

BOLETÍN ECONÓMICO

2/2022

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 Principales mensajes	7	Artículos Analíticos	53
2 Los mercados financieros internacionales	29	Notas Económicas	57
3 Entorno exterior de la economía española	32	Publicaciones del Banco de España	59
4 La economía española	41	Siglas, abreviaturas y signos utilizados	60
Recuadros			
1	Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)	12	
2	La evolución de las expectativas de inflación de los consumidores ante el reciente repunte de los precios y la guerra en Ucrania	20	
3	Evolución reciente de los márgenes empresariales en España	23	
4	El impacto sobre la inflación del mecanismo de limitación del precio del gas en el mercado ibérico	26	

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El inicio de la guerra en Ucrania abrió un período de enorme incertidumbre, que, tres meses y medio más tarde, continúa sin disiparse. Además, en parte como consecuencia del conflicto bélico, se han intensificado en los últimos meses las presiones inflacionistas y se han mantenido las alteraciones en las cadenas de suministros globales, factores que están limitando el dinamismo de la actividad mundial y ensombreciendo sus perspectivas futuras. La intensidad de las tensiones de los precios está acelerando los calendarios de retirada de los estímulos monetarios, en un contexto complejo en el que los bancos centrales se están viendo obligados a valorar cuidadosamente aspectos muy inciertos. Por ejemplo, los efectos de la guerra sobre la actividad económica e incluso los propios efectos de la normalización monetaria sobre la evolución de la inflación, dado que el repunte de esta variable tiene su origen, en gran medida, en factores de oferta.

La importancia de la pandemia como determinante de la actividad económica global se ha reducido significativamente. No obstante, en algunas áreas geográficas se han registrado nuevos brotes, que han requerido la reimplantación de medidas de contención. El ejemplo más notable a este respecto ha sido China, donde las nuevas restricciones han realimentado los cuellos de botella de las cadenas globales de producción. Por el contrario, en las economías avanzadas, en las que, en general, el proceso de vacunación ha tenido más éxito, comparativamente, la incidencia de la enfermedad ha disminuido de manera significativa, lo que ha permitido eliminar casi por completo las medidas de contención.

El fin de las restricciones está teniendo un impacto positivo sobre la actividad económica. El impulso está siendo especialmente pronunciado en el caso de las ramas de los servicios en las que desempeña un papel fundamental la interacción personal. Dado que estas ramas presentan un peso relativamente elevado en la estructura productiva española, la actividad económica en nuestro país está cobrando un tono algo más dinámico en los meses de primavera, tras el escaso empuje mostrado al inicio del año.

El nivel persistentemente elevado de los precios de la energía ha continuado siendo un determinante de primer orden en los desarrollos económicos en nuestro país. España importa el gas y el petróleo que consume, por lo que una subida de precios como la que se ha observado desde comienzos de 2021 tiene un pronunciado impacto negativo sobre el poder adquisitivo de las rentas y, por tanto, sobre el gasto de los agentes privados. En cualquier caso, más allá del fuerte repunte de los precios de la energía —también de los alimentos—, en los primeros meses de 2022 se han sucedido las sorpresas al alza, asimismo, en el componente subyacente

Cuadro 1

PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)

	2021	2020		2021				2022	
		III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Contabilidad Nacional									
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria									
PIB	5,1	16,8	0,2	-0,5	1,1	2,6	2,2	0,3	0,4
Contribución de la demanda nacional (b)	4,7	15,4	-0,1	-0,7	2,5	0,8	1,2	-1,2	1,2
Contribución de la demanda exterior neta (b)	0,5	1,4	0,3	0,2	-1,4	1,8	1,0	1,5	-0,8
Tasas de variación interanual									
Empleo horas trabajadas	7,0	-6,3	-6,1	-2,7	29,7	3,3	2,7	7,5	3,5
Indicadores de precios									
IAPC	3,0	-0,6	-0,8	0,5	2,3	3,4	5,8	7,9	7,8
IAPC sin energía ni alimentos	0,6	0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,7	1,6	2,6	3,4

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 24 de mayo de 2022. Las celdas sombreadas en gris son proyecciones del Banco de España.

b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

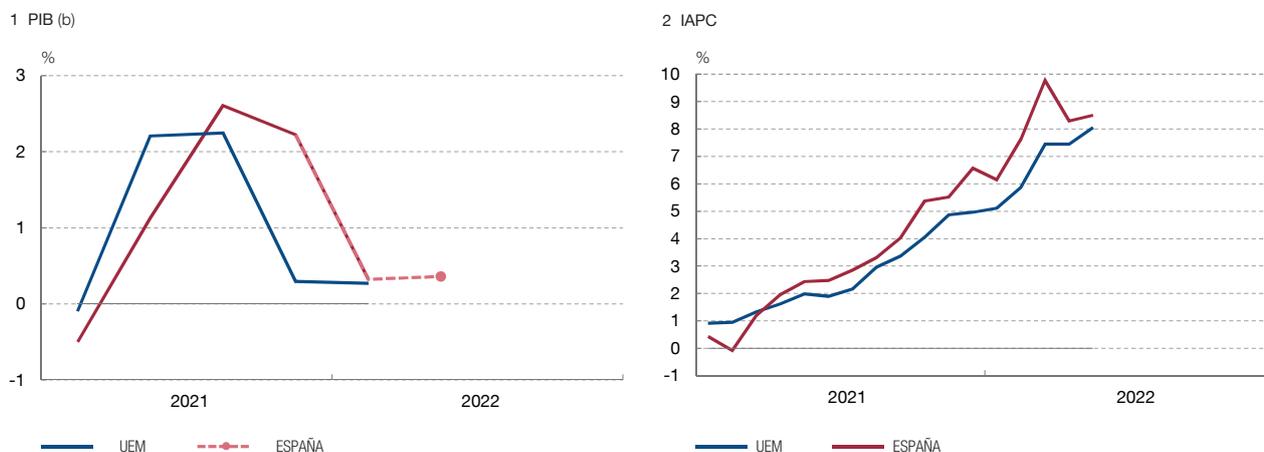
de la inflación. En efecto, la prolongación del período de incrementos de costes de los *inputs* ha hecho que los aumentos de la inflación se hayan ido transfiriendo de modo creciente (y con una intensidad mayor de lo previsto) a los componentes de bienes industriales no energéticos y a los servicios del IAPC. Sin embargo, apenas se aprecian, por el momento, señales de que el repunte de los precios de consumo esté siendo trasladado a las demandas salariales. Para asegurar, desde la perspectiva del área del euro, que la inflación retorna en el medio plazo al objetivo del 2%, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, el 9 de junio, adoptar nuevos pasos en la normalización de su política monetaria, que, entre otros, incluyen un preanuncio de su intención de elevar sus tipos de interés en julio [en 25 puntos básicos (pb)] y en septiembre (en una cuantía que dependerá de la evolución de las perspectivas de inflación de medio plazo).

En los meses de abril y mayo se ha mantenido la fortaleza de la creación de empleo. En términos agregados, el ritmo de avance de la ocupación ha sido solo ligeramente inferior al observado en esos mismos meses en los años previos a la pandemia, pero los desarrollos por ramas han sido muy heterogéneos. En particular, el empleo ha mostrado un dinamismo elevado en las actividades más favorecidas por la eliminación de las restricciones motivadas por la pandemia, mientras que ha experimentado una desaceleración notable en algunas de las ramas en las que se observaron mayores crecimientos durante la crisis sanitaria —como la sanidad y la educación— y en las más afectadas por los cuellos de botella —como las manufacturas y la construcción—.

Gráfico 1

LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ACTIVIDAD HA SIDO ALGO MÁS FAVORABLE EN EL SEGUNDO TRIMESTRE, EN UN CONTEXTO EN EL QUE SE HAN SUCEDIDO LAS SORPRESAS INFLACIONISTAS (a)

La retirada de las medidas de contención de la pandemia ha permitido que las ramas de servicios más afectadas por las restricciones cobren un mayor dinamismo. Por otra parte, se ha producido una aceleración de los precios de consumo, con el trasfondo del mantenimiento de niveles elevados de los precios de la energía y los alimentos y de una creciente traslación de los aumentos de los costes a otros precios.



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas de variación intertrimestral sobre las series ajustadas de estacionalidad, en el caso del PIB, y tasas de variación interanual sobre las series originales, en el del IAPC.
- b Los datos del segundo trimestre son proyecciones del Banco de España.

En el escenario central de las proyecciones más recientes del Banco de España, se espera que el PIB de la economía española aumente un 4,1 % en 2022 y que siga creciendo de una forma relativamente robusta en 2023 (un 2,8 %) y en 2024 (un 2,6 %)¹. Estas perspectivas descansan sobre un conjunto de supuestos acerca de los cuales existe un elevado grado de incertidumbre. En concreto, se contempla una moderación de los precios de los bienes energéticos y alimenticios de acuerdo con las sendas de los mercados de futuros, una mitigación gradual de los cuellos de botella en el transcurso de este año, un alivio gradual de las consecuencias de la guerra y una moderada traslación de los aumentos de los costes y los precios pasados a los precios finales de los productos y a las demandas salariales. Bajo estos supuestos, la tasa de variación del IAPC general alcanzaría un 7,2 % en el promedio de 2022, para moderarse de forma apreciable en 2023 (hasta el 2,6 %) y en 2024 (hasta el 1,8 %).

Estas proyecciones están sometidas a riesgos significativos, orientados a la baja en el caso del crecimiento del PIB y al alza en el de la inflación. En particular, si bien las expectativas de inflación de medio plazo en el área del euro permanecen ancladas en torno al objetivo de política monetaria del 2 %, se advierten algunas señales que apuntan a un aumento incipiente de los riesgos de desanclaje (tanto en las medidas de esas

1 Véase el recuadro 1, «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)», de este Informe.

	PRINCIPALES DESARROLLOS RECIENTES	PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO	FUENTES DE INCERTIDUMBRE
ACTIVIDAD	El crecimiento global, que se vio lastrado a comienzos del año por el repunte de la pandemia, ha continuado ralentizándose en los últimos meses como consecuencia, principalmente, de la guerra en Ucrania	Los efectos adversos de la guerra en Ucrania, la estrategia de «COVID cero» en China y la retirada progresiva de los estímulos de las políticas económicas limitan las perspectivas de crecimiento para los próximos trimestres a escala global, a pesar del levantamiento de las restricciones asociadas a la pandemia en la mayoría de las economías avanzadas	<ul style="list-style-type: none"> — La evolución de los precios de la energía y de los alimentos, y los posibles efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación — La duración e intensidad del conflicto bélico en Ucrania, y la persistencia de las posibles secuelas geopolíticas, así como de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y suministros
PRECIOS	El encarecimiento de la energía y de los alimentos, y la prolongación de los cuellos de botella han continuado impulsando la inflación al alza. Las presiones inflacionistas son ya generalizadas en la cesta de bienes y servicios de consumo, y afectan también a la inflación subyacente	Se revisa significativamente al alza la inflación prevista en el promedio de 2022 y, en menor medida, de 2023. No obstante, se continúa esperando que las elevadas tasas de inflación actuales se moderen gradualmente a lo largo de los próximos trimestres, siempre y cuando no se materialicen efectos indirectos o de segunda vuelta significativos	<ul style="list-style-type: none"> — La evolución de las condiciones financieras globales y de la estabilidad financiera en un contexto de normalización de la política monetaria a escala global
OTROS	En un contexto de elevada inflación, la mayoría de los bancos centrales mundiales, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, han proseguido con el endurecimiento del tono de su política monetaria	En un contexto de elevada volatilidad, condicionado por el endurecimiento de las políticas monetarias y por la preocupación de los inversores por el crecimiento económico, es probable que las condiciones financieras a escala global continúen tensionándose	<ul style="list-style-type: none"> — La naturaleza y magnitud de la respuesta de la política fiscal que se despliegue para hacer frente a las consecuencias adversas de la guerra — La evolución de la pandemia

FUENTE: Banco de España.

expectativas procedentes de encuestas a distintos agentes económicos como en las que se construyen a partir de la información de los mercados financieros).

Las condiciones de financiación de la economía española han sido menos holgadas en los últimos meses. Así, por ejemplo, la rentabilidad del bono a diez años emitido por el Tesoro español ha aumentado en cerca de 188 pb desde el comienzo del año, y su diferencial frente al bono alemán se ha ampliado en casi 35 pb. Por otra parte, si bien los costes medios de los préstamos bancarios a los hogares y las empresas han permanecido en niveles históricamente reducidos en los últimos meses, dada la dinámica habitual de los mercados crediticios, cabría esperar que el aumento reciente de las rentabilidades interbancarias se acabara trasladando al coste de los préstamos bancarios concedidos a estos agentes, lo que podría incidir negativamente en su capacidad de gasto. Además, en un contexto de elevada volatilidad, condicionado por el endurecimiento de las políticas monetarias y por la preocupación de los inversores por el crecimiento económico, no pueden descartarse episodios de turbulencias financieras en los mercados internacionales de capitales, que podrían conducir a un tensionamiento adicional de las condiciones financieras.



RECUADRO 1

Se revisa a la baja el crecimiento del PIB español en 2022, ya que la actividad se desaceleró más de lo previsto en el primer trimestre del año. No obstante, en los últimos meses, la actividad económica parece haber incrementado su dinamismo. La intensidad y persistencia del repunte de los precios sigue sorprendiendo al alza. Salvo por la tasa de inflación general de 2022, que se revisa ligeramente a la baja debido a la entrada en vigor del mecanismo ibérico para rebajar la factura de la electricidad, el resto de las tasas de la inflación, general y subyacente, se revisan significativamente al alza durante el período 2022-2024



RECUADRO 2

Las expectativas de los consumidores en cuanto a la evolución futura de la inflación se han incrementado en los últimos trimestres, en particular en aquellos hogares más expuestos al aumento de los precios energéticos y en los que tienen unas peores perspectivas sobre el comportamiento futuro de la actividad



RECUADRO 3

Los márgenes empresariales de España se situaron, a finales de 2021, por debajo de los niveles previos a la pandemia, y mostraron un menor dinamismo que los del conjunto del área del euro. Además, en los trimestres más recientes, se observan signos de una cierta contención de los márgenes empresariales, si bien esta evolución agregada es compatible con una elevada heterogeneidad sectorial



RECUADRO 4

El mecanismo ibérico para limitar el precio del gas que se utiliza en la generación eléctrica reduciría la tasa de inflación prevista para 2022 en 0,5 puntos porcentuales y aumentaría en 0,1 puntos porcentuales la de 2023, si bien la incertidumbre que rodea a estas estimaciones es muy elevada

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024)

Estas proyecciones de la economía española constituyen la contribución del Banco de España a las proyecciones del Eurosistema para el conjunto del área del euro que el Banco Central Europeo (BCE) dio a conocer el 9 de junio^{1,2}. Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el PIB español crecerá a tasas del 4,1 %, el 2,8 % y el 2,6 % en 2022, 2023 y 2024, respectivamente (véase cuadro 1). Por su parte, la inflación general se desacelerará desde el 7,2 % en 2022 hasta el 2,6 % en 2023 y el 1,8 % en 2024, mientras que el componente subyacente pasará del 3,2 % en el promedio de este año al 2,2 % y el 2 % en 2023 y 2024, respectivamente. La fecha de cierre en este ejercicio de previsiones ha sido el 24 de mayo, salvo en lo que respecta a los datos que intervienen en la elaboración de los supuestos, para los cuales la última información incorporada corresponde al 17 de mayo.

Actividad

En el primer trimestre de 2022, el ritmo de avance del PIB se moderó sustancialmente hasta el 0,3 % intertrimestral. Cronológicamente, ello se debió, inicialmente, al impacto adverso de la variante ómicron del virus del COVID-19 sobre las actividades de ocio y, después, a los efectos económicos de la invasión de Ucrania por parte de Rusia. A estos desarrollos se sumaron, al final del trimestre, las alteraciones en la producción y en la distribución

causadas por la huelga del transporte en nuestro país, factor transitorio cuya incidencia parece haber sido mayor de lo estimado en el último ejercicio de previsiones publicado por el Banco de España en abril³.

En el segundo trimestre, la guerra en Ucrania está afectando negativamente a la actividad económica a través del mantenimiento de precios elevados en numerosas materias primas (energéticas, minerales y alimenticias) (véase gráfico 1), de su impacto en la confianza de los agentes —que, en términos generales, aún no ha recuperado los niveles previos al estallido del conflicto— y de la moderación en el grado de dinamismo de los mercados mundiales —en un contexto en el que la guerra y la política de «COVID cero» de China han dificultado la resolución de los cuellos de botella en las cadenas de aprovisionamiento, o incluso los han intensificado—.

Estos efectos adversos han tendido a verse contrarrestados por otros de signo contrario, entre los que destaca la práctica eliminación de las restricciones asociadas a la crisis sanitaria, lo que está impulsando un repunte notable en los servicios que se vieron más afectados por estas. Además, el impacto del alza de la inflación sobre el consumo y la producción está siendo amortiguado parcialmente por las medidas fiscales y regulatorias adoptadas para hacerle frente. Por último, el

Cuadro 1
PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual (%)

	PIB				Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)				Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Junio de 2022	5,1	4,1	2,8	2,6	3,0	7,2	2,6	1,8	0,6	3,2	2,2	2,0	14,8	13,0	12,8	12,7
Abril de 2022	5,1	4,5	2,9	2,5	3,0	7,5	2,0	1,6	0,6	2,8	1,8	1,7	14,8	13,5	13,2	12,8

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2022.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 24 de mayo de 2022.

b Media anual.

1 Con respecto a las previsiones publicadas el pasado 5 de abril, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces, lo que, en particular, incluye la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del primer trimestre de 2022 y los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de las distintas variables (véase cuadro A.1).

2 Véase *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2022*.

3 Véase “Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

retroceso de la confianza de los hogares de marzo se ha revertido parcialmente con posterioridad, lo que ha favorecido un mayor dinamismo del consumo en el segundo trimestre. Como resultado de todos estos factores, se estima que el PIB se elevaría un 0,4 % en el trimestre en curso, cifra sometida a un elevado grado de incertidumbre, ya que la información económica cuantitativa relativa a este es todavía limitada.

A corto plazo, se anticipa que la guerra seguirá teniendo una incidencia notable sobre la actividad. En un contexto en el que no se produzcan perturbaciones significativas adicionales, la actividad económica cobraría un mayor dinamismo a partir del tramo final de este año, en consonancia con la mejora paulatina de la confianza, la atenuación gradual de las alteraciones de las cadenas de aprovisionamiento y el despliegue progresivo de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU). Se esperan, no obstante, unas condiciones financieras algo más estrictas que las que han imperado en el pasado reciente —en parte, como consecuencia del avance en el proceso de normalización o endurecimiento de la política monetaria que están siguiendo los principales bancos centrales mundiales—, aspecto que podría contribuir a una cierta moderación del ritmo de expansión de la actividad.

La evolución prevista del PIB permitiría que la economía española recuperara el nivel de producto previo a la pandemia en la segunda mitad de 2023 (véase gráfico 2). Por componentes de demanda, en 2022 el avance de la

actividad descansaría, de forma muy significativa, en la recuperación de las exportaciones turísticas y, en menor medida, en la ejecución de proyectos de inversión asociados al programa NGEU. En cambio, en el período 2023-2024, el crecimiento se sustentaría en el mayor dinamismo esperado del consumo privado, alentado, entre otros factores, por la fortaleza de la creación de empleo —que permitiría que la tasa de paro descendiera hasta el 12,6 % al final de 2024— (véanse gráfico 3 y cuadro 2). Por su parte, el déficit público volvería a reducirse de forma apreciable en 2022 —hasta el 4,6 % del PIB, 2,3 puntos porcentuales (pp) por debajo del registrado en 2021—, si bien apenas descendería en el bienio posterior.

En comparación con las proyecciones publicadas a comienzos del pasado mes de abril, las actuales comportan una revisión a la baja del crecimiento del PIB en 2022 de 0,4 pp, como consecuencia, fundamentalmente, de la incorporación de los datos de la CNTR del primer trimestre (véase gráfico 4). En concreto, el avance menos intenso del PIB entre enero y marzo, en comparación con el que se estimaba en abril, conduce, mecánicamente, a una revisión a la baja de 0,6 pp en la tasa media de crecimiento de este año. En sentido contrario, la normalización de la actividad que se viene produciendo en las ramas más afectadas por la pandemia está siendo más rápida e intensa de lo esperado en abril, lo que repercute en un mayor dinamismo del PIB en el trimestre en curso que impulsa la tasa media de crecimiento anual en 0,2 pp. Por su parte, los cambios

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA



Gráfico 2
PIB REAL. NIVEL (IV TR 2019 = 100)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Reuters y Operador del Mercado Ibérico-Polo Portugués.

a Precio voluntario para el pequeño consumidor de la energía eléctrica.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

en los supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones —entre los que destacan los fiscales, los financieros y los relativos a la evolución de los mercados exteriores— conllevan, en conjunto, variaciones modestas en la senda proyectada para el PIB en 2022. En el bienio posterior, las proyecciones de actividad coinciden prácticamente con las publicadas en abril, de manera que no se anticipa que la nueva información conocida entre estos dos ejercicios de previsiones pueda suponer un cambio significativo en las perspectivas de crecimiento del PIB español a medio plazo.

Precios y costes

En abril, la tasa de inflación general de la economía española, medida por el IAPC, descendió 1,5 pp, hasta el 8,3%. Este retroceso fue el resultado de dos dinámicas contrapuestas. Por un lado, los precios de la energía experimentaron una fuerte desaceleración —con una reducción en su tasa de avance interanual de 27 pp, hasta el 33,3%—, como consecuencia, en parte, de las medidas aprobadas en el Real Decreto-ley 6/2022, de 29 de marzo, en el marco del Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania. Por otro lado, sin embargo, los precios de los alimentos se aceleraron en 2,9 pp, hasta el 9,3%, y la inflación subyacente también se incrementó en 0,4 pp, hasta el 3,4%.

Hacia delante, la senda de cotizaciones de las materias primas en los mercados de futuros —que continúa

apuntando a una moderación gradual de los precios de estos insumos en los próximos trimestres—, así como la entrada en vigor del mecanismo ibérico para limitar el precio del gas y rebajar la factura de la electricidad que España y Portugal han acordado con la Comisión Europea, sugiere una fuerte desaceleración del componente energético de los precios en nuestro país a lo largo del período de proyección —de modo que su tasa de variación interanual, que fue del 46% en el primer trimestre de 2022, pasaría a ser negativa a partir del verano de 2023 (véase gráfico 5)—.

En cuanto a los precios de los alimentos y al componente subyacente de la inflación, que sorprendieron al alza en abril, se prevé que sigan acelerándose a corto plazo, en un contexto en el que la guerra en Ucrania y la política de «COVID cero» de China han retrasado la resolución de las alteraciones en las cadenas globales de suministro —e incluso, en algunos casos, las han intensificado—, las empresas están llevando a cabo una traslación parcial a sus precios de venta de los incrementos que han venido sufriendo en sus costes de producción y se está produciendo un repunte relativamente vigoroso en la demanda de los servicios que conllevan una mayor interacción social (véase gráfico 6). No obstante, con una perspectiva temporal más amplia, se espera que el ritmo de avance de los precios de los alimentos y del componente subyacente se modere paulatinamente en 2023 y 2024 —aunque de forma limitada, dado que también se prevé

Gráfico 3
CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES

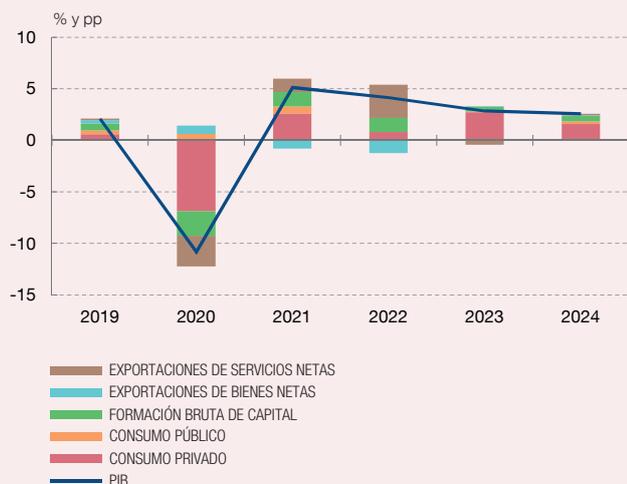
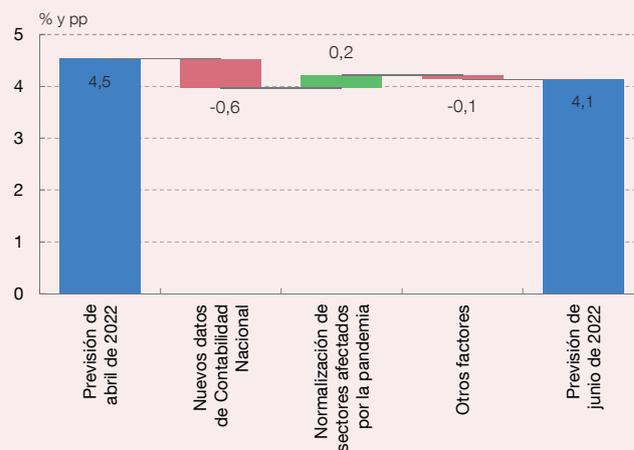


Gráfico 4
CAMBIOS EN LA PREVISIÓN DEL PIB EN 2022



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

una progresiva recuperación de la demanda—, a medida que empiecen a revertir los factores que han motivado la intensificación reciente de las presiones inflacionistas en estas partidas (véase gráfico 5).

Estas proyecciones descansan crucialmente sobre un doble supuesto. Por un lado, se espera que el grueso de la traslación de los aumentos recientes de costes a los precios de venta se haya producido ya. Por otro lado, se asume que las demandas salariales responderán de forma limitada al repunte inflacionista, en consonancia con lo observado hasta la fecha, lo que evitaría que se desencadenen fenómenos de retroalimentación entre los crecimientos de los salarios y los precios finales.

En comparación con las últimas proyecciones publicadas, la sorpresa de la inflación subyacente en abril y el

supuesto de que el repunte de este componente tendrá una mayor persistencia conducen a una revisión al alza de su tasa de variación en 2022, de 0,5 pp —hasta el 3,2 %—, y, en menor medida, en 2023 y 2024 —hasta el 2,2 % y el 2 %, respectivamente—. Por el contrario, la tasa de inflación general proyectada para 2022 —del 7,2 %— es ahora 0,2 pp inferior a la anticipada en abril, como consecuencia de una revisión a la baja del componente energético que más que compensa las revisiones al alza de la inflación subyacente y del ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos en este año. Los precios esperados de la electricidad se han revisado a la baja, en parte por la incorporación, en este ejercicio de proyecciones, del mecanismo ibérico para limitar el precio del gas y rebajar la factura de la electricidad que España y Portugal han acordado con la Comisión

Cuadro 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual (%) y porcentaje del PIB

	2021	Proyecciones de junio de 2022			Proyecciones de abril de 2022		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIB	5,1	4,1	2,8	2,6	4,5	2,9	2,5
Consumo privado	4,6	1,4	4,9	2,8	4,5	3,9	2,4
Consumo público	3,1	-0,2	0,4	1,2	-0,3	0,8	1,2
Formación bruta de capital fijo	4,3	6,5	2,1	2,4	4,5	2,1	2,5
Exportación de bienes y de servicios	14,7	12,5	2,9	3,5	12,0	3,8	3,7
Importación de bienes y de servicios	13,9	7,0	4,0	3,1	9,0	3,3	2,9
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	4,6	2,1	3,2	2,4	3,3	2,7	2,1
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,5	2,0	-0,4	0,2	1,2	0,2	0,4
PIB nominal	7,4	7,2	5,8	5,0	9,1	4,8	4,3
Deflactor del PIB	2,2	2,9	2,9	2,4	4,4	1,9	1,7
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	3,0	7,2	2,6	1,8	7,5	2,0	1,6
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	0,6	3,2	2,2	2,0	2,8	1,8	1,7
Empleo (horas)	7,0	4,6	1,5	1,1	1,9	2,0	1,6
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	14,8	13,0	12,8	12,7	13,5	13,2	12,8
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,9	3,1	3,2	3,0	2,7	3,3	3,2
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-6,9	-4,6	-4,5	-4,2	-5,0	-5,2	-4,7
Deuda de las AAPP (% del PIB)	118,4	114,9	113,2	112,5	112,6	112,8	113,5

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2022.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 24 de mayo de 2022.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

Europea. Como se detalla en el recuadro 4 de este Informe, bajo el supuesto de que este mecanismo entra en vigor el 15 de junio, en 2022 la inflación media se reduciría en 0,5 pp⁴. En cualquier caso, la reversión de esta medida en 2023, junto con la mayor inflación prevista de los componentes subyacente y de alimentos, explica la revisión al alza de 0,6 pp —hasta el 2,6 %— en la tasa del IAPC general de ese año con respecto a la estimada en abril. Para 2024, las revisiones son menos significativas.

Información más reciente

Con posterioridad a la fecha de cierre de este ejercicio de proyecciones —llevado a cabo de forma conjunta con el Eurosistema— se han conocido dos piezas de información particularmente relevantes que, de haber estado disponibles a tiempo, habrían dado lugar a algunas modificaciones importantes en estas proyecciones, especialmente en lo que se refiere a las tasas de inflación previstas en el corto plazo.

En primer lugar, el INE publicó el 30 de mayo la variación interanual del IAPC correspondiente al mes de mayo, tasa que, de acuerdo con su indicador adelantado, habría alcanzado el 8,5 %, 0,5 pp por encima de la cifra incluida

en estas proyecciones. Una actualización mecánica de los efectos de esta sorpresa inflacionista adicional apuntaría a que en 2022 y 2023 las tasas de inflación general serían, respectivamente, 0,1 pp mayor y 0,1 pp menor que las previstas antes de conocerse esta información. Las tasas de inflación subyacente también se revisarían al alza, en 0,2 pp en 2022 y en 0,1 pp en 2023, como resultado de esta sorpresa.

En segundo lugar, el 1 de junio el Gobierno anunció su intención de prorrogar hasta septiembre las medidas ahora vigentes para contrarrestar las consecuencias del encarecimiento de la energía sobre las rentas de hogares y empresas —en particular, la bonificación a los carburantes y el mantenimiento de las rebajas sobre la imposición de la electricidad—. En cambio, en el ejercicio de proyecciones que se presenta en este recuadro se asume que estas medidas expiran a finales del presente mes de junio. Según los cálculos realizados, la prórroga de dichas medidas hasta septiembre supondría una tasa de inflación general en 2022 unas 3 décimas inferior a la del escenario central. Este efecto se revertiría en su totalidad en 2023. Tanto en 2022 como en 2023, las tasas de inflación subyacente apenas variarían con respecto a las previstas en el escenario

Gráfico 5
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO POR COMPONENTES

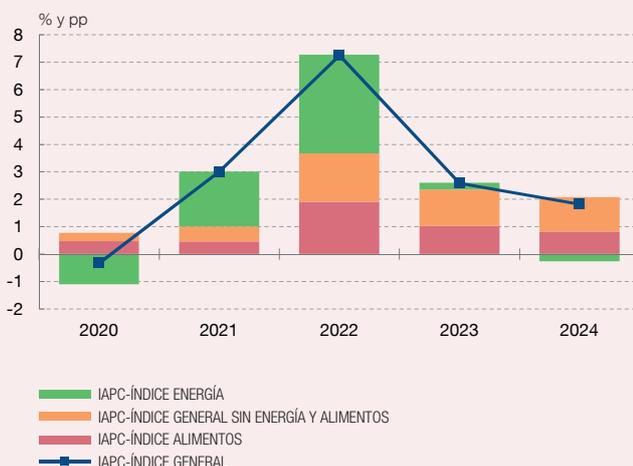
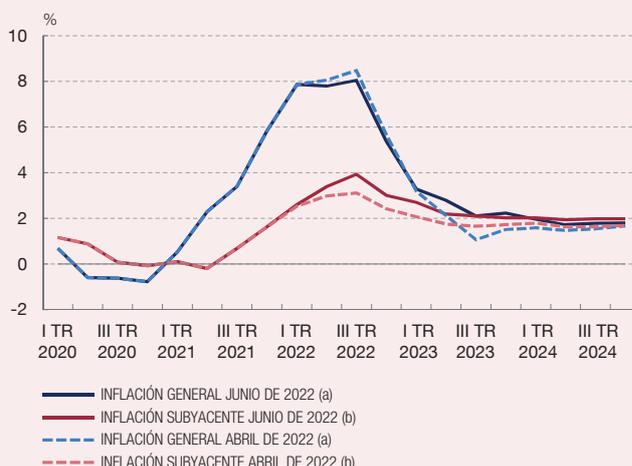


Gráfico 6
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

- a Medida con el índice armonizado de precios de consumo (IAPC).
- b Medida con el índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos.

4 El supuesto acerca de la fecha de entrada en vigor se ha visto confirmado con posterioridad (en concreto, el 8 de junio).

central de este ejercicio de proyecciones. Por su parte, la tasa media de crecimiento del PIB sería ligeramente mayor a corto plazo, aunque este efecto se daría la vuelta una vez retiradas las medidas ahora prorrogadas. Por último, el déficit público, en porcentaje del PIB, aumentaría entre 2 y 3 décimas en 2022.

Riesgos

Los riesgos sobre el escenario central de las proyecciones conjuntas con el resto del Eurosistema están orientados a la baja para la actividad y al alza para la inflación, como consecuencia, sobre todo, de la incertidumbre acerca de los desarrollos de la guerra y de sus repercusiones económicas.

Una fuente adicional de riesgo de elevada relevancia está asociada al grado de traslación de los aumentos de precios y costes recientes al resto de los precios de la economía y a los salarios. En este sentido, la intensidad con la que, en los últimos meses, parecen estar materializándose algunos efectos indirectos —esto es, la transmisión de los mayores costes de producción a los precios finales— habría elevado la probabilidad de que se desencadenen efectos de segunda vuelta o de realimentación entre precios y salarios significativos, que supondrían una pérdida de competitividad exterior, una mayor inflación y un menor nivel de actividad y empleo para la economía española a lo largo del horizonte de proyección.

El ritmo de ejecución del programa NGEU también supone una fuente de incertidumbre adicional en los próximos trimestres. En este sentido, la escasa información disponible sugiere la posibilidad de que se produzca un cierto retraso en la ejecución del gasto con respecto al calendario considerado en las proyecciones. Además, la incertidumbre existente acerca del despliegue efectivo de los proyectos ligados al programa NGEU podría comportar retrasos en algunas decisiones de inversión privada, como sugiere la información cualitativa recibida por el Banco de España a partir de sus contactos telefónicos con un conjunto de empresas no financieras de nuestro país.

Finalmente, el proceso de normalización monetaria se está traduciendo en un cierto endurecimiento de las condiciones de financiación, como ya ha empezado a

observarse en los mercados mayoristas. En un contexto de elevada incertidumbre como el actual, no puede descartarse que este proceso de retirada de estímulos monetarios dé lugar a ajustes más abruptos en los precios negociados en los mercados de capitales, especialmente ante eventuales episodios de repunte en el grado de aversión al riesgo (asociados, por ejemplo, a un potencial deterioro adicional de la situación geopolítica). Por otra parte, a corto plazo, la combinación de una inflación más elevada (que erosiona las rentas reales de hogares y empresas) y un aumento de los tipos de interés podría hacer que los agentes en situación más vulnerable experimentaran mayores dificultades para hacer frente al pago de las deudas (y, como resultado, ver limitados sus niveles de gasto).

ANEJO 1

Supuestos que subyacen a las proyecciones

Los cambios más destacados en los supuestos actuales, en comparación con los de abril, se refieren a los tipos de interés (más altos que entonces, tanto a corto como a largo plazo), al tipo de cambio del euro (más depreciado ahora) y a los mercados de exportación (cuyo ritmo de crecimiento se ha revisado a la baja en 2022) (véase cuadro A.1)⁵.

En el ámbito de la política fiscal, no hay novedades normativas, salvo por la prolongación a 2023 de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En particular, la Actualización del Programa de Estabilidad 2022-2025 no incorpora nuevas medidas. En este contexto, la información conocida desde el ejercicio de proyecciones de abril resulta relevante en tres dimensiones principales.

En primer lugar, los últimos datos publicados de ejecución presupuestaria ponen de manifiesto una intensificación en la fortaleza reciente de la recaudación tributaria. Esta crece a tasas muy superiores a las que se desprenderían de la evolución de las bases imponibles de Contabilidad Nacional, lo que, en comparación con las proyecciones de abril, ha llevado a considerar un mayor dinamismo de los ingresos a lo largo del horizonte de proyección y, en consecuencia, a asumir una senda más gradual de convergencia de la recaudación hacia el nivel teórico más reducido que se estima a partir de sus bases.

5 Para una descripción de la metodología utilizada para proyectar los mercados exteriores de bienes y servicios de la economía española, los precios en los mercados financieros y de materias primas, y la política fiscal, véase "Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

En segundo lugar, si bien con una extraordinaria incertidumbre, la información más reciente en cuanto a la evolución de las convocatorias del programa NGEU corrobora los supuestos considerados en las proyecciones realizadas el pasado mes de abril acerca del ritmo de ejecución del gasto acogido a este programa.

Por último, se ha tomado en cuenta la propuesta de recomendación de la Comisión Europea a España, incluida en el paquete de primavera del Semestre Europeo, que insta a las autoridades a establecer, en 2023, un tope máximo al aumento de los gastos

corrientes financiados con recursos nacionales igual a la tasa de crecimiento del PIB potencial a medio plazo. Ello ha conducido a una ligera revisión a la baja del gasto corriente previsto. Por lo demás, las proyecciones fiscales se apoyan en los supuestos técnicos habituales.

El tono resultante de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural primario corregido de los ingresos procedentes de fondos europeos, sería expansivo en 2022 y 2023 (0,9 pp y 0,6 pp del PIB, respectivamente) y contractivo en 2024 (-0,4 pp)⁶.

Cuadro A.1
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual (%), salvo indicación en contrario

	2021	Proyecciones de junio de 2022			Diferencia entre las previsiones actuales y las de abril de 2022 (b)		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
Mercados de exportación de España (c)	9,9	4,6	3,0	3,4	-1,1	0,0	0,2
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	71,1	105,8	93,4	84,3	1,0	2,0	0,7
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,18	1,07	1,05	1,05	-0,04	-0,05	-0,05
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	120,7	113,1	111,9	111,9	-2,2	-3,1	-3,1
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (e)	-0,5	0,0	1,3	1,6	0,2	0,3	0,3
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años) (e)	0,3	1,8	2,4	2,6	0,4	0,6	0,7

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 18 de mayo de 2022 para los mercados de exportación de España y 17 de mayo de 2022 para el resto de las variables. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo y el tipo de cambio dólar/euro, porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, junio de 2022*.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

6 Estas cifras están determinadas principalmente por la evolución de los gastos financiados con el NGEU. Los ingresos procedentes de este programa suponen un menor déficit estructural, pero no un tono más contractivo de la política fiscal, ya que no son el fruto de la recaudación sobre los agentes residentes. En cambio, el gasto en nuestro país financiado por estos fondos sí influye en el tono de la política fiscal.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

Esquema 1

SÍNTESIS DE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA, 2022-2024

	2022	2023	2024	PRINCIPALES MOTIVOS PARA LA REVISIÓN (respecto a las previsiones de abril)
PIB	<p>4,1 %</p> <hr/> <p>↓ 0,4 pp</p>	<p>2,8 %</p> <hr/> <p>↓ 0,1 pp</p>	<p>2,6 %</p> <hr/> <p>= 0,0 pp</p>	<ul style="list-style-type: none"> • La sorpresa a la baja en los datos de crecimiento económico del primer trimestre lleva a un menor crecimiento del PIB en 2022 de forma mecánica • No obstante, esta revisión se compensa parcialmente por el elevado dinamismo de los servicios en abril y mayo, que apunta a un crecimiento por encima del previsto en el segundo trimestre de este año • En el resto del horizonte de proyección, las perspectivas de crecimiento no difieren de forma significativa de las publicadas en abril • La inflación se revisa al alza en 2023 y 2024 por la mayor intensidad y persistencia observada en el repunte del componente subyacente • En 2022, a pesar del aumento de la inflación subyacente, la inflación general se revisa a la baja por el impacto del mecanismo ibérico para limitar el precio del gas
Inflación	<p>7,2 %</p> <hr/> <p>↓ 0,2 pp</p>	<p>2,6 %</p> <hr/> <p>↑ 0,6 pp</p>	<p>1,8 %</p> <hr/> <p>↑ 0,3 pp</p>	<p>PRINCIPALES FUENTES DE INCERTIDUMBRE</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nueva información disponible tras el cierre de las previsiones, que puede suponer alteraciones significativas sobre las sendas proyectadas. Por ejemplo, datos de inflación de mayo y extensión en España de las medidas para mitigar el repunte de los precios de la energía • Intensidad de los efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación • Duración e intensidad del conflicto bélico en Ucrania, y evolución de los precios de la energía y de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor • Evolución de las condiciones financieras en un contexto de normalización de la política monetaria a escala global • Ejecución e impacto macroeconómico de los fondos europeos

FUENTE: Banco de España.

LA EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS CONSUMIDORES ANTE EL RECIENTE REPUNTE DE LOS PRECIOS Y LA GUERRA EN UCRANIA

Luis Guirola e Iván Kataryniuk

Desde principios de 2021 se ha producido un aumento muy significativo de la inflación a escala global, que se ha trasladado, en diferente medida, a las expectativas de los agentes económicos en cuanto al ritmo de crecimiento de los precios a medio y a largo plazo. Así, por ejemplo, la compensación por inflación a largo plazo derivada de los mercados financieros se ha incrementado durante este período de forma sostenida tanto en el área del euro como en Estados Unidos (véase gráfico 1). También se han elevado las expectativas de inflación a largo plazo de los analistas profesionales, hasta el 2 % en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y hasta el 3 % en Estados Unidos.

Al margen de estas medidas, este recuadro se centra en la evolución reciente de las expectativas de inflación de los consumidores. La monitorización de dichas expectativas resulta particularmente relevante desde el punto de vista de la conducción de la política monetaria. En efecto, estas expectativas influyen en las demandas de aumentos salariales de los trabajadores y, en la medida en que dichos aumentos se trasladan a los precios de los bienes y servicios producidos por las empresas, también en la evolución de la inflación futura. Además, estas expectativas también condicionan las decisiones de consumo e inversión de los hogares, con el consiguiente efecto sobre la actividad económica agregada y, en última instancia, de nuevo, sobre la inflación.

Los gráficos 2 y 3 ponen de manifiesto que, desde mediados de 2021, las expectativas de inflación de los consumidores, tanto en Estados Unidos como en el área del euro, han aumentado de forma apreciable. Este incremento ha sido especialmente acusado en la UEM desde el comienzo de la invasión rusa de Ucrania a finales de febrero.

A partir de los datos granulares que proporciona la Encuesta de Expectativas de los Consumidores del Banco Central Europeo (BCE) —que se realiza mensualmente a más de 10.000 consumidores representativos de la población de los seis países más grandes del área del euro—, es posible analizar cómo la exposición de distintos tipos de hogares a los precios de la energía y el deterioro de las

perspectivas económicas provocado por la guerra en Ucrania han influido recientemente en las expectativas de inflación de los consumidores en la eurozona. En este sentido, en un contexto en el que el aumento de la inflación a lo largo de los últimos meses se ha debido en gran medida al repunte de los precios de la energía, cabría esperar que los hogares más expuestos a dicho encarecimiento hubieran ajustado de forma más intensa sus previsiones sobre la evolución futura de la inflación. Del mismo modo, también podría haber sucedido que, como señalan algunos estudios¹, los hogares que presentan una visión más negativa sobre la evolución de la actividad económica en el futuro hubieran incrementado de manera más acusada su percepción sobre la inflación futura, lo que podría potenciar los efectos adversos de la reciente desaceleración de la actividad sobre el crecimiento a corto y a medio plazo y dificultar la labor de las políticas económicas.

El gráfico 4 muestra la evolución de las expectativas de inflación a tres años de los consumidores del área del euro según la exposición de estos al encarecimiento de la energía. Para ello, se divide a los hogares en función del porcentaje de gasto que dedicaban, en octubre de 2021, al transporte y a los suministros básicos —fundamentalmente, electricidad, gas y otros combustibles—, distinguiendo entre el 30 % de los hogares más expuestos —esto es, con un mayor peso del gasto en estas partidas— y el resto. En este sentido, cabe reseñar que, en general, el grupo de hogares más expuestos al encarecimiento de la energía disponen de un menor nivel de renta² y, en el episodio inflacionista actual, estarían experimentando una inflación media mayor³.

Como se puede apreciar en el gráfico 4, hasta mediados de 2021 ambos tipos de hogares mostraban unas expectativas similares en cuanto a la evolución futura de la inflación. Sin embargo, a partir del tercer trimestre de ese año las perspectivas de inflación de los hogares más expuestos al encarecimiento de la energía aumentaron de forma más pronunciada, tendencia que se ha acentuado tras la invasión rusa de Ucrania. En la actualidad, este grupo de hogares percibiría, además,

1 Véase S. Tsiaplias (2021), «Consumer inflation expectations, income changes and economic downturns», *Journal of Applied Econometrics*, 36(6), pp. 784-807.

2 El nivel en el que se sitúan las expectativas de inflación depende, en gran medida, de las características del hogar. En particular, los hogares de menor renta, de mayor edad y las mujeres suelen presentar unas expectativas de inflación más altas. Véase K. Bańkowska et al. (2021), *ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation*, ECB Occasional Paper Series, n.º 287.

3 Véase el capítulo 3 del *Informe Anual 2021* del Banco de España.

LA EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS CONSUMIDORES ANTE EL RECIENTE REPUNTE DE LOS PRECIOS Y LA GUERRA EN UCRANIA (cont.)

una mayor incertidumbre sobre la evolución futura de la inflación (véase gráfico 5).

Como ya se ha mencionado, el deterioro de las perspectivas económicas que ha provocado el estallido del conflicto

bélico en Ucrania podría haber incidido, posiblemente de forma heterogénea, sobre las expectativas de inflación a medio plazo de los consumidores. En este sentido, el gráfico 6 muestra, para cada mes del período comprendido entre julio de 2021 y abril de 2022, la relación estimada

Gráfico 1
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN MEDIDAS A PARTIR DE LOS MERCADOS DE SWAPS DE INFLACIÓN (a)



Gráfico 2
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE CONSUMIDORES EN ESTADOS UNIDOS (MEDIANA)



Gráfico 3
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE CONSUMIDORES EN EL ÁREA DEL EURO

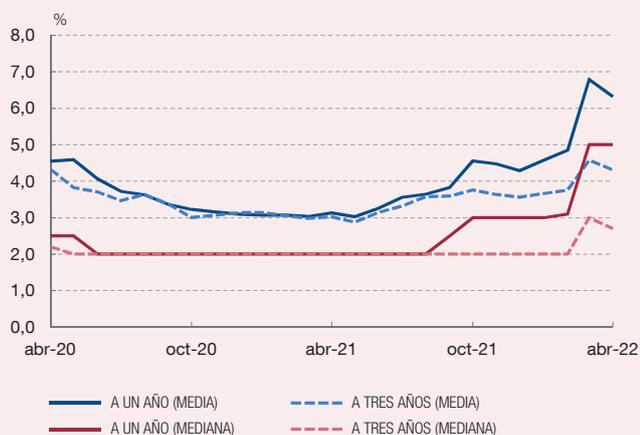


Gráfico 4
MEDIA DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A TRES AÑOS, POR TIPO DE HOGAR (b)



FUENTES: Encuesta de Expectativas de los Consumidores (Banco Central Europeo), *Survey of Professional Forecasters* (Banco Central Europeo y Reserva Federal de Filadelfia), Bloomberg y elaboración propia.

- a Compensación por inflación a cinco años dentro de cinco años, datos diarios hasta el 27 de mayo de 2022. La compensación por inflación cotizada en los swaps de inflación se descompone, para cada horizonte, en la suma de la expectativa de inflación y la prima de riesgo por plazo, utilizando un modelo que estima la estructura temporal de la inflación usando datos diarios de los swaps de inflación a varios horizontes (para la UEM o para Estados Unidos), datos mensuales del IAPC para la UEM (IPC para Estados Unidos) y datos trimestrales de inflación esperada a uno, dos y cinco años de la *Survey of Professional Forecasters* del BCE (Reserva Federal de Filadelfia para Estados Unidos). Véase R. Gimeno y E. Ortega (2022), *Modelling inflation expectations: the value of mixing information and frequencies*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- b Los hogares más expuestos son aquellos cuyo porcentaje de consumo dedicado a transporte o suministros básicos está en el 30 % superior del conjunto de la distribución. Los resultados son similares usando umbrales específicos para cada país y usando otros porcentajes.

LA EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS CONSUMIDORES ANTE EL RECIENTE REPUNTE DE LOS PRECIOS Y LA GUERRA EN UCRANIA (cont.)

entre la revisión de las expectativas de inflación a tres años vista de cada hogar y la revisión de sus perspectivas económicas para los próximos 12 meses. En contraste con lo observado en el resto del período, precisamente a partir de marzo de 2022, tras el comienzo de la guerra, se encuentra una correlación negativa y estadísticamente significativa entre las variables analizadas. Es decir, a partir del inicio de la invasión rusa de Ucrania, los consumidores que más revisaron al alza su previsión de inflación a medio

plazo fueron, en promedio, los que más pesimistas se volvieron sobre la evolución de la actividad.

En resumen, este recuadro pone de manifiesto que el aumento reciente de las expectativas de inflación de los consumidores en el área del euro está condicionado, en parte, por el nivel de exposición de los hogares al aumento de los precios energéticos y por el grado de pesimismo de estos respecto a la evolución futura de la actividad.

Gráfico 5
DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDAD DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE CONSUMIDORES A TRES AÑOS, POR EXPOSICIÓN (a)

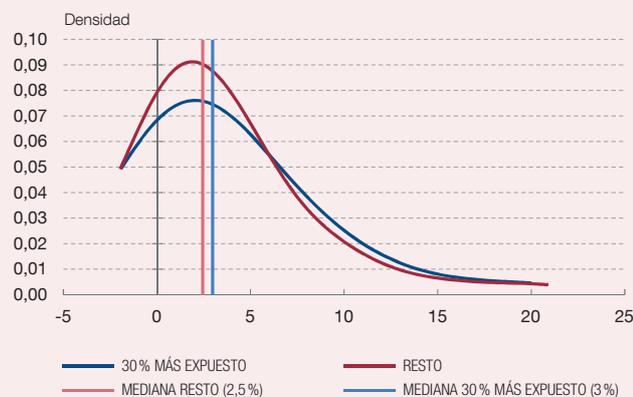
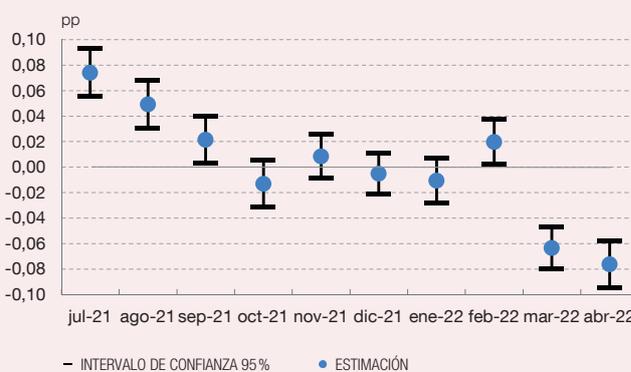


Gráfico 6
RELACIÓN ENTRE LA ACTUALIZACIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y LAS DE CRECIMIENTO (b)



FUENTES: Encuesta de Expectativas de los Consumidores (Banco Central Europeo), *Survey of Professional Forecasters* (Banco Central Europeo y Reserva Federal de Filadelfia), Bloomberg y elaboración propia.

- a Los hogares más expuestos son aquellos cuyo porcentaje de consumo dedicado a transporte o suministros básicos está en el 30 % superior del conjunto de la distribución. Los resultados son similares usando umbrales específicos para cada país y usando otros porcentajes.
- b Se muestra el coeficiente de una regresión del cambio de las expectativas de inflación del consumidor a tres años y las de crecimiento en el siguiente año.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES EN ESPAÑA

Alejandro Fernández-Cerezo, José Manuel Montero y Elvira Prades

Los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y suministro y el notable encarecimiento de numerosas materias primas —incluidas las energéticas— han ejercido, a lo largo de los últimos trimestres, una considerable presión al alza sobre los costes de las empresas, tanto en España como a escala global. Tal como el Banco de España ha señalado en diversos informes¹, la intensidad con la que las empresas españolas trasladan estos incrementos de los costes a los precios de los bienes y servicios que producen constituye un factor fundamental a la hora de determinar el grado de persistencia que puede alcanzar el actual episodio inflacionista y de valorar la posible evolución futura de la competitividad internacional y del empleo de nuestra economía.

Diversos indicadores apuntan a que esta traslación de los costes a los precios ya estaría teniendo lugar. En efecto, el hecho de que en los últimos trimestres las presiones inflacionistas se hayan generalizado —más allá de los insumos energéticos—, y sean evidentes ya en una proporción muy significativa de los bienes y servicios en la cesta de consumo de los hogares, sería coherente con una incipiente materialización de estos efectos indirectos sobre la inflación.

En la misma dirección apunta la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)², que, de forma cualitativa, pone de manifiesto que las empresas españolas han venido incrementando sus precios de venta recientemente. No obstante, de acuerdo con esta misma fuente, esta traslación estaría siendo incompleta, en la medida en que se aprecia una menor intensidad en el proceso de aumento de los precios de venta que en el de encarecimiento de los insumos intermedios. Esta evidencia cualitativa sería coherente, por tanto, con una compresión de los márgenes empresariales en España a lo largo de los últimos trimestres.

Para complementar esta evidencia, en este recuadro se adopta un enfoque cuantitativo y se analiza la evolución de los márgenes empresariales en España y en otras

economías de nuestro entorno, desde el inicio de la pandemia, de acuerdo con algunas de las métricas que se han utilizado habitualmente en la literatura académica para aproximar el comportamiento de esta variable. Conviene remarcar, no obstante, que la estimación de los márgenes empresariales —una variable que no puede observarse de forma directa— se enfrenta a considerables dificultades, por lo que los resultados de este ejercicio han de valorarse con la debida cautela. En efecto, ya sea por cuestiones conceptuales o metodológicas, se han observado, con cierta frecuencia, diferencias relevantes entre las dinámicas de los márgenes empresariales estimadas utilizando distintas aproximaciones cuantitativas³.

Una primera aproximación define los márgenes empresariales como la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de las sociedades no financieras (SNF)⁴, información que está disponible en las Cuentas No Financieras de los Sectores Institucionales de la Contabilidad Nacional. Según esta métrica, en España los márgenes empresariales sufrieron una gran volatilidad durante la fase más aguda de la pandemia, mostraron un ligero repunte a lo largo de la primera mitad de 2021 y experimentaron una cierta contención en la segunda mitad de 2021, a medida que se intensificaba el repunte inflacionista. En todo caso, a finales del año pasado los márgenes empresariales se encontraban en España unos 3 puntos porcentuales (pp) por debajo de sus niveles previos a la pandemia, una brecha mayor que la observada en otros países del área del euro —y en el promedio de la UEM—, donde los márgenes presentaron una recuperación más vigorosa tras las turbulencias de 2020 (véase gráfico 1).

Una segunda aproximación para estimar los márgenes empresariales consiste en calcular la ratio entre el EBE y el VAB para el conjunto de la economía a partir de la estimación del PIB por el lado de las rentas que realiza el Instituto Nacional de Estadística en su Contabilidad Nacional Trimestral. Aunque este enfoque presenta

1 Véase, por ejemplo, el capítulo 3 del *Informe Anual 2021* del Banco de España.

2 Para más detalles sobre la última edición de esta encuesta, véase M. Izquierdo (2022), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: segundo trimestre de 2022», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.

3 Para un ejemplo de estas discrepancias, véase J. M. Montero y A. Urtasun (2013), «La evolución reciente de los márgenes de las sociedades no financieras», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

4 Este enfoque no está exento de problemas de interpretación y medición, ya que el EBE incluye, entre otros factores, la remuneración del capital y el coste por depreciación, lo que dificulta su interpretación como beneficio empresarial.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES EN ESPAÑA (cont.)

algunas limitaciones en relación con el presentado anteriormente⁵, tiene la ventaja de que permite analizar la evolución de los márgenes por ramas de actividad. De acuerdo con este indicador, y en línea con la primera aproximación presentada, en España los márgenes empresariales se sitúan aún casi 4 pp por debajo de su nivel prepandemia, si bien se observa una elevada

heterogeneidad entre sectores de actividad. Por un lado, los márgenes del sector manufacturero y de las industrias extractivas, de energía y agua se han recuperado vigorosamente tras la caída de 2020, y en el primer trimestre de 2022 se situaban por encima de sus niveles prepandemia. Por otro lado, en la construcción y en los servicios de mercado los márgenes han mostrado una

Gráfico 1
RATIO EBE/VAB DE LAS SNF

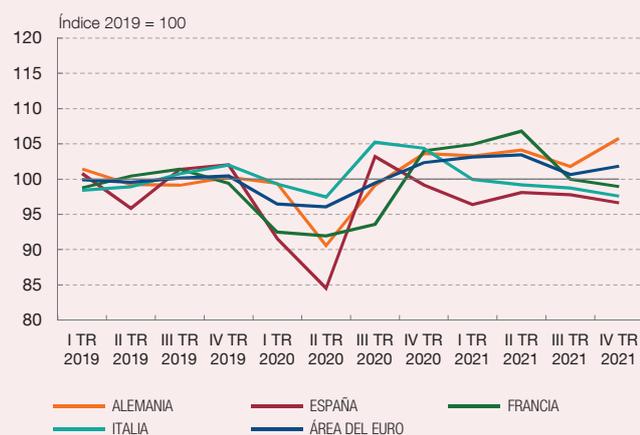


Gráfico 2
ESPAÑA: RATIO EBE/VAB POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)

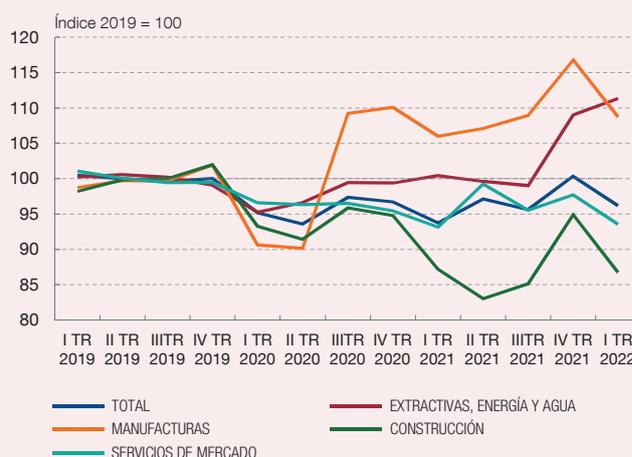


Gráfico 3
MARGEN DE EXPLOTACIÓN SEGÚN LA CBT, POR RAMAS DE ACTIVIDAD (b)

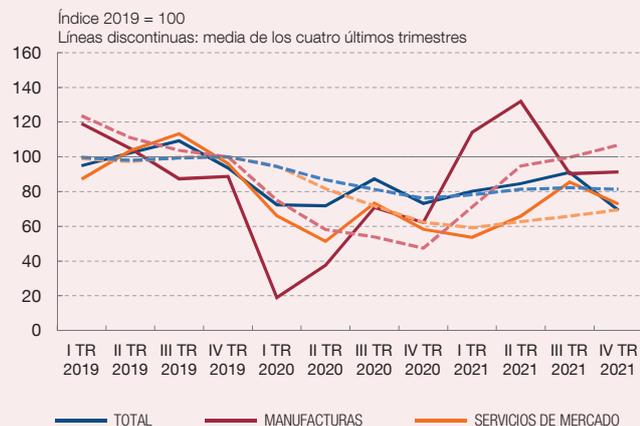
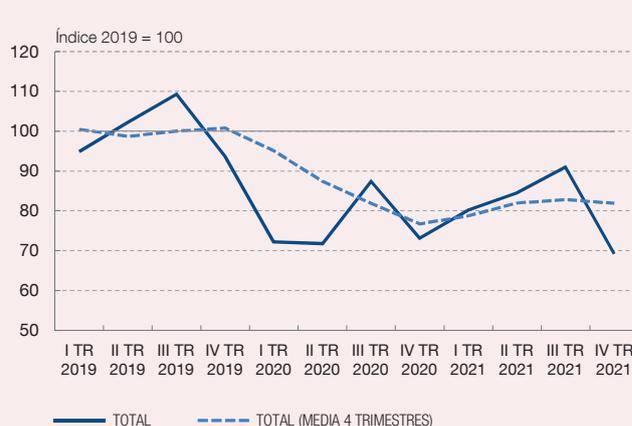


Gráfico 4
MARGEN DE EXPLOTACIÓN SEGÚN LA CBT (b)



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El EBE se calcula como el VAB menos la remuneración por asalariado.
- b Margen de explotación = Resultado económico bruto / Importe neto de cifra de negocios.

5 Esta aproximación a los márgenes empresariales puede considerarse menos precisa que la primera de las métricas presentadas en este recuadro porque incluye otros sectores institucionales además de las SNF —como los hogares o las Administraciones Públicas— y no excluye los impuestos netos sobre producción e importaciones del EBE.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES EN ESPAÑA (cont.)

mayor atonía tras la caída que experimentaron en la fase más aguda de la pandemia y aún se mantienen por debajo de los niveles registrados en 2019 (véase gráfico 2)⁶.

Una tercera aproximación para el seguimiento de los márgenes empresariales descansa en la información disponible, a nivel de empresa, en la Central de Balances Trimestral (CBT) del Banco de España⁷. En concreto, la CBT permite calcular el margen de explotación de cada empresa, definido como el cociente entre el resultado económico bruto y la facturación. Según esta métrica, la evolución agregada de los márgenes empresariales en España desde el inicio de la pandemia es, en general, coherente con la evolución observada a partir de la información procedente de la Contabilidad Nacional. En particular, a finales de 2021 el margen de explotación agregado aún no habría recuperado los niveles prepandemia, si bien existiría una elevada heterogeneidad entre sectores (véase gráfico 3). Además, los márgenes habrían mostrado una cierta moderación en el cuarto trimestre de 2021, último dato disponible en la CBT (véase gráfico 4)⁸.

En resumen, si bien la medición de los márgenes empresariales está rodeada de una enorme incertidumbre, a partir de los diferentes indicadores analizados en este recuadro se pueden extraer algunas conclusiones sobre su evolución reciente. En primer lugar, en España los márgenes empresariales se situaban a finales de 2021 por debajo de sus niveles previos a la pandemia, con un menor dinamismo que los del conjunto del área del euro. En segundo lugar, esta evolución agregada es compatible con una elevada heterogeneidad sectorial: se observa una peor evolución de los márgenes en las ramas de servicios de mercado más afectadas por las restricciones vinculadas a la pandemia. Finalmente, hay indicios de una cierta contención de los márgenes empresariales a lo largo de los trimestres más recientes, especialmente según la información reportada por las empresas al Banco de España. En todo caso, la dificultad para aproximar una variable no observable, como son los márgenes empresariales, aconseja interpretar estas conclusiones con cautela y, sobre todo, incide en la necesidad de desarrollar métricas verificables sobre su evolución en el contexto actual.

6 Estos resultados son coherentes con los que se obtienen con una aproximación alternativa a los márgenes empresariales basada en la diferencia entre la variación del deflactor del PIB y de los costes laborales unitarios. Para más detalles sobre esta metodología, véase “Evolución reciente de los costes laborales y de los márgenes en el área del euro”, recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2019, Banco de España.

7 Para más detalles, véase Á. Menéndez y M. Mulino (2020), «Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2021. Un avance de cierre del ejercicio», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

8 Este dato, en todo caso, estaría condicionado por el desempeño del margen de explotación de algunas empresas eléctricas.

EL IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN DEL MECANISMO DE LIMITACIÓN DEL PRECIO DEL GAS EN EL MERCADO IBÉRICO

Matías Pacce e Isabel Sánchez

El acusado repunte de los precios del gas natural en los mercados europeos ha desempeñado un papel muy relevante en el actual episodio inflacionista, particularmente debido al encarecimiento que ha provocado en la electricidad¹. En este contexto, España y Portugal han acordado con la Comisión Europea (CE) la puesta en marcha del denominado «mecanismo ibérico» para limitar, temporalmente, el coste asociado al gas que se utiliza en la generación eléctrica y rebajar, de esta forma, la factura de la electricidad. Este recuadro describe dicho mecanismo y presenta una estimación de su impacto sobre la evolución futura de la inflación en España².

El principal elemento del mecanismo es la fijación de un límite al coste del gas que utilizan las centrales de generación eléctrica basadas en combustibles fósiles³. En concreto, el precio de referencia queda fijado en 40 €/MWh hasta diciembre de 2022, para incrementarse en 5 €/MWh cada mes en los cinco meses siguientes hasta llegar a los 65 €/MWh en mayo de 2023. En términos operativos, las centrales afectadas recibirán, por cada MWh generado, una transferencia por la diferencia entre el precio del gas natural en el Mercado Ibérico del Gas (MIBGAS) y el precio de referencia⁴. De este modo, el mecanismo generará unos costes que ascenderán al producto de dicha cuantía unitaria por la cantidad de electricidad generada por las centrales afectadas (véase gráfico 1). La financiación de estos costes correrá a cargo de los consumidores que tengan contratos indexados al precio mayorista de la electricidad y de los consumidores que, teniendo contratos a precio fijo, los hayan renovado desde finales de abril. No obstante, dado que el precio de la electricidad será menor en España que

en Francia una vez que entre en vigor el citado mecanismo, las ventas de electricidad a dicho país aumentarán con intensidad⁵, y estos ingresos adicionales se utilizarán también para financiar los costes del mecanismo.

Dados estos detalles, el impacto final de la medida sobre la inflación en España dependerá de la evolución futura de cuatro variables clave: los precios del gas, el volumen total de generación eléctrica afectada por la medida, el porcentaje de consumidores que pagarán los costes y la diferencia de precios entre el mercado mayorista español y el francés. Si bien la incertidumbre sobre la evolución futura de estas variables es muy elevada, en este recuadro se consideran los siguientes supuestos para configurar un escenario base sobre el que estimar el potencial impacto del mecanismo en la inflación. En primer lugar, se asume que los precios del gas entre junio de 2022 y mayo de 2023 seguirán la trayectoria de los precios de los futuros del gas en el MIBGAS (véase gráfico 2). En segundo lugar, se asume que, desde junio de 2022 hasta mayo de 2023, la generación de electricidad afectada por la medida para satisfacer la demanda peninsular será igual a la del mismo mes del año anterior⁶. Además, se supone que la generación adicional necesaria para la exportación a Francia será satisfecha por aquellas centrales afectadas por la medida (véase gráfico 3). En tercer lugar, se supone que el 46 % de la demanda peninsular de electricidad pagaría los costes del mecanismo de ajuste en el primer mes, porcentaje que aumentaría en 4,9 puntos porcentuales (pp) en cada uno de los meses siguientes en los que esté en vigor el mecanismo⁷. En cuarto lugar, durante todo

1 Véase M. Pacce, I. Sánchez y M. Suárez-Varela (2021), *El papel del coste de los derechos de emisión de CO₂ y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España*, Documentos Ocasionales, n.º 2120, Banco de España.

2 Si bien la norma entró en vigor con la publicación del Real Decreto-ley 10/2022, de 13 de mayo, el mecanismo será efectivo a partir del 14 de junio de 2022 —después de recibir el visto bueno por parte de la CE el 8 de junio— y estará operativo hasta el 31 de mayo de 2023.

3 Estas son las centrales de ciclo combinado, las de cogeneración y aquellas que utilizan carbón en la generación. Entre las de cogeneración, solo aquellas que no estén en un marco del régimen de retribución específico. Para más detalles, véase *Real Decreto-ley 10/2022*, de 13 de mayo.

4 El precio del gas de MIBGAS se refiere al «precio medio ponderado de todas las transacciones en productos diarios con entrega al día siguiente de gas natural en el punto virtual de balance (PVB)». Además, esta diferencia se divide por 0,55, que es la referencia para estimar la eficiencia térmica de las centrales de ciclo combinado, lo cual implica que serían necesarios 1,8 MWh de gas para la generación de 1 MWh de electricidad.

5 En el presente ejercicio se ha supuesto un incremento de las exportaciones a Francia de 1,2 TWh mensuales. Ello surge de la diferencia entre el promedio mensual de la capacidad máxima exportable a Francia (1,7 TWh) y de las exportaciones (0,5 TWh) en el pasado año. Es decir, dado que el precio será menor en España al entrar en vigor la medida, se asume que se exportará el máximo de la capacidad disponible.

6 Si bien cabe la posibilidad de que la demanda peninsular aumente ligeramente respecto al año pasado a causa de la caída de precio inducida por la medida, en el presente ejercicio no se tiene en cuenta dicho efecto.

7 De acuerdo con la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), a 31 de octubre de 2021, el 41 % de la electricidad se vendía a precio variable. Asumiendo un incremento mensual de esta proporción de 4,9 pp a partir del mes de abril de 2022, conllevaría que dicha proporción alcanzaría el 46 % de la electricidad vendida en junio de 2022 (el aumento de 4,9 pp mensuales se explica por el supuesto de que, cada mes, aproximadamente una doceava parte de los contratos a precio fijo se actualizan). Véase CNMC (2022), *Informe de supervisión de los mercados minoristas de gas y electricidad. Año 2020 y avance sobre la situación de crisis energética actual*.

EL IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN DEL MECANISMO DE LIMITACIÓN DEL PRECIO DEL GAS EN EL MERCADO IBÉRICO (cont.)

Gráfico 1
EJEMPLO DE REDUCCIÓN EN EL PRECIO DE OFERTA Y DE MONTO TOTAL DEL MECANISMO DE AJUSTE DEBIDO AL TOPE EN EL COSTE DEL GAS PARA LA GENERACIÓN (a)

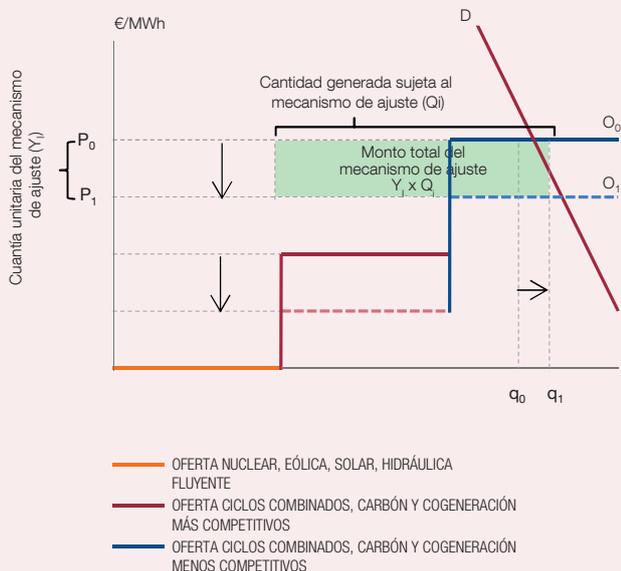


Gráfico 2
FUTUROS DEL GAS, PRECIO DE REFERENCIA DEL GAS PARA EL MECANISMO DE AJUSTE Y CUANTÍA UNITARIA DEL MECANISMO DE AJUSTE ESTIMADA

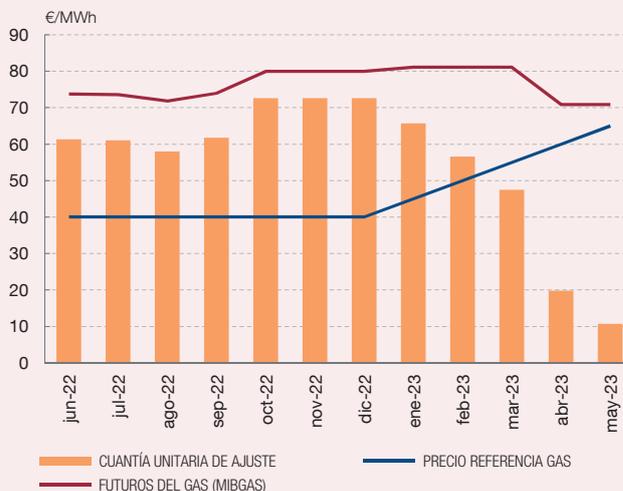


Gráfico 3
SUPUESTOS DE GENERACIÓN POR PARTE DE TECNOLOGÍAS SUJETAS AL MECANISMO DE AJUSTE (b)

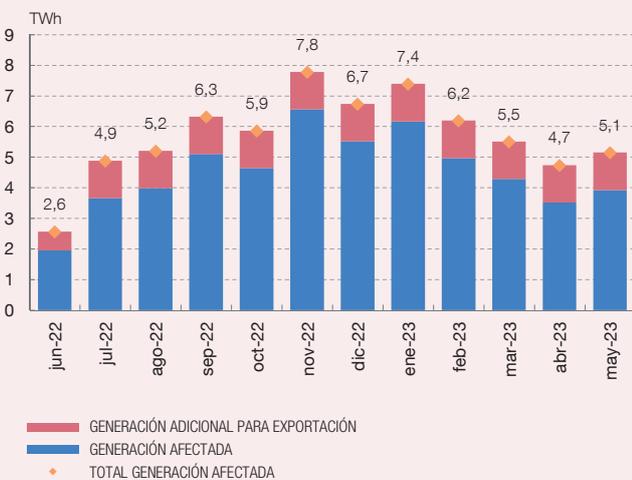
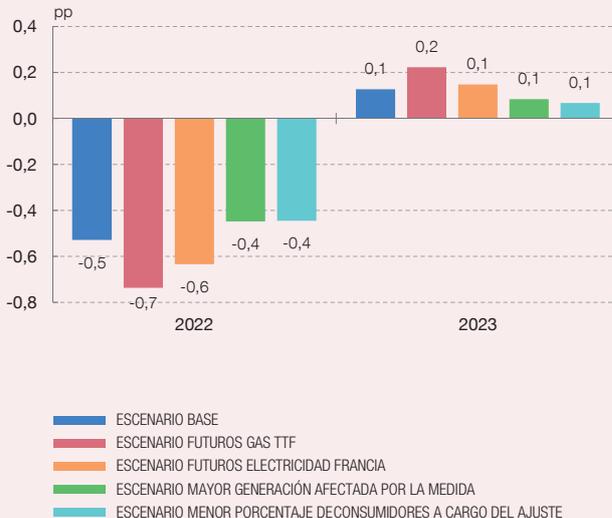


Gráfico 4
IMPACTO ESTIMADO DEL TOPE AL PRECIO DEL GAS EN LA INFLACIÓN GENERAL EN 2022 Y 2023 (c)



FUENTES: OMIE, Red Eléctrica de España, Mercado Ibérico del Gas y Banco de España.

- a Por simplicidad, se excluye del ejemplo la oferta de las centrales hidráulicas regulables, cuyo precio de oferta se acerca a las de ciclo combinado, carbón y cogeneración menos competitivas.
- b Para cada mes se asume la misma generación que en el mismo mes del año anterior. En junio se considera solo la mitad de la generación del mes.
- c El escenario base se refiere al escenario más probable descrito en el texto principal. En el escenario «Futuros gas TTF» se considera la senda de futuros del gas TTF holandés en lugar de la de los futuros de MIBGAS; en el escenario «Futuros electricidad Francia» se considera que la diferencia de precios entre los mercados español y francés se corresponde con la existente entre el precio esperado en España una vez que se tienen en cuenta el mecanismo de ajuste y el precio al que apuntan los futuros de la electricidad en Francia, en lugar de ser igual a la cuantía unitaria del mecanismo de ajuste; en el escenario «Mayor generación afectada por la medida» se asume un 20 % más de generación con centrales de ciclo combinado, cogeneración y carbón que en el escenario base; en el escenario «Menor porcentaje de consumidores a cargo del ajuste» se considera que en junio el porcentaje de energía a cargo del ajuste es del 35 % en lugar del 46 % asumido en el escenario base.

EL IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN DEL MECANISMO DE LIMITACIÓN DEL PRECIO DEL GAS EN EL MERCADO IBÉRICO (cont.)

este período se asume que la diferencia de precio entre el mercado español y el francés será igual a la de la cuantía unitaria del mecanismo, lo que generaría unos ingresos adicionales —a través de las denominadas «rentas de congestión»— por las mayores exportaciones de electricidad a Francia cercanos a los 300 millones de euros⁸, que serían utilizados para el pago de los costes del mecanismo.

Bajo estos supuestos, el mecanismo de limitación del precio del gas en el mercado ibérico reduciría el precio del mercado mayorista de la electricidad en torno a un 30 %, en promedio, a lo largo de los próximos once meses y medio. Como consecuencia de ello, la factura regulada de la electricidad (PVPC) disminuiría en un 17 %⁹, una vez tenido en cuenta el cargo adicional para financiar los costes totales del mecanismo, lo que redundaría en una reducción del IAPC de la electricidad de alrededor de 13 pp en el promedio de 2022. De este modo, teniendo en cuenta que la electricidad pesa alrededor de un 4 % en la cesta del IAPC, el mecanismo restaría aproximadamente 0,5 pp a la tasa de inflación media de 2022 (véase gráfico 4). Respecto al impacto sobre la inflación en 2023, si bien la factura del consumidor minorista se situaría en niveles inferiores a los que se habrían pagado de no existir este mecanismo, cabe esperar que su efecto sobre la tasa de inflación promedio del año próximo sea ligeramente positivo, de en torno a 0,1 pp. Esto es así porque el impacto de la medida será cada vez menor durante la primera mitad de 2023 —dado el perfil creciente para el precio de referencia del gas— y también porque en la segunda mitad de 2023 los precios de la electricidad compararán, gracias a la medida implementada, con niveles de precios más reducidos en el mismo período de 2022¹⁰.

En cualquier caso, la enorme incertidumbre sobre la evolución futura de las diferentes variables incorporadas en el escenario base aconseja complementar esta estimación puntual con algunos análisis de sensibilidad. En este sentido, se considera, en primer lugar, la posibilidad de una senda futura de precios del gas más elevados, basada en los futuros del gas TTF holandés, en lugar de en los del MIBGAS. Bajo este supuesto, el impacto del mecanismo sobre la inflación media alcanzaría los -0,7 pp en 2022 (véase gráfico 4). En segundo lugar, se asume un mayor diferencial de precios entre España y Francia al considerar el precio al que apuntan los futuros de la electricidad en Francia. Este supuesto implicaría que las rentas de congestión podrían representar más de 2.000 millones de euros, frente a los 300 millones contemplados en el escenario base, y, por tanto, representarían un porcentaje más alto de los costes totales del mecanismo. De este modo, se reduciría la carga para la factura de los consumidores, y el impacto sobre la inflación media de 2022 se situaría en torno a los -0,6 pp. Por último, se consideran dos ejercicios de sensibilidad adicionales que darían como resultado un impacto menos acusado del mecanismo sobre la tasa media de la inflación en 2022. Por un lado, se contempla que la generación afectada por la medida fuese un 20 % superior a la asumida en el escenario base —por ejemplo, por una menor generación renovable—. En este caso, el impacto estimado se situaría en torno a -0,4 pp en 2022. Por otro lado, se tiene en cuenta la posibilidad de que el porcentaje de la demanda peninsular (esto es, de los consumidores) que tendría que pagar los costes del mecanismo a partir de junio fuese del 35 % (en lugar del 46 % considerado en el escenario base). En este caso, el impacto del mecanismo sobre la inflación promedio de 2022 también supondría -0,4 pp.

8 Como ya se ha indicado, se asumen unas exportaciones de 1,7 TWh mensuales, que darían lugar a que las interconexiones funcionasen al máximo de su capacidad, en cuyo caso se establece el pago de las denominadas «rentas de congestión», cuya cuantía resulta de multiplicar las cantidades exportadas (o importadas) en cada hora de saturación del sistema por la diferencia de precios entre ambos mercados, rentas que se reparten entre ambos países a partes iguales. Véase [Resolución de 6 de mayo de 2021 de la CNMC](#). Las rentas de congestión que corresponderían a España se han estimado en 525 millones de euros para los próximos once meses y medio. No obstante, solo deben tenerse en cuenta las rentas de congestión adicionales, es decir, debe restarse el monto de las rentas de congestión de los mismos meses del año anterior, que alcanzaron alrededor de 250 millones de euros (incluyendo también las rentas de congestión que correspondieron a España por las importaciones desde Francia).

9 La estimación del impacto se ha basado en una factura tipo con un consumo anual de 3,49 MWh y una potencia contratada de 4,5 kW.

10 No obstante, cabe mencionar que el impacto de la medida en 2023 está rodeado de una incertidumbre aún mayor, debido al compromiso del Gobierno, asumido en el [Real Decreto-ley 10/2022](#), de 13 mayo, de establecer una nueva tarifa regulada a partir de principios de 2023, lo cual afectará directamente a la evolución del IAPC de electricidad.

2 LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Durante la parte transcurrida del segundo trimestre han repuntado con fuerza las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas y han retrocedido los índices bursátiles, en un contexto de elevada volatilidad, condicionado por el endurecimiento de las políticas monetarias en las economías avanzadas y por la preocupación de los inversores por el crecimiento económico

El aumento de las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia se explica fundamentalmente por las expectativas de una retirada de los estímulos monetarios en las economías avanzadas más rápida de lo previsto (véase gráfico 2.1). Desde el inicio del segundo trimestre, los tipos de interés de los bonos soberanos a diez años han acumulado ascensos de 71 puntos básicos (pb) en Estados Unidos y de 78 pb en Alemania, al tiempo que los flujos de los fondos de inversión en renta fija han continuado experimentando salidas netas (véase gráfico 2.2). En todo caso, esta tendencia alcista de las rentabilidades soberanas se vio contenida durante algunas semanas del mes de mayo ante la preocupación de los inversores por el crecimiento económico mundial, lo que propició episodios de búsqueda de activos refugio.

Los cambios en las expectativas en cuanto al ritmo de normalización de la política monetaria, así como el aumento de los riesgos percibidos, han empujado al alza los diferenciales soberanos en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y las primas de riesgo corporativo. Los diferenciales de tipos de interés de las deudas soberanas a diez años de la UEM han aumentado significativamente durante la parte transcurrida del segundo trimestre, especialmente en Italia (61 pb), Grecia (43 pb) y Portugal (38 pb), mientras que en España el repunte ha sido más contenido (26 pb) (véase gráfico 2.3). Por su parte, las primas de riesgo de los bonos emitidos por las sociedades no financieras se han ampliado, proceso que ha sido más intenso en el segmento de alto rendimiento —frente al de grado de inversión— y en el caso de la UEM —en comparación con el de Estados Unidos (véase gráfico 2.4)—.

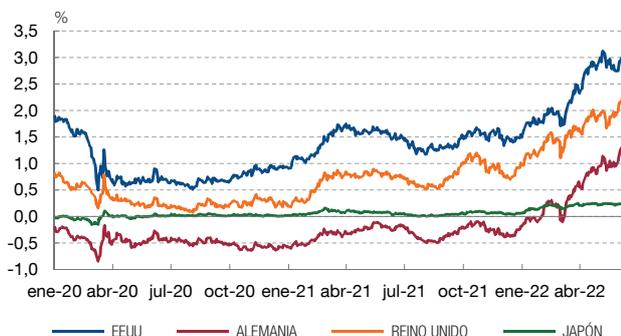
El aumento de los riesgos percibidos y el avance en la normalización de las políticas monetarias también se han traducido en retrocesos de los principales índices bursátiles de las economías desarrolladas durante el segundo trimestre. Las caídas han sido especialmente intensas en el caso del S&P 500 (–9%), que se ha visto arrastrado por los descensos en las cotizaciones de las acciones emitidas por las empresas del sector tecnológico, que tienen un peso comparativamente elevado en este índice (véase gráfico 2.5). Por su parte, los

Gráfico 2

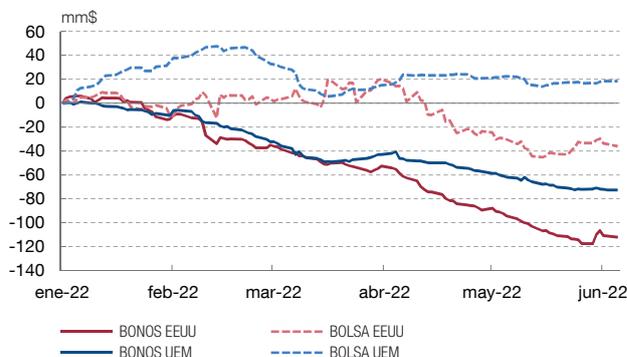
CAÍDAS DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES Y AUMENTO DE LAS RENTABILIDADES DE LA DEUDA SOBERANA A LARGO PLAZO DE MAYOR CALIDAD CREDITICIA

También se ha observado un repunte de los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y de las primas de riesgo corporativas. En los mercados emergentes también se ha producido un deterioro de las condiciones financieras, con caídas de los índices bursátiles e incrementos de las primas de riesgo de crédito. Esta evolución de los mercados financieros internacionales se ha visto influida tanto por los cambios en las expectativas en cuanto al ritmo de normalización de las políticas monetarias como por la mayor preocupación de los inversores por el crecimiento económico mundial.

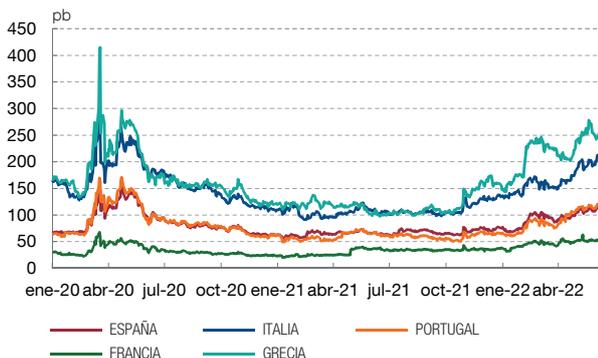
1 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



2 FLUJOS ACUMULADOS DE FONDOS DE INVERSIÓN EN 2022 EN ESTADOS UNIDOS Y LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA



3 DIFERENCIALES DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA



4 DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESPECTO A LA CURVA SWAP



5 ÍNDICES BURSÁTILES



6 CONDICIONES FINANCIERAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTE: Refinitiv Datastream. Datos actualizados a 6 de junio de 2022.

- a Índice bursátil elaborado por Morgan Stanley para un agregado de economías emergentes.
- b Índice de tipo de cambio frente al dólar elaborado por JP Morgan para un agregado de monedas de economías emergentes. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de las monedas frente al dólar.
- c Diferencial de un conjunto de bonos soberanos de economías emergentes que cumplen ciertos requisitos de liquidez y tamaño de la emisión frente al equivalente de Estados Unidos, elaborado por JP Morgan.

índices europeos, como el EURO STOXX 50 y el FTSE 250, han retrocedido menos del 4%. Esta evolución más negativa de los índices bursátiles en Estados Unidos también se ha visto reflejada en los flujos de salida que se han producido en los fondos de inversión de renta variable en este país (véase gráfico 2.2). En las últimas semanas, se ha revertido en parte la tendencia de caída de las cotizaciones bursátiles, debido, entre otros factores, a algunos resultados corporativos mejores de lo esperado y a las menores restricciones que hay en China por la mejora de la situación sanitaria.

En los mercados de divisas, el dólar de Estados Unidos se ha apreciado sensiblemente frente al yen japonés, al intensificarse las diferencias entre los ciclos de política monetaria de estas dos economías. La apreciación del dólar estadounidense frente al euro durante el trimestre en curso ha sido más moderada, y ha venido explicada tanto por la ampliación de los diferenciales de tipos de interés entre las dos áreas como por algunos episodios de búsqueda de activos refugio, que favorecieron a la divisa estadounidense. En todo caso, la revisión a la baja del nivel de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos previsto por el mercado a un horizonte de medio plazo habría revertido parcialmente la apreciación del dólar frente al euro en el período más reciente.

En las economías emergentes se ha producido una caída generalizada de los índices bursátiles y un aumento de los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas (véase gráfico 2.6). A estos desarrollos se ha unido, además, un repunte de los tipos de interés a largo plazo en moneda local, en especial en aquellos países con factores idiosincrásicos relacionados con tensiones sociales y políticas, como los latinoamericanos. Por su parte, el volumen de las emisiones de renta fija de estas economías en los mercados financieros internacionales se desaceleró sustancialmente en mayo.

3 ENTORNO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

3.1 Entorno exterior del área del euro

El crecimiento global, que se vio lastrado a comienzos del año por el repunte de la pandemia, ha continuado ralentizándose en los últimos meses como consecuencia, principalmente, de la guerra en Ucrania, que ha dado lugar a una intensificación significativa del encarecimiento de las materias primas y a un cierto empeoramiento de los cuellos de botella. Estos desarrollos han forzado una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento y al alza de las de inflación para 2022 y 2023

Durante el primer trimestre de 2022, la actividad económica mundial se desaceleró como consecuencia, fundamentalmente, de la expansión de la variante ómicron del COVID-19, el fin de algunos programas de estímulo, la persistencia de las presiones inflacionistas, y los incipientes efectos de la guerra en Ucrania. Así, el crecimiento del PIB resultó ser inferior al previsto en prácticamente todas las principales economías mundiales (véase gráfico 3.1). En las economías avanzadas, el ritmo de avance del producto se redujo, entre el último trimestre de 2021 y el primero de este año, en Estados Unidos (pasando de un +1,7 % a un -0,4 %), Reino Unido (de un +1,3 % a un +0,8 %), Japón (de un +0,9 % a un 0,2 %) y el área del euro, excluida Irlanda (de un +0,5 % a un +0,3 %)². Esta ralentización de la actividad se extendió también a algunas economías emergentes, en particular a China, cuyo PIB creció un +1,3 % en el primer trimestre de 2022 (frente a un +1,5 % en el trimestre precedente), lastrado por las medidas de contención de la pandemia y por la ralentización del sector inmobiliario. Por su parte, en América Latina, el PIB del conjunto de la región se aceleró ligeramente, con un crecimiento del +0,9 % en el trimestre (frente a un avance del +0,8 % en el cuarto trimestre de 2021). Destacó el mayor dinamismo que mostró en comparación con los anteriores trimestres la actividad en Brasil (de un +0,7 % a un +1 %) y, especialmente, en México (de un +0,2 % a un +1 %). De forma coherente con estos desarrollos, el comercio mundial moderó su crecimiento en el primer trimestre del año, hasta el 0,8 %, avance muy inferior al 2,8 % registrado a finales de 2021.

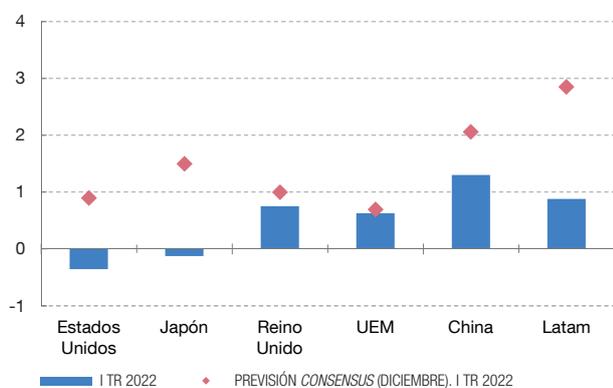
En esta coyuntura, los efectos adversos de la guerra en Ucrania y la retirada progresiva de los estímulos de las políticas económicas han contribuido a una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento (véase gráfico 3.2). En los meses del segundo trimestre transcurridos, el conflicto bélico en Ucrania y la estrategia de COVID-cero en China han retrasado la resolución de los cuellos de

² Se excluye Irlanda porque el elevado crecimiento registrado en este país en el primer trimestre condiciona la evolución del conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Para más detalles, véase la nota 3.

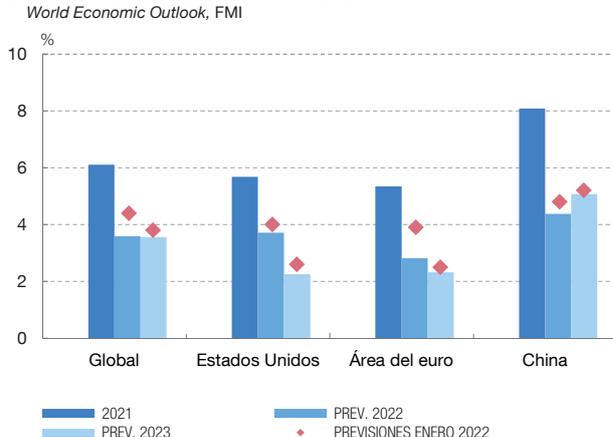
RALENTIZACIÓN DEL CRECIMIENTO GLOBAL Y REPUNTE DE LA INFLACIÓN

El crecimiento global, que se vio lastrado a comienzos del año por el repunte de la pandemia, ha continuado ralentizándose en los últimos meses como consecuencia, principalmente, de la guerra en Ucrania, que ha dado lugar a una intensificación significativa del encarecimiento de las materias primas y a un cierto empeoramiento de los cuellos de botella. Estos desarrollos han forzado una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento y al alza de las de inflación para 2022 y 2023.

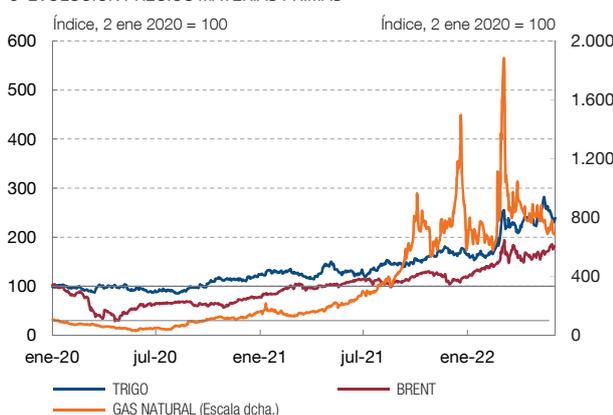
1 CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL



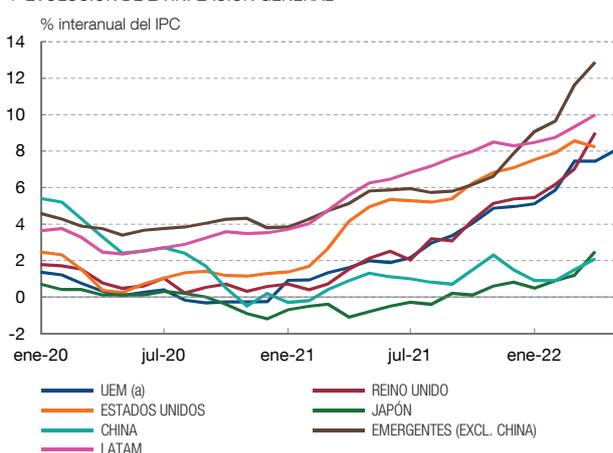
2 PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2022



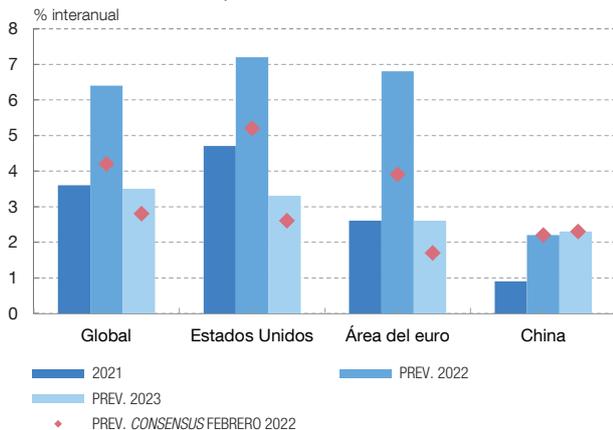
3 EVOLUCIÓN PRECIOS MATERIAS PRIMAS



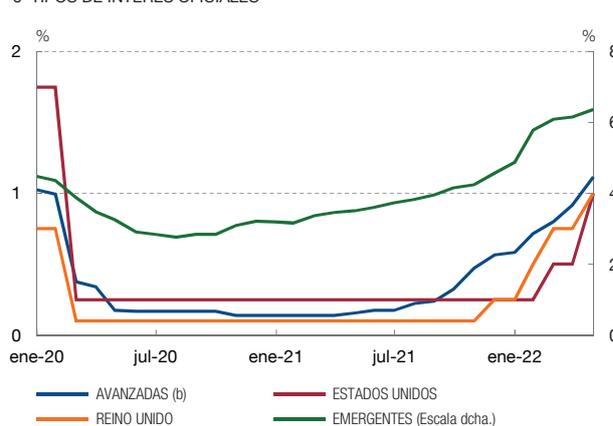
4 EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN GENERAL



5 PREVISIONES DE INFLACIÓN (2021-2023)



6 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: FMI, Consensus Forecast, estadísticas nacionales y Refinitiv.

- a El último dato de mayo corresponde al dato preliminar publicado por Eurostat.
- b El agregado «Avanzadas» incluye 14 economías: eurozona, Canadá, República Checa, Dinamarca, Islandia, Noruega, Suiza, Suecia, Reino Unido, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Australia.



botella que han venido afectando a las cadenas globales de valor, y se ha producido un aumento de los plazos de entrega en algunas economías. Además, en un contexto de elevada volatilidad, los precios de las materias primas se han incrementado notablemente tras el inicio de la invasión rusa de Ucrania, por la importancia de ambos países en el suministro de alimentos, metales y energía (véase gráfico 3.3). En este sentido, la subida de los precios de algunos productos agrícolas, como el trigo —que se ha encarecido en un 23,5 % desde el comienzo de la guerra—, y de los fertilizantes amenaza con desencadenar una crisis de seguridad alimentaria que afectaría especialmente a los países de menor renta, donde el peso de los alimentos en la cesta de consumo es más elevado.

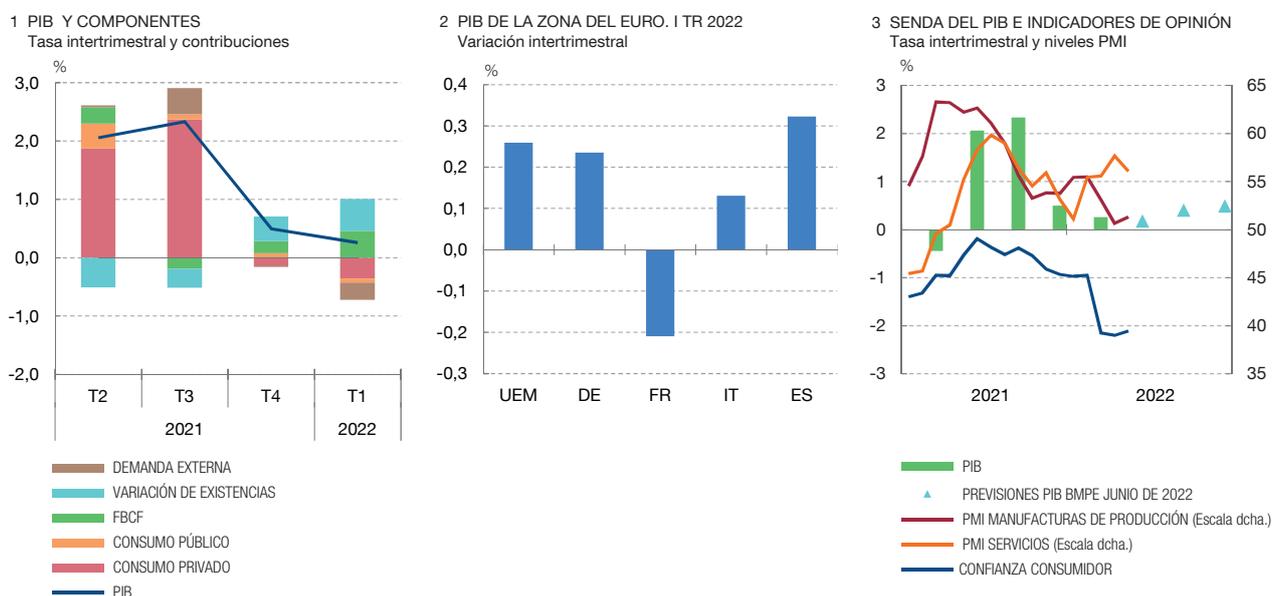
El encarecimiento de la energía y los alimentos, y la prolongación de los cuellos de botella han continuado impulsando la inflación al alza (véase gráfico 3.4) **y han provocado un incremento significativo de la inflación prevista en el promedio de 2022 y, en menor medida, de 2023** (véase gráfico 3.5). En particular, en abril, las tasas de la inflación general en Estados Unidos y el Reino Unido alcanzaron el 8,3 % y el 9 %, respectivamente, y las de la inflación subyacente se situaron en el 6,3 % y el 6,2 %, respectivamente. Asimismo, en mayo, en el área del euro, la inflación general se elevó hasta el 8,1 %, si bien la tasa de inflación subyacente se situó en un nivel más contenido, del 3,8 %. Por su parte, entre las economías emergentes, el repunte de la inflación ha sido especialmente visible en Europa del Este y América Latina.

En este entorno de elevada inflación, la mayoría de los bancos centrales mundiales, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, han proseguido con el endurecimiento del tono de su política monetaria (véase gráfico 3.6). Así, por ejemplo, durante la parte transcurrida del segundo trimestre, la Reserva Federal estadounidense y el Banco de Inglaterra han aumentado sus tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos (pb) y 25 pb, respectivamente, y han comunicado que comenzarán a reducir el tamaño de sus balances. En el caso de las economías emergentes, la mayor parte de los bancos centrales han seguido incrementando sus tipos de interés de referencia en respuesta al aumento de las presiones inflacionistas y al riesgo de potenciales salidas de capital. Una excepción notable ha sido el Banco Popular de China, que ha recortado sus principales tipos de interés de referencia en los últimos meses con el objetivo de apoyar el crecimiento económico.

En el ámbito fiscal, en un contexto general de consolidación —tras los programas de apoyo desplegados para contrarrestar los efectos adversos de la pandemia—, algunos Gobiernos han venido adoptando recientemente diversas medidas para mitigar las consecuencias negativas de la guerra y del aumento de los precios, que son especialmente severas para los colectivos más vulnerables. En este sentido, cabe destacar que el Gobierno chino ha promovido un paquete fiscal, que incluye recortes impositivos e incrementos del gasto en infraestructuras, para tratar de limitar la desaceleración de su economía.

LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA DEL ÁREA DEL EURO SE RALENTIZA EN LA PRIMERA MITAD DEL AÑO (a)

A pesar del levantamiento de las restricciones asociadas a la pandemia, la recuperación económica del área del euro se está ralentizando como consecuencia de la guerra, que ha intensificado las disrupciones de oferta, incrementado la incertidumbre y erosionado la confianza de hogares y empresas. Los aumentos de precios han alcanzado máximos históricos y están incidiendo negativamente en la renta disponible de los hogares.



FUENTES: Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales.

a El agregado de la Unión Económica y Monetaria excluye Irlanda.



3.2 El área del euro

A pesar del levantamiento de las restricciones asociadas a la pandemia, la recuperación económica del área del euro se está ralentizando como consecuencia de la guerra, que ha intensificado las disrupciones de oferta, incrementado la incertidumbre y erosionado la confianza de hogares y empresas. Los aumentos de precios han alcanzado máximos históricos y están incidiendo negativamente en la renta disponible de los hogares. En este contexto, el ejercicio de previsiones de junio del Eurosistema revisa a la baja las perspectivas de crecimiento para este año y el siguiente, y al alza las de inflación

En el primer trimestre del año, el PIB de la UEM, excluida Irlanda, aumentó un 0,3% en tasa intertrimestral, dos décimas menos que el trimestre anterior (véanse gráficos 4.1 y 4.2)³. Este crecimiento moderado respondió, sobre todo, al

3 El PIB de Irlanda ha mostrado un comportamiento muy volátil en este período, con una contracción del 6,2% en el cuarto trimestre de 2021, seguida de un crecimiento del 10,9% en el primer trimestre de 2022, debido principalmente al cambio en la contribución del sector exterior. Por ello, el PIB de la UEM, incluida Irlanda, se habría acelerado en este período en cuatro décimas, hasta aumentar un 0,6% en los tres primeros meses de este año.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y DEL IAPC PARA LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA (a)

	2022		2023		2024	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (junio)	2,8 (-0,9)	6,8 (1,7)	2,1 (-0,7)	3,5 (1,4)	2,1 (0,5)	2,1 (0,3)
Comisión Europea (mayo)	2,7 (-1,3)	6,1 (2,6)	2,3 (-0,4)	2,7 (1)		
OCDE (diciembre de 2021)	4,3 (-0,3)	2,7 (0,8)	2,5 (...)	1,8 (...)		
FMI (abril)	2,8 (-1,1)	5,3 (2,3)	2,3 (-0,2)	2,3 (0,6)		
Consensus Forecasts (mayo)	2,7 (-0,1)	6,8 (0,3)	2,2 (-0,1)	2,6 (0,2)		
Survey of Professional Forecasters (junio)	2,9 (-1,3)	6,0 (3,0)	2,3 (-0,4)	2,4 (0,6)	1,8 (0,1)	1,9 (0,0)

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecasts*, FMI y OCDE.

a Entre paréntesis, variación respecto a la previsión anterior, que corresponde a marzo para el BCE, febrero para la Comisión Europea, septiembre para la OCDE, enero para el FMI, abril para *Consensus Forecasts* y marzo para *Survey of Professional Forecasters*.

avance de la inversión y a la acumulación de existencias, partidas que contrarrestaron el retroceso del consumo privado, que se vio lastrado por las restricciones de comienzos de año asociadas al aumento de los contagios por la variante ómicron, la caída de la renta disponible real de los hogares por el repunte de los precios, y el incremento de la incertidumbre derivado de la invasión rusa de Ucrania. Por sectores, destacó la ralentización de la actividad del sector manufacturero, muy afectado por la intensificación de los cuellos de botella de la oferta global como consecuencia del conflicto bélico y de la aplicación de las estrategias de «COVID cero» en China. Por el contrario, el sector servicios continuó recuperándose durante el trimestre, de forma especialmente pronunciada en aquellas ramas de actividad con un mayor grado de interacción social, a medida que las restricciones relacionadas con la pandemia se relajaban —sobre todo a partir de marzo—.

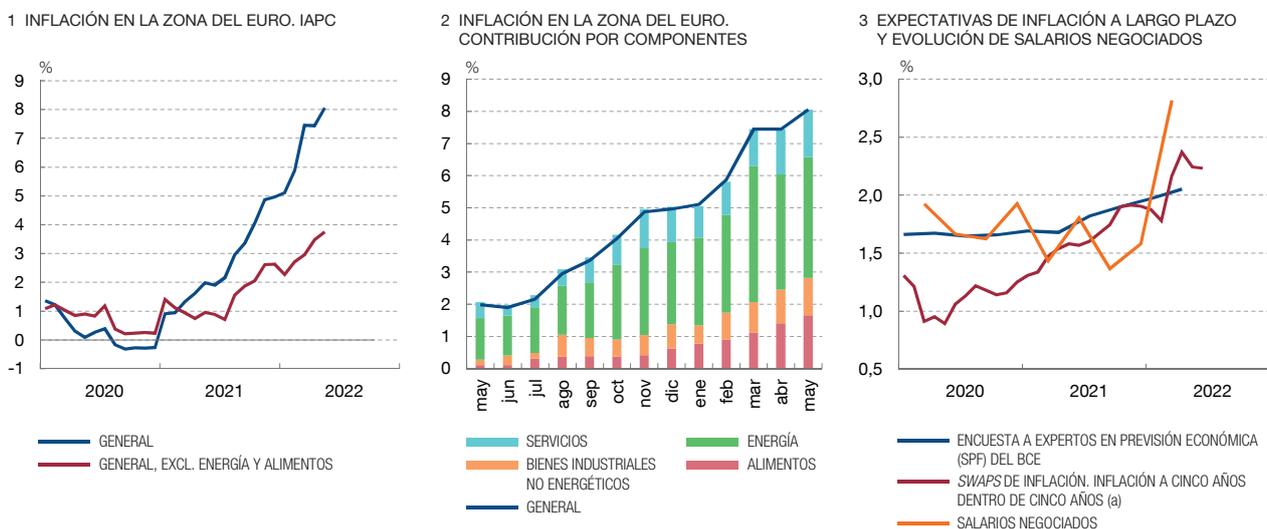
Los indicadores de actividad disponibles relativos al segundo trimestre, principalmente de carácter cualitativo, sugieren que el crecimiento a corto plazo continuará siendo modesto. En esta dirección apuntan, por ejemplo, el escaso avance del PMI de producción manufacturera de mayo, el ligero retroceso del PMI del sector servicios, y las caídas de la confianza que reflejan las encuestas de la Comisión Europea y el índice de sentimiento económico (véase gráfico 4.3).

En su ejercicio de proyecciones macroeconómicas de junio (BMPE, por sus siglas en inglés), el Eurosistema ha revisado a la baja las previsiones de crecimiento del área del euro en 2022 y 2023, mientras que las perspectivas para 2024 se han revisado al alza⁴. En concreto, el escenario central de este ejercicio proyecta un crecimiento del PIB del 2,8 % en 2022, del 2,1 % en 2023 y del 2,1 % en 2024, lo que supone —en comparación con el ejercicio de marzo— una

4 Véase [ECB staff macroeconomic projections for the euro area](#), junio de 2022.

LA INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO SE MANTIENE EN NIVELES MÁXIMOS

La inflación en el conjunto del área del euro se mantiene en niveles máximos. Reflejan de forma prominente los efectos directos del encarecimiento de la energía, pero también los efectos indirectos sobre los precios del resto de los bienes y servicios de los mayores costes energéticos, logísticos y de transporte consecuencia de la guerra en Ucrania y de los cuellos de botella de la producción a escala global. Además, ante el levantamiento generalizado de las medidas de contención de la pandemia, la pujanza de la demanda ha dado lugar a una mayor inflación en los servicios de contacto estrecho. Las expectativas de inflación a largo plazo muestran una trayectoria ascendente, aunque la traslación a los salarios es todavía limitada.



FUENTES: Bloomberg, Eurostat y Banco Central Europeo.

a Promedio mensual de datos diarios.



revisión a la baja de 0,9 puntos porcentuales (pp) y 0,7 pp en los dos primeros años del horizonte de proyección, respectivamente, y al alza de 0,5 pp en 2024 (véase cuadro 2). Estas proyecciones descansan en varios supuestos clave. En particular, se contempla la prolongación de las sanciones impuestas por la Unión Europea a Rusia durante todo el horizonte de proyección, una intensificación temporal —seguida de una resolución gradual posterior— de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y distribución, unos precios de la energía y de los alimentos significativamente más elevados que los considerados en el ejercicio de marzo, y unas condiciones financieras más estrictas. Ante la elevada incertidumbre que caracteriza la coyuntura actual, el Eurosistema plantea también un escenario adverso, que incorpora el impacto de una potencial escalada de la guerra en Ucrania. Dicho escenario incluye la aprobación de nuevas sanciones a Rusia por parte de los países occidentales, que implicarían la pérdida de acceso al gas ruso y la disrupción completa de su petróleo, así como una exacerbación de los problemas de suministros y de la incertidumbre económica y financiera, y un aumento de los costes de financiación bancaria. En este escenario adverso, el PIB del área del euro crecería un 1,3 % en 2022, se contraería un 1,7 % en 2023, y volvería a crecer un 3 % en 2024.

La inflatión en el conjunto del área del euro permanece en niveles máximos. En mayo, la tasa de variación anual del índice general se elevó en 0,7 pp según la

estimación preliminar, hasta alcanzar el 8,1 %, mientras que la inflación subyacente lo hizo en 0,3 pp, hasta el 3,8 % (véanse gráficos 5.1 y 5.2). Este comportamiento de la inflación refleja de forma prominente los efectos directos del encarecimiento de la energía, pero también los efectos indirectos sobre los precios del resto de los bienes y servicios de los mayores costes energéticos, logísticos y de transporte consecuencia de la guerra en Ucrania y de los cuellos de botella de la producción a escala global. Además, ante el levantamiento generalizado de las medidas de contención de la pandemia, la pujanza de la demanda ha dado lugar a una mayor inflación en los servicios de contacto estrecho. De cara al futuro, aunque por el momento los incrementos salariales están siendo limitados, en un contexto de tensionamiento del mercado de trabajo y de aumento de expectativas de inflación por parte de los agentes económicos (véase recuadro 2), la dinámica inflacionista actual podría conducir a efectos de segunda ronda apreciables, lo que constituye un elemento de riesgo para las sendas de inflación y de crecimiento en el medio plazo (véase gráfico 5.3).

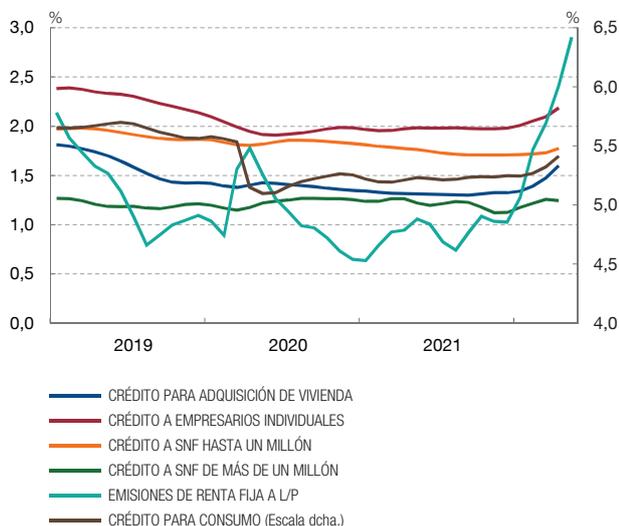
Tras las sorpresas que se han observado en la evolución de los precios en los últimos meses y ante la mayor persistencia de los factores que subyacen al episodio inflacionista actual, el Eurosistema ha revisado al alza sus proyecciones de inflación en todo el horizonte de previsión. En su escenario central, el BMPE de junio anticipa que la tasa anual media de inflación se elevará hasta el 6,8 % en 2022, para luego descender hasta el 3,5 % en 2023 y el 2,1 % en 2024, debido, principalmente, a la proyectada moderación de los precios de la energía. Estas cifras se sitúan, respectivamente, 1,7 pp, 1,4 pp y 0,2 pp por encima de las previsiones publicadas por el BCE en marzo (véase cuadro 2). Por su parte, la inflación subyacente aumentaría en 2022 hasta alcanzar una tasa media anual del 3,3 % (0,7 pp más que lo previsto en marzo), para luego descender hasta el 2,8 % en 2023 y el 2,3 % en 2024 (1 pp y 0,4 pp por encima de la previsión anterior). En el escenario adverso, asociado a un recrudecimiento del conflicto bélico, el Eurosistema eleva la inflación general hasta el 8 % en 2022 y el 6,4 % en 2023, y la reduce al final del horizonte de proyección hasta el 1,9 %.

En su reunión de política monetaria de junio, el Consejo de Gobierno del BCE anunció el fin de las compras netas en el marco de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y modificó sus indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales, incluyendo el anuncio de una subida de dichos tipos en julio. El Consejo de Gobierno decidió poner fin a las compras netas mensuales del APP el 1 de julio. Asimismo, comunicó su intención de aumentar los tipos de interés oficiales en 25 pb en la próxima reunión de julio y de volverlos a subir en septiembre, y señaló que la calibración de este nuevo incremento estará condicionada a la evolución de las perspectivas de inflación a medio plazo, por lo que podría ser adecuado un aumento superior a 25 pb si estas perspectivas persisten o se deterioran. Finalmente, anunció su intención de continuar aumentando de manera gradual, pero sostenida, los tipos de interés oficiales a partir de

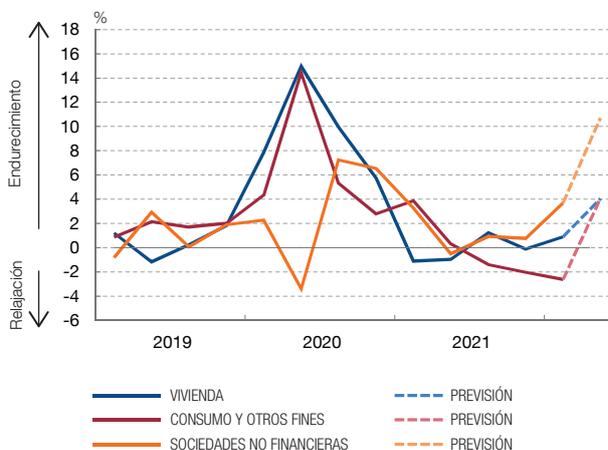
TENSIONAMIENTO DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS DESDE PRINCIPIOS DE AÑO EN UN CONTEXTO DE EXPECTATIVAS DE NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA Y DE AUMENTO DE LAS PRIMAS DE RIESGO

El coste de emisión de deuda corporativa ha aumentado de forma significativa desde principios de año, mientras que los tipos de interés de los préstamos bancarios — que permanecen en niveles reducidos — lo han hecho más moderadamente. Se espera un endurecimiento de la oferta de crédito en el segundo trimestre de 2022.

1 COSTES DE FINANCIACIÓN (a)



2 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS (b)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco Central Europeo.

- a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Asimismo, estos tipos son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).
- b Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente $\times 1$ + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente $\times 1$.



septiembre, indicando que el ritmo de estas subidas dependerá de los nuevos datos y de la valoración que el Consejo de Gobierno realice de la evolución de la inflación a medio plazo.

Las expectativas de normalización de la política monetaria, así como el aumento de las primas de riesgo, han dado lugar a un cierto tensionamiento de las condiciones financieras desde principios de año. Así, el coste de financiación de las empresas con valores de renta fija ha aumentado significativamente, con un incremento acumulado de la rentabilidad media de los bonos a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras de 188 pb desde finales de 2021 hasta mayo de 2022 (véase gráfico 6.1). Además, el aumento de los tipos de interés libres de riesgo habría empezado a transmitirse a todos los segmentos de crédito bancario, si bien la velocidad de transmisión estaría siendo relativamente lenta y los costes de financiación bancaria continuarían en niveles históricamente reducidos. Por otro lado, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, los criterios de concesión de préstamos se habrían endurecido ligeramente en el primer trimestre de 2022, excepto en los préstamos a hogares

para consumo y otros fines, y, de cara al segundo trimestre de 2022, las entidades anticiparían una contracción adicional de la oferta de crédito en todos los segmentos (véase gráfico 6.2).

La financiación captada por los hogares ha mostrado un mayor dinamismo recientemente, mientras que la financiación empresarial se ha desacelerado levemente. En los últimos meses, el ritmo de crecimiento del crédito a los hogares se ha incrementado, impulsado por el mayor dinamismo de todos sus componentes. Por su parte, la tasa de avance de la financiación captada por las empresas se ha reducido como consecuencia de la pérdida de dinamismo de los préstamos bancarios.

En respuesta al nuevo contexto macroeconómico y geopolítico, la Comisión Europea ha decidido ampliar la cláusula general de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y ha aprobado la iniciativa *REPowerEU*. En 2021, el déficit público en el área del euro se situó en el 5,1 % del PIB (2 pp por debajo del registrado el año anterior), mientras que la deuda pública se redujo hasta el 97,4 % del PIB (1,8 pp por debajo del nivel registrado en 2020). Se espera que estas ratios continúen mejorando en 2022, a medida que se retiren las medidas temporales adoptadas en respuesta al COVID-19 y la expansión económica tenga su reflejo en los componentes del presupuesto más sensibles al ciclo. En este contexto, la Comisión Europea (CE) ha decidido que la desactivación de la cláusula general de escape del PEC no se producirá al menos hasta 2023, de forma que las políticas fiscales nacionales puedan responder a los retos de la crisis energética y humanitaria, a la vez que transitar de forma suave desde un tono netamente expansivo en el período 2020-2022 a uno neutral en 2023. Además, la CE ha presentado el programa *REPowerEU*, que tiene por objetivo acelerar la transición climática y la desconexión de los combustibles fósiles de Rusia mediante la promoción de la eficiencia energética y las energías renovables (en particular, la solar), así como el incremento de la producción propia y la importación de hidrógeno verde.

Las condiciones de financiación de la economía española se han endurecido durante la parte transcurrida del segundo trimestre, como consecuencia, principalmente, de las expectativas de una retirada de los estímulos monetarios más rápida de lo previsto

Las cotizaciones bursátiles han mostrado en España un comportamiento relativamente favorable durante el segundo trimestre, mientras que los costes de emisión de la deuda pública han continuado aumentando. Entre el 31 de marzo y la fecha de cierre de este Informe, el IBEX-35 ha acumulado una revalorización del 4,6%, frente a la caída del 1,6% que ha registrado el EURO STOXX 50. El mejor desempeño relativo del índice español frente al europeo estaría asociado al menor peso en el IBEX-35 de algunos de los sectores que han mostrado un comportamiento más negativo recientemente (como el tecnológico) y a la ponderación más elevada que presentan en el índice español otros sectores que han experimentado una evolución relativamente más favorable en los últimos meses (como el eléctrico). Por su parte, en el período transcurrido del segundo trimestre, la rentabilidad del bono a diez años emitido por el Tesoro español ha aumentado en 103 puntos básicos (pb) y su diferencial frente al bono alemán se ha ampliado 26 pb, incremento menor que el registrado en Italia o Portugal.

El coste de la emisión de deuda corporativa a largo plazo se ha incrementado con intensidad en los últimos meses, si bien los costes medios de los nuevos préstamos bancarios han permanecido en niveles históricamente reducidos (véase gráfico 7.1). No obstante, dada la dinámica habitual en los mercados crediticios, cabría esperar que el aumento reciente de los tipos de interés de referencia de los mercados se acabara trasladando al coste de los préstamos bancarios concedidos a las empresas y las familias. Por otra parte, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), los criterios de aprobación de préstamos para las sociedades no financieras se habrían endurecido moderadamente en los tres primeros meses de 2022, y las entidades financieras preveían hace tres meses que podrían ser aún más restrictivos de forma generalizada en el segundo trimestre (véase gráfico 7.2), en un contexto de mayores riesgos percibidos y de menor tolerancia a estos por parte de los intermediarios financieros.

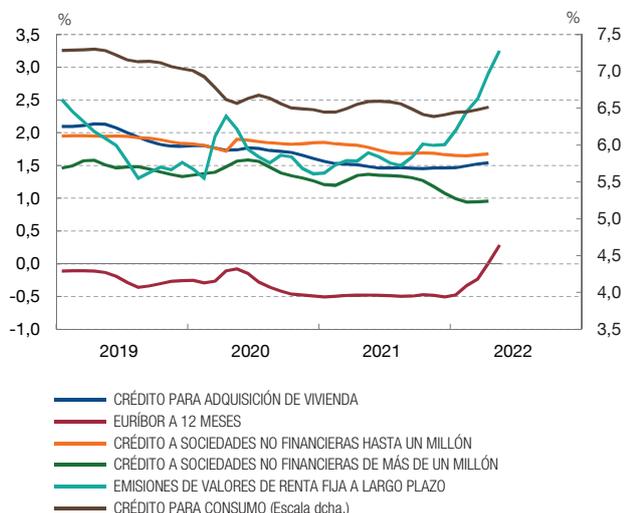
En España, la actividad económica experimentó una desaceleración más intensa de lo previsto en el primer trimestre del año

Tras un avance del 2,2% en el cuarto trimestre de 2021, el PIB de la economía española se expandió un 0,3% en el primer trimestre de este año. Esta tasa

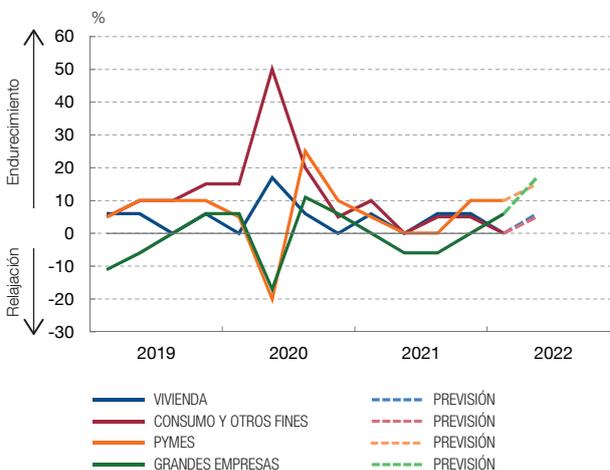
LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA PROSIGUIERON ENDURECIÉNDOSE EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2022

Los costes medios de la financiación bancaria de los hogares y de las empresas apenas han variado en los últimos meses. En cambio, el tipo de interés medio de las emisiones de valores de renta fija a largo plazo de las empresas se ha incrementado significativamente. Las entidades financieras participantes en la EPB preveían en la edición de hace tres meses un endurecimiento generalizado de los criterios de aprobación de préstamos durante el segundo trimestre.

1 COSTES DE FINANCIACIÓN (a)



2 EPB: VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS (b)



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream.

- a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDFR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Asimismo, estos tipos son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y el componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).
- b Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente $\times 1$ + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente $\times 1$.



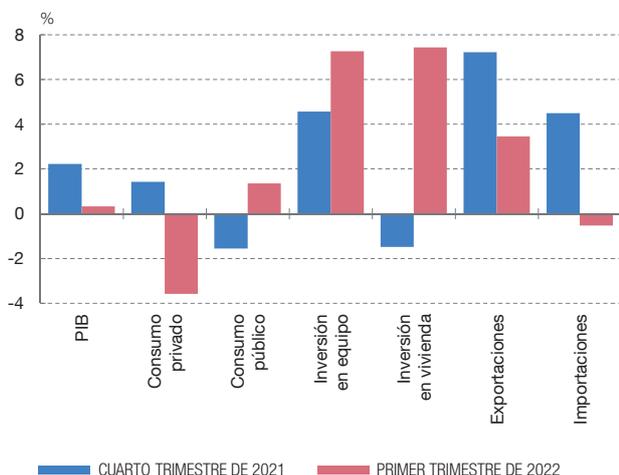
de crecimiento fue sensiblemente inferior a la prevista en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de abril, del 0,9%⁵. Esta notable desaceleración derivó del impacto de la variante ómicron del COVID-19 al inicio del año y, especialmente, de los efectos adversos sobre la actividad de la invasión rusa de Ucrania y de la huelga de transportistas del mes de marzo. En particular, estos últimos desarrollos propiciaron un aumento acusado de los niveles de incertidumbre y de los precios de las materias primas, que afectaron negativamente a las decisiones de consumo de los hogares (véase gráfico 8.1). Como resultado de todo ello, en el primer trimestre de 2022 el PIB español se situó 3,4 puntos porcentuales (pp) por debajo de su nivel previo a la pandemia, cota que ya se había alcanzado en el conjunto del área del euro en el tramo final de 2021 (véase gráfico 8.2).

5 Véase "Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)", recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

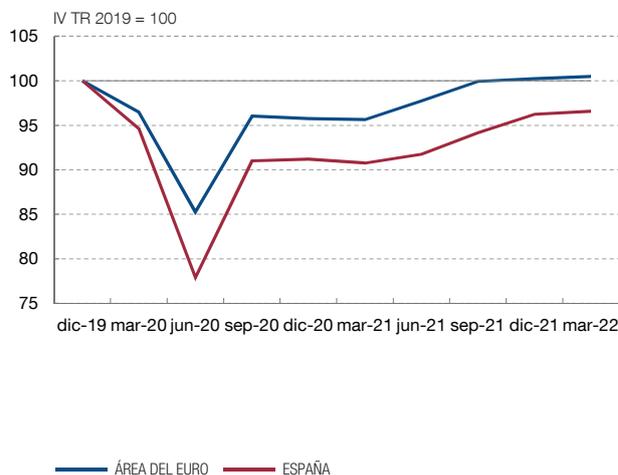
LA ECONOMÍA ESPAÑOLA CRECIÓ POR DEBAJO DE LO ESPERADO EN EL PRIMER TRIMESTRE, DEBIDO AL REPLIEGUE DEL CONSUMO PRIVADO EN MARZO

El PIB creció un 0,3 % en el primer trimestre de 2022, 1,9 pp por debajo de la cifra del trimestre previo, debido al fuerte descenso del consumo privado, que acusó el impacto de la guerra en Ucrania y de la huelga de transportes. De este modo, el PIB español aún se mantiene 3,4 pp por debajo del nivel alcanzado a finales de 2019, en contraste con el conjunto de la UEM, que ya ha recuperado su nivel prepandemia.

1 VARIACIÓN DEL PIB Y DE SUS COMPONENTES EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2021 Y EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2022. TASAS INTERTRIMESTRALES



2 EVOLUCIÓN DEL PIB EN ESPAÑA Y EN LA UEM



FUENTES: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.



Los indicadores de actividad más recientes apuntan a que el ritmo de crecimiento de la economía española en el segundo trimestre podría haber aumentado

Las proyecciones del Banco de España, publicadas en el recuadro 1 de este Informe⁶, contemplan un crecimiento del PIB del 0,4 % en el segundo trimestre. Esta previsión es coherente con la evolución más reciente de un amplio abanico de indicadores. En particular, se percibe una cierta recuperación de la confianza y, en un contexto de menos restricciones asociadas a la pandemia, una mejoría de la actividad especialmente acusada en aquellas ramas de los servicios que conllevan una mayor interacción social (véase gráfico 9.1). Además, durante el mes de abril se observó una intensa recuperación de las ventas minoristas, que crecieron un 5,3 % tras la caída del 4,3 % que sufrieron en marzo, cuando se vieron muy afectadas por la huelga de transportes. Por su parte, los resultados cualitativos de la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) también apuntan a una recuperación de la facturación de las empresas españolas en el segundo trimestre, tras el leve descenso observado en los tres primeros meses del año (véase gráfico 9.2)⁷.

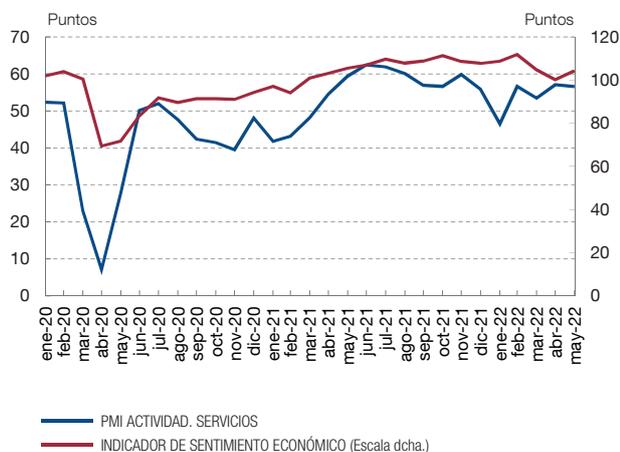
6 Véase el recuadro 1, «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)», de este Informe.

7 Para más detalles, véase A. Fernández y M. Izquierdo, «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: segundo trimestre de 2022», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.

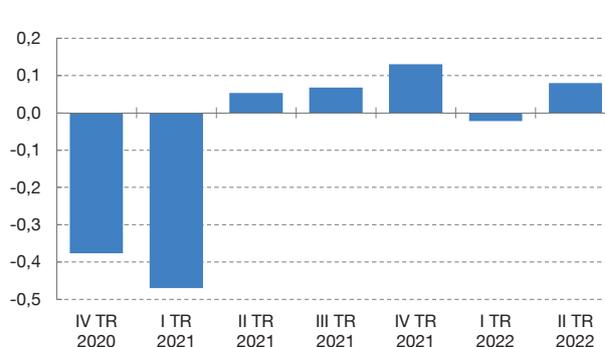
SE PREVÉ UN CIERTO REPUNTE DEL RITMO DE CRECIMIENTO DEL PIB EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

Se prevé un cierto repunte del crecimiento en el segundo trimestre del año, apoyado por el dinamismo de los servicios —en especial, en aquellas ramas más favorecidas por el fin de las restricciones relacionadas con la pandemia—. La EBAE apuntaría a una recuperación de la facturación empresarial durante el segundo trimestre.

1 INDICADORES DE CONFIANZA (a)



2 EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE LA FACTURACIÓN (b)



FUENTES: Comisión Europea, IHS Markit y Banco de España.

a Última observación: mayo de 2022.

b Índice construido asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2; aumento leve = 1; estabilidad = 0; descenso leve = -1; descenso significativo = -2.



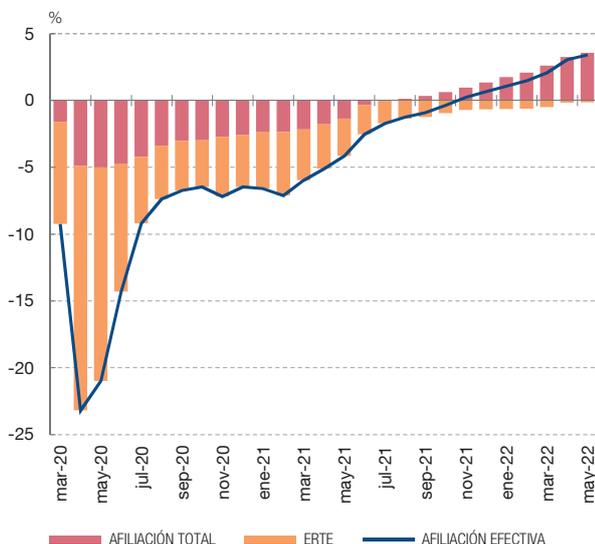
En la parte transcurrida del segundo trimestre, el empleo ha seguido manteniendo un elevado dinamismo

En abril y mayo, la afiliación a la Seguridad Social continuó aumentando y se redujo el número de trabajadores en expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). Aunque el incremento de la afiliación en estos dos meses se encontró ligeramente por debajo del aumento observado en el empleo en estos mismos meses en el promedio del período 2016-2019, ello habría permitido que la afiliación efectiva se situase en mayo un 3,4 % por encima de los niveles prepandemia (una brecha 1,3 pp mayor que la registrada en marzo) y que el número de trabajadores en ERTE disminuyese hasta los 28.493 (71.550 menos que en marzo) (véase gráfico 10.1). En línea con el patrón de recuperación de la actividad mencionado anteriormente, el avance del empleo en estos últimos meses ha sido muy heterogéneo por ramas de actividad; destaca el elevado dinamismo observado en sectores, como la hostelería y las actividades artísticas y recreativas, particularmente beneficiados por el fin de las restricciones sanitarias. El acusado repunte del empleo en estas ramas ha permitido compensar la desaceleración en el avance de la afiliación observada en el resto de los sectores, que ha sido especialmente intensa en la construcción, las industrias extractivas y la agricultura (véase gráfico 10.2).

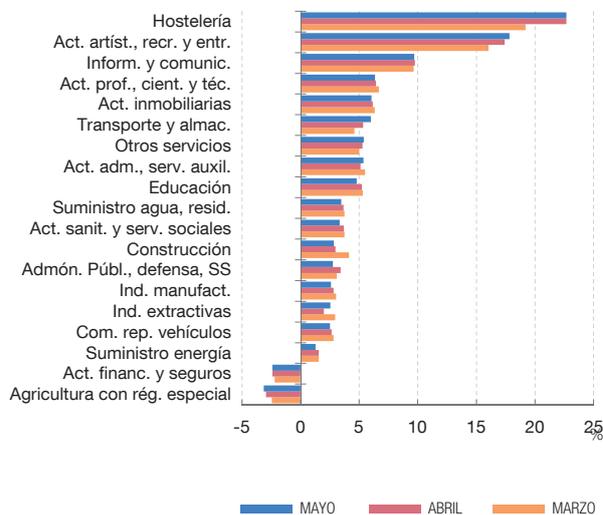
PROSIGUE LA MEJORÍA DEL EMPLEO, AUNQUE DE FORMA HETEROGÉNEA POR SECTORES

En abril y mayo se mantuvo el dinamismo del empleo, con una tasa interanual del 5 % en mayo, dos décimas superior a la observada en marzo. Por ramas, se produjo un comportamiento muy heterogéneo en el que destacó la recuperación de la hostelería, con una tasa interanual del 24,1 % en mayo.

1 VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN TOTAL, ERTE Y AFILIACIÓN EFECTIVA RESPECTO A FEBRERO DE 2020



2 TASA INTERANUAL DE AFILIADOS POR SECTORES



FUENTE: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.



El crecimiento del producto del segundo trimestre se apoyaría en el avance del consumo y, en menor medida, de la inversión en vivienda

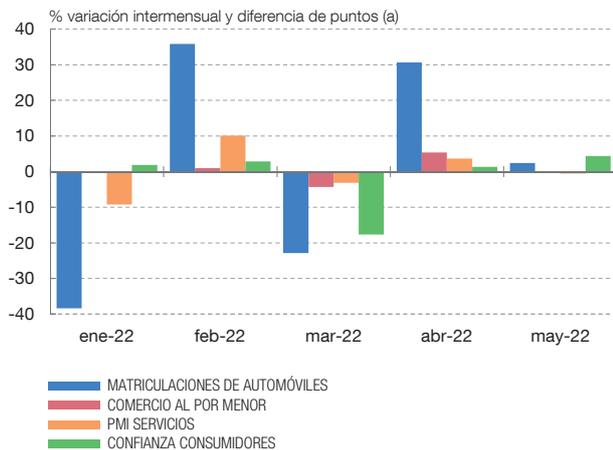
El consumo se estaría recuperando a lo largo del segundo trimestre, tras el acusado retroceso experimentado en el tramo final del primer trimestre. En esta dirección apuntan el notable avance del índice del comercio al por menor en abril y la acusada recuperación, entre marzo y mayo, tanto de las matriculaciones de automóviles como de la actividad del sector servicios, de acuerdo con los PMI (véase gráfico 11.1). Por su parte, en sintonía con la debilidad del gasto a principios de año y con el mantenimiento de una importante bolsa de ahorro acumulada desde el comienzo de la pandemia, el crédito a los hogares destinado al consumo continuó exhibiendo, hasta abril, un escaso vigor (véase gráfico 11.2).

La inversión en vivienda habría mantenido un crecimiento relativamente elevado en el segundo trimestre, en consonancia con la evolución del indicador de ejecución de obra (véase gráfico 12.1). Sin embargo, el encarecimiento de la energía y de los materiales de construcción, así como los problemas de abastecimiento, habría limitado el avance de la actividad del sector, lo que se habría reflejado en una cierta desaceleración de los afiliados en esta rama. Por su parte, las compraventas de vivienda y su financiación continúan registrando volúmenes muy superiores a los observados antes de la pandemia (véanse gráficos 11.2 y 12.2).

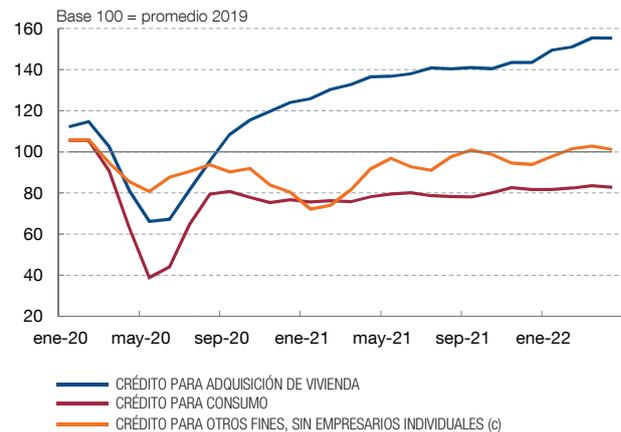
EL CONSUMO DE LAS FAMILIAS RETOMÓ LA SENDA DE RECUPERACIÓN A PARTIR DE ABRIL, TRAS EL ACUSADO IMPACTO DE LA GUERRA EN UCRANIA Y LA HUELGA DE TRANSPORTES

Tras el impacto negativo de la guerra en Ucrania y de la huelga de transporte de finales de marzo, el consumo repuntó en el segundo trimestre. Así lo reflejan la mejoría del comercio al por menor en abril y el aumento entre marzo y mayo tanto de las matriculaciones de automóviles particulares como, de acuerdo con los PMI, de la actividad del sector servicios. El volumen de las nuevas operaciones de crédito para consumo de los hogares ha mostrado atonía, en sintonía con la debilidad del gasto a principios de año y con el mantenimiento de una importante bolsa de ahorro acumulada desde el comienzo de la crisis sanitaria, mientras que el importe de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda continúa mostrando un notable dinamismo, con cifras históricamente elevadas.

1 INDICADORES RELACIONADOS CON EL CONSUMO DE LOS HOGARES



2 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A HOGARES (b)
Flujos desestacionalizados acumulados de tres meses



FUENTES: Comisión Europea, IHS Markit, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El gráfico recoge la variación intermensual en el caso de las matriculaciones de automóviles y el comercio al por menor. Para el PMI servicios y la confianza de los consumidores, recoge la diferencia, en puntos, de los niveles entre dos meses consecutivos.
- b Las series de la financiación bancaria incluyen la concedida tanto por las entidades de crédito como por los establecimientos financieros de crédito.
- c Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.



La inversión empresarial podría reducir su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, tras el elevado dinamismo experimentado al inicio del año. Esta evolución tendría lugar en un contexto de deterioro de la confianza y de aumento de la incertidumbre, asociado a la guerra en Ucrania, que habría redundado en un menor vigor de la cartera de pedidos de la industria y en nuevos problemas de suministro, que continúan presionando al alza sobre los precios de los insumos (véase gráfico 13.1). En este sentido, los resultados de la última edición de la EBAE evidencian un impacto negativo de la guerra sobre las decisiones de inversión de las empresas españolas (véase gráfico 13.2).

Se prevé un cierto deterioro de la aportación de la demanda externa al crecimiento en el segundo trimestre, en un contexto de ralentización de las exportaciones

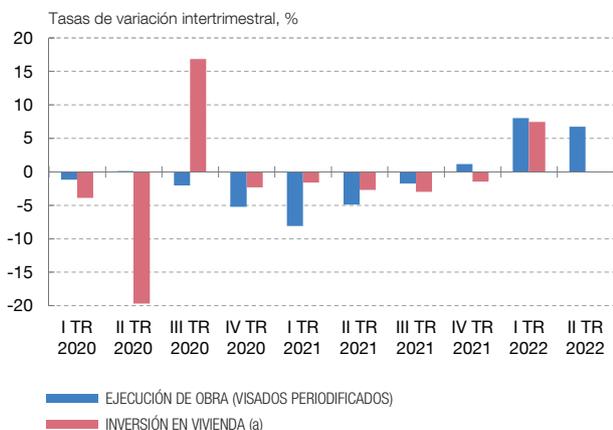
La persistencia de los cuellos de botella globales y la revisión a la baja de los mercados de exportación apuntan a una ralentización del ritmo de

Gráfico 12

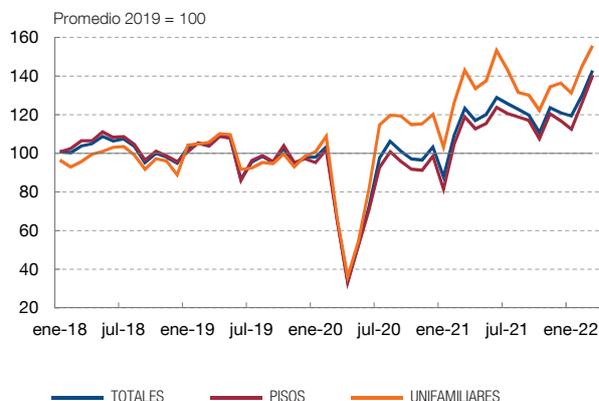
LA INVERSIÓN EN VIVIENDA MANTENDRÍA UN DINAMISMO ELEVADO EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

Si bien la evolución del indicador de ejecución de obra apuntaría a un dinamismo elevado de la inversión en vivienda en el segundo trimestre, las dificultades de suministro de materiales y su encarecimiento podrían lastrar su evolución en los próximos trimestres. Por su parte, las compraventas de vivienda y su financiación siguen registrando niveles muy por encima de los contabilizados antes de la pandemia.

1 EJECUCIÓN DE VISADOS DE OBRA NUEVA E INVERSIÓN EN VIVIENDA



2 COMPRAVENTAS ESCRITURADAS DE VIVIENDA (b)



FUENTES: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

a Serie ajustada de efectos estacionales y de calendario.

b El último dato disponible de compraventas es de marzo de 2022. Series ajustadas de efectos estacionales y calendario.

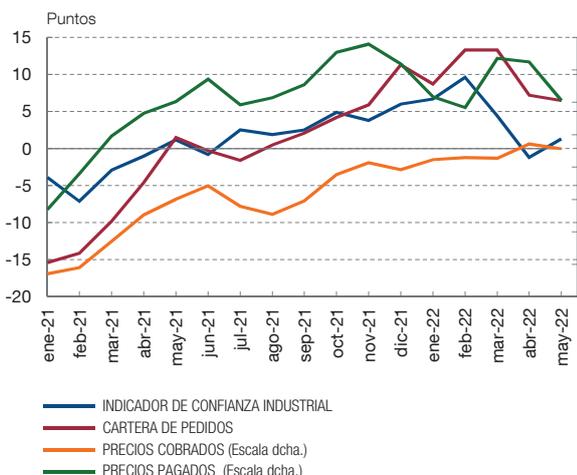


Gráfico 13

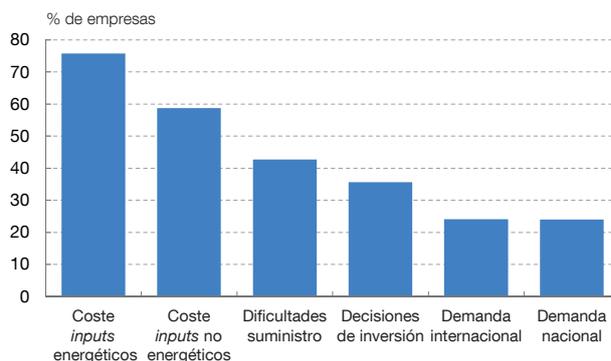
LA INVERSIÓN EMPRESARIAL PODRÍA MOSTRAR UNA EVOLUCIÓN MÁS SUAVE EN EL SEGUNDO TRIMESTRE, FRENTE AL ELEVADO DINAMISMO DEL TRIMESTRE ANTERIOR

La información cualitativa disponible muestra un deterioro de la confianza y de la cartera de pedidos de la industria en el segundo trimestre. Asimismo, los plazos de entrega se mantienen en niveles elevados y persisten las presiones alcistas sobre los precios. La incertidumbre asociada a la guerra en Ucrania podría agravar estas tendencias, lastrando el crecimiento de la inversión empresarial a corto plazo. De hecho, los resultados de la última edición de la EBAE muestran que el 36 % de las empresas declararon un impacto negativo o muy negativo de la guerra sobre sus decisiones de inversión.

1 INDICADORES CUALITATIVOS



2 CANALES DE IMPACTO DE LA GUERRA



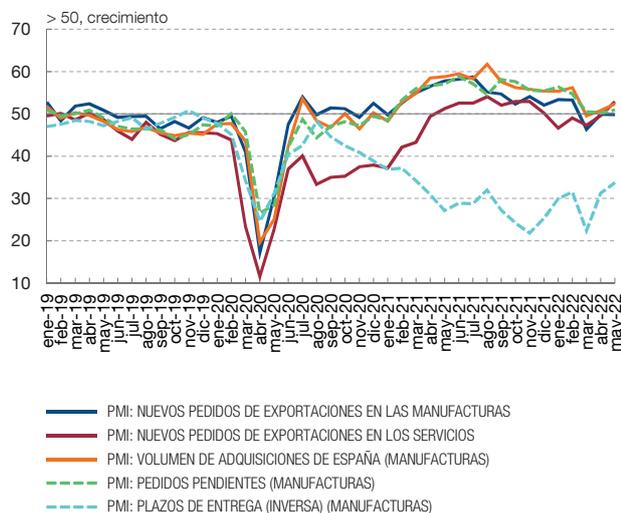
FUENTES: Comisión Europea, IHS Markit y Banco de España (EBAE).



LOS INTERCAMBIOS EXTERIORES DE BIENES ACUSAN LAS TENSIONES EN EL COMERCIO MUNDIAL, MIENTRAS QUE CONTINÚA LA NORMALIZACIÓN GRADUAL DEL TURISMO EXTRANJERO

Los cuellos de botella y la ralentización de los mercados exteriores están condicionando negativamente las transacciones de bienes, mientras que los indicadores más recientes muestran una evolución favorable del turismo extranjero, favorecido por la eliminación de restricciones a la movilidad internacional.

1 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS



2 EVOLUCIÓN DEL TRÁFICO AÉREO EN LOS AEROPUERTOS ESPAÑOLES

Tasas de variación sobre las mismas semanas de 2019; media móvil de siete días



FUENTES: IHS Markit y Eurocontrol.

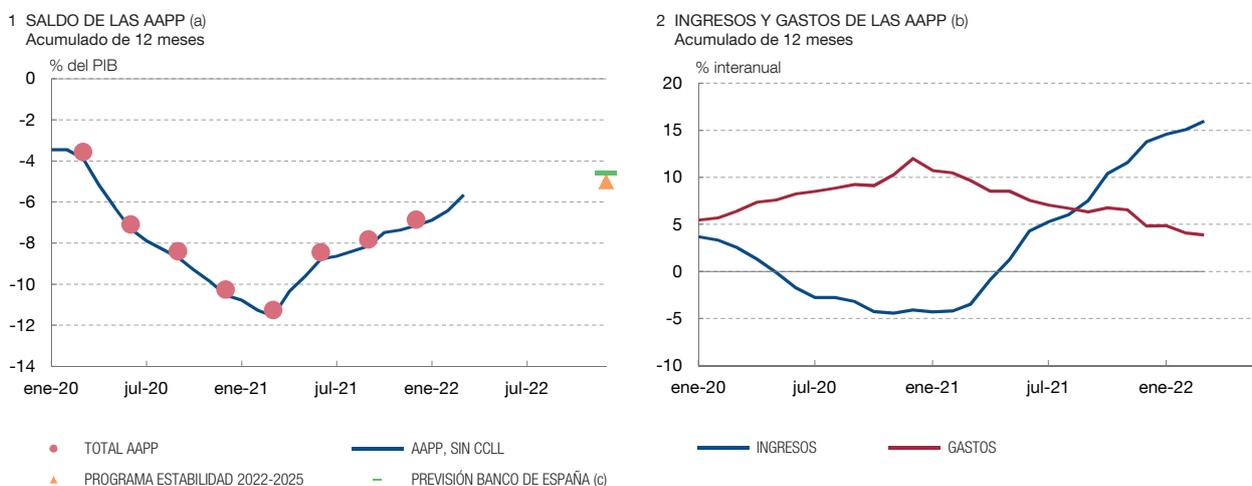


crecimiento de las transacciones comerciales con el exterior. En efecto, tras el sensible deterioro que experimentaron en marzo, los indicadores de comercio exterior basados en las opiniones de los gestores de compras (PMI) serían coherentes, en abril y mayo, con una recuperación relativamente moderada de las transacciones comerciales de bienes, en un contexto en el que la política de «COVID cero» de China y la guerra en Ucrania condicionan la demanda exterior y la resolución de los problemas en las cadenas globales de suministros (véase gráfico 14.1).

La recuperación del turismo extranjero ha continuado en la parte transcurrida del segundo trimestre, apoyada en la relajación de las restricciones a la movilidad internacional. Las últimas cifras disponibles en cuanto al comportamiento de los flujos turísticos internacionales y a la evolución del tráfico aéreo en España sugieren que, en estos ámbitos, el impacto de la guerra en Ucrania habría sido limitado y transitorio, de manera que proseguiría el proceso de normalización de la actividad tras la pandemia (véase gráfico 14.2). De mantenerse, estos desarrollos apuntarían a una temporada de verano relativamente dinámica, si bien su vigor podría verse limitado, en cierta medida, por el encarecimiento de los costes de transporte y por la pérdida de poder adquisitivo de los hogares como consecuencia del repunte de la inflación.

SE ACELERA LA REDUCCIÓN DEL DÉFICIT DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, IMPULSADO POR EL DINAMISMO DE LOS INGRESOS

En los tres primeros meses de 2022, el saldo de las AAPP, acumulado de 12 meses y excluidas las CCLL, mejoró en 1,5 pp con respecto al cierre del año pasado, y se situó en un $-5,7\%$ del PIB. Dicha evolución es el resultado de una desaceleración de los gastos y de un avance de los ingresos que continúa siendo muy intenso.



FUENTES: Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado y Actualización del Programa de Estabilidad 2022-2025 (abril de 2022).

- a La Intervención General de la Administración del Estado solo proporciona información del conjunto de las AAPP con frecuencia trimestral. Mensualmente, publica datos del total, excluidas las CCLL.
b Correspondientes al agregado de AAPP, que excluye las CCLL y las transferencias entre AAPP. Datos ajustados distribuyendo en el conjunto del año los gastos e ingresos atípicos que se producen en cada mes.
c Proyecciones macroeconómicas de la economía española de junio de 2022.



En los primeros meses del año se ha acelerado la corrección del déficit de las AAPP

Los últimos datos de Contabilidad Nacional publicados muestran una corrección adicional del déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) (véase gráfico 15.1). En marzo, en términos acumulados de 12 meses, el saldo de las AAPP, excluidas las Corporaciones Locales (CCLL), se situó en el $-5,7\%$ del PIB, 1,5 pp por encima del dato de diciembre. A esta evolución contribuyó, por un lado, el mantenimiento de un elevado dinamismo de los ingresos públicos, como evidencia el hecho de que los impuestos recaudados mostraran un incremento interanual del $17,1\%$ en los tres primeros meses del año⁸. Por otro lado, en este período el gasto público presentó una cierta contención en términos interanuales, favorecida, en parte, por la comparación con los primeros meses de 2021, en los que los gastos asociados al COVID-19 todavía eran significativos (véase gráfico 15.2).

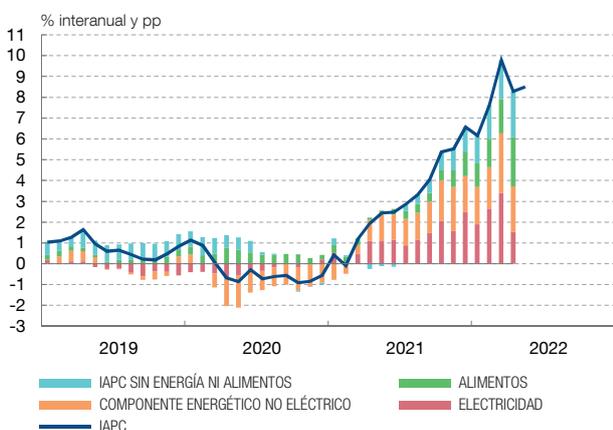
En el período transcurrido del segundo trimestre no se han introducido nuevas medidas con impacto significativo en las cuentas públicas, si bien se ha

⁸ En términos de Contabilidad Nacional y excluyendo CCLL.

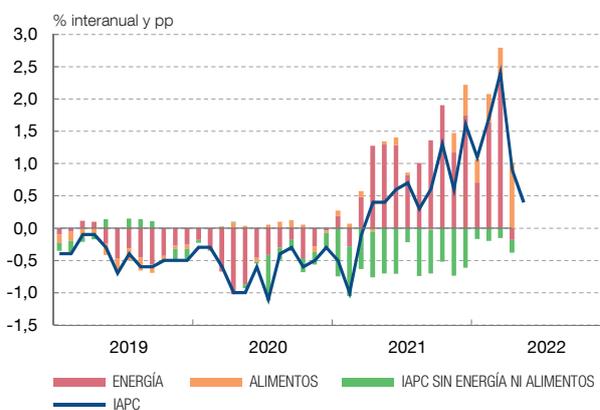
LA INFLACIÓN HA SEGUIDO AUMENTANDO EN LOS ÚLTIMOS MESES

La inflación general ha seguido aumentando en España en los últimos meses —de forma algo más intensa que en el conjunto de la UEM—, impulsada por el componente energético, pero también por la aceleración de los precios alimenticios y por el incremento de la inflación subyacente. El mayor encarecimiento de los productos energéticos en nuestro país revirtió en abril, influido por el descenso del precio de la electricidad y por el impacto de las medidas en respuesta a las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania.

1 INFLACIÓN EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES



2 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.



anunciado que algunas de las medidas de apoyo desplegadas en abril para contrarrestar los efectos adversos de la guerra en Ucrania se prolongarán hasta finales de septiembre⁹. Por otra parte, la Actualización del Programa de Estabilidad 2022-2025, publicada el pasado 29 de abril, mantiene la previsión de un déficit de las AAPP del 5 % del PIB en 2022 y contempla una reducción gradual de este de hasta el 2,9 % del PIB en 2025. Esta disminución del déficit vendría explicada, fundamentalmente, por el crecimiento previsto de la actividad. Por su parte, la Comisión Europea ha prolongado a 2023 la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

La senda de aceleración de los precios se ha prolongado en los últimos meses, impulsada por el componente energético, pero también por el coste de los alimentos y la inflación subyacente

En mayo, la tasa interanual del indicador adelantado del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó hasta el 8,5 % (véase gráfico 16.1). Según el Instituto Nacional de Estadística, esta evolución se explicaría principalmente por

⁹ Véase *Real Decreto-ley 6/2022*, de 29 de marzo. Las medidas aprobadas incluían una bonificación por litro de combustible repostado, reducciones en la imposición sobre la energía, el aumento del ingreso mínimo vital, la extensión del bono social eléctrico y un límite al aumento de los alquileres. Todo ello durante el período de abril a junio.

el incremento de los precios de los carburantes y de los alimentos y las bebidas no alcohólicas con respecto a mayo de 2021, en un contexto en el que, no obstante, se observó una reducción de los precios de la electricidad. En parte, esta evolución estaría influida por la introducción de diversas medidas recogidas en el Real Decreto-ley 6/2022, de 29 de marzo, en el marco del Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania.

La inflación subyacente, que excluye energía y alimentos, ha aumentado en los últimos meses, principalmente debido al incremento de los precios de los servicios. En particular, la inflación subyacente alcanzó el 3,4 % interanual en abril, frente al promedio del 2,6 % del primer trimestre. Por una parte, este repunte respondió a la aceleración de los precios de algunas partidas de bienes industriales no energéticos afectadas por los cuellos de botella a escala global —como vehículos, mobiliario y enseres, y productos para el mantenimiento y la reparación de la vivienda—. Por otra parte, en los últimos meses se ha intensificado la aceleración en los precios de los servicios relacionados con el turismo y la hostelería, desarrollo que podría reflejar una cierta traslación del encarecimiento de la energía y de los alimentos.

Aunque en la Unión Económica y Monetaria (UEM) la tasa de inflación alcanzó un máximo histórico en mayo, del 8,1%, España mantiene un diferencial positivo de inflación con respecto a la eurozona (véase gráfico 16.2). Esta brecha se debe, en gran medida, al mayor encarecimiento relativo de los precios energéticos y de los alimentos en nuestro país¹⁰. En cambio, la inflación subyacente ha evolucionado de forma muy similar en España y en el conjunto de la UEM en los últimos meses.

En este contexto, las perspectivas sobre la evolución futura de los precios están sometidas a una enorme incertidumbre¹¹. Si bien cabe esperar tasas de inflación elevadas en los próximos meses —dada una traslación parcial del encarecimiento de los insumos a los precios finales de los bienes y servicios de consumo—, las cotizaciones en los mercados de futuros de las materias primas y las medidas aprobadas por el Gobierno recientemente¹² —entre las que se encuentra un tope al coste del gas que se utiliza para la generación de la electricidad—¹³ apuntarían a una moderación de las presiones inflacionistas actuales a partir de la segunda mitad del año. No obstante, estas perspectivas se encuentran sometidas a considerables riesgos al alza, debido, fundamentalmente, a las potenciales

10 En España, la contribución de los precios energéticos ha sido mayor porque estos bienes tienen un peso más elevado en nuestra cesta de consumo y, además, porque los precios minoristas de la electricidad reaccionan a las variaciones de los precios mayoristas en mayor medida en nuestro país que en el promedio del área del euro.

11 Véase el recuadro 1, «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2021-2024)», de este Informe.

12 Véase Real Decreto-ley 10/2022, de 13 de mayo.

13 Véase el recuadro 4, «El impacto sobre la inflación del mecanismo de limitación del precio del gas en el mercado ibérico», de este Informe.

consecuencias adversas de la guerra y de las sanciones a Rusia sobre los mercados de materias primas, y a la posible materialización de efectos indirectos y de segunda vuelta significativos sobre la inflación¹⁴. En este sentido, cabe reseñar que, con datos hasta abril, los convenios colectivos firmados en nuestro país solo recogen un aumento moderado del incremento salarial pactado para 2022 —hasta el 2,4%, frente al 1,5% pactado para 2021—, si bien se aprecia un cierto repunte en la incidencia de las cláusulas de salvaguarda salarial —presentes en casi el 27% de los convenios, frente al 15,7% de 2021—.

Fecha de cierre: 6.6.2022.

Fecha de publicación: 10.6.2022.

14 Una parte de estos efectos depende de la traslación de costes a precios a través de márgenes empresariales, cuestión que se discute en el recuadro 3, «Evolución reciente de los márgenes empresariales en España», de este Informe.

Relación cronológica de los Artículos Analíticos correspondientes a este *Boletín Económico*.

CONSECUENCIAS ECONÓMICAS DE UN HIPOTÉTICO CIERRE COMERCIAL ENTRE RUSIA Y LA UNIÓN EUROPEA

Javier Quintana

Publicado el 31 de mayo de 2022

Una hipotética interrupción de las importaciones de materias primas energéticas procedentes de Rusia podría tener un impacto significativo sobre la economía española. La dificultad para sustituir dichos productos a corto plazo supondría una reducción en la oferta de energía y un agravamiento del actual episodio inflacionista, lo que implicaría, por ambas vías, un lastre para la actividad económica. En cualquier caso, dado que la dependencia con respecto de la energía rusa es menor en España que en el resto de las economías europeas, los efectos sobre nuestra economía serían notablemente más reducidos. Por último, el impacto se ve amplificado como consecuencia de la propagación de la perturbación a través de las cadenas globales de producción, que es particularmente pronunciado en determinados sectores de actividad. La interrupción de exportaciones o de las importaciones del resto de los bienes también tendría un impacto negativo sobre las economías europeas, aunque su efecto sería más limitado que en el caso de las materias primas energéticas.

LA RESPUESTA DE LA INVERSIÓN PRIVADA A UN INCREMENTO DE LA INVERSIÓN PÚBLICA

Mario Alloza, Danilo Leiva-León y Alberto Urtasun

Publicado el 25 de mayo de 2022

Desde la crisis de 2008, el peso de la inversión pública en el PIB ha disminuido significativamente tanto en España como en otros países del área del euro. Esta tendencia se ha detenido recientemente, debido a que, como respuesta a la crisis sanitaria, se ha impulsado este componente del gasto. Dicho componente se verá potenciado en nuestro país, además, por los fondos europeos recibidos en el marco del plan *Next Generation EU* (NGEU). El efecto de la inversión pública sobre la actividad económica dependerá, entre otros factores, de su efecto sobre la inversión privada, cuyo signo es, *a priori*, ambiguo. En este artículo se analiza la relación en el corto plazo entre inversión pública e inversión privada, para lo que se emplea la metodología de

vectores autorregresivos estructurales (SVAR, por sus siglas en inglés). Los resultados sugieren que, en término medio, incrementos en la inversión pública en España tienden a generar un efecto positivo sobre la inversión privada. En particular, un incremento de un 1 % en la inversión pública estaría asociado a un incremento de la misma magnitud en la inversión privada en el corto plazo. Este resultado resaltaría el peso que puede tener el NGEU en la evolución económica en los próximos años.

EL EFECTO DE LOS PLANES DE PENSIONES DE EMPRESA SOBRE EL AHORRO PRIVADO DE LOS HOGARES

Marina Gómez-García y Ernesto Villanueva

Publicado el 5 de mayo de 2022

Los planes de pensiones de empresa tienen un incentivo fiscal que puede, bien contribuir a que los partícipes aumenten su ahorro total, o bien, por el contrario, desplazar un ahorro que se habría materializado en otros vehículos financieros en ausencia de dicho incentivo. Este trabajo utiliza datos de la Encuesta Financiera de las Familias para aproximar el ahorro adicional generado por este tipo de planes. Para ello, se compara la situación financiera de los partícipes en planes de pensiones de empresa con la de un grupo de trabajadores que, sin disponer de dichos planes, tenían edades, niveles de cualificación y puestos de trabajo similares. Una vez se construye este grupo comparable, se observa que, en promedio, cada euro ahorrado en planes de pensiones de empresa aumentó el ahorro privado en torno a 66 céntimos. Esta es la ratio entre la diferencia en riqueza neta media de los partícipes y la del grupo comparable (13.600 euros) y la cantidad media acumulada en planes de pensiones (20.600 euros). Una vez se ajusta por el hecho de que las contribuciones están exentas de tributación, el ahorro adicional generado representa en torno a 31 céntimos por cada euro contribuido, obtenido como la ratio entre los 6.500 euros de diferencia en riqueza ajustada por el subsidio fiscal entre ambos grupos y la cuantía media acumulada en planes de pensiones de empresa.

EL EFECTO DE LAS TLTRO III EN EL BALANCE DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO ESPAÑOLAS

M.^a Carmen Castillo Lozoya, Enrique Esteban García-Escudero y M.^a Luisa Pérez Ortiz

Publicado el 27 de abril de 2022

El estallido de la crisis del COVID-19 motivó que el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo modificase las condiciones de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico III (TLTRO III, por sus siglas en inglés) con el objetivo de facilitar el flujo del crédito bancario a la economía real. Las nuevas condiciones favorecieron una participación sin precedentes, por parte de las entidades de crédito, en las operaciones de financiación del Eurosistema. En el

caso de España, todas las entidades participantes cumplieron con el objetivo de concesión de crédito elegible (es decir, a empresas y hogares, excepto para compra de vivienda) establecido para el período comprendido entre marzo de 2020 y marzo de 2021. Con el fin de conocer el impacto que ha tenido el gran volumen de liquidez inyectado a través de las TLTRO III en los balances de estas entidades, en este artículo se han identificado cuatro estrategias (concesión de crédito, mantenimiento de reservas en el Banco de España, adquisición de deuda pública y sustitución de financiación de mercado) que las entidades podrían poner en práctica tras solicitar fondos a través de las TLTRO III. Tras el análisis realizado se concluye que existe una relación significativa entre la participación en las TLTRO III y las estrategias de concesión de crédito elegible y mantenimiento de reservas.

EL COMPORTAMIENTO DE LA INVERSIÓN EN EQUIPO DURANTE LA PANDEMIA: EL PAPEL DE SU COMPOSICIÓN SECTORIAL

Matías Pacce

Publicado el 19 de abril de 2022

La crisis del COVID-19 ha tenido un impacto muy heterogéneo entre las distintas ramas productivas de la economía. Las menos afectadas han sido las que requieren menor contacto interpersonal y son menos intensivas en empleo, como la industria. Este hecho habría sido determinante para explicar el dinamismo observado en la inversión en bienes de equipo durante la actual crisis, ya que las ramas con mayor peso relativo en la inversión son las que, en general, han mostrado una mayor resiliencia. Además, el impulso hacia la digitalización y el comercio electrónico, dados los requerimientos de inversión en equipo asociados a su implementación, habrían ayudado a amortiguar la caída de este agregado en la actual crisis. Por otro lado, a diferencia de recesiones anteriores, las condiciones de financiación relativamente favorables habrían contribuido a que este factor no haya supuesto una limitación adicional para afrontar los proyectos de inversión planeados. Por último, también las Administraciones Públicas habrían desempeñado un papel relevante en el sostenimiento de la inversión en bienes de equipo en esta crisis. Por un lado, por el esfuerzo en digitalización que han realizado para continuar prestando servicios en un contexto de restricciones a la movilidad y, por otro, por la adquisición de equipo para hacer frente a la emergencia sanitaria.

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: ABRIL DE 2022

Álvaro Menéndez Pujadas y Maristela Mulino

Publicado el 12 de abril de 2022

De acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, durante el primer trimestre de 2022 los criterios de concesión de préstamos a las empresas se endurecieron,

tanto en España como en el conjunto del área del euro, en un contexto de mayor preocupación por los riesgos asociados al impacto tanto de la crisis energética como, más recientemente, de la guerra en Ucrania. En España no hubo cambios significativos de los criterios de concesión en los dos segmentos de financiación a los hogares. Las peticiones de préstamos habrían seguido aumentando moderadamente en las dos áreas, de forma casi generalizada por segmentos. Para el segundo trimestre, tanto en España como en la eurozona se anticipa una contracción de la oferta, que sería de mayor intensidad en la financiación a las empresas, en un contexto de mayor incertidumbre asociada a los efectos de la guerra en Ucrania. Por último, en cuanto a las medidas no convencionales de política monetaria del Banco Central Europeo, las entidades financieras prevén que los efectos favorables sobre su situación financiera y su política crediticia se vayan reduciendo en los próximos meses, revirtiendo su signo en algunos casos, en un contexto de progresiva normalización de la política monetaria.

Relación cronológica de las Notas Económicas correspondientes a este *Boletín Económico*.

ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD: SEGUNDO TRIMESTRE DE 2022

Alejandro Fernández y Mario Izquierdo

Publicada el 10 de junio de 2022

En el segundo trimestre de 2022, las empresas españolas perciben una evolución más dinámica de su facturación, tras el descenso de los tres primeros meses del año, aunque esta recuperación se queda por debajo de las expectativas formuladas hace tres meses. La reactivación está concentrada en ramas de servicios, como la hostelería y el transporte, beneficiadas por el fin de las restricciones asociadas a la pandemia. En cuanto a los precios y costes, las sociedades encuestadas siguen observando encarecimientos adicionales de sus consumos intermedios, aunque algo inferiores a los del trimestre anterior. Esta incipiente moderación se está registrando también en los precios de venta. Finalmente, un gran número de empresas indican que el aumento del coste de sus productos intermedios, fundamentalmente energéticos, es el principal canal por el que su actividad se está viendo afectada por la invasión rusa de Ucrania.

LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PARO EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2022, SEGÚN LA ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA

Isabel Soler y Mario Izquierdo

Publicada el 28 de abril de 2022

Según la Encuesta de Población Activa, el empleo mantuvo un elevado dinamismo en el primer trimestre del año, con un aumento interanual del 4,6 %, tras el 4,3 % del cuarto trimestre de 2021. En términos trimestrales desestacionalizados, el empleo avanzó un 1,1 %, una décima menos que en el trimestre pasado. Por ramas de actividad, en términos interanuales, el empleo se aceleró en la construcción y las ramas de servicios, mientras que mostró una moderación en la agricultura y la industria. La población activa repuntó en los tres primeros meses del año, con un incremento interanual del 1,7 %, lo que dio lugar a un aumento de la tasa de actividad de hasta el 58,5 %. Este repunte de la población activa moderó el ritmo de descenso interanual del desempleo, y la tasa de paro se situó en el 13,6 % de la población activa, 2,3 pp por debajo de la de hace un año.

SITUACIÓN MACROFINANCIERA DE TURQUÍA

Paula Sánchez Pastor

Publicada el 25 de abril de 2022

La evolución de la economía turca en la segunda mitad de 2021 y principios de 2022 ha estado muy influida por el desarrollo de la pandemia de COVID-19 y la aplicación de un marco de política económica que tiene por objetivo facilitar el ajuste de su posición exterior a través de un tipo de cambio más débil. Más recientemente, Turquía también se ha visto afectada por la invasión de Ucrania por parte de la Federación Rusa, debido a las exposiciones a esos países y su fuerte dependencia energética. Una política monetaria extraordinariamente laxa ha apoyado el mantenimiento de un fuerte dinamismo de la economía, pero también ha exacerbado algunos de sus principales desequilibrios preexistentes, lo que ha dado lugar a una fuerte depreciación del tipo de cambio y a una tasa de inflación muy alta. Todo ello en un contexto de cuantiosas necesidades de financiación exterior, elevado endeudamiento en moneda extranjera de las empresas no financieras y cada vez más del sector público, unas reservas internacionales de divisas reducidas y una alta dolarización de los depósitos bancarios, que se ha tratado de revertir con la introducción de una estrategia que busca aumentar el peso de la lira turca en la economía. La posición del sector bancario sigue siendo relativamente sólida y la ratio de préstamos de dudoso cobro ha disminuido, si bien algunos de sus indicadores han empeorado ligeramente, como las ratios de solvencia.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.), que pueden ser consultados en el Repositorio Institucional, en <https://repositorio.bde.es/>.

La mayor parte de estos documentos están disponibles en formato PDF y se pueden descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2022
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
CBE	Circular del Banco de España	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CCAA	Comunidades Autónomas	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CCLL	Corporaciones Locales	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CE	Comisión Europea	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OBS	Obra Benéfico-Social
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OM	Orden Ministerial
CNE	Contabilidad Nacional de España	OOAA	Organismos Autónomos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DEG	Derechos Especiales de Giro	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OSR	Otros Sectores Residentes
DGT	Dirección General de Tráfico	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EC	Entidades de crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (<i>Euro Overnight Index Average</i>)	PNB	Producto Nacional Bruto
EPA	Encuesta de Población Activa	RD	Real Decreto
Euribor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>)	RM	Resto del Mundo
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SME	Sistema Monetario Europeo
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEP	Fondo Europeo de Pesca	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FFPP	Fondos de Pensiones	UE	Unión Europea
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FMI	Fondo Monetario Internacional	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UEM	Unión Económica y Monetaria
FSE	Fondo Social Europeo	VNA	Variación Neta de Activos
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNP	Variación Neta de Pasivos
ICO	Instituto de Crédito Oficial		

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (leva búlgara)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	HRK (kuna croata)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forinto húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (esloti polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T _j ⁱ	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m _j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.