7	36,1	39,8	32,5
2021 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	34,7	31,7
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	84,4	29,5	31,7	27,7	32,4	34,3	30,4
Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	104,6	38,8	46,3	32,6	42,4	49,6	35,0
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	98,2	34,8	50,8	22,0	38,1	52,6	23,7
May	-	-	-	-	-	-	-	-	106,2	23,1	47,1	4,9	26,6	47,8	6,6

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.



## 3 Precios y costes

### 3.4 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	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2019	4,4	7,3	9,1	7,7	18,1	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-0,4	2,0	-0,6	-5,0	11,4	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,5	24,0	10,3	20,1	30,3	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 II TR	30,2	18,1	7,7	16,8	22,2	85,9	60,1	68,2	53,1
III TR	36,4	28,8	13,2	27,0	37,5	87,7	63,8	70,3	55,1
IV TR	46,1	41,7	19,7	36,5	52,4	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 I TR	50,7	49,1	23,8	39,3	59,9	84,2	74,2	72,9	59,8
2021 Dic	47,8	42,1	20,7	36,4	54,6	86,7	69,6	70,2	57,2
2022 Ene	46,8	43,4	22,3	36,4	55,7	83,5	70,9	72,7	57,9
Feb	48,8	48,3	23,4	36,9	61,8	82,0	72,2	71,7	58,8
Mar	56,5	55,6	25,6	44,6	62,1	87,0	79,6	74,2	62,6
Abr	60,0	56,4	29,5	52,0	68,5	87,7	78,7	77,3	65,2
May	56,1	56,7	28,4	49,3	71,6	84,2	77,4	76,2	64,6

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

### 3.5 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 <sup>1)</sup>
			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	2,5	2,0	2,4	2,4	2,2
2020	110,2	3,1	3,8	1,0	2,8	3,8	1,8
2021	111,7	1,3	1,3	1,4	1,2	1,6	1,5
2021 II TR	115,8	-0,2	-0,6	1,0	-0,9	1,4	1,8
III TR	107,5	2,4	2,3	2,6	2,4	2,2	1,4
IV TR	118,7	1,9	1,4	3,3	2,1	1,3	1,6
2022 I TR	.	.	.	.	.	.	2,8

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) para más información).

## 3 Precios y costes

### 3.6 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
<b>Costes laborales unitarios</b>												
2019	105,3	1,8	-1,5	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-0,4	3,1	4,0	5,5	1,3	0,4	1,3	5,6	6,8	14,2
2021	110,0	0,0	4,3	-3,2	2,7	-1,5	1,9	1,1	4,7	1,1	0,3	1,6
2021 II TR	109,1	-4,4	5,5	-10,6	-1,3	-7,8	0,4	-1,9	8,0	-1,7	-4,9	-2,0
III TR	110,1	1,5	4,4	-0,9	2,8	0,1	4,6	2,7	3,1	1,1	2,3	0,3
IV TR	111,1	1,3	4,5	2,5	4,6	-0,7	1,0	2,7	4,4	1,2	1,0	-6,1
2022 I TR	112,1	1,8	3,1	3,8	2,6	-0,3	1,6	2,1	4,8	2,3	2,0	-5,0
<b>Remuneración por asalariado</b>												
2019	107,4	2,1	2,5	1,4	1,4	1,6	3,2	2,1	2,4	2,8	2,3	3,3
2020	106,8	-0,6	0,5	-2,3	-1,7	-4,9	0,7	0,7	0,8	-0,2	2,5	-3,0
2021	111,2	4,1	2,9	4,4	4,7	6,3	3,8	3,1	5,7	4,6	2,0	4,6
2021 II TR	109,8	7,4	3,0	9,2	11,1	13,5	6,8	1,8	10,3	8,8	2,1	10,4
III TR	112,3	3,4	3,1	3,9	1,9	5,1	3,2	2,8	4,0	3,5	2,1	3,4
IV TR	113,1	3,8	3,4	3,0	2,1	7,7	3,0	4,1	6,1	4,1	1,7	6,1
2022 I TR	114,1	4,4	3,2	3,9	3,5	8,1	2,7	3,4	5,6	4,7	2,7	9,6
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada</b>												
2019	102,0	0,3	4,1	-0,8	-0,4	0,9	2,3	0,3	-0,1	0,3	-0,3	1,3
2020	97,0	-4,9	0,9	-5,2	-5,6	-9,8	-0,6	0,3	-0,5	-5,5	-4,0	-15,1
2021	101,0	4,2	-1,3	7,8	2,0	7,9	1,8	1,9	1,0	3,5	1,7	3,0
2021 II TR	100,7	12,3	-2,4	22,1	12,6	23,1	6,4	3,8	2,1	10,7	7,3	12,7
III TR	102,0	1,8	-1,3	4,9	-0,9	5,0	-1,3	0,2	0,9	2,3	-0,2	3,2
IV TR	101,8	2,5	-1,1	0,5	-2,4	8,5	2,0	1,3	1,7	2,8	0,7	13,0
2022 I TR	101,8	2,5	0,1	0,1	0,9	8,4	1,1	1,2	0,8	2,3	0,6	15,3
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
2019	107,3	2,3	3,1	1,9	1,7	2,0	3,1	1,7	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	113,1	5,4	2,7	3,3	4,3	5,9	3,2	2,2	5,6	5,0	5,0	6,3
2021	113,7	0,5	0,5	0,0	-0,4	0,7	2,0	1,6	1,6	1,0	0,7	0,5
2021 II TR	112,6	-4,4	-3,0	-4,5	-6,5	-6,3	1,2	-2,6	-0,7	-2,7	-2,2	-6,1
III TR	114,0	2,2	3,0	2,2	2,0	2,2	1,7	3,0	1,1	1,6	2,4	3,0
IV TR	115,2	1,3	1,8	1,8	1,6	0,2	3,4	4,4	3,2	2,4	1,8	0,8
2022 I TR	115,6	1,1	2,4	2,7	2,5	-1,5	2,5	3,4	2,9	2,1	2,7	0,7
<b>Productividad del trabajo por hora</b>												
2019	102,5	0,6	5,1	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,0	-0,5	0,4	-0,2	1,5
2020	104,2	1,7	1,2	0,6	1,9	0,9	2,7	2,5	6,5	0,5	-1,1	-5,3
2021	104,3	0,1	-2,5	2,9	-3,4	1,7	0,0	0,2	-4,4	-0,6	0,1	-2,2
2021 II TR	104,2	-1,7	-6,5	5,7	-6,7	-0,6	0,1	-1,2	-12,9	-2,6	2,0	-8,8
III TR	104,4	0,7	-0,1	3,1	-0,4	2,4	-2,4	0,1	-1,8	0,4	-0,1	3,3
IV TR	104,7	-0,3	-0,9	-0,9	-3,3	0,8	2,3	1,2	-0,9	0,9	0,6	5,9
2022 I TR	104,0	-0,9	0,4	-1,3	-0,4	-1,0	1,1	1,4	-3,8	0,0	0,5	4,8

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>						Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) <sup>2)</sup>	Depósitos a la vista (eonia) <sup>3)</sup>	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Depósitos a 3 meses (libor)	Depósitos a 3 meses (libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2021 Nov	-0,57	-0,49	-0,57	-0,57	-0,53	-0,49	0,16	-0,09
Dic	-0,58	-0,49	-0,60	-0,58	-0,54	-0,50	0,21	-0,08
2022 Ene	-0,58	-	-0,56	-0,56	-0,53	-0,48	0,25	-0,03
Feb	-0,58	-	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02
Mar	-0,58	-	-0,54	-0,50	-0,42	-0,24	0,84	-0,01
Abr	-0,58	-	-0,54	-0,45	-0,31	0,01	1,10	-0,01
May	-0,58	-	-0,55	-0,39	-0,14	0,29	1,47	-0,02

Fuente: Refinitiv y cálculos del BCE.

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

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

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

3) El European Money Markets Institute dejó de publicar el eonia el 3 de enero de 2022.

### 4.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos <i>forward</i> instantáneos			
	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>					Zona del euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años – 1 año	10 años – 1 año	10 años – 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2021 Nov	-0,90	-0,85	-0,82	-0,64	-0,35	0,50	1,23	0,49	-0,81	-0,73	-0,30	0,07
Dic	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022 Ene	-0,70	-0,66	-0,57	-0,27	0,03	0,69	1,00	0,37	-0,59	-0,36	0,17	0,40
Feb	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59
Mar	-0,70	-0,49	-0,09	0,42	0,62	1,11	0,73	0,35	-0,05	0,58	0,81	0,81
Abr	-0,59	-0,26	0,21	0,74	0,94	1,20	0,85	0,42	0,30	0,94	1,13	1,14
May	-0,38	-0,08	0,36	0,97	1,22	1,30	0,78	0,58	0,40	1,10	1,47	1,47

Fuente: Cálculos del BCE.

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

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

### 4.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021 Nov	478,7	4.306,4	1.020,6	311,7	191,9	100,4	176,9	859,8	1.002,3	380,2	286,3	933,0	4.668,9	29.370,6
Dic	469,1	4.207,9	1.020,3	303,9	189,5	99,9	172,3	846,9	961,1	383,4	283,8	909,0	4.677,0	28.514,2
2022 Ene	471,0	4.252,3	1.031,4	300,2	190,1	107,0	185,0	846,7	910,8	385,5	281,3	887,8	4.573,8	27.904,0
Feb	452,7	4.084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4.436,0	27.066,5
Mar	422,1	3.796,6	942,7	253,7	172,5	103,1	160,8	762,7	791,8	351,9	279,7	858,7	4.391,3	26.584,1
Abr	428,9	3.837,3	984,0	255,1	179,2	106,2	164,1	751,7	772,3	370,6	298,1	912,6	4.391,3	27.043,3
May	413,5	3.691,8	974,9	238,2	172,6	113,1	158,1	725,8	724,2	369,5	298,3	864,5	4.040,4	26.653,8

Fuente: Refinitiv.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a los hogares y a sus depósitos (nuevas operaciones)<sup>1), 2)</sup>

(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 <sup>3)</sup>		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 May	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	16,07	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	16,01	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	15,98	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	16,01	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	15,93	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	4,82	15,91	5,62	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	4,82	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	5,11	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022 Ene	0,01	0,35	0,20	0,56	4,76	15,82	5,58	5,28	5,87	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
Feb	0,01	0,46	0,19	0,56	4,81	15,78	5,28	5,27	5,87	2,09	1,35	1,49	1,39	1,38	1,66	1,38
Mar	0,01	0,47	0,19	0,52	4,81	15,76	5,46	5,24	5,81	2,08	1,40	1,53	1,54	1,47	1,75	1,47
Abr <sup>(p)</sup>	0,01	0,47	0,20	0,56	4,74	15,78	5,76	5,38	5,98	2,24	1,43	1,72	1,77	1,58	1,89	1,61

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).

### 4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a las sociedades no financieras y a sus depósitos (nuevas operaciones)<sup>1), 2)</sup>

(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 May	-0,01	-0,23	0,19	1,78	1,85	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	1,71	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	1,75	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	1,77	1,79	1,99	1,99	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
Oct	-0,03	-0,36	0,17	1,71	1,79	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	1,68	1,78	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,38
Dic	-0,03	-0,33	0,17	1,67	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022 Ene	-0,04	-0,32	0,20	1,67	1,91	1,94	2,00	1,52	1,41	1,37	1,13	1,24	1,29	1,43
Feb	-0,04	-0,32	0,41	1,67	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,42	1,07	1,08	1,46	1,42
Mar	-0,04	-0,30	0,64	1,69	1,77	1,96	2,11	1,50	1,45	1,52	1,25	1,17	1,54	1,49
Abr <sup>(p)</sup>	-0,04	-0,30	0,44	1,67	1,89	1,97	2,17	1,52	1,46	1,67	1,19	1,12	1,57	1,51

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.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.6 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 <sup>1)</sup>						
	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 finan- cieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas
<b>Corto plazo</b>														
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	1.463	460	145	.	93	669	95	428	204	46	.	35	107	36
2021 Oct	1.534	486	141	.	104	686	117	421	203	41	.	41	105	32
Nov	1.533	499	143	.	98	680	113	428	223	45	.	31	102	27
Dic	1.463	460	145	.	93	669	95	312	138	46	.	37	76	15
2022 Ene	1.491	482	152	.	101	650	106	449	199	56	.	43	106	44
Feb	1.461	465	150	.	102	642	103	407	192	47	.	33	98	39
Mar	1.494	463	160	.	111	646	113	536	241	77	.	52	111	56
<b>Largo plazo</b>														
2019	16.314	3.817	3.401	.	1.319	7.152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.288	3.891	3.206	.	1.459	8.006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021	18.500	4.053	3.514	.	1.548	8.590	795	284	63	77	.	20	111	13
2021 Oct	18.375	4.038	3.469	.	1.528	8.553	787	298	64	106	.	22	92	13
Nov	18.524	4.062	3.516	.	1.556	8.598	792	268	50	82	.	36	90	9
Dic	18.500	4.053	3.514	.	1.548	8.590	795	191	45	91	.	7	42	6
2022 Ene	18.633	4.083	3.536	.	1.550	8.659	805	350	111	75	.	14	135	15
Feb	18.772	4.108	3.560	.	1.548	8.748	808	283	78	69	.	8	118	10
Mar	18.922	4.150	3.584	.	1.560	8.816	812	326	94	84	.	23	117	8

Fuente: BCE.

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

### 4.7 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	Socie- dades no financieras
			Sociedades financieras distintas de IFM	FVC	Socie- dades no financieras	Adminis- tración Central	Otras Adminis- traciones Públicas				
<b>Saldo vivo</b>											
2019	17.597,2	4.367,2	3.581,8	.	1.403,5	7.558,3	686,5	8.560,4	537,8	1.410,5	6.612,1
2020	18.817,6	4.346,0	3.351,4	.	1.556,4	8.720,5	843,2	8.442,0	468,4	1.312,2	6.661,4
2021	19.962,9	4.513,7	3.658,7	.	1.640,9	9.259,3	890,2	10.325,5	597,3	1.544,1	8.184,1
2021 Oct	19.909,1	4.524,1	3.609,9	.	1.631,6	9.239,4	904,0	10.305,7	613,8	1.701,7	7.990,2
Nov	20.057,2	4.560,8	3.658,7	.	1.654,2	9.277,7	905,7	10.021,7	566,5	1.619,3	7.835,9
Dic	19.962,9	4.513,7	3.658,7	.	1.640,9	9.259,3	890,2	10.325,5	597,3	1.544,1	8.184,1
2022 Ene	20.124,1	4.564,7	3.688,4	.	1.651,0	9.309,5	910,6	9.876,4	606,9	1.537,9	7.731,6
Feb	20.232,7	4.573,0	3.709,6	.	1.650,2	9.389,4	910,5	9.319,5	552,5	1.416,4	7.350,5
Mar	20.415,4	4.613,1	3.744,1	.	1.670,7	9.462,6	925,0	9.370,4	539,5	1.425,2	7.405,7
<b>Tasa de crecimiento</b>											
2019	3,1	3,8	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	7,4	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,0	0,6	2,3	0,8
2021	5,1	2,2	7,0	.	5,0	5,9	4,5	1,9	1,7	5,9	1,1
2021 Oct	4,3	1,4	5,6	.	4,1	5,3	5,6	2,0	1,9	5,1	1,3
Nov	5,1	2,2	7,1	.	5,0	5,7	5,3	1,9	2,0	5,6	1,1
Dic	5,1	2,2	7,0	.	5,0	5,9	4,5	1,9	1,7	5,9	1,1
2022 Ene	5,0	2,2	7,8	.	5,1	5,4	3,7	1,7	1,6	4,5	1,2
Feb	4,7	2,6	7,2	.	4,1	5,1	3,2	1,4	1,5	4,2	0,9
Mar	4,5	2,0	7,5	.	4,8	4,7	2,7	1,2	0,2	3,9	0,7

Fuente: BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.8 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup> (medias del período; índice: I TR 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38		
	Nominal	IPC real	IPRI real	Defactor del PIB real	CLUM reales <sup>2)</sup>	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	76,9	87,6	119,4	93,9	
2021	99,6	93,4	94,5	88,5	72,6	85,7	120,8	94,2	
2021 II TR	100,5	94,0	94,9	89,1	72,5	86,0	121,9	94,9	
III TR	99,5	93,4	94,4	88,6	72,6	85,2	120,5	94,0	
IV TR	97,7	91,8	93,3	86,4	71,3	83,8	119,1	92,7	
2022 I TR	96,4	91,4	94,6	-	-	-	118,6	92,6	
2021 Dic	97,1	91,2	93,1	-	-	-	119,0	92,5	
2022 Ene	96,6	91,2	94,1	-	-	-	118,6	92,3	
Feb	96,9	91,6	94,6	-	-	-	118,9	92,7	
Mar	95,9	91,3	95,1	-	-	-	118,4	92,8	
Abr	95,2	89,9	95,6	-	-	-	116,4	90,4	
May	95,6	90,0	97,1	-	-	-	116,2	89,9	
			<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>						
2022 May	0,4	0,0	1,5	-	-	-	-0,2	-0,6	
			<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>						
2022 May	-5,2	-4,5	2,0	-	-	-	-4,9	-5,6	

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.

### 4.9 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	Eslovi 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 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
2022 I TR	7,121	7,544	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
2021 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
Mar	6,992	7,571	25,007	7,440	376,640	130,711	4,752	0,836	4,9482	10,546	1,025	1,102
Abr	6,960	7,558	24,435	7,439	374,865	136,606	4,649	0,837	4,9442	10,318	1,021	1,082
May	7,083	7,536	24,750	7,441	384,454	136,241	4,648	0,850	4,9460	10,496	1,035	1,058
			<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>									
2022 May	1,8	-0,3	1,3	0,0	2,6	-0,3	0,0	1,6	0,0	1,7	1,4	-2,2
			<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>									
2022 May	-9,3	0,2	-3,2	0,1	8,7	2,8	2,7	-1,5	0,4	3,4	-5,6	-12,9

Fuente: BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.10 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 <sup>1)</sup>			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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>												
2021 I TR	29.821,1	30.376,6	-555,5	11.449,4	9.502,1	11.520,0	13.674,5	-128,2	6.130,5	7.200,0	849,4	15.505,2
II TR	30.326,6	30.718,8	-392,2	11.492,5	9.503,9	12.026,4	14.021,1	-134,1	6.072,8	7.193,8	869,0	15.393,1
III TR	31.085,0	31.357,5	-272,5	11.728,7	9.470,0	12.229,3	14.334,7	-102,8	6.227,5	7.552,8	1.002,4	15.787,6
IV TR	32.029,1	32.209,3	-180,2	11.881,1	9.729,9	12.851,5	14.659,5	-96,9	6.336,4	7.820,0	1.057,0	16.025,3
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>												
2021 IV TR	261,0	262,5	-1,5	96,8	79,3	104,7	119,5	-0,8	51,6	63,7	8,6	130,6
<b>Transacciones</b>												
2021 II TR	207,4	104,4	103,0	-0,5	-5,7	230,4	70,3	-2,5	-27,1	39,8	7,1	-
III TR	387,3	302,5	84,8	45,8	-61,2	121,3	67,2	24,2	72,9	296,6	123,2	-
IV TR	163,7	141,5	22,2	-24,1	-71,4	143,9	24,1	44,5	-3,5	188,8	2,9	-
2022 I TR	311,6	316,7	-5,1	66,7	17,7	-37,9	8,5	0,9	282,4	290,4	-0,4	-
2021 Oct	297,6	274,3	23,3	16,3	0,8	50,7	17,4	13,9	213,5	256,1	3,2	-
Nov	143,6	146,1	-2,5	52,1	52,8	60,1	-4,7	26,3	4,6	98,0	0,6	-
Dic	-277,4	-278,9	1,4	-92,4	-125,1	33,1	11,5	4,3	-221,5	-165,3	-0,8	-
2022 Ene	229,5	221,4	8,1	54,5	50,1	18,6	-7,5	3,8	154,8	178,9	-2,2	-
Feb	126,8	120,7	6,1	25,3	-22,1	-4,8	16,8	-1,0	105,7	126,0	1,7	-
Mar	-44,7	-25,4	-19,3	-13,2	-10,3	-51,7	-0,7	-1,9	22,0	-14,5	0,1	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses</b>												
2022 Mar	1.070,0	865,2	204,9	87,8	-120,7	457,6	170,2	67,1	324,7	815,7	132,8	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</b>												
2022 Mar	8,5	6,9	1,6	0,7	-1,0	3,7	1,4	0,5	2,6	6,5	1,1	-

Fuente: BCE.

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

## 5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito

### 5.1 Agregados monetarios <sup>1)</sup>

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			7	M3-M2					
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales		Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años				
1	2	3	4	5	6	8	9	10	11			
Saldos vivos												
2019	1.222,4	7.721,9	8.944,3	1.069,7	2.364,2	3.433,9	12.378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12.984,8
2020	1.360,8	8.886,2	10.247,0	1.034,9	2.450,1	3.485,0	13.731,9	101,5	636,5	-0,7	737,2	14.469,2
2021	1.464,7	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,2	788,3	15.484,8
2021 II TR	1.419,7	9.350,5	10.770,2	936,3	2.489,6	3.425,9	14.196,1	111,9	613,7	27,5	753,1	14.949,1
III TR	1.444,6	9.617,8	11.062,4	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15.219,1
IV TR	1.464,7	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,2	788,3	15.484,8
2022 I TR	1.525,0	9.938,1	11.463,1	936,0	2.519,6	3.455,6	14.918,7	123,0	596,4	33,0	752,3	15.671,0
2021 Nov	1.459,9	9.698,3	11.158,1	928,9	2.499,4	3.428,3	14.586,5	126,1	644,5	33,7	804,3	15.390,8
Dic	1.464,7	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,2	788,3	15.484,8
2022 Ene	1.482,0	9.827,9	11.309,9	945,9	2.512,8	3.458,7	14.768,5	129,8	615,2	29,9	774,9	15.543,5
Feb	1.494,0	9.914,0	11.408,0	931,8	2.520,3	3.452,1	14.860,1	131,1	590,6	24,6	746,3	15.606,5
Mar	1.525,0	9.938,1	11.463,1	936,0	2.519,6	3.455,6	14.918,7	123,0	596,4	33,0	752,3	15.671,0
Abr <sup>(p)</sup>	1.524,4	9.964,9	11.489,4	954,1	2.518,8	3.472,9	14.962,3	115,3	603,2	35,8	754,3	15.716,5
Operaciones												
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3	605,0
2020	138,4	1.250,1	1.388,5	-28,9	86,7	57,8	1.446,3	19,5	113,7	0,1	133,4	1.579,7
2021	105,2	903,2	1.008,5	-118,5	67,2	-51,3	957,1	12,0	22,7	10,1	44,8	1.001,9
2021 I TR	26,9	217,3	244,2	-54,0	12,6	-41,4	202,8	2,9	-3,6	11,7	11,0	213,8
II TR	25,1	256,1	281,3	-34,4	11,7	-22,6	258,6	5,7	-12,8	10,0	2,9	261,5
IV TR	21,1	190,9	212,0	16,9	14,4	31,3	243,4	-3,5	57,7	-29,7	24,5	267,9
2022 I TR	60,3	133,6	193,9	11,8	9,6	21,4	215,3	5,1	-62,0	20,7	-36,2	179,0
2021 Nov	8,1	44,4	52,5	-5,0	3,6	-1,4	51,1	-8,1	25,6	-2,1	15,4	66,5
Dic	4,8	98,9	103,7	-2,0	8,5	6,5	110,2	-8,6	14,0	-21,8	-16,4	93,8
2022 Ene	17,2	27,1	44,4	20,7	3,2	23,8	68,2	11,8	-43,2	16,7	-14,7	53,5
Feb	12,0	83,8	95,8	-13,1	7,6	-5,5	90,3	1,5	-24,5	-4,4	-27,5	62,8
Mar	31,0	22,7	53,7	4,3	-1,2	3,1	56,8	-8,2	5,8	8,3	6,0	62,7
Abr <sup>(p)</sup>	-0,5	10,8	10,3	13,4	-0,6	12,8	23,1	-8,8	6,8	1,4	-0,6	22,6
Tasas de crecimiento												
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2
2021	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2021 II TR	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4
III TR	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6
IV TR	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 I TR	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,4	77,8	0,3	6,3
2021 Nov	8,1	10,3	10,0	-11,0	2,6	-1,4	7,1	20,6	8,1	66,1	11,4	7,3
Dic	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 Ene	7,7	9,4	9,2	-7,0	2,5	-0,3	6,8	14,0	-3,0	73,6	0,9	6,5
Feb	7,8	9,3	9,1	-6,8	2,3	-0,3	6,8	17,0	-4,2	-9,8	-1,3	6,4
Mar	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,4	77,8	0,3	6,3
Abr <sup>(p)</sup>	8,8	8,2	8,2	-2,8	1,7	0,4	6,3	1,3	-1,7	23,1	-0,4	6,0

Fuente: BCE.

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



## 5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito

### 5.2 Depósitos en M3<sup>1)</sup>

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas <sup>4)</sup>
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2019	2.483,9	2.070,3	256,7	150,5	6,4	7.044,4	4.399,1	492,0	2.152,4	1,0	1.026,5	215,7	464,7
2020	2.976,1	2.522,8	309,9	140,1	3,2	7.663,7	4.965,2	437,3	2.260,4	0,9	1.097,0	234,6	501,2
2021	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2021 II TR	3.087,3	2.651,4	290,7	136,7	8,5	7.918,9	5.207,3	407,1	2.303,8	0,7	1.164,8	222,5	494,6
III TR	3.155,5	2.731,4	283,8	130,8	9,6	8.025,8	5.319,1	388,9	2.317,2	0,7	1.210,6	227,4	515,6
IV TR	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2022 I TR	3.269,7	2.841,8	287,3	129,8	10,8	8.189,2	5.480,1	357,7	2.350,3	1,1	1.272,4	229,7	555,7
2021 Nov	3.207,3	2.778,9	291,5	129,4	7,5	8.063,4	5.359,0	377,8	2.325,6	1,0	1.233,1	231,9	517,0
Dic	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2022 Ene	3.242,1	2.810,2	294,5	127,1	10,3	8.133,6	5.424,9	364,7	2.343,3	0,8	1.264,7	238,7	537,2
Feb	3.266,0	2.843,1	284,7	126,6	11,6	8.170,2	5.457,7	360,8	2.350,8	1,0	1.280,5	234,8	545,7
Mar	3.269,7	2.841,8	287,3	129,8	10,8	8.189,2	5.480,1	357,7	2.350,3	1,1	1.272,4	229,7	555,7
Abr <sup>(p)</sup>	3.278,6	2.841,7	297,9	129,5	9,6	8.201,6	5.495,1	356,5	2.349,0	1,0	1.282,6	224,3	566,0
<b>Operaciones</b>													
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,9	469,8	55,8	-6,8	-2,9	611,8	560,4	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021	254,5	279,6	-21,3	-6,9	3,0	423,5	411,3	-65,1	77,5	-0,2	145,9	-8,2	48,2
2021 II TR	41,4	53,0	-9,2	-3,5	1,1	93,9	94,4	-14,9	14,5	-0,1	34,3	5,6	3,6
III TR	60,8	69,0	-8,0	-1,2	0,9	108,6	111,6	-18,3	15,4	-0,1	46,0	1,9	21,9
IV TR	85,1	84,8	5,7	-2,3	-3,1	60,4	59,3	-16,1	17,2	0,1	38,1	2,4	32,7
2022 I TR	19,6	18,2	-3,9	1,1	4,2	99,7	98,6	-11,3	12,0	0,4	35,0	1,5	4,3
2021 Nov	20,0	23,2	-2,8	0,5	-0,8	17,1	20,8	-5,8	2,2	-0,1	-1,6	-5,9	5,2
Dic	36,9	38,9	-0,3	-0,7	-1,0	23,7	20,2	-5,0	8,8	-0,2	5,1	-3,6	34,5
2022 Ene	-1,6	-9,0	3,3	0,5	3,7	44,1	43,9	-4,8	5,0	0,0	25,8	8,9	-14,4
Feb	25,6	34,3	-9,5	-0,5	1,4	37,0	32,6	-3,4	7,6	0,2	12,5	-3,8	8,5
Mar	-4,4	-7,1	2,4	1,2	-0,9	18,7	22,1	-3,1	-0,5	0,2	-3,3	-3,6	10,2
Abr <sup>(p)</sup>	0,0	-6,3	8,3	-0,5	-1,5	9,8	12,5	-1,6	-0,9	-0,2	0,9	-6,1	10,3
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,8	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 II TR	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
III TR	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
IV TR	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2022 I TR	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,4	2,6	27,6	13,6	5,4	12,7
2021 Nov	7,9	10,6	-7,6	-6,1	35,6	6,0	9,0	-14,4	3,4	0,0	15,7	-3,9	6,9
Dic	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2022 Ene	7,8	9,7	-3,6	-4,1	55,9	5,3	8,0	-14,7	3,1	-13,8	14,8	2,7	6,9
Feb	8,0	9,9	-4,1	-4,9	96,0	5,1	7,7	-14,6	2,9	1,6	14,6	2,0	10,0
Mar	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,4	2,6	27,6	13,6	5,4	12,7
Abr <sup>(p)</sup>	6,9	8,3	-0,8	-4,1	22,0	4,4	6,9	-13,9	2,2	8,1	12,5	-1,1	14,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito

### 5.3 Crédito a residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
	Préstamos ajustados <sup>2)</sup>											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2019	4.654,5	989,2	3.653,5	13.856,8	11.446,4	11.835,1	4.474,3	5.930,1	891,0	151,0	1.560,5	849,9
2020	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.299,4	4.708,3	6.132,0	911,7	167,8	1.548,2	865,3
2021	6.552,1	997,2	5.553,1	14.814,1	12.341,7	12.726,6	4.864,0	6.372,4	944,1	161,2	1.583,3	889,0
2021 II TR	6.217,0	1.003,7	5.211,6	14.488,0	12.077,6	12.441,9	4.730,9	6.255,4	942,1	149,1	1.523,2	887,2
III TR	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,0	12.182,5	12.536,2	4.769,9	6.316,1	951,8	144,7	1.531,9	896,6
IV TR	6.552,1	997,2	5.553,1	14.814,1	12.341,7	12.726,6	4.864,0	6.372,4	944,1	161,2	1.583,3	889,0
2022 I TR	6.551,8	1.002,7	5.546,4	15.022,7	12.561,0	12.690,7	4.917,7	6.471,5	1.018,7	153,0	1.595,0	866,8
2021 Nov	6.476,2	987,3	5.487,3	14.738,5	12.310,2	12.659,5	4.815,9	6.365,0	968,8	160,6	1.540,8	887,4
Dic	6.552,1	997,2	5.553,1	14.814,1	12.341,7	12.726,6	4.864,0	6.372,4	944,1	161,2	1.583,3	889,0
2022 Ene	6.545,9	992,4	5.551,7	14.903,9	12.453,4	12.607,6	4.874,9	6.415,2	990,6	172,8	1.564,5	886,0
Feb	6.560,7	996,5	5.561,5	14.939,7	12.499,5	12.656,6	4.885,9	6.436,0	1.007,5	170,2	1.561,6	878,5
Mar	6.551,8	1.002,7	5.546,4	15.022,7	12.561,0	12.690,7	4.917,7	6.471,5	1.018,7	153,0	1.595,0	866,8
Abr <sup>(p)</sup>	6.508,3	1.003,0	5.480,4	15.077,7	12.631,7	12.778,2	4.944,2	6.490,8	1.035,8	161,0	1.606,2	839,8
Operaciones												
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,6	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4
2020	1.042,0	13,5	1.028,3	737,1	538,1	559,0	288,2	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2
2021	667,2	-0,5	677,3	569,4	480,6	513,8	176,7	261,6	51,9	-9,7	79,4	9,4
2021 II TR	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,0	74,8	-10,9	-2,4	4,8	5,0
III TR	152,2	-4,7	156,9	136,4	122,5	125,5	40,2	65,8	23,5	-7,0	9,2	4,8
IV TR	201,1	-1,1	202,0	229,1	175,1	225,5	98,5	60,4	0,0	16,1	62,7	-8,7
2022 I TR	91,9	4,8	87,1	194,2	186,0	168,2	45,6	76,3	72,4	-8,3	24,7	-16,6
2021 Nov	65,0	1,0	64,0	52,1	72,9	65,7	25,6	23,1	18,6	5,6	-14,2	-6,7
Dic	104,1	9,9	94,1	97,5	54,1	99,3	53,5	14,2	-14,2	0,6	41,8	1,6
2022 Ene	11,3	-5,2	16,5	63,8	78,9	65,5	6,5	25,8	35,7	10,9	-13,8	-1,3
Feb	52,1	4,1	47,9	51,4	52,3	61,6	13,5	22,1	19,3	-2,6	2,6	-3,5
Mar	28,6	5,9	22,7	79,0	54,8	41,1	25,6	28,4	17,4	-16,6	35,9	-11,8
Abr <sup>(p)</sup>	0,9	0,4	-0,2	73,9	64,5	82,0	23,4	20,2	13,1	7,7	14,3	-4,9
Tasas de crecimiento												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2021 II TR	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,5
III TR	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3
IV TR	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2022 I TR	10,1	0,8	11,9	4,3	4,4	4,6	3,5	4,5	9,1	-1,1	6,7	-1,7
2021 Nov	10,8	-1,2	13,5	3,8	3,7	3,7	2,4	4,4	6,2	0,5	3,1	6,2
Dic	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2022 Ene	10,8	0,1	13,0	4,3	4,5	4,6	3,8	4,4	7,4	11,5	4,5	0,9
Feb	10,7	0,0	12,8	4,3	4,7	4,8	3,9	4,4	8,9	11,1	4,5	-0,1
Mar	10,1	0,8	11,9	4,3	4,4	4,6	3,5	4,5	9,1	-1,1	6,7	-1,7
Abr <sup>(p)</sup>	9,3	0,3	11,1	4,8	4,9	5,3	4,5	4,4	10,8	3,8	7,9	-1,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito

### 5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del euro<sup>1)</sup>

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>				Hogares <sup>3)</sup>					
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades		
	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>				Préstamos ajustados <sup>4)</sup>					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2019	4.474,3	4.576,5	966,7	877,5	2.630,1	5.930,1	6.221,7	720,1	4.523,5	686,5
2020	4.708,3	4.829,7	897,2	1.009,7	2.801,4	6.132,0	6.400,5	700,6	4.724,7	706,7
2021	4.864,0	4.995,0	888,8	1.006,6	2.968,7	6.372,4	6.635,7	698,2	4.970,9	703,4
2021 II TR	4.730,9	4.852,0	831,7	969,3	2.929,9	6.255,4	6.514,4	694,1	4.852,6	708,7
III TR	4.769,9	4.884,9	834,3	971,1	2.964,4	6.316,1	6.574,4	696,6	4.914,4	705,0
IV TR	4.864,0	4.995,0	888,8	1.006,6	2.968,7	6.372,4	6.635,7	698,2	4.970,9	703,4
2022 I TR	4.917,7	4.892,1	911,5	1.002,4	3.003,8	6.471,5	6.671,4	700,7	5.063,2	707,6
2021 Nov	4.815,9	4.928,1	869,1	979,3	2.967,5	6.365,0	6.620,5	702,5	4.956,9	705,6
Dic	4.864,0	4.995,0	888,8	1.006,6	2.968,7	6.372,4	6.635,7	698,2	4.970,9	703,4
2022 Ene	4.874,9	4.851,1	891,3	1.000,9	2.982,7	6.415,2	6.616,4	697,5	5.011,3	706,4
Feb	4.885,9	4.858,5	899,4	998,8	2.987,7	6.436,0	6.643,9	701,0	5.028,2	706,9
Mar	4.917,7	4.892,1	911,5	1.002,4	3.003,8	6.471,5	6.671,4	700,7	5.063,2	707,6
Abr <sup>(p)</sup>	4.944,2	4.919,0	924,5	1.012,0	3.007,6	6.490,8	6.696,6	702,2	5.082,1	706,6
<b>Operaciones</b>										
2019	115,0	142,5	-13,0	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,2	325,3	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,7	208,7	-1,3	2,9	175,1	261,6	266,6	10,7	255,0	-4,1
2021 II TR	-18,0	-21,8	-57,5	-42,9	82,4	74,8	70,2	2,3	72,1	0,4
III TR	40,2	44,6	4,1	2,0	34,2	65,8	67,4	4,1	64,0	-2,3
IV TR	98,5	127,6	55,9	37,2	5,5	60,4	70,9	6,5	55,7	-1,8
2022 I TR	45,6	48,3	18,9	-4,6	31,3	76,3	82,6	4,8	68,9	2,6
2021 Nov	25,6	22,8	10,6	9,6	5,4	23,1	24,2	4,7	18,8	-0,3
Dic	53,5	78,9	21,5	28,5	3,6	14,2	23,9	-1,0	16,6	-1,4
2022 Ene	6,5	5,3	0,2	-6,8	13,1	25,8	23,9	1,0	24,4	0,3
Feb	13,5	15,3	8,7	-1,4	6,2	22,1	29,6	3,8	17,4	0,8
Mar	25,6	27,7	10,0	3,5	12,0	28,4	29,1	0,0	27,0	1,4
Abr <sup>(p)</sup>	23,4	25,1	11,8	7,6	4,1	20,2	24,8	1,8	18,5	-0,1
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2021 II TR	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,5
III TR	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,2
IV TR	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022 I TR	3,5	4,1	2,4	-0,8	5,4	4,5	4,5	2,6	5,4	-0,2
2021 Nov	2,4	2,9	-3,6	-2,2	6,0	4,4	4,1	1,6	5,5	-0,4
Dic	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022 Ene	3,8	4,5	0,6	0,1	6,2	4,4	4,3	2,0	5,5	-0,4
Feb	3,9	4,6	1,5	0,1	6,0	4,4	4,4	2,3	5,4	-0,3
Mar	3,5	4,1	2,4	-0,8	5,4	4,5	4,5	2,6	5,4	-0,2
Abr <sup>(p)</sup>	4,5	5,2	5,8	1,9	5,1	4,4	4,5	3,0	5,3	-0,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito

### 5.5 Contrapartidas de M3 distintas del crédito a residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>
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	6.891,6	1.839,0	37,1	1.998,1	3.017,4	1.364,0	443,2	118,8	136,8
2021 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	1.375,7	415,2	139,0	146,0
IV TR	797,1	6.891,6	1.839,0	37,1	1.998,1	3.017,4	1.364,0	443,2	118,8	136,8
2022 I TR	740,4	6.873,8	1.847,3	35,8	1.983,6	3.007,1	1.362,0	348,6	153,0	164,4
2021 Nov	706,9	6.905,3	1.830,9	37,7	2.011,7	3.025,1	1.388,8	399,5	144,5	149,9
Dic	797,1	6.891,6	1.839,0	37,1	1.998,1	3.017,4	1.364,0	443,2	118,8	136,8
2022 Ene	723,6	6.900,3	1.846,5	36,8	2.013,4	3.003,5	1.359,3	358,2	165,3	158,8
Feb	731,5	6.882,4	1.836,6	36,5	2.007,6	3.001,8	1.375,0	345,1	166,0	159,4
Mar	740,4	6.873,8	1.847,3	35,8	1.983,6	3.007,1	1.362,0	348,6	153,0	164,4
Abr <sup>3)</sup>	768,5	6.893,2	1.845,5	35,6	2.010,8	3.001,3	1.344,3	448,1	180,6	171,6
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	142,3	-48,8	-48,0
2021	53,1	-33,2	-74,2	-5,0	-39,8	85,8	-121,0	-93,8	-11,3	-2,3
2021 II TR	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,1	-16,6	-30,1	-3,6	4,3
III TR	10,8	1,8	-18,1	-1,5	8,2	13,3	-44,1	29,7	15,3	11,5
IV TR	106,7	11,6	-13,3	-1,6	6,1	20,3	-71,2	27,2	-20,2	-9,2
2022 I TR	-53,2	-41,6	-18,1	-1,3	-31,3	9,1	-24,0	-177,9	34,0	34,7
2021 Nov	-32,3	-12,1	-13,4	-0,5	0,8	1,0	-31,3	-63,6	4,6	2,2
Dic	90,4	6,6	7,8	-0,6	-18,4	17,8	-37,5	26,6	-25,7	-13,1
2022 Ene	-69,5	-7,8	-10,2	-0,3	5,0	-2,3	-2,5	-96,4	46,4	29,0
Feb	7,9	-18,8	-10,2	-0,3	-6,3	-2,0	-8,6	-43,0	0,5	0,7
Mar	8,4	-15,0	2,3	-0,7	-30,0	13,4	-12,9	-38,6	-12,9	5,0
Abr <sup>3)</sup>	28,1	32,4	-4,9	-0,2	0,1	37,4	-43,9	52,2	27,6	7,2
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	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2021 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	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2022 I TR	5,7	-0,7	-3,8	-13,1	-2,1	2,4	-	-	20,1	31,9
2021 Nov	-5,6	-0,4	-5,1	-11,2	-1,5	3,5	-	-	-2,4	1,9
Dic	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2022 Ene	5,4	-0,2	-4,2	-12,2	-0,6	2,8	-	-	12,1	13,1
Feb	6,2	-0,5	-4,4	-11,9	-0,7	2,4	-	-	14,0	14,3
Mar	5,7	-0,7	-3,8	-13,1	-2,1	2,4	-	-	20,1	31,9
Abr <sup>3)</sup>	7,4	0,0	-3,1	-13,3	-1,9	3,4	-	-	35,8	36,6

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
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,7	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,6
2021	-5,1	-5,0	-0,1	0,0	-0,1	-3,6
2021 I TR	-8,1	.	.	.	.	-6,6
II TR	-6,8	.	.	.	.	-5,3
III TR	-6,1	.	.	.	.	-4,7
IV TR	-5,1	.	.	.	.	-3,6

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

### 6.2 Recursos y empleos

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

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

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

### 6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor			Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda	
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	IFM	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	85,8	3,1	13,7	69,0	48,2	32,5	37,6	8,2	77,7	16,1	28,3	41,4	84,4	1,5
2019	83,8	3,0	12,9	67,9	45,5	30,7	38,3	7,7	76,1	15,7	27,7	40,5	82,5	1,3
2020	97,2	3,2	14,2	79,9	54,5	39,1	42,7	11,3	85,9	19,1	31,5	46,6	95,5	1,7
2021	95,6	3,0	13,6	79,0	55,7	41,8	39,8	10,0	85,6	17,9	31,0	46,6	94,2	1,4
2021 I TR	99,9	3,2	14,1	82,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	98,1	3,1	13,8	81,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	97,5	3,0	13,8	80,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	95,6	3,0	13,6	79,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 subyacentes<sup>1)</sup>

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

	Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB <sup>2)</sup>	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
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,4	5,6	2,1	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,4	0,0	5,7	9,6
2021	-1,6	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2
2021 I TR	13,9	6,6	1,8	2,1	1,5	0,5	-0,1	0,2	-0,4	0,1	5,5	10,3
II TR	3,5	5,3	-1,3	-0,5	-1,0	0,3	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-0,5	5,7
III TR	0,6	4,7	-1,2	-0,4	-0,8	0,2	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-2,9	5,2
IV TR	-1,6	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2

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 AAPP<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Vida residual media en años <sup>3)</sup>	Rendimiento nominal medio <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos				Operaciones		
		Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Hasta 3 meses	Hasta 3 meses		Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo	Hasta 1 año	Emisión	Amortización
	1												
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	14,3	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2021 I TR	14,7	13,2	5,1	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
II TR	14,5	13,2	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
III TR	14,6	13,3	4,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
IV TR	14,3	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2021 Nov	14,5	13,1	4,0	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
Dic	14,3	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 Ene	14,2	12,9	4,9	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,6
Feb	14,1	12,9	5,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,5
Mar	14,7	13,5	5,0	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4
Abr	14,2	12,9	4,4	1,3	0,3	8,0	1,5	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,5

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2018	-0,9	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,6	-2,3	-2,2	-3,6	
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,0	-4,3	-5,6	-5,1	-10,2	-10,3	-8,9	-9,6	-5,8	
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2021 I TR	-8,9	-5,6	-5,6	-5,7	-12,6	-11,3	-9,7	-10,1	-7,5	
II TR	-6,6	-4,9	-4,3	-4,4	-11,0	-8,4	-8,3	-8,9	-6,4	
III TR	-6,9	-4,2	-3,9	-3,3	-9,8	-7,8	-8,0	-8,0	-4,7	
IV TR	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
Deuda pública										
2018	99,8	61,2	8,2	63,1	186,4	100,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	98,3	97,4	134,1	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	114,6	155,3	115,0	
2021	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	112,9	150,8	103,6	
2021 I TR	116,9	69,9	19,6	60,6	209,3	125,2	117,9	159,3	120,9	
II TR	113,7	69,6	19,6	59,2	207,5	122,7	114,4	155,6	111,4	
III TR	111,3	69,3	19,7	57,7	201,6	121,7	115,7	154,6	109,0	
IV TR	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	113,3	150,8	103,6	
	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										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,6	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,3	-3,4	-9,5	-3,7	-8,0	-5,8	-7,8	-5,5	-5,5
2021	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
2021 I TR	-6,9	-7,3	-2,5	-9,2	-5,2	-10,8	-7,1	-8,3	-6,5	-6,4
II TR	-7,7	-5,4	-0,6	-7,7	-3,9	-9,3	-5,9	-6,6	-6,3	-5,0
III TR	-6,3	-3,5	-0,1	-8,1	-3,6	-7,9	-4,0	-6,5	-5,8	-4,5
IV TR	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
Deuda pública										
2018	37,1	33,7	20,8	43,7	52,4	74,1	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	59,6
2020	43,3	46,6	24,8	53,4	54,3	83,3	135,2	79,8	59,7	69,0
2021	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8
2021 I TR	45,4	45,1	28,0	57,3	54,9	87,0	138,9	85,0	59,8	69,7
II TR	43,2	44,6	26,1	58,9	54,1	86,2	135,3	80,1	61,1	68,7
III TR	43,4	45,1	25,3	56,6	52,5	84,2	130,6	79,7	61,2	68,0
IV TR	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8

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](http://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 8 de junio 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-22-004-ES-N (edición electrónica)