

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

La economía de la zona del euro continúa recuperándose y el mercado de trabajo sigue mejorando, con la ayuda del amplio apoyo de las políticas. No obstante, es probable que el crecimiento siga siendo débil en el primer trimestre de 2022 debido a que la actual ola de la pandemia continúa afectando negativamente a la actividad económica. La escasez de materiales, equipos y mano de obra continúa frenando la producción en algunos sectores. Los altos costes de la energía están perjudicando las rentas de los hogares de la zona del euro y los beneficios de las empresas, y es probable que moderen el gasto. Sin embargo, el efecto sobre la economía de cada ola de la pandemia es cada vez menor y los factores que están conteniendo la producción y el consumo deberían reducirse gradualmente, lo que permitirá que la economía vuelva a experimentar un fuerte repunte a lo largo del año.

La inflación ha aumentado de forma acusada en los últimos meses y ha dado una nueva sorpresa al alza en enero, debido principalmente al encarecimiento de los costes de la energía, que están presionando al alza los precios de los bienes y servicios en muchos sectores, y a la subida de los precios de los alimentos. Es probable que la inflación siga siendo elevada durante más tiempo de lo esperado anteriormente, pero que disminuya a lo largo de este año.

En consecuencia, el Consejo de Gobierno confirmó las decisiones adoptadas en su reunión de política monetaria de diciembre. Por tanto, continuará reduciendo escalonadamente el ritmo de sus compras de activos durante los próximos trimestres y pondrá fin a las compras netas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) a final de marzo. En vista de la actual incertidumbre, el Consejo de Gobierno necesitará más que nunca mantener la flexibilidad y las opciones abiertas en la ejecución de la política monetaria. Asimismo, está preparado para ajustar todos sus instrumentos, según proceda, para asegurar que la inflación se estabilice en el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo.

Actividad económica

La actividad económica mundial siguió mostrando capacidad de resistencia en el cuarto trimestre del año pasado. Los datos de las encuestas de opinión indican un crecimiento económico vigoroso a finales de 2021, aunque el avance del comercio se mantuvo contenido. Los cuellos de botella en la oferta mostraron signos incipientes de mejora. Sin embargo, la aparición de la variante ómicron del coronavirus (COVID-19) y las posibles bajas laborales relacionadas con la pandemia

podrían traducirse en nuevas disruptpciones en las cadenas de suministro y plantear riesgos para la actividad económica mundial a corto plazo. La inflación mundial continuó aumentando, reflejo de las subidas de los precios de la energía y de la generalización de las presiones inflacionistas en los distintos sectores. Se espera que estas presiones disminuyan a escala global a lo largo de 2022, puesto que se prevé una moderación de los precios energéticos.

El crecimiento económico de la zona del euro disminuyó hasta el 0,3 %, en términos intertrimestrales, en el último trimestre del año pasado. No obstante, el producto recuperó su nivel prepandemia a finales de 2021. Es probable que la actividad económica y la demanda se mantengan contenidas en la primera parte de este año por distintos motivos. En primer lugar, las medidas de contención de la pandemia están afectando a los servicios de consumo, especialmente en los sectores de viajes, turismo, hostelería y entretenimiento. Aunque las tasas de contagio siguen siendo muy elevadas, el impacto de la pandemia en la vida económica está resultando ahora menos dañino. En segundo lugar, los altos precios energéticos están reduciendo el poder adquisitivo de los hogares y los beneficios de las empresas, lo que restringe el consumo y la inversión. Y, en tercer lugar, la escasez de equipos, materiales y mano de obra en algunos sectores continúa frenando la producción de bienes manufacturados, causando retrasos en la construcción y ralentizando la recuperación en algunas partes del sector servicios. Aunque hay señales de que estos cuellos de botella podrían estar empezando a disminuir, aún persistirán durante algún tiempo.

A más largo plazo, el crecimiento debería repuntar con fuerza en la zona del euro a lo largo de 2022, impulsado por la fortaleza de la demanda interna. A medida que el mercado de trabajo continúe mejorando, con más personas empleadas y menos trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo, los hogares deberían disponer de mayores ingresos y gastar más. La recuperación mundial y el apoyo continuado de las políticas monetaria y fiscal también contribuyen a estas perspectivas favorables. Unas medidas de política fiscal bien enfocadas que promuevan la productividad y reformas estructurales, adaptadas a las condiciones de los distintos países de la zona del euro, siguen siendo fundamentales para complementar la política monetaria con eficacia.

Inflación

La inflación de la zona del euro aumentó hasta el 5,1 % en enero de 2022, desde el 5,0 % de diciembre de 2021, y es probable que siga siendo alta a corto plazo. Los precios de la energía continúan siendo la principal causa de la elevada tasa de inflación. Su impacto directo supuso más de la mitad de la inflación general en enero, y los costes de la energía también están presionando al alza los precios de los bienes y servicios en muchos sectores. Los precios de los alimentos también han aumentado, debido a factores estacionales, a los elevados costes de transporte y al encarecimiento de los fertilizantes. Asimismo, las subidas de precios son ahora más generalizadas, y las de una amplia gama de bienes y servicios han sido notables. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han aumentado

en los últimos meses, aunque la influencia de factores de naturaleza temporal relacionados con la pandemia hace que la persistencia de esos aumentos siga siendo incierta. Los indicadores de mercado apuntan a una moderación de la dinámica de los precios de la energía en el transcurso de 2022 y las presiones inflacionistas derivadas de los cuellos de botella en la oferta mundial también deberían disminuir.

Las condiciones del mercado de trabajo continúan mejorando, aunque el crecimiento de los salarios sigue contenido en general. Con el tiempo, el retorno de la economía a la plena capacidad debería contribuir a un crecimiento más rápido de los salarios. Los indicadores de mercado relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido prácticamente estables en niveles justo por debajo del 2 % desde la anterior reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de diciembre. Los indicadores de opinión más recientes la sitúan en torno al 2 %. Estos factores también seguirán contribuyendo a la inflación subyacente y ayudarán a que la inflación general se sitúe de forma duradera en el objetivo del BCE del 2 %.

Evaluación de riesgos

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro están, en general, equilibrados a medio plazo. La economía podría evolucionar mucho mejor de lo previsto si la confianza de los hogares aumenta y ahorran menos de lo esperado. En cambio, aunque las incertidumbres relacionadas con la pandemia han remitido ligeramente, las tensiones geopolíticas se han incrementado. Asimismo, unos costes persistentemente elevados de la energía podrían frenar el consumo y la inversión más de lo esperado. El ritmo de resolución de los cuellos de botella en la oferta constituye un riesgo adicional para las perspectivas de crecimiento e inflación. En comparación con las expectativas del Consejo de Gobierno de diciembre, los riesgos para las perspectivas de inflación apuntan al alza, especialmente a corto plazo. Si las presiones inflacionistas se tradujeran en subidas salariales mayores de lo previsto o la economía volviera a operar a plena capacidad con mayor rapidez, la inflación podría situarse en niveles más elevados.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado han aumentado desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2021. Sin embargo, hasta el momento, los costes de financiación de las entidades de crédito se han mantenido contenidos. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas y a los hogares permanecen en mínimos históricos y las condiciones de financiación de la economía continúan siendo favorables. El crédito a las empresas se ha recuperado en todos los plazos. La fuerte demanda de hipotecas está sosteniendo los préstamos a los hogares. Las entidades de crédito son ahora tan rentables como antes de la pandemia y sus balances siguen siendo sólidos.

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro más reciente, la demanda de préstamos de las empresas aumentó de forma notable en el último trimestre de 2021, debido a la mayor necesidad de capital circulante derivada de los cuellos de botella en la oferta y al incremento de la financiación de inversiones a más largo plazo. Asimismo, las entidades de crédito continúan teniendo una visión en general optimista de los riesgos de crédito, debido principalmente a su valoración favorable de las perspectivas económicas.

Decisiones de política monetaria

En consecuencia, en este contexto, en su reunión de política monetaria de febrero el Consejo de Gobierno confirmó las decisiones adoptadas en su anterior reunión de diciembre.

En el primer trimestre de 2022, el Consejo de Gobierno está realizando compras netas de activos en el marco del PEPP a un ritmo inferior al del trimestre anterior. Pondrá fin a las compras netas de activos en el marco del PEPP a final de marzo de 2022.

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

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

En línea con la reducción escalonada de las compras de activos decidida en diciembre de 2021 y para asegurar que la orientación de la política monetaria siga siendo coherente con la estabilización de la inflación en el objetivo del Consejo de Gobierno a medio plazo, las compras netas mensuales en el marco del programa de compras de activos (APP) tendrán un importe de 40.000 millones de euros en el segundo trimestre de 2022 y de 30.000 millones de euros en el tercer trimestre. A

partir de octubre, el Consejo de Gobierno mantendrá las compras netas de activos en el marco del APP a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de sus tipos de interés oficiales. El Consejo de Gobierno espera que las compras netas finalicen poco antes de que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE.

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

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

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

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

1

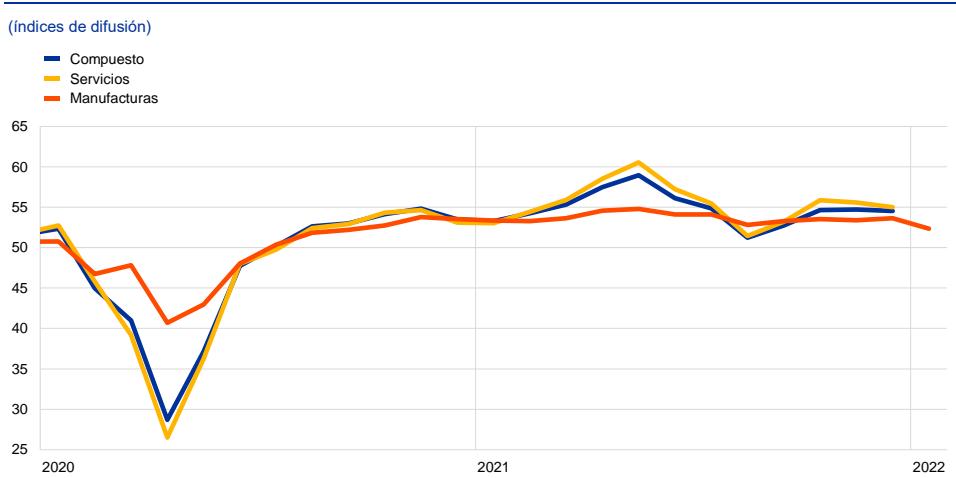
Entorno exterior

La actividad económica mundial siguió mostrando capacidad de resistencia en el cuarto trimestre del año pasado. Los datos de las encuestas de opinión indican un crecimiento económico vigoroso a finales de 2021, aunque el avance del comercio se mantuvo contenido. Los cuellos de botella en la oferta mostraron signos incipientes de mejora. Sin embargo, la aparición de la variante ómicron y las posibles bajas laborales relacionadas con la pandemia entrañan riesgos de nuevas disrupciones en las cadenas de suministro y para la actividad económica global en el corto plazo. La inflación mundial continuó aumentando, reflejo de las subidas de los precios de la energía y de la generalización de las presiones inflacionistas en los distintos sectores. Se espera que estas presiones disminuyan a escala global a lo largo de 2022, puesto que se prevé una moderación de los precios energéticos.

El crecimiento económico mundial continuó siendo vigoroso en el cuarto trimestre de 2021. El índice de directores de compras (PMI) de actividad compuesta global (excluida la zona del euro) permaneció estable y por encima de su media de largo plazo en el cuarto trimestre de 2021, como reflejo de la firmeza de la demanda (gráfico 1). No obstante, la irrupción de la variante ómicron y su mayor transmisibilidad comenzaron a hacer mella en el sector servicios en economías importantes, incluido el Reino Unido, en diciembre. Dado que las medidas de contención del coronavirus (COVID-19) se endurecieron de manera considerable en muchos países hacia finales de año, se espera una desaceleración transitoria de la actividad económica para el primer trimestre de 2022, como ya apunta la caída del índice PMI de manufacturas en enero.

Gráfico 1

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



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2021 (índices compuesto y de servicios) y a enero de 2022 (índice de manufacturas).

Los cuellos de botella en la oferta mundial muestran signos incipientes de mejora en un entorno de mayor incertidumbre como consecuencia de la

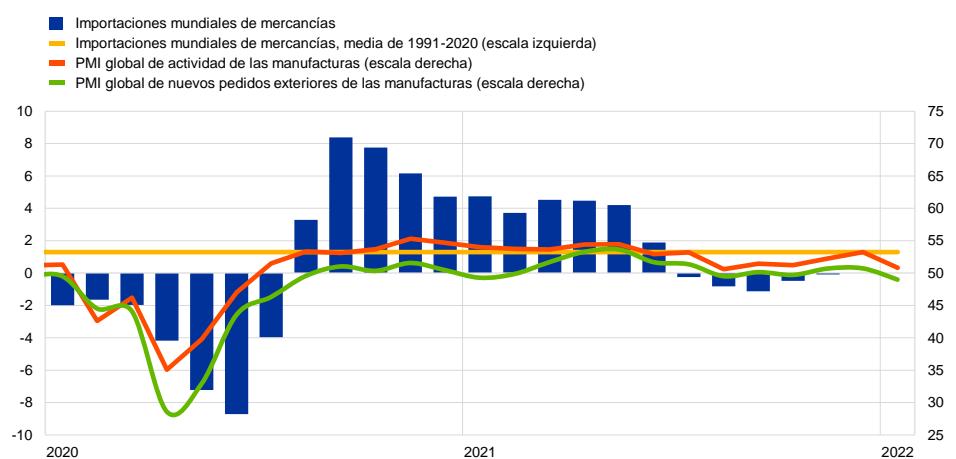
evolución de la pandemia. Los plazos de entrega de los proveedores mejoraron a escala global en noviembre y diciembre. No obstante, parte de esa mejora se revirtió en enero, y dichos plazos permanecen próximos a los valores extremos observados durante el confinamiento mundial en el segundo trimestre de 2020. Los costes de transporte en determinadas rutas comerciales principales están disminuyendo, y la producción mundial de automóviles se recuperó levemente en el cuarto trimestre de 2021. Sin embargo, la irrupción de la variante ómicron, muy contagiosa, y las consiguientes perspectivas de bajas laborales relacionadas con el coronavirus en un contexto de mercados de trabajo ya tensionados entrañan un riesgo de que las restricciones de oferta puedan reintensificarse a corto plazo.

El crecimiento del comercio mundial se mantiene contenido. Pese a que la tasa de crecimiento intermensual de las importaciones reales mundiales de mercancías (excluida la zona del euro) aumentó en noviembre, el ritmo de expansión del comercio mundial sigue siendo débil. Por otra parte, el PMI global (excluida la zona del euro) de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas volvió a caer a terreno contractivo en enero de 2022, lo que apunta a un tímido avance del comercio mundial a principios de este año (gráfico 2).

Gráfico 2

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

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



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

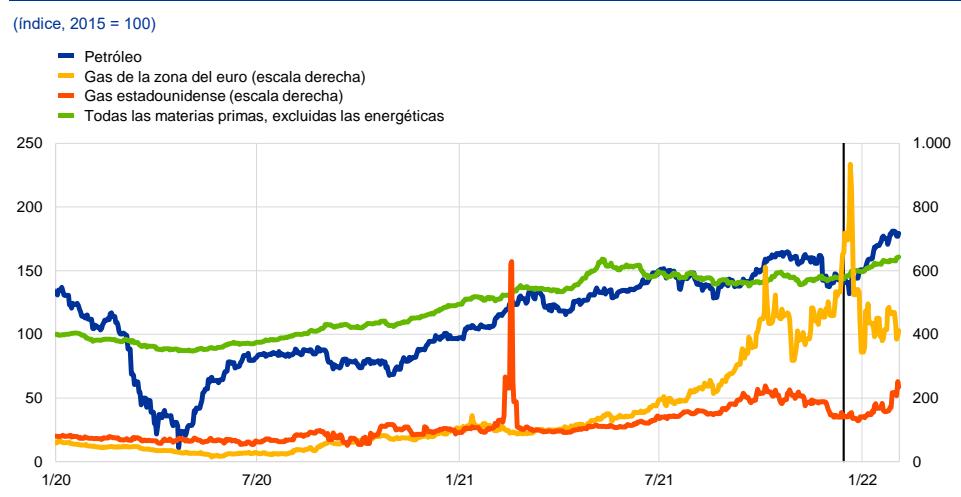
Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2021 (importaciones mundiales de mercancías) y a enero de 2022 (PMI).

Las presiones inflacionistas globales continuaron siendo intensas en

noviembre. Ese mes, la inflación interanual medida por los precios de consumo aumentó hasta situarse en el 5,8 % en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Aunque la tasa de variación de los precios de la energía alcanzó el nivel más alto observado en las cuatro últimas décadas, la inflación sin energía y alimentos también creció hasta el 3,8 % en noviembre, frente al 3,2 % del mes anterior. De cara al futuro, se espera que las presiones inflacionistas globales disminuyan a lo largo del año, puesto que se prevé una moderación de los precios energéticos desde sus elevadas cotas actuales.

Los precios del petróleo aumentaron debido a factores tanto de demanda como de oferta. Desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, los precios de esta materia prima han repuntado un 28 %, ya que parece que los mercados de crudo reflejan el optimismo general de que la variante ómicron no afectará a la demanda mundial de petróleo tanto como se temía inicialmente. Por el lado de la oferta, el grupo de países que integran la OPEP+ no alcanzó sus objetivos de producción en diciembre y, según la agencia gubernamental estadounidense Energy Information Administration¹, es improbable que cumpla su objetivo para 2022 en vista de las dificultades que algunos países están teniendo para recuperar la capacidad que quedó ociosa. Las materias primas no energéticas también se han encarecido desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre como consecuencia del aumento de los precios tanto de los metales (+13 %) como de los alimentos (+6 %) (gráfico 3).

Gráfico 3
Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg, HWI y cálculos del BCE.

Notas: «Gas de la zona del euro» se refiere al precio del gas en el mercado TTF holandés, mientras que «Gas estadounidense» hace referencia al precio al contado del gas natural de Henry Hub. La línea vertical de color gris marca la fecha de la reunión del Consejo de Gobierno en diciembre de 2021. La última observación corresponde al 3 de febrero de 2022.

En Estados Unidos, la actividad económica continuó siendo sólida, con un aumento de los riesgos a corto plazo para las perspectivas como consecuencia del empeoramiento de la pandemia. El crecimiento del PIB anualizado se incrementó hasta el 6,9 % en el cuarto trimestre de 2021, impulsado, en parte, por un fuerte aumento de las existencias. Además, el consumo privado se aceleró hasta superar el ritmo de expansión observado antes de la pandemia, favorecido, sobre todo, por los servicios. No obstante, se espera que la aparición de la variante ómicron afecte a este sector, aunque se cree que su impacto se limitará, en gran medida, al primer trimestre de 2022. Mientras tanto, el mercado de trabajo sigue tensionado ante la escasez de mano de obra, lo que se ha traducido en una intensificación de las presiones salariales. La inflación general interanual medida por los precios de consumo aumentó hasta el 7 % en diciembre, su nivel más alto desde 1982. Los precios energéticos continúan siendo un importante factor

¹ Véase «[Short-term Energy Outlook](#)», U.S. Energy Administration, 8 de febrero de 2022.

determinante de la inflación, aunque los persistentes cuellos de botella en la oferta también siguen contribuyendo al ascenso de los precios. Ante las tensiones en el mercado de trabajo y la elevada inflación, la Reserva Federal señaló una orientación más restrictiva de su política monetaria en su reunión de diciembre. El ritmo de reducción de las compras mensuales de activos se aceleró a partir de enero de 2022, y se espera que los tipos de interés suban en algún momento de este año. En cuanto a la política fiscal, la ley para la recuperación (*Build Back Better Act*) sufrió un revés, ya que el proyecto de ley lleva paralizado en el Senado desde noviembre, y se cree que el impulso fiscal al crecimiento va a desaparecer mucho más rápidamente de lo que se había previsto.

En Japón, la recuperación económica se reanudó en el último trimestre de 2021. Tras la contracción observada en el verano del pasado año, la actividad económica se mantuvo firme en el cuarto trimestre, respaldada fundamentalmente por la demanda embalsada. Las manufacturas registraron un repunte significativo a finales de 2021, que obedece en parte al aumento de la producción en el sector del automóvil. Aunque se espera que la recuperación continúe en el primer trimestre de 2022, la irrupción de ómicron ha traído consigo nuevos factores adversos para el crecimiento. Los índices PMI bajaron ligeramente en diciembre tanto para las manufacturas como para los servicios, lo que podría indicar cierta moderación de la recuperación ante la persistencia de presiones de oferta y la preocupación por la propagación de la nueva variante.

En el Reino Unido, la actividad económica se recuperó, pero se espera que permanezca contenida en el cuarto trimestre. El PIB real superó su nivel previo a la pandemia por primera vez en noviembre, favorecido por el creciente dinamismo en todos los sectores. Las manufacturas y la construcción repuntaron, ya que a las empresas les resultó más fácil conseguir materias primas y las disrupciones en las cadenas de suministro empezaron a atenuarse. Se espera que las cifras de producción de diciembre vuelvan a mostrar un retroceso a causa de la variante ómicron, así que es probable que el ritmo de recuperación siga siendo débil en el cuarto trimestre. Por otra parte, la inflación aumentó de nuevo en diciembre. La inflación interanual medida por los precios de consumo se incrementó hasta el 5,4 % en diciembre, desde el 5,1 % observado en noviembre. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, también creció hasta el 4,2 % en diciembre, frente al 4 % del mes anterior. Las presiones inflacionistas se han generalizado en la mayoría de los sectores y se espera que sigan siendo sostenidas en los próximos meses. El Banco de Inglaterra subió su tipo de interés oficial del 0,1 % al 0,25 % en la reunión de su Comité de Política Monetaria celebrada en diciembre, al tener en consideración el creciente tensionamiento del mercado de trabajo y los indicios de una mayor persistencia de las presiones inflacionistas de origen interno.

En China, la actividad económica sigue mostrando un escaso dinamismo. En el cuarto trimestre del pasado año, el PIB de este país creció un 1,6 % (en tasa intertrimestral), con lo que su tasa de crecimiento interanual fue del 8,1 % en 2021. Sin embargo, los indicadores mensuales apuntan a una desaceleración de la actividad económica. Las ventas minoristas siguieron en niveles moderados hacia el final del año, lo que pone de manifiesto lo complicado que es que el consumo

retorne a sus niveles previos a la pandemia con la estricta estrategia de contención del COVID-19 aplicada en China. Las turbulencias registradas en el sector inmobiliario residencial del país asiático continuaron a finales de 2021: el crecimiento de las ventas de inmuebles residenciales siguió siendo negativo en diciembre y los precios de la vivienda volvieron a bajar. La aparición de la variante ómicron entraña riesgos para el crecimiento a corto plazo. Si una intensificación de la pandemia disparara las tasas de contagio, la política de «COVID cero» china podría dar lugar a medidas de contención considerablemente más estrictas, lo que lastraría aún más la actividad económica.

2

Evolución financiera

Desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2021, los mercados financieros mundiales han reflejado, principalmente, mayores expectativas de endurecimiento de la política monetaria a escala mundial. Como consecuencia, la pendiente de la curva forward del tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) ha seguido aumentando, lo que ha adelantado la fecha esperada de la primera subida de los tipos de interés a agosto de 2022 e indica que los mercados también esperan que el ritmo de normalización de tipos se acelere después de dicha primera subida. Asimismo, los tipos de interés nominales libres de riesgo a largo plazo —y, con ellos, los rendimientos de la deuda soberana— se incrementaron durante el período analizado. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras bajaron en general, mientras que los diferenciales de los valores de renta fija privada apenas variaron. Al comienzo del período de referencia, las cotizaciones se sustentaron en la menor preocupación por las consecuencias económicas de la variante ómicron del coronavirus (COVID-19). Sin embargo, las presiones sostenidas causadas por el incremento de los tipos de descuento y, en particular, la creciente inquietud acerca de los riesgos geopolíticos emergentes se tradujeron en descensos acusados de los precios de las acciones hacia el final del período considerado. El tipo de cambio efectivo del euro se depreció.

El tipo de interés de referencia €STR se situó, en promedio, en –58 puntos básicos durante el período analizado. El exceso de liquidez se incrementó en unos 143 mm de euros y se situó en 4.520 mm de euros, como consecuencia, principalmente, del aumento de alrededor de 87 mm de euros² registrado en los valores mantenidos con fines de política monetaria en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia y del programa de compras de activos, así como de los 51,97 mm de euros adjudicados en la décima operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) el 22 de diciembre de 2021. Este crecimiento del exceso de liquidez se vio limitado de forma sustancial por los reembolsos anticipados de financiación obtenida en las operaciones TLTRO III anteriores, que ascendieron a 60,21 mm de euros.

La curva forward del €STR se ha desplazado considerablemente al alza con respecto a su posición justo antes de la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, lo que sugiere una revisión significativa de las expectativas de subida de los tipos de interés por parte de los participantes en los mercados³.

La curva forward de OIS (*overnight index swap*) basada en el €STR se ha desplazado notablemente al alza desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, como reflejo de la menor preocupación por el impacto económico de la

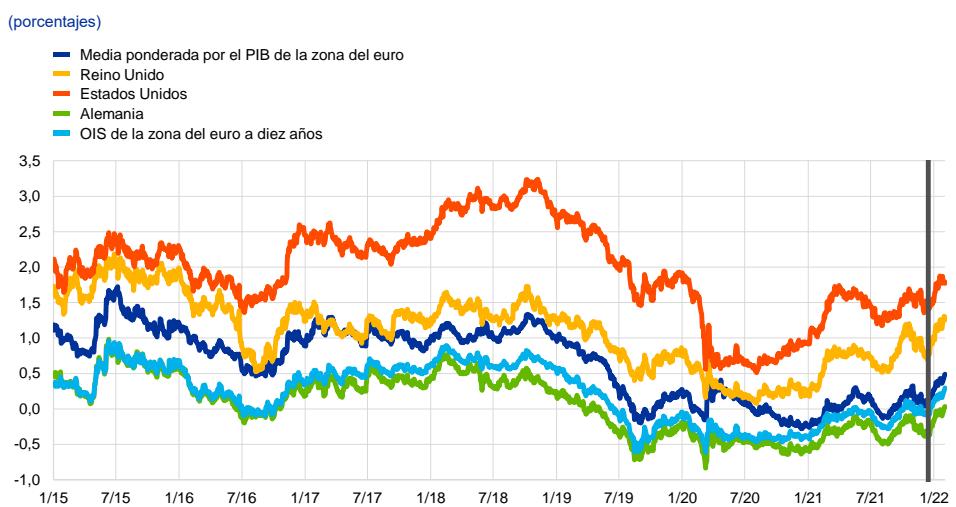
² Desde la semana que finalizó el 17 de diciembre de 2021 hasta la que terminó el 4 de febrero de 2022.

³ A partir de ahora se elaborará la curva forward de OIS basada en el €STR en lugar de la curva forward de OIS basada en el eonia. El motivo es que el eonia dejó de aplicarse el 3 de enero de 2022, dado que ya no cumplía la normativa sobre tipos de interés de referencia. Las dos curvas forward de OIS estaban vinculadas automáticamente, puesto que, desde el 2 de octubre de 2019, el eonia se calculaba sumando un diferencial fijo de 8,5 puntos básicos al €STR. Véase el recuadro titulado «Adiós eonia, hola €STR», Boletín Económico, número 7, BCE, 2019.

variante ómicron y del hecho de que los participantes en los mercados descuentan cada vez más un endurecimiento de la política monetaria a escala global, en particular en Estados Unidos. En conjunto, la fecha de la primera subida (*lift-off*) de los tipos de interés implícita en los mercados —definida como el momento en el que la curva *forward* del €STR supera el nivel actual del €STR más diez puntos básicos— se ha adelantado al tercer trimestre de 2022 desde finales de 2022, que era la fecha que se descontaba cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo se incrementaron, siguiendo en términos generales la evolución de los tipos de interés nominales libres de riesgo (gráfico 4). Durante el período analizado, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el de la deuda soberana alemana al mismo plazo aumentaron 41 puntos básicos y 38 puntos básicos, hasta situarse en el 0,49 % y el 0,04 %, respectivamente. En ese mismo período, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos subió 35 puntos básicos y se situó en el 1,77 %, mientras que el de la deuda equivalente en el Reino Unido se incrementó 50 puntos básicos, hasta el 1,26 %.

Gráfico 4
Rendimientos de la deuda soberana a diez años



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (16 de diciembre de 2021). Las últimas observaciones corresponden al 2 de febrero de 2022.

Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos OIS apenas variaron. El diferencial de la deuda soberana a diez años de Alemania prácticamente no experimentó cambios, y se situó en el -0,26 % al final del período de referencia. Los diferenciales de la deuda soberana francesa y española al mismo plazo también fluctuaron dentro de una banda muy estrecha y se ampliaron en 7 puntos básicos y 3 puntos básicos, hasta el 0,16 % y el 0,5 %, respectivamente, y el diferencial de la deuda soberana de Italia se incrementó 7 puntos básicos. En conjunto, las variaciones de los diferenciales medios de la deuda soberana en relación con los tipos de interés libres de riesgo fueron limitadas, como también se reflejó en el diferencial soberano a diez años

agregado de la zona del euro ponderado por el PIB, que experimentó un alza de solo 4 puntos básicos y se situó en el 0,20 %. Este movimiento global limitado puede obedecer a cierta mejora de la percepción de riesgo en un entorno de menor preocupación por la variante ómicron.

Después de subir de forma transitoria, los precios de las acciones de las sociedades no financieras bajaron en general durante el período analizado, debido probablemente a las presiones derivadas del aumento de los tipos de descuento y a los crecientes riesgos geopolíticos. Al comienzo del período de referencia, las cotizaciones se sustentaron en la menor preocupación por las consecuencias económicas de la variante ómicron, dado que el descenso de las primas de riesgo de las acciones compensó el lastre que suponía la subida de los tipos de descuento ante las expectativas de endurecimiento de la política monetaria a escala global. Sin embargo, hacia el final del período considerado, las cotizaciones registraron caídas pronunciadas como consecuencia de las presiones sostenidas causadas por el aumento de los tipos de descuento y, en particular, la creciente inquietud acerca de los riesgos geopolíticos en el contexto de la crisis de Ucrania. Con este trasfondo, los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos cayeron un 1,8 % y un 3 %, respectivamente. Las cotizaciones del sector bancario en este último país retrocedieron un 2,2 %, mientras que, en la zona del euro, crecieron un 11,8 %. Es probable que esta evolución refleje las variaciones de la pendiente de la curva de rendimientos a ambos lados del Atlántico, que se aplano en Estados Unidos y se acentuó en la zona del euro.

Los diferenciales de los valores de renta fija del sector financiero y de las sociedades no financieras apenas variaron durante el período de referencia.

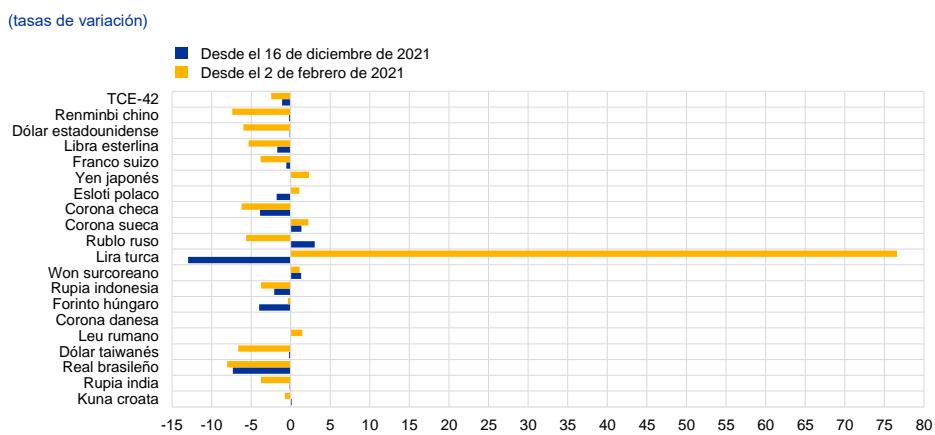
Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras con calificación de grado de inversión se redujeron 2 puntos básicos y alcanzaron los 44 puntos básicos. Los diferenciales de la deuda del sector financiero también fluctuaron dentro de una banda muy estrecha y aumentaron 2 puntos básicos, hasta llegar a 57 puntos básicos. Si bien los diferenciales de los valores de renta fija privada podrían haberse visto afectados por las subidas de los tipos de interés, parece que han continuado resistiendo, lo que refleja los positivos fundamentos del crédito y las compras realizadas por el BCE.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro siguió depreciándose (gráfico 5), como resultado de una pérdida generalizada de valor frente a varias de las principales monedas. Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 1,1 %. Con respecto a las monedas principales, el euro se debilitó solo muy ligeramente frente al dólar estadounidense (0,1 %) y el renminbi chino (0,2 %), mientras que perdió algo más de valor frente a la libra esterlina (1,7 %) y el franco suizo (0,6 %). Al mismo tiempo, el euro se depreció considerablemente frente a las monedas de algunas de las grandes economías emergentes —sobre todo el real brasileño (7,3 %) y la lira turca (13 %)—, que recuperaron parte de sus pérdidas

anteriores, así como frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico 5

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



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 2 de febrero de 2022.

3

Actividad económica

Tras dos trimestres de crecimiento fuerte, el PIB real de la zona del euro se desaceleró en el último trimestre de 2021, pese a lo cual alcanzó su nivel previo a la pandemia a finales de año. Es probable que la actividad económica y la demanda se mantengan contenidas en la primera parte de 2022 por distintos motivos. En primer lugar, las medidas de contención están afectando a los servicios de consumo, sobre todo a los que requieren mayor interacción social. Con todo, aunque las tasas de contagio siguen siendo muy elevadas, el impacto de la pandemia en la vida económica está resultando ahora menos dañino. En segundo lugar, los altos precios energéticos están reduciendo el poder adquisitivo de los hogares y los beneficios de las empresas, lo que restringe el consumo y la inversión. Y, en tercer lugar, la escasez de equipos, materiales y mano de obra en algunos sectores continúa frenando la producción de bienes manufacturados, causando retrasos en la construcción y ralentizando la recuperación en algunas partes del sector servicios. Aunque hay señales de que estos cuellos de botella podrían estar empezando a disminuir, aún persistirán durante algún tiempo.

A más largo plazo, el crecimiento debería repuntar con fuerza a lo largo de 2022, impulsado por la fortaleza de la demanda interna. A medida que el mercado de trabajo continúe mejorando, con más personas empleadas y menos trabajadores acogidos todavía a programas de mantenimiento del empleo, los hogares deberían disponer de mayores ingresos y gastar con más libertad. La recuperación mundial y el apoyo continuado de las políticas monetaria y fiscal también contribuyen a estas perspectivas favorables. Unas medidas de política fiscal bien enfocadas que promuevan la productividad y reformas estructurales, adaptadas a las condiciones de los distintos países de la zona del euro, siguen siendo fundamentales para complementar la política monetaria del BCE con eficacia.

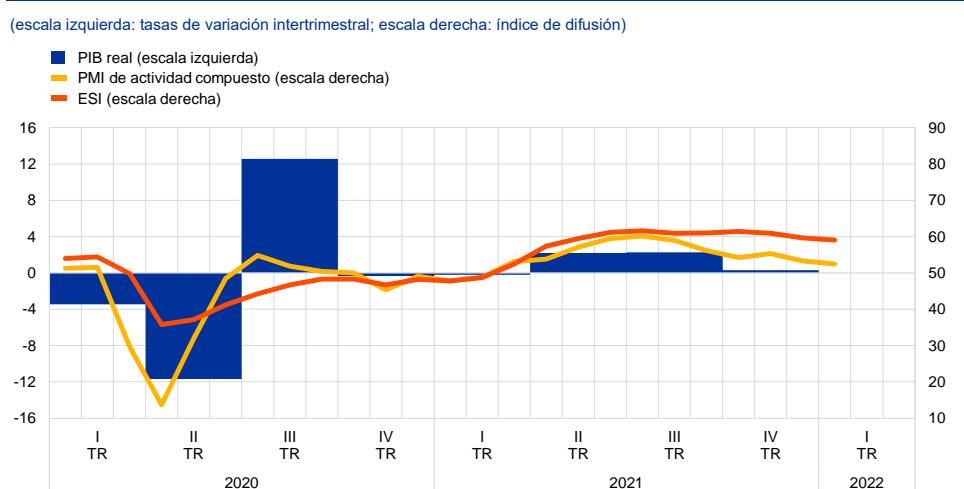
Se sigue considerando que los riesgos para las perspectivas económicas están, en general, equilibrados a medio plazo. La economía podría evolucionar mejor de lo previsto si la confianza de los hogares aumenta y estos ahorrán menos de lo esperado. En cambio, aunque las incertidumbres relacionadas con la pandemia han remitido ligeramente, las tensiones geopolíticas se han incrementado. Asimismo, unos costes persistentemente elevados de la energía podrían frenar el consumo y la inversión más de lo esperado. El ritmo de resolución de los cuellos de botella en la oferta constituye un riesgo adicional para las perspectivas de crecimiento.

Tras dos trimestres de crecimiento fuerte, el PIB real de la zona del euro se desaceleró en el último trimestre de 2021. La actividad económica creció un 0,3 % en el cuarto trimestre del año pasado, lo que representa una clara desaceleración con respecto a los dos trimestres anteriores (gráfico 6). Con el último incremento del producto, el PIB se sitúa ahora a la par del nivel registrado antes de la pandemia, en el cuarto trimestre de 2019. Además, el efecto arrastre sobre el

crecimiento en 2022 se cifra en el 1,9 %⁴. Aún no se dispone de información desglosada, pero los indicadores coyunturales y los datos nacionales publicados sugieren que la demanda interna contribuyó de forma positiva al crecimiento, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue prácticamente neutral. En conjunto, las estimaciones actuales indican que el PIB habría aumentado un 5,2 % en 2021, tras registrar una caída del 6,4 % en 2020.

Gráfico 6

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



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea se normaliza y reescaliza para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés). Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2021 para el PIB real y a enero de 2022 para el PMI y el ESI.

Los indicadores económicos apuntan a que el PIB crecerá a un ritmo sostenido, aunque lento, en el primer trimestre de este año y que después volverá a cobrar impulso. La desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre del año pasado y las expectativas de continuación de un crecimiento contenido en el primer trimestre están en consonancia con las nuevas restricciones impuestas a raíz de la rápida propagación de la variante ómicron del coronavirus. Aunque el impacto de esta situación se ha dejado sentir sobre todo en los servicios, la actividad en las manufacturas y en la construcción continúa viéndose afectada por la escasez de equipos, materiales y mano de obra. Además, los altos costes de la energía están teniendo un efecto adverso en el poder adquisitivo de los hogares y constituyen un nuevo lastre para el consumo privado y la actividad económica⁵. Las empresas que operan en el sector no financiero, corroboran, en líneas generales, esta narrativa global sobre las perspectivas a corto plazo, pero siguen siendo optimistas sobre la evolución futura de la demanda ([recuadro 6](#)).

En cuanto a los datos mensuales más recientes, la producción industrial aumentó un 2,3 %, en tasa intermensual, en noviembre. Con todo, en octubre y noviembre aún

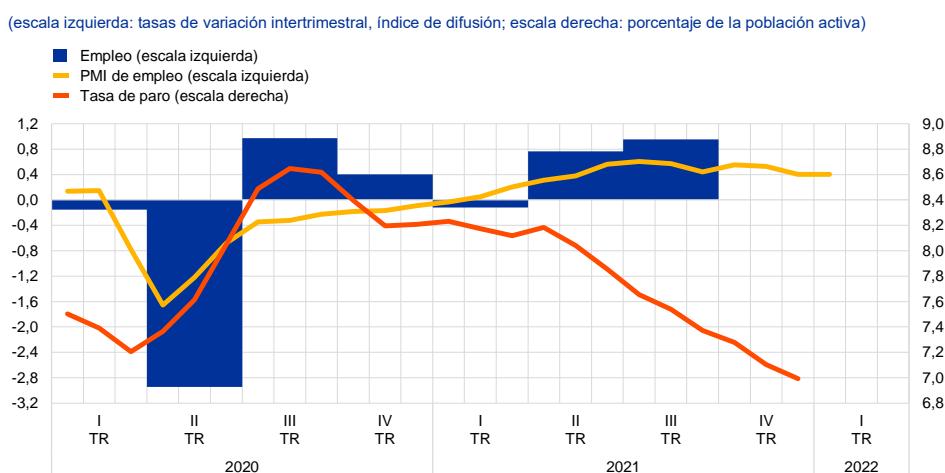
⁴ Esto implica que el PIB crecería un 1,9 % en 2022 si todas las tasas de crecimiento intertrimestral de este año fueran cero (lo que equivale al supuesto de que los niveles trimestrales del PIB permanecen sin cambios al mismo nivel que en el cuarto trimestre de 2021).

⁵ En el [recuadro 4](#) se examina el papel del gas natural en el *mix* energético de la zona del euro y se presenta un análisis del impacto de las subidas del precio del gas en la actividad.

se situaba, en promedio, un 1,3 % por debajo de la media del tercer trimestre. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés), más actualizado, descendió desde 58,4 en el tercer trimestre de 2021 hasta 54,3 en el cuarto y 52,4 en enero. Este movimiento a la baja refleja la evolución tanto de las manufacturas como de los servicios. Los cuellos de botella en la oferta del sector manufacturero, que se reflejan en el PMI de plazos de entrega de los proveedores, continuaron aumentando, si bien al menor ritmo registrado desde enero del año pasado. Al mismo tiempo, el índice de existencias de compras de este sector cayó en enero con respecto a su máximo histórico del mes precedente, mientras que el de existencias de productos acabados disminuyó ligeramente. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea también descendió en enero en comparación con su media del cuarto trimestre. Este retroceso fue generalizado en los distintos países y componentes, y la mayor caída correspondió a los servicios.

La tasa de paro de la zona del euro se redujo en diciembre, en un contexto de apoyo sostenido de los programas de mantenimiento del empleo. Esta tasa se situó en el 7 % en diciembre de 2021, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la de noviembre (gráfico 7) y unos 0,4 puntos porcentuales por debajo de la registrada antes de la pandemia, en febrero de 2020. Las nuevas medidas de contención introducidas desde noviembre de 2021 se tradujeron en una mayor utilización de los programas de mantenimiento del empleo, a los que en diciembre de 2021 estaba acogido aproximadamente el 1,6 % de la población activa, frente a un 1,4 % en noviembre. Según los últimos datos, el empleo y las horas trabajadas aumentaron un 1 % y un 2,2 %, respectivamente, en el tercer trimestre de 2021. Con todo, el total de horas trabajadas en el tercer trimestre de 2021 se mantuvo un 1,9 % por debajo del nivel observado en el cuarto trimestre de 2019.

Gráfico 7
Empleo, PMI de empleo y tasa de paro en la zona del euro



Fuentes: Eurostat, IHS Markit y cálculos del BCE.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2021 para el empleo, a enero de 2022 para el PMI y a diciembre de 2021 para la tasa de paro.

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo han continuado mejorando. El PMI mensual compuesto de empleo, que engloba a la industria y a los servicios, se situó en 54 (estimación de avance) en enero —el mismo nivel que en diciembre—, con lo que se mantuvo por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. El PMI de empleo se ha recuperado de forma sustancial desde su mínimo histórico de abril de 2020 y permaneció en terreno expansivo por duodécimo mes consecutivo en enero de 2022.

El consumo de los hogares, especialmente el gasto en servicios de turismo y viajes y de hostelería, se ha reducido en un contexto de propagación de la variante ómicron. Tras registrar un incremento del 4,3 % en el tercer trimestre de 2021, es probable que el consumo privado se estancara hacia finales de año. El volumen de ventas minoristas en octubre y noviembre creció un 1 %, en promedio, con respecto al tercer trimestre. Esto sugiere que el consumo de bienes siguió aumentando hacia el final de 2021, pese al ligero descenso de las matriculaciones de automóviles observado en el cuarto trimestre ($-0,7\%$ en relación con el tercer trimestre). Con todo, puede que la resistencia del gasto en bienes de consumo no sea un indicador fiable de la demanda de consumo global, ya que la confianza de los consumidores disminuyó entre septiembre y enero, mientras que la nueva ola de la pandemia y las restricciones asociadas están lastrando, en particular, los servicios que conllevan interacción social. Aunque la confianza mejoró en el sector minorista en enero tras el deterioro registrado en diciembre, siguió empeorando en los servicios por segundo mes consecutivo al comienzo de 2022. De cara al futuro, se prevé que la demanda en este último sector siga siendo débil, sobre todo de los servicios de consumo que requieren un contacto estrecho, como los de alojamiento, restauración, y turismo y viajes. En enero de 2022, la encuesta de opinión de la Comisión Europea señaló que los hogares esperaban que su situación financiera continuara deteriorándose. En conjunto, la incertidumbre relacionada con la pandemia probablemente seguirá lastrando en los meses de invierno el consumo de servicios que dependen de la interacción social.

Es probable que la inversión empresarial registrara un ligero crecimiento en el cuarto trimestre, pese a los factores adversos asociados a las disrupciones en la oferta. En el sector de bienes de equipo, la producción en los meses de octubre y noviembre —considerados en conjunto— aumentó un 0,2 % con respecto al tercer trimestre, y el PMI apunta a una expansión de la actividad en el cuarto trimestre. Sin embargo, la confianza disminuyó con respecto al tercer trimestre, lo que sugiere que la existencia de cuellos de botella continúa pesando en la oferta de bienes de equipo. La producción de material de transporte sigue viéndose especialmente afectada por la escasez de semiconductores y la congestión de las cadenas de suministro. Como consecuencia, la utilización de la capacidad productiva se ha reducido, las existencias de productos semielaborados han aumentado y los plazos de entrega de los proveedores han seguido dilatándose en el sector, aunque en menor medida. La producción de otros equipos se ha mantenido más robusta, con tasas elevadas de utilización de la capacidad productiva y una acumulación limitada de existencias de productos acabados. En conjunto, los indicadores disponibles sugieren que la inversión empresarial experimentó un ligero aumento en el cuarto trimestre. De cara al futuro, se espera que el crecimiento de esta inversión continúe

recuperándose —la encuesta de opinión de la Comisión Europea relativa al sector de bienes de equipo apunta a que tanto la confianza como las carteras de pedidos exteriores se situaron en máximos históricos en enero—. Mientras tanto, las limitaciones a la producción derivadas de la escasez de capital y de mano de obra en el sector volvieron a intensificarse en enero con respecto a lo señalado en la encuesta de la Comisión realizada en octubre. Aunque es posible que la persistencia de los cuellos de botella afecte a la inversión a corto plazo, esta debería verse respaldada por unas condiciones de demanda y de financiación favorables.

La inversión en vivienda repuntó en el cuarto trimestre, impulsada por la fuerte demanda, pero también se vio lastrada por los cuellos de botella en la oferta. Después de que la inversión residencial de la zona del euro descendiera en el tercer trimestre de 2021, varios indicadores coyunturales señalan que habría repuntado en el cuarto. La producción del segmento de construcción de edificios en octubre y noviembre se situó, en promedio, un 1,2 % por encima del nivel observado en el tercer trimestre. En el cuarto trimestre, el PMI de actividad de la construcción residencial se adentró en mayor medida en terreno expansivo, mientras que la encuesta de opinión de la Comisión Europea relativa a la construcción situó las tendencias recientes de la actividad en cotas muy superiores a sus medias de largo plazo. Según datos sobre límites a la producción procedentes de encuestas, la recuperación del sector de la construcción estaría impulsada por los factores favorables relacionados con la demanda, pese a la persistencia de factores adversos por el lado de la oferta derivados, en particular, de la escasez de materiales y de mano de obra. De cara al futuro, la incierta evolución del equilibrio entre la oferta y la demanda, junto con la rápida extensión de la variante ómicron, se traduce en un grado elevado de incertidumbre en torno a las perspectivas de inversión en vivienda en el primer trimestre de 2022. Por una parte, la escasez de materiales y de mano de obra, unida a otras limitaciones provocadas por el fuerte aumento de los contagios por COVID-19 debido a ómicron, se agravó en enero, lo que sugiere un aumento de las restricciones a la producción de la construcción. Por otra parte, el elevado volumen de ahorro acumulado y el dinamismo de los precios de la vivienda podrían seguir sosteniendo la demanda, como demuestra la intención de gasto en compra o reforma de vivienda de los hogares, que en el primer trimestre de 2022 registró niveles muy superiores a los observados antes de la pandemia.

Las exportaciones de bienes experimentaron un ligero repunte en torno al cambio de año, mientras que la recuperación de las exportaciones de servicios se vio frenada por la propagación de la variante ómicron. Tras registrar una contracción significativa en el tercer trimestre de 2021, las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro crecieron en octubre (un 1,2 %, en tasa intermensual) y los datos deflactados de exportaciones en términos nominales apuntan a un nuevo avance intermensual en noviembre. Este crecimiento fue particularmente acusado en el sector de maquinaria y equipos y en la industria química, lo que podría reflejar una leve reducción de los cuellos de botella en la oferta. Como no se espera que la congestión disminuya de forma significativa a corto plazo y los indicadores prospectivos no muestran indicios de mejora, parece probable que la expansión de las exportaciones reales sea solo

transitoria. Al mismo tiempo, las importaciones reales de la zona del euro aumentaron un 1,6 %, en tasa intermensual, en octubre y los incrementos en términos nominales fueron especialmente ostensibles en octubre y noviembre. En cuanto a los servicios, tras el fortalecimiento gradual debido al repunte temporal de la actividad relacionada con el turismo y los viajes, los indicadores de exportaciones muestran signos de debilitamiento al final del año, dado que la nueva ola de la pandemia hizo mella en las exportaciones de servicios de turismo y viajes y de otros servicios que requieren interacción social.

Aunque es probable que la actividad económica se mantenga contenida en la primera parte de este año, el crecimiento debería repuntar con fuerza a lo largo de 2022. A medida que el mercado de trabajo continúe mejorando, con más personas empleadas y menos trabajadores acogidos todavía a programas de mantenimiento del empleo, los hogares deberían disponer de mayores ingresos y gastar con más libertad. La recuperación mundial y el apoyo continuado de las políticas monetaria y fiscal también contribuyen a estas perspectivas favorables. Unas medidas de política fiscal bien enfocadas que promuevan la productividad y reformas estructurales, adaptadas a las condiciones de los distintos países de la zona del euro, siguen siendo fundamentales para complementar la política monetaria con eficacia. Respecto a la evolución a más medio plazo, en el [recuadro 2](#) se investigan los efectos potenciales a largo plazo que la actual escasez de oferta podría tener en el crecimiento del producto potencial de la zona del euro. Por otra parte, en el [recuadro 3](#) se muestra que los cambios en la distribución de la productividad de las empresas a lo largo del tiempo han sido clave para explicar la evolución de la productividad de la zona del euro. Los resultados de la última [encuesta del BCE a expertos en previsión económica](#) (realizada a principios de enero) ponen de manifiesto que las previsiones relativas al crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2022 y al alza para 2023 en comparación con la encuesta anterior, llevada a cabo a principios de octubre de 2021.

4

Precios y costes

La inflación aumentó hasta situarse en el 5,1 % en enero, desde el 5 % de diciembre de 2021, y es probable que siga siendo alta a corto plazo. Los precios de la energía continúan siendo la principal causa de la elevada tasa de inflación. Su impacto directo supuso más de la mitad de la inflación general en enero y los costes de la energía también están presionando los precios al alza en muchos sectores. Los precios de los alimentos también han aumentado, debido a factores estacionales, a los elevados costes de transporte y al encarecimiento de los fertilizantes. Asimismo, las subidas de precios son ahora más generalizadas, y las de una amplia gama de bienes y servicios han sido notables. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han aumentado en los últimos meses, aunque la influencia de factores de naturaleza temporal relacionados con la pandemia hace que la persistencia de esos aumentos siga siendo incierta. Los indicadores de mercado apuntan a una moderación de la dinámica de los precios de la energía en el transcurso de 2022 y las presiones inflacionistas derivadas de los cuellos de botella en la oferta mundial también deberían disminuir. Los indicadores de mercado relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido prácticamente estables en niveles justo por debajo del 2 % desde la última reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno en diciembre. Los indicadores de opinión más recientes la sitúan en torno al 2 %.

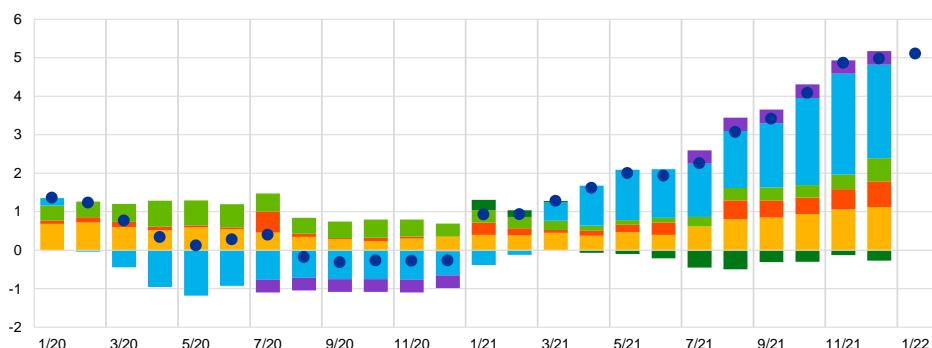
La inflación medida por el IAPC volvió a crecer hasta alcanzar el 5,1 % en enero de 2022 (gráfico 8). Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se incrementó hasta el 5,1 % en enero de 2022, desde el 5 % y el 4,9 % observados en diciembre y noviembre de 2021, respectivamente. Los datos más recientes sorprendieron al ser más altos de lo esperado. Tanto el incremento adicional como la magnitud de la inflación general registrada en enero se debieron, principalmente, al avance de los precios de la energía, que representaron más de la mitad de dicha inflación. Pese a que la cifra de enero reflejó un impacto a la baja debido a que el efecto de base de la reducción del IVA en Alemania en 2020 desapareció de la tasa de inflación, este impacto se compensó con creces con las persistentes presiones al alza. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), descendió hasta el 2,3 % en enero, desde el 2,6 % de diciembre. Esto reflejó una disminución de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos (que se situó en el 2,3 % en enero, frente al 2,9 % de diciembre), mientras que la de los precios de los servicios se mantuvo inalterada en el 2,4 %.

Gráfico 8

Inflación general y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Inflación medida por el IAPC general
- Servicios*
- Bienes industriales no energéticos*
- Alimentos*
- Energía*
- Impacto de la actualización de las ponderaciones del IAPC en 2021
- Reducción temporal del IVA en Alemania



Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y el ejercicio de proyecciones de la inflación a más corto plazo (NIPE, por sus siglas en inglés).

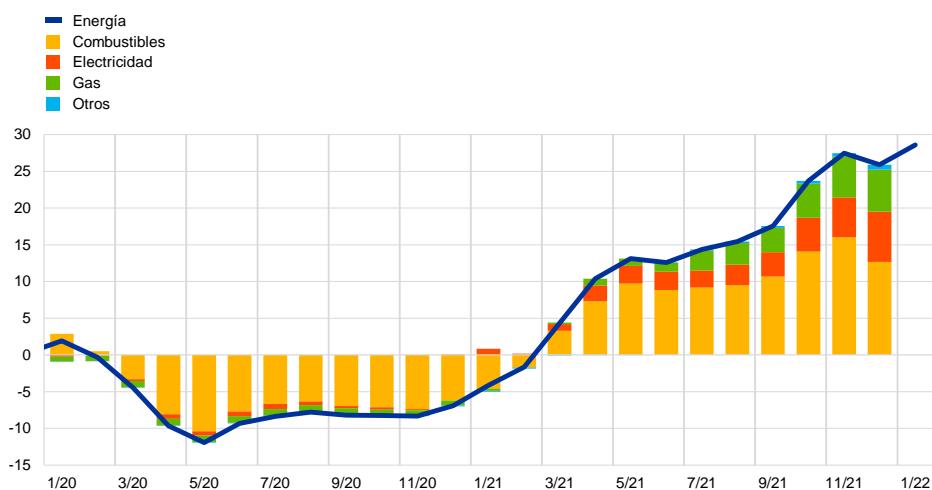
Notas: Los componentes marcados con un asterisco (*) excluyen el impacto de la actualización de las ponderaciones del IAPC en 2021 y la reducción temporal del IVA en Alemania en 2020. El impacto de la actualización de las ponderaciones del IAPC ha sido estimado por el BCE. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2021. En el caso de la inflación medida por el IAPC general se muestra la estimación de avance de enero de 2022.

Los componentes más volátiles —la energía y los alimentos— fueron los que más influyeron en la dinámica del IAPC. Después de la moderación observada en diciembre, la tasa de variación de los precios de la energía aumentó en enero y alcanzó un nuevo máximo histórico del 28,6 %. Los datos sobre los componentes energéticos —disponibles hasta diciembre— sugieren que los precios del gas y de la electricidad contribuyen cada vez más a la evolución global de la inflación de la energía (gráfico 9). La mayor contribución del gas se debió al encarecimiento de esta materia prima en los mercados mayoristas mundiales y europeos (gráfico 3 de la sección 1). Esto, a su vez, provocó una subida de los precios de la electricidad en los mercados mayoristas de la UE, dado que dichos precios se basan en los costes marginales a corto plazo de las centrales eléctricas. También es probable que los precios del gas y de la electricidad expliquen gran parte de la inflación de la energía en enero, que obedeció, parcialmente, a un fuerte aumento de los precios de los productos energéticos regulados en una de las mayores economías de la zona del euro. La inflación de los alimentos siguió creciendo hasta situarse en el 3,6 % en enero, desde el 3,2 % de diciembre de 2021, como consecuencia de la mayor tasa de avance de los precios de los alimentos elaborados y de los no elaborados. Esta dinámica puede reflejar, en parte, la subida de los costes de los insumos y de producción provocada por el repunte de los precios de la energía, pero también las condiciones meteorológicas adversas y los incrementos anteriores de los precios de las materias primas alimenticias en el mercado interior de la UE.

Gráfico 9

Descomposición de la inflación de la energía

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Combustibles» se refiere al componente del IAPC «combustibles líquidos y combustibles y lubricantes para vehículos privados». «Otros» incluye los componentes «combustibles sólidos» y «energía calórica» a nivel de agregación de cinco dígitos de la COICOP, que es la clasificación del consumo individual por finalidad. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2022 para la energía en su conjunto y a diciembre de 2021 para las contribuciones de cada componente.

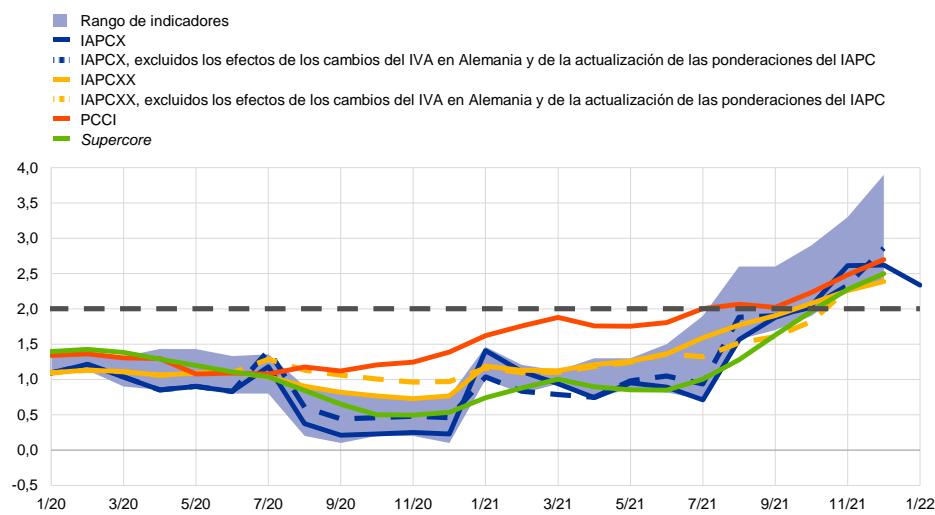
Los indicadores de la inflación subyacente han permanecido en niveles elevados, pero esto refleja en parte efectos indirectos de los precios de la energía y factores transitorios relacionados con la pandemia (gráfico 10). El IAPCX disminuyó hasta el 2,3 % en enero, desde el 2,6 % de diciembre. El rango de indicadores de la inflación subyacente se desplazó al alza hasta diciembre, mes al que corresponden los últimos datos disponibles. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado (IAPCXX), aumentó del 2,1 % en octubre al 2,4 % en diciembre, mientras que el PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos se incrementó del 2,2 % al 2,7 % en el mismo período. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes sensibles al ciclo, subió por sexto mes consecutivo y de forma considerable, dado que alcanzó el 2,5% en diciembre, frente al 2 % de octubre. Aunque todo el rango de indicadores de la inflación subyacente se movió por encima del 2 %, también se reflejan los efectos indirectos de la escalada de los precios de la energía, y los impactos asociados a la reapertura de la economía y a los cuellos de botella en la oferta⁶. La persistencia de estos incrementos sigue siendo incierta, dado que no está claro cuándo desaparecerán los factores transitorios relacionados con la pandemia.

⁶ Las medias recortadas (que eliminan en torno al 5 % o al 15 % de cada cola de la distribución de las variaciones interanuales de los precios) se sitúan muy por encima del objetivo del 2 % porque incluyen algunos componentes energéticos que actualmente registran tasas de inflación muy elevadas. Para más información sobre estas y otras medidas de la inflación subyacente, véanse los recuadros 2 y 3 del artículo titulado «[Measures of underlying inflation for the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

Gráfico 10

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX (IAPC, excluidos la energía y los alimentos); el IAPCXX (IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado); las medias recortadas al 10 % y al 30 %, y la mediana ponderada. La última observación corresponde a diciembre de 2021 para todos los indicadores, menos para el IAPCX, que se ha obtenido de la estimación de avance de enero de 2022.

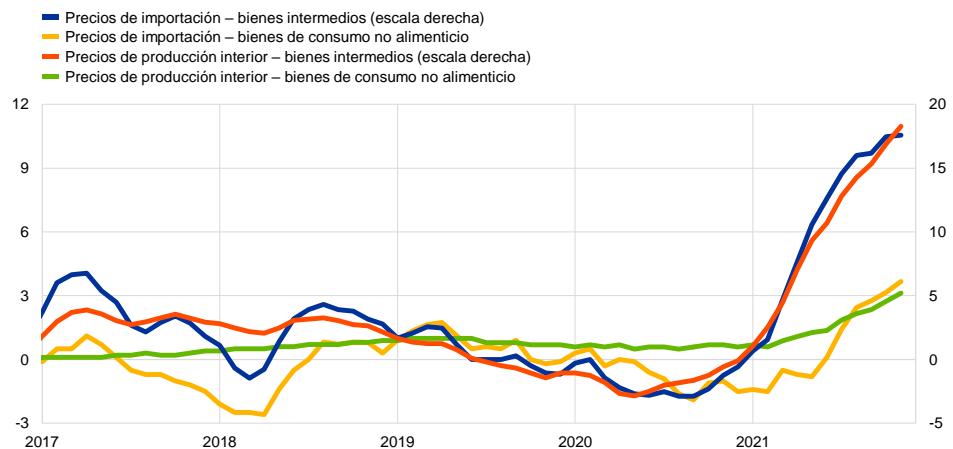
Las presiones latentes sobre los precios de los bienes industriales no energéticos continuaron creciendo en noviembre (gráfico 11). Los cuellos de botella en la oferta, junto con la escalada de los precios internacionales de las materias primas —potenciada por la depreciación del euro— están afectando a los costes de producción de las empresas. En las primeras fases de la cadena de producción y de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores volvió a crecer con fuerza. Esta tasa pasó del 16,9 % en octubre al 18,3 % en noviembre, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes intermedios repuntó desde el 17,5 % en octubre hasta el 17,6 % en noviembre. Las presiones latentes se han extendido a las fases posteriores de la cadena de precios: la inflación de los precios de producción de bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores alcanzó otra vez un nuevo máximo histórico, tras pasar del 2,7 % en octubre al 3,1 % en noviembre. Mientras tanto, la inflación de los precios de importación de estos bienes siguió subiendo y se situó en el 3,7 % en noviembre, frente al 3,2 % de octubre, lo que probablemente obedece, en parte, a la depreciación del tipo de cambio del euro durante el año pasado. Información reciente de la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*) del BCE sugiere que los precios se han ajustado con más frecuencia que en el pasado para evitar una compresión de los márgenes y que continuarán aumentando durante buena parte de 2022⁷. Con todo, dadas las actuales circunstancias de la pandemia, persiste una incertidumbre considerable sobre el grado de transmisión de las presiones latentes a los precios de los bienes de consumo.

⁷ Véase el recuadro titulado «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022.

Gráfico 11

Indicadores de las presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

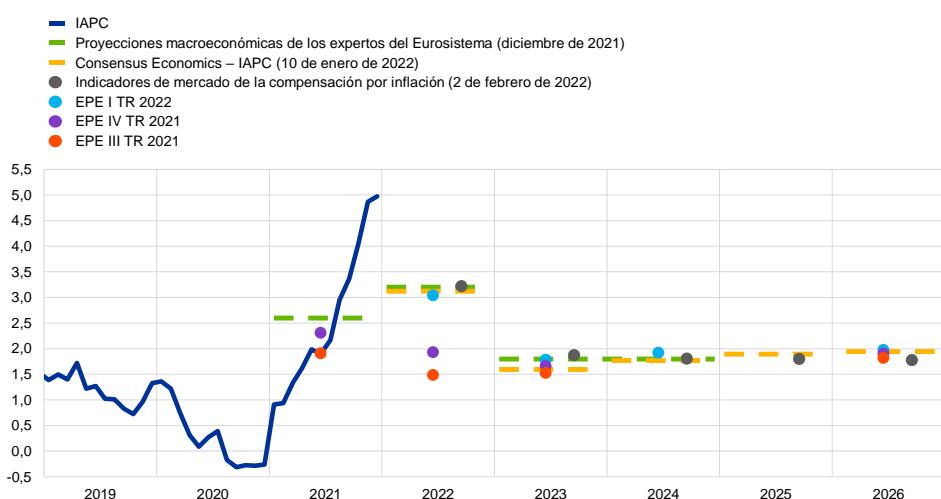
Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2021.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación de la zona del euro se mantuvieron prácticamente sin variación a medio y a largo plazo, mientras que los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo registraron una subida al comienzo de 2022. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo se mantuvieron, en su mayoría, sin apenas cambios durante el período de referencia. En un entorno de falta de dinamismo de la actividad de negociación al final del año, el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se incrementó ligeramente, hasta situarse en torno al 2 % a principios de enero, y al final del período analizado volvió a retroceder y se situó en el 1,84 %. No obstante, los mercados revisaron al alza la valoración de las tasas de inflación interanual de la zona del euro para los próximos meses. El hecho de que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro fuese superior a lo esperado por sexto mes consecutivo en diciembre de 2021 puede haber vuelto a provocar que los participantes en los mercados exijan una compensación por inflación algo más elevada en los próximos meses. Según la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE correspondiente al primer trimestre de 2022, que se llevó a cabo en la primera semana de enero, las expectativas de inflación a largo plazo siguieron creciendo hasta situarse en el 2 %, desde el 1,9 % y el 1,8 % indicados en las dos encuestas anteriores. Al mismo tiempo, las previsiones de Consensus Economics de enero se mantuvieron en el 1,9 % (gráfico 12), sin variación con respecto a octubre de 2021.

Gráfico 12

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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: Las series de los indicadores de mercado de la compensación por inflación se basan en la tasa de inflación spot a un año y en la tasa forward a un año dentro de un año, la tasa forward a un año dentro de dos años, la tasa forward a un año dentro de tres años y la tasa forward a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 2 de febrero de 2022. La encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre de 2022 se realizó entre el 7 y el 13 de enero de 2022. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones de Consensus Economics fue el 10 de enero de 2022 y para las proyecciones, el 1 de diciembre de 2021.

5

Dinero y crédito

La creación de dinero en la zona del euro se vio respaldada por las medidas de política adoptadas y siguió normalizándose en diciembre de 2021 debido a efectos de base. Las compras de activos por parte del Eurosistema continuaron siendo la principal fuente de creación de dinero. El crecimiento de los préstamos a empresas aumentó, gracias a las condiciones de financiación favorables y a la mejora de la situación económica, aunque los riesgos relacionados con la pandemia también se incrementaron. Según la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, en el cuarto trimestre de 2021 la demanda de préstamos siguió creciendo y los criterios de aprobación se endurecieron muy ligeramente para los préstamos a empresas, mientras que no variaron para los destinados a la adquisición de vivienda.

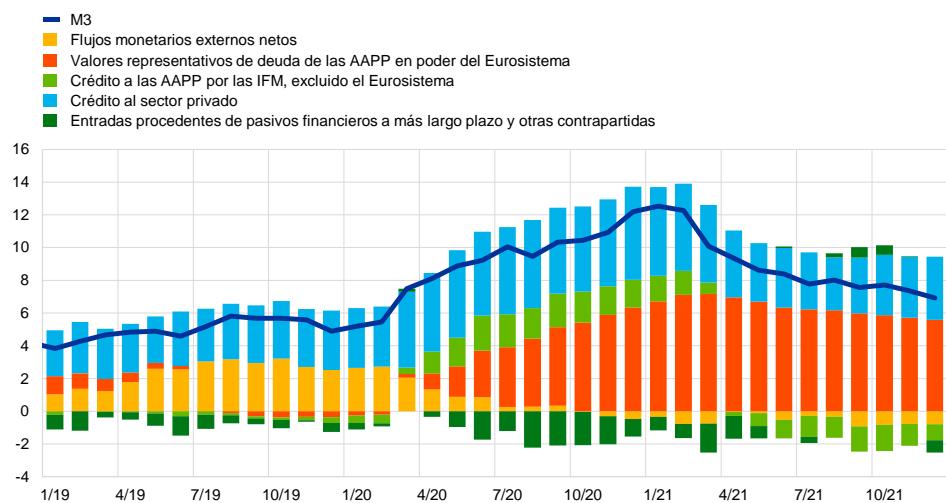
En diciembre de 2021, el crecimiento del agregado monetario amplio mantuvo su tendencia a la moderación iniciada a principios de 2021. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 6,9 % en diciembre, frente al 7,4 % de noviembre (gráfico 13), afectada por los efectos de base negativos asociados al excepcional incremento de la liquidez en diciembre de 2020. La tasa intertrimestral de expansión monetaria se acercó más a su media de largo plazo, y la dinámica a más corto plazo de M3 continuó beneficiándose del sustancial apoyo proporcionado por las políticas adoptadas en respuesta a la pandemia. Por lo que se refiere a los componentes, el avance de M3 estuvo impulsado principalmente por el agregado monetario estrecho M1, que incluye los componentes más líquidos de M3. Dado que las tasas de crecimiento siguieron moderándose desde los elevados niveles observados durante 2020 —el primer año de la pandemia de coronavirus (COVID-19)—, la tasa de avance interanual de M1 volvió a disminuir y se situó en el 9,8 % en diciembre, reflejo de la normalización del crecimiento de los depósitos a la vista. Los depósitos de las empresas continuaron creciendo con vigor, mientras que el crecimiento de los depósitos de los hogares permaneció por debajo de su media anterior a la pandemia por tercer mes consecutivo. La contribución de otros depósitos a corto plazo al avance de M3 fue negativa, como consecuencia del descenso de la demanda de depósitos a plazo, pero los instrumentos negociables volvieron a contribuir positivamente a este agregado, debido a la fuerte demanda de fondos del mercado monetario.

La creación de dinero continuó estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema. Al igual que en trimestres anteriores, la mayor contribución al crecimiento de M3 procedió de las compras netas de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) (parte de color rojo de las barras del gráfico 13). La mayor aportación del crédito al sector privado (parte de color azul de las barras) también impulsó el avance del agregado monetario amplio. Sin embargo, tres factores frenaron, en cierta medida, la creación de dinero: primero, el crédito bancario concedido a las Administraciones Públicas contribuyó negativamente debido a las ventas de deuda pública (parte de color verde claro de las barras); segundo, las salidas netas de flujos monetarios externos continuaron, coincidiendo

con una depreciación del tipo de cambio efectivo del euro (parte de color amarillo de las barras); tercero, las salidas de otras contrapartidas fueron mayores que las entradas procedentes de pasivos a más largo plazo (parte de color verde oscuro de las barras), que se beneficiaron de las condiciones favorables de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés).

Gráfico 13
M3 y sus contrapartidas

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



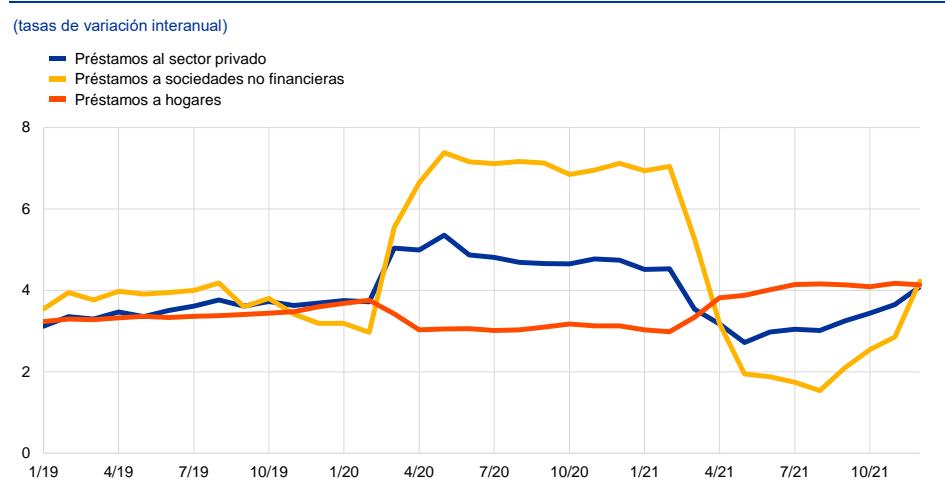
Fuente: BCE.

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

El crecimiento de los préstamos al sector privado aumentó en diciembre de 2021. El crédito a empresas y a hogares continuó beneficiándose de las condiciones favorables de financiación y de la recuperación económica en curso. El crecimiento de los préstamos al sector privado se elevó hasta el 4 % en diciembre, desde el 3,6 % de noviembre, impulsado por el crédito empresarial y como resultado de un efecto de base positivo (gráfico 14). La tasa de avance interanual de los préstamos a empresas se incrementó notablemente —hasta el 4,2 %— en diciembre, desde el 2,9 % de noviembre, con un aumento tanto de los préstamos a corto plazo como de los concedidos a largo plazo. El ascenso de los primeros se explica por la persistencia de cuellos de botella en la oferta, que acentuó la necesidad de capital circulante, potenciada por la subida de los costes de la energía. Por otro lado, la fortaleza del crédito a más largo plazo puede obedecer a la creciente demanda de préstamos para financiar la inversión en capital fijo. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de los préstamos a hogares repuntó solo ligeramente en diciembre —hasta el 4,2 %— (gráfico 14), debido sobre todo a la solidez del crédito hipotecario, ya que el crédito al consumo mantuvo su atonía. En general, la evolución de los préstamos oculta diferencias entre los países de la zona del euro, que reflejan, entre

otros factores, los efectos dispares de la pandemia y el avance desigual de la recuperación económica en los distintos países⁸.

Gráfico 14
Préstamos al sector privado



Fuente: BCE.

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

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2022, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se endurecieron muy ligeramente en el cuarto trimestre de 2021, mientras que los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda no variaron (gráfico 15).

Dada la valoración global positiva sobre las perspectivas económicas, las entidades de crédito siguen manteniendo, en general, una opinión favorable sobre los riesgos de crédito de las empresas, a pesar del aumento de los riesgos relacionados con la pandemia, especialmente los asociados a los cuellos de botella en la oferta. Las entidades señalaron que la percepción de riesgos había propiciado una relajación neta de los criterios de aprobación, mientras que la tolerancia al riesgo de los bancos había contribuido levemente a su endurecimiento. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, la tolerancia al riesgo y el coste de financiación de las entidades de crédito provocaron un ligero endurecimiento de los criterios de concesión, mientras que la percepción de riesgos y la competencia tuvieron un impacto básicamente neutral. Para el primer trimestre de 2022, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas prácticamente no varíen y que los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimenten un endurecimiento adicional.

Las entidades de crédito indicaron que la demanda de préstamos había aumentado de forma considerable en el cuarto trimestre de 2021. El incremento de la demanda de préstamos a empresas —el mayor desde el repunte extraordinario de la demanda de crédito en el primer semestre de 2020— se debió a

⁸ Véase el recuadro titulado «La heterogeneidad del impacto económico de la pandemia en los países de la zona del euro», Boletín Económico, número 5, BCE, 2021.

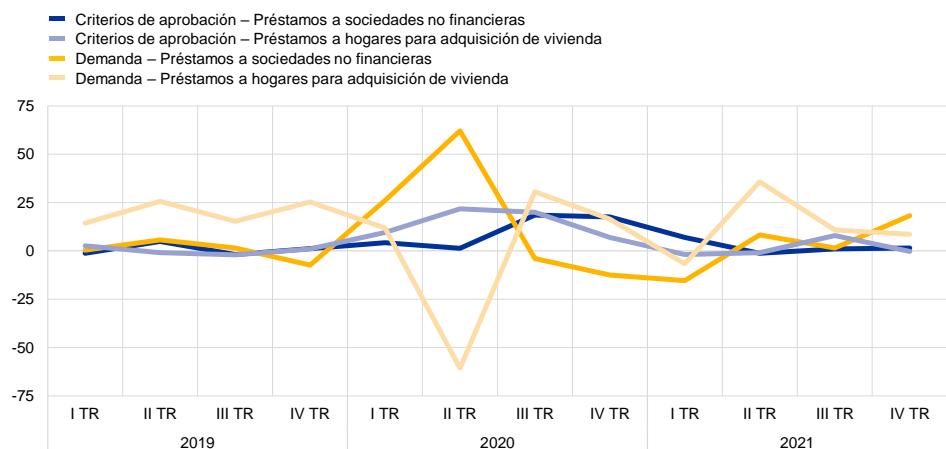
la mayor necesidad de capital circulante para reponer existencias como consecuencia de los cuellos de botella en la oferta, y a la financiación de inversiones a más largo plazo. El nuevo ascenso de la demanda de préstamos a hogares en el cuarto trimestre de 2021 obedeció al aumento de la confianza de los consumidores y al nivel históricamente bajo de los tipos de interés. Las entidades esperan que la demanda de préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda se incremente de nuevo en el primer trimestre de 2022.

La encuesta también sugiere que, en general, las medidas de política monetaria no convencionales del BCE favorecieron las actividades de intermediación crediticia de las entidades de crédito. Las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que su acceso a financiación minorista y mayorista había seguido mejorando en el cuarto trimestre de 2021, mientras que su acceso a los mercados monetarios, a la financiación mediante valores representativos de deuda y a las titulizaciones se había mantenido prácticamente sin cambios. Además, indicaron que su nivel de capital había continuado reforzándose en 2021, favorecido por las medidas regulatorias y supervisoras, y que las ratios de préstamos dudosos habían contribuido a un ligero endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y del crédito al consumo. Asimismo, los avales públicos relacionados con la pandemia siguieron sosteniendo los criterios de concesión del crédito bancario a las empresas en la segunda mitad de 2021.

Gráfico 15

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

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



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

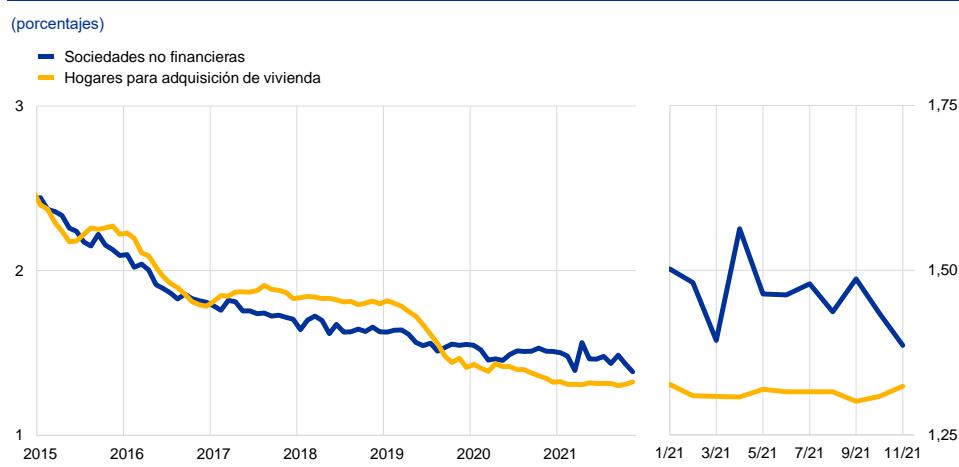
Notas: En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta sobre préstamos bancarios, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que han contestado «se han endurecido considerablemente» o «se han endurecido en cierta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

Los tipos de interés de los préstamos bancarios permanecen en mínimos históricos. En noviembre de 2021, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras retrocedió hasta su mínimo

histórico del 1,39 % observado en marzo del mismo año, mientras que el de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo prácticamente sin variación en el 1,32 % (gráfico 16). La caída de los tipos de los préstamos otorgados a las empresas fue generalizada en los principales países de la zona del euro. Además, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros aumentó de nuevo —aunque siguió por debajo de los niveles observados antes de la pandemia—, debido principalmente a la reducción de los tipos aplicados a estos últimos. Se espera que el incremento de los rendimientos de la renta fija se transmita gradualmente a los rendimientos de la zona del euro, lo que ejercería presión al alza sobre los tipos de interés del crédito interno. Las medidas aplicadas por el BCE han evitado hasta la fecha un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación, que habría intensificado el impacto adverso de las nuevas variantes del COVID-19 sobre la economía de la zona del euro.

Gráfico 16

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



Fuente: BCE.

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