

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

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

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

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

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

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

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

Actividad económica

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

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

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

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

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

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

Inflación

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

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

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

Evaluación de riesgos

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

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

Condiciones financieras y monetarias

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

Decisiones de política monetaria

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

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

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

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

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

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

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

PEPP también podrían reactivarse, si fuera necesario, para contrarrestar las perturbaciones negativas relacionadas con la pandemia.

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

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

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

1 Entorno exterior

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

Actividad económica y comercio mundiales

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

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

¹ Véase el recuadro 1 en este Boletín Económico.

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

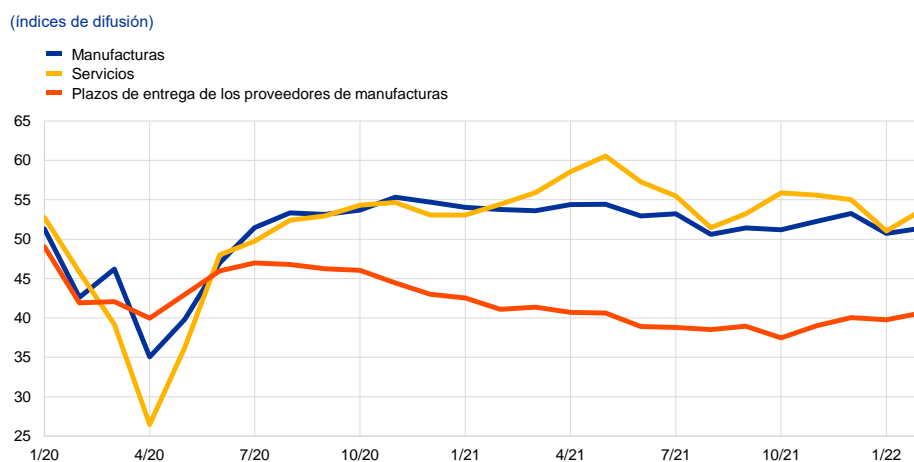
La guerra Rusia-Ucrania proyecta una incertidumbre considerable sobre unas perspectivas globales que, de otro modo, serían sólidas.

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

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

Gráfico 1

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



Fuentes: IHS Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

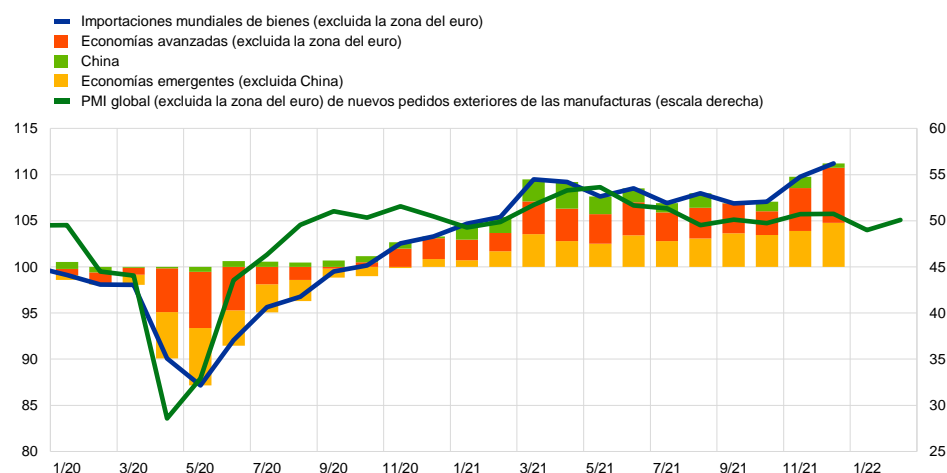
las interrupciones en las cadenas de suministro. En el segundo semestre de 2021, el comercio mundial fue más intenso de lo esperado, impulsado por la sólida evolución de las economías emergentes de Asia y, en el cuarto trimestre, de Estados Unidos. Las tensiones en las redes globales de producción se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

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

Gráfico 2

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

Evolución mundial de los precios

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

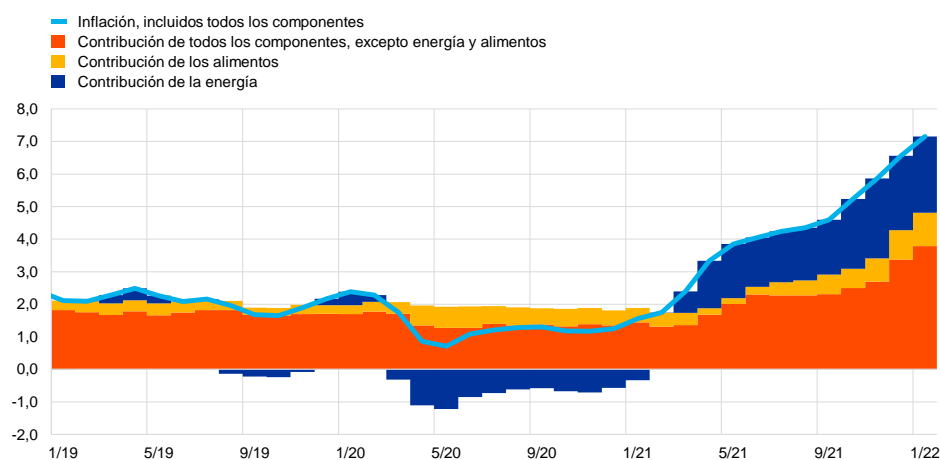
energético a Europa si el conflicto se prolonga (en la fecha de cierre, el 9 de marzo, eran un 62 % más altos que en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2021). Los precios de las materias primas no energéticas también han subido, debido al encarecimiento tanto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

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

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2022.

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

2 Evolución financiera

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

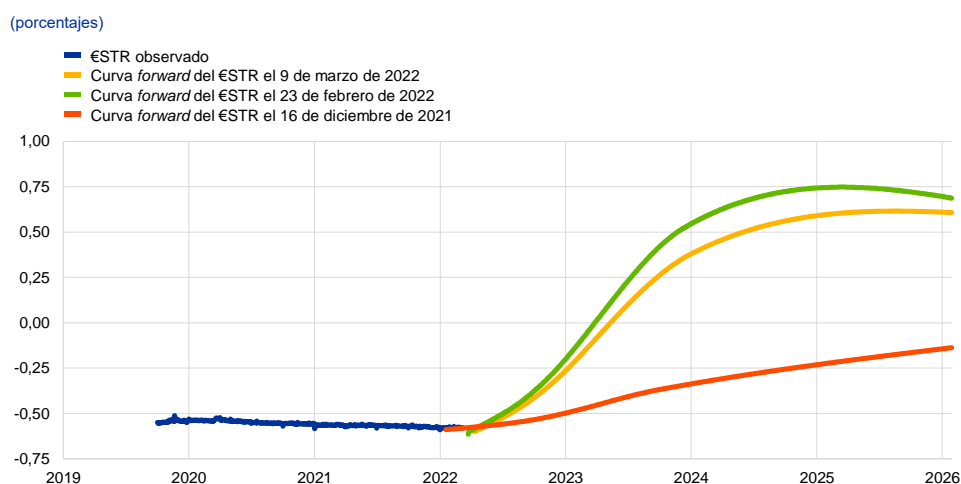
El tipo de interés de referencia €STR se situó, en promedio, en –58 puntos básicos durante el período analizado. El exceso de liquidez se incrementó en unos 105 mm de euros y se situó en 4.483 mm de euros, como consecuencia, principalmente, del aumento de alrededor de 140 mm de euros³ registrado en los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

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

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

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

Gráfico 4
Tipos *forward* del €STR



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

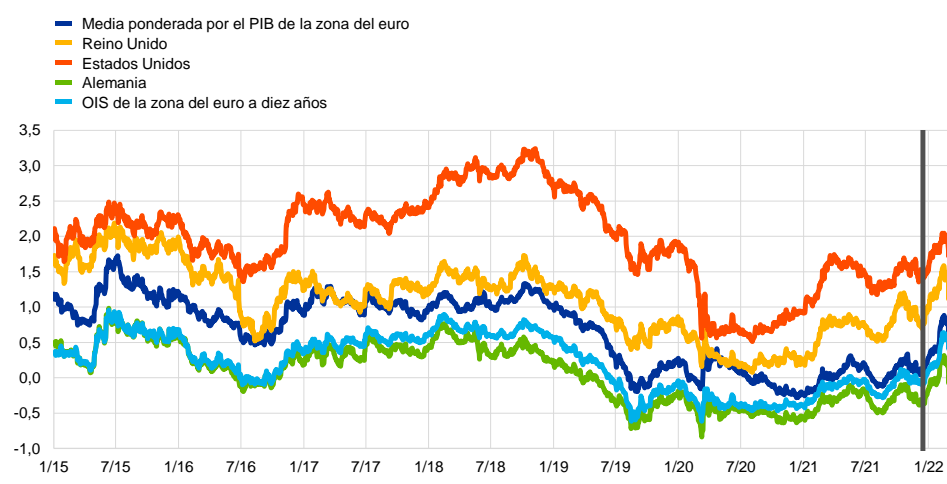
Los rendimientos medios de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron en línea con los tipos de interés libres de riesgo y alcanzaron niveles significativamente más elevados que los registrados al comienzo del período de referencia, pese a una caída transitoria tras la invasión de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

tanto el rendimiento medio de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB como el tipo OIS libre de riesgo a diez años basado en el €STR se incrementaron en alrededor de 70 puntos básicos, hasta situarse en el 0,74 % y el 0,64 %, respectivamente. En Estados Unidos, la evolución fue similar, ya que el rendimiento de los bonos soberanos a diez años aumentó en torno a 50 puntos básicos y alcanzó el 1,95 % al final del período considerado.

Gráfico 5

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

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

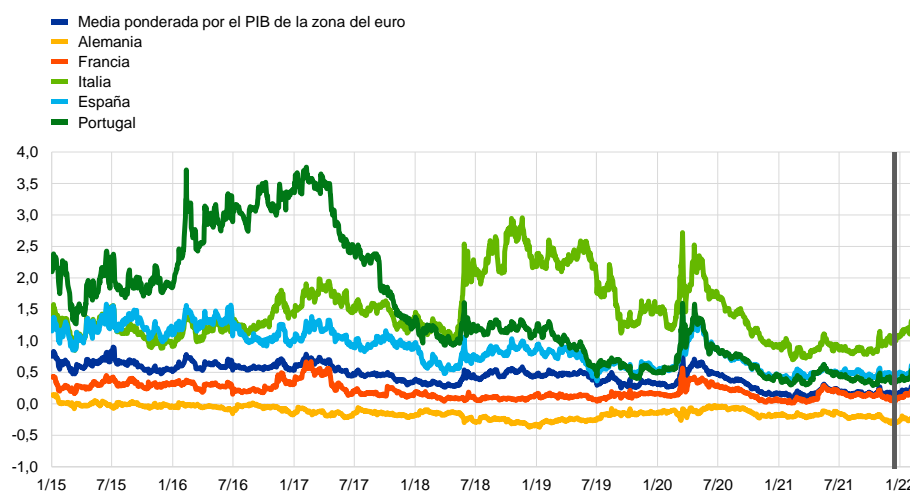
Los diferenciales soberanos de la zona del euro a largo plazo con respecto a los tipos OIS del €STR se ampliaron en algunas jurisdicciones, especialmente tras la reunión del Consejo de Gobierno de febrero, antes de volver a estrecharse debido a la escalada de la guerra en Ucrania (gráfico 6). Varios

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

Gráfico 6

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

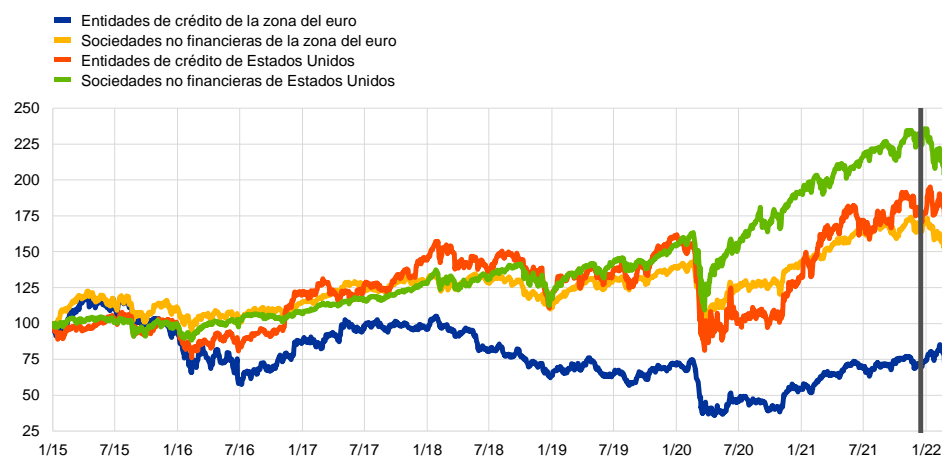
Notas: El diferencial se calcula restando el tipo OIS a diez años del €STR del rendimiento de la deuda soberana a diez años. La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (16 de diciembre de 2021). La última observación corresponde al 9 de marzo de 2022.

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

Gráfico 7

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2018 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

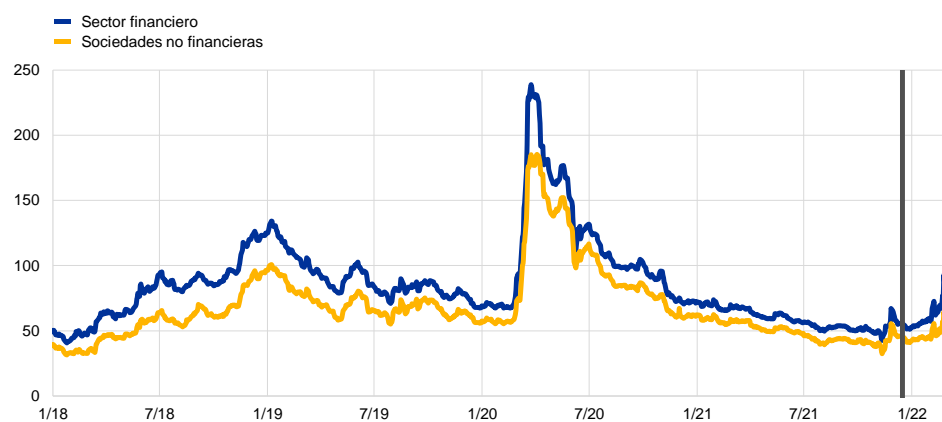
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (16 de diciembre de 2021). La última observación corresponde al 9 de marzo de 2022.

Como reflejo de la evolución de los precios de las acciones, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron durante el período de referencia, especialmente después de la invasión de Ucrania por parte de Rusia (gráfico 8). Al principio del período considerado, el diferencial de los valores de renta fija con calificación de grado de inversión de las sociedades no financieras y el correspondiente a los bonos del sector financiero (con respecto al tipo de interés libre de riesgo) comenzaron a ampliarse ligeramente ante la previsión de una normalización de la política monetaria y después registraron un incremento más significativo en respuesta a las elevadas tensiones entre Rusia y Ucrania que se pusieron de manifiesto a finales de febrero.

Gráfico 8

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

(puntos básicos)



Fuentes: Índices Markit iBoxx y cálculos del BCE.

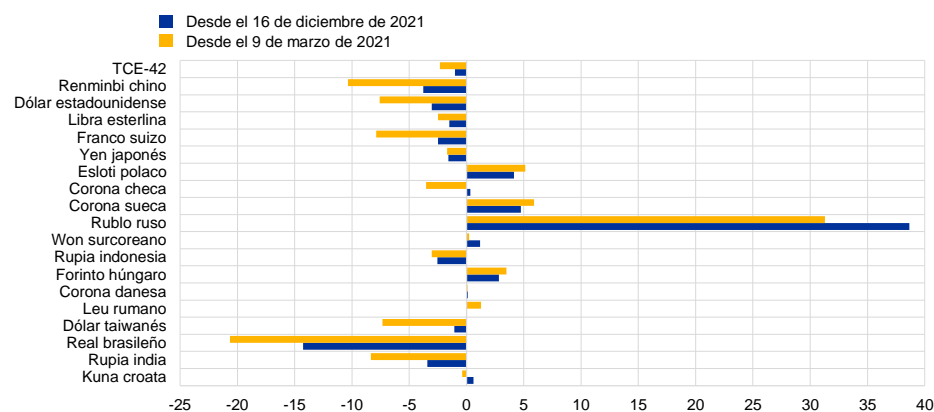
Notas: Los diferenciales son la diferencia entre los tipos de los *asset swaps* y el tipo de interés libre de riesgo. Los índices incluyen bonos a distintos plazos (con un plazo residual mínimo de un año) con calificación de grado de inversión. La línea vertical gris señala el comienzo del período de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

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció en términos generales (gráfico 9). Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 1 %. Con respecto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, la moneda única continuó perdiendo valor frente al dólar estadounidense (-3 %) como consecuencia de la ampliación adicional del diferencial de expectativas de tipos de interés a corto plazo entre la zona del euro y Estados Unidos. Ello se debió al ritmo más rápido de recuperación de la actividad económica y a la mayor inflación en Estados Unidos, que afectaron a la trayectoria esperada de la política monetaria estadounidense. El euro también se debilitó frente a otras monedas importantes, como el franco suizo (-2,5 %), el yen japonés (-1,6 %) y la libra esterlina (-1,5 %). Además, se depreció frente a las monedas de la mayoría de las principales economías emergentes, como el renminbi chino (-3,8 %). Al mismo tiempo, el euro se apreció considerablemente frente al rublo ruso, dado que esta moneda cayó más del 30 % en un solo día tras la imposición de las sanciones económicas y financieras sin precedentes contra la Federación Rusa, en respuesta a su invasión de Ucrania violando el Derecho internacional. En vista de la naturaleza de la actividad comercial en el mercado del rublo, el BCE suspendió la publicación de un tipo de cambio de referencia del euro con respecto al rublo ruso a partir del 1 de marzo de 2022. En el período considerado, el euro se apreció en general frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico 9

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 9 de marzo de 2022, excepto para el rublo ruso, cuya variación se ha calculado aplicando el tipo de cambio vigente el 1 de marzo de 2022, dado que se ha suspendido la publicación del tipo de cambio de referencia del euro con respecto al rublo.

3 Actividad económica

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

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

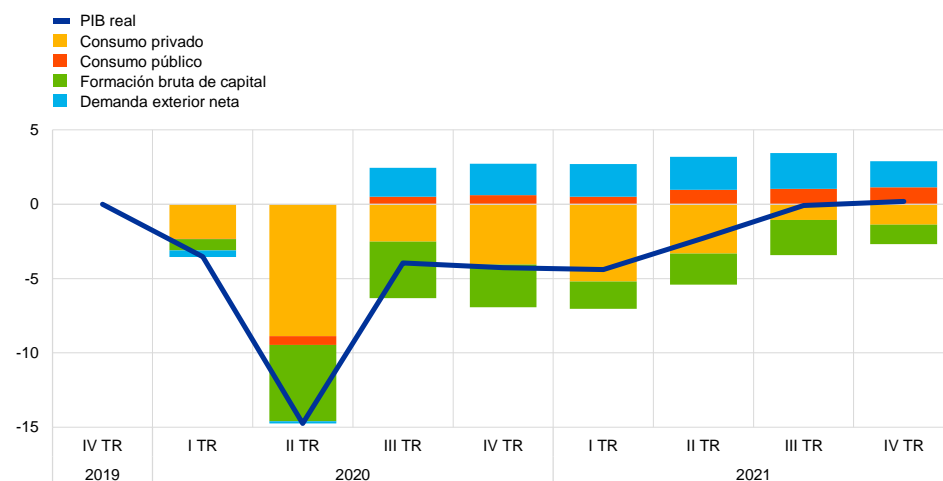
Esta valoración se refleja, en términos generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2022. Estas proyecciones prevén un crecimiento anual del PIB real del 3,7 % en 2022, el 2,8 % en 2023 y el 1,6 % en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

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

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

Gráfico 10
PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

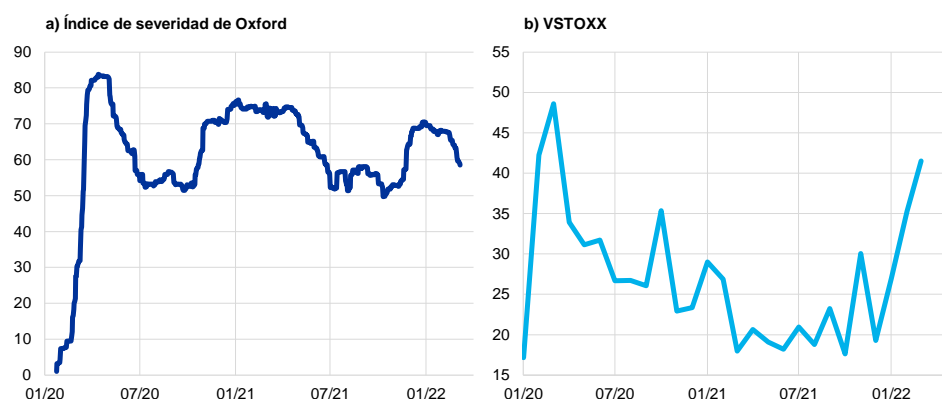
Según las estimaciones, el crecimiento del PIB de la zona del euro continuó siendo moderado en el primer trimestre de 2022, en un contexto de efectos de arrastre negativos derivados de los reducidos niveles de actividad a finales de 2021, precios de la energía elevados y el impacto que la guerra en Ucrania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

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

Gráfico 11

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

(Índice)



Fuentes: Bloomberg, Oxford University y cálculos del BCE.

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

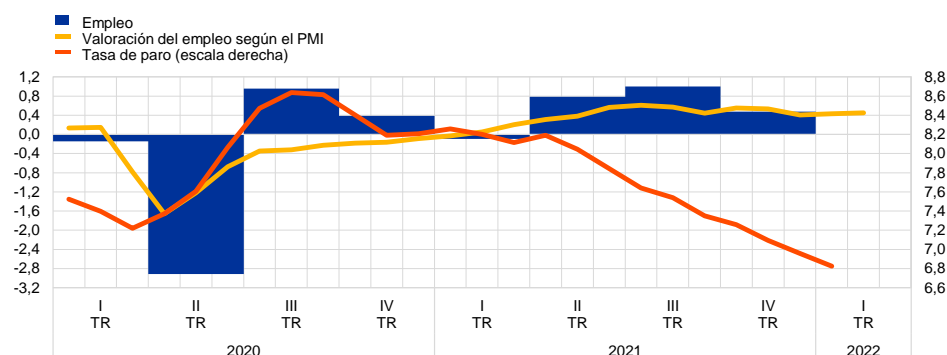
El mercado de trabajo de la zona del euro siguió mejorando en el cuarto trimestre de 2021.

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

Gráfico 12

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

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



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Notas: El índice de directores de compras (PMI) de empleo y la tasa de paro se representan en datos mensuales; el empleo, en datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2021 para el empleo, a febrero de 2022 para el PMI y a enero de 2022 para la tasa de paro.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

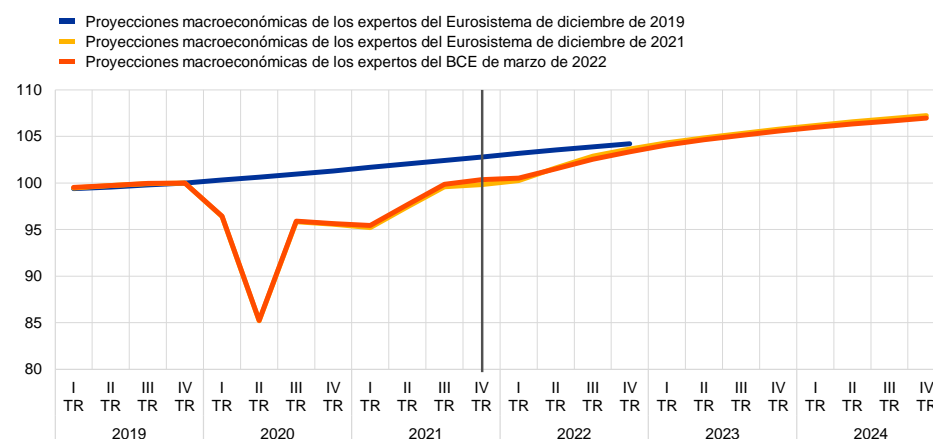
Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2022 prevén un crecimiento anual del PIB real del 3,7 % en 2022, el 2,8 % en 2023 y el 1,6 % en 2024 (véase gráfico 13). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema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

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

Gráfico 13

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

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



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2022», publicado en el sitio web del BCE el 10 de marzo de 2022.

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

Los riesgos para las perspectivas económicas han aumentado

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

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

4 Precios y costes

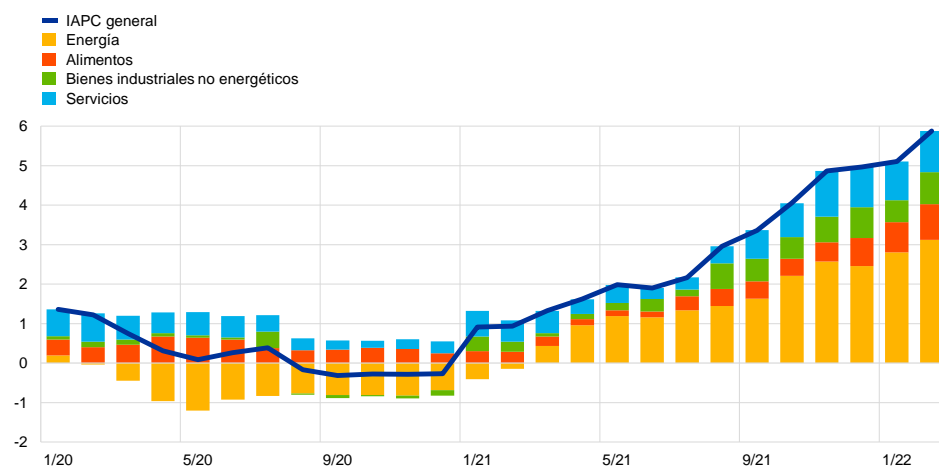
La inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta el 5,8 % en febrero de 2022, desde el 5,1 % de enero, y es probable que permanezca en niveles altos a corto plazo. Los precios de la energía continúan siendo la principal causa de la elevada tasa de inflación: fueron directamente responsables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

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

Gráfico 14

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

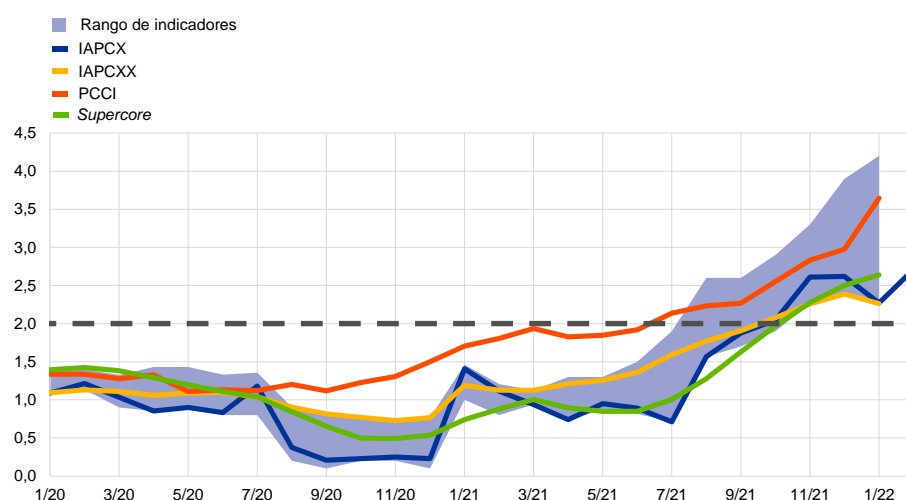
Los precios de la energía continuaron siendo los que más afectaron a la inflación medida por el IAPC, dado que su tasa de variación alcanzó un nuevo máximo histórico del 31,7 % en febrero, frente al 28,8 % de enero. Los datos de enero sugieren que el repunte registrado en el primer mes del año obedeció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

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

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

Gráfico 15
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX (IAPC sin energía ni alimentos); el IAPCXX (IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado); las medias recortadas al 10 % y al 30 %, y la mediana ponderada. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2022 con la única excepción del IAPCX (que se ha obtenido de la estimación de avance de febrero de 2022).

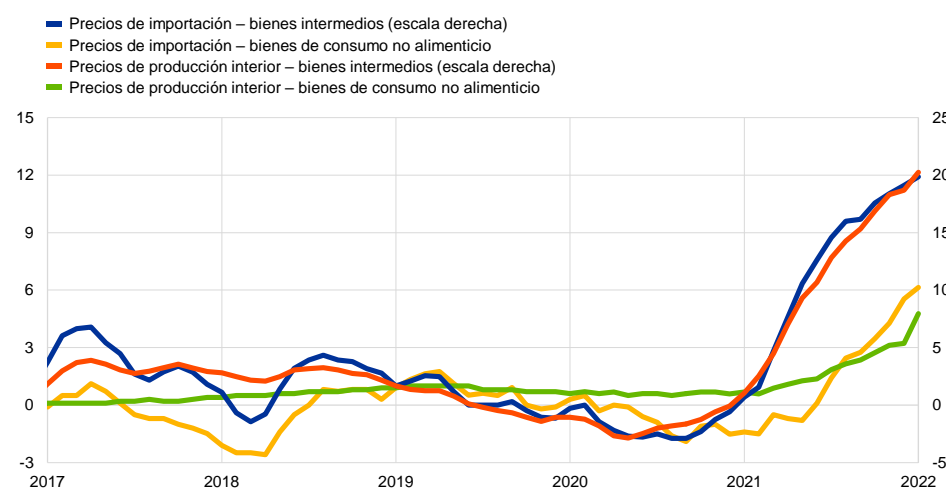
Las presiones latentes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos han continuado creciendo y los indicadores han alcanzado máximos históricos (gráfico 16).

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

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

Gráfico 16
Indicadores de las presiones latentes

(tasas de variación interanual)



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

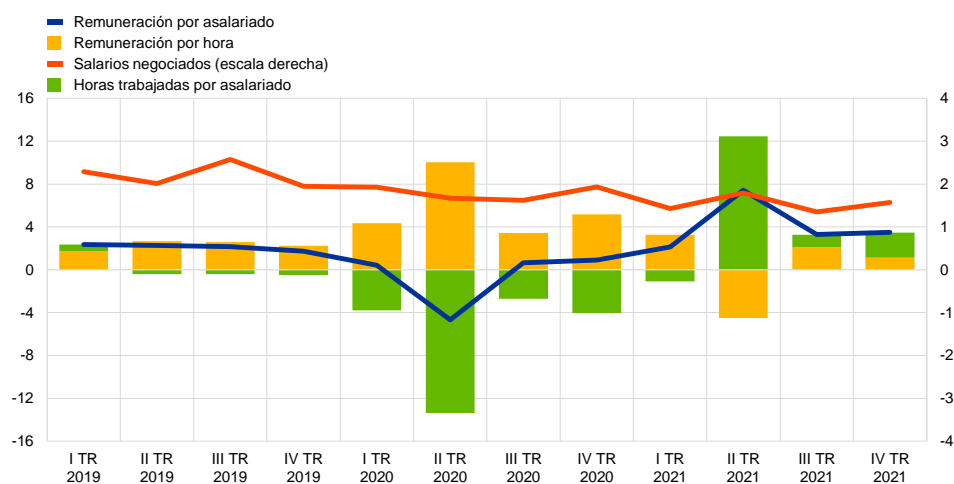
El crecimiento de los salarios en la zona del euro ha sido moderado hasta la fecha (gráfico 17). El crecimiento de la remuneración por asalariado se aceleró ligeramente hasta situarse en el 3,5 % en el cuarto trimestre de 2021, debido a los aumentos registrados en las horas trabajadas por asalariado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

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

Gráfico 17

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

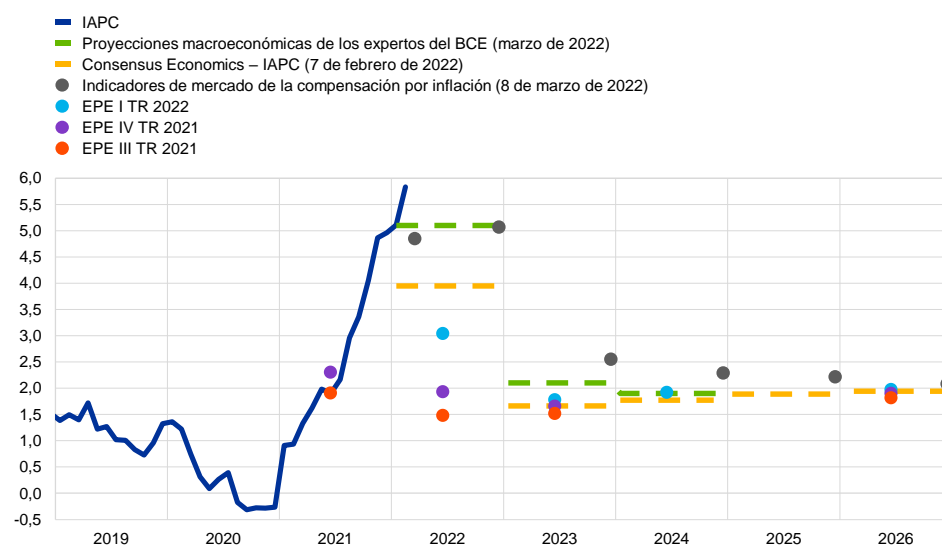
Los indicadores de mercado de la compensación por inflación han aumentado considerablemente en un contexto de fluctuaciones extraordinarias en el período y los indicadores de opinión de las expectativas de inflación también muestran una tendencia al alza desde principios de 2022.

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

Gráfico 18

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

(tasas de variación interanual)



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

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

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

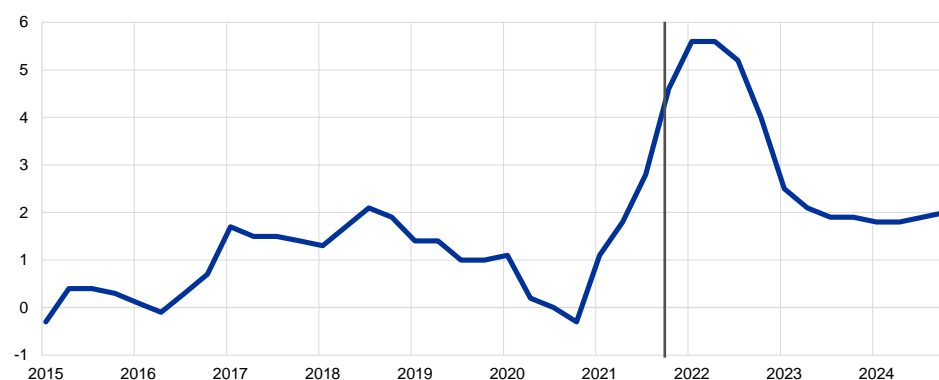
medida por el IAPC general alcanzó el 5,8 % en febrero de 2022 y se espera que permanezca en niveles altos en los próximos meses, antes de ir disminuyendo lentamente en la segunda mitad del año. Las proyecciones de referencia sitúan la inflación media medida por el IAPC general en el 5,1 % en 2022, el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

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

Gráfico 19

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

(tasas de variación interanual)



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

5 Dinero y crédito

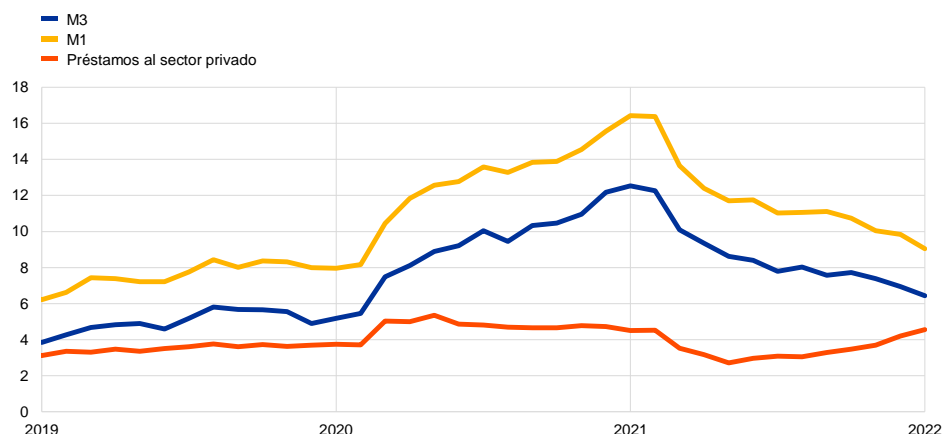
La creación de dinero en la zona del euro siguió normalizándose en enero de 2022, en un entorno de mayor volatilidad y a pesar de la intensificación de los riesgos geopolíticos. Las compras de activos por parte del Eurosistema continuaron siendo el principal factor impulsor de la creación de dinero.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

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

Gráfico 20

M3, M1 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

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

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

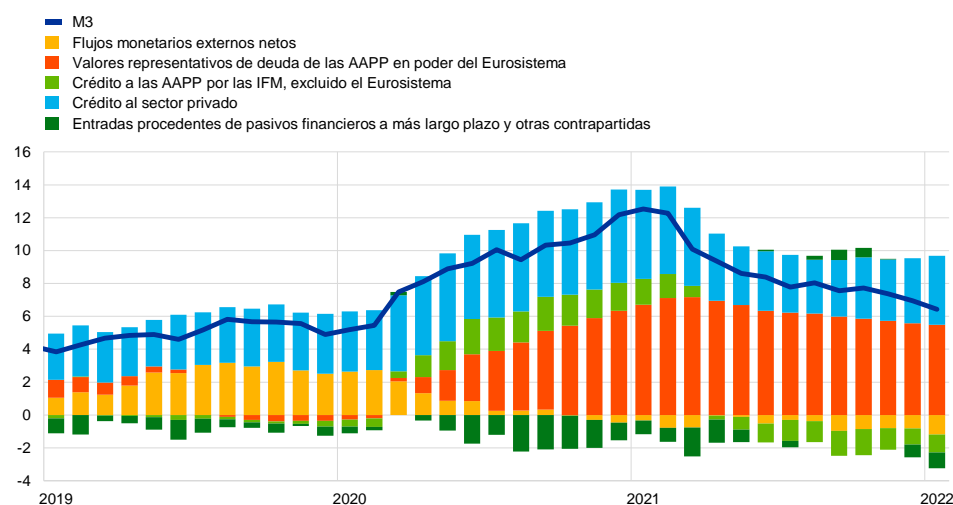
La creación de dinero continuó estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema en enero de 2022. Las compras netas de deuda pública por parte del Eurosistema en el marco del programa de compras de activos (APP) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)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

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

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

Gráfico 21 M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

Notas: El crédito al sector privado comprende los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado y las tenencias de las IFM de valores representativos de deuda emitidos por el sector privado, excluidas las IFM, de la zona del euro. Por tanto, también incluye las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de bonos corporativos y del PEPP. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2022.

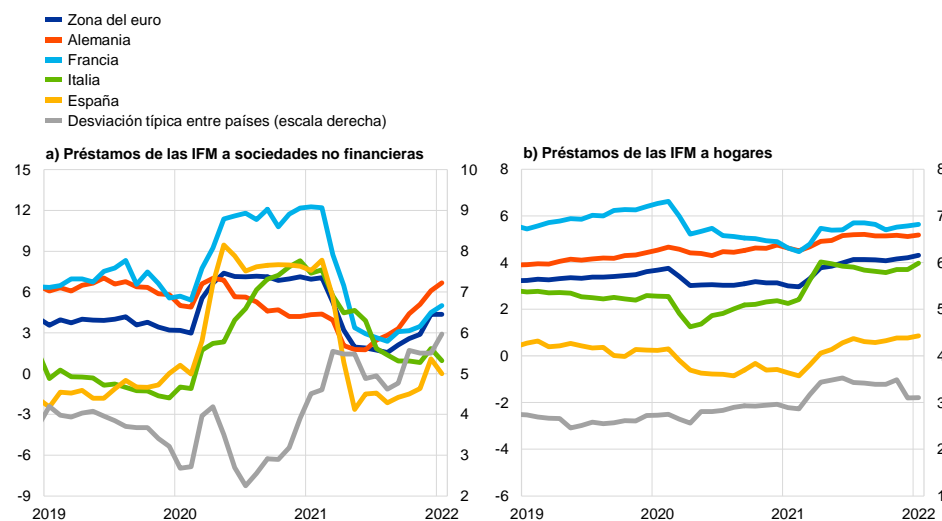
El crecimiento interanual de los préstamos al sector privado aumentó en enero de 2022. El crecimiento de los préstamos al sector privado se aceleró nuevamente en enero, hasta el 4,6 % desde el 4,2 % de diciembre (gráfico 20). Esta evolución estuvo determinada por el crédito a empresas y a hogares, que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

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

Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

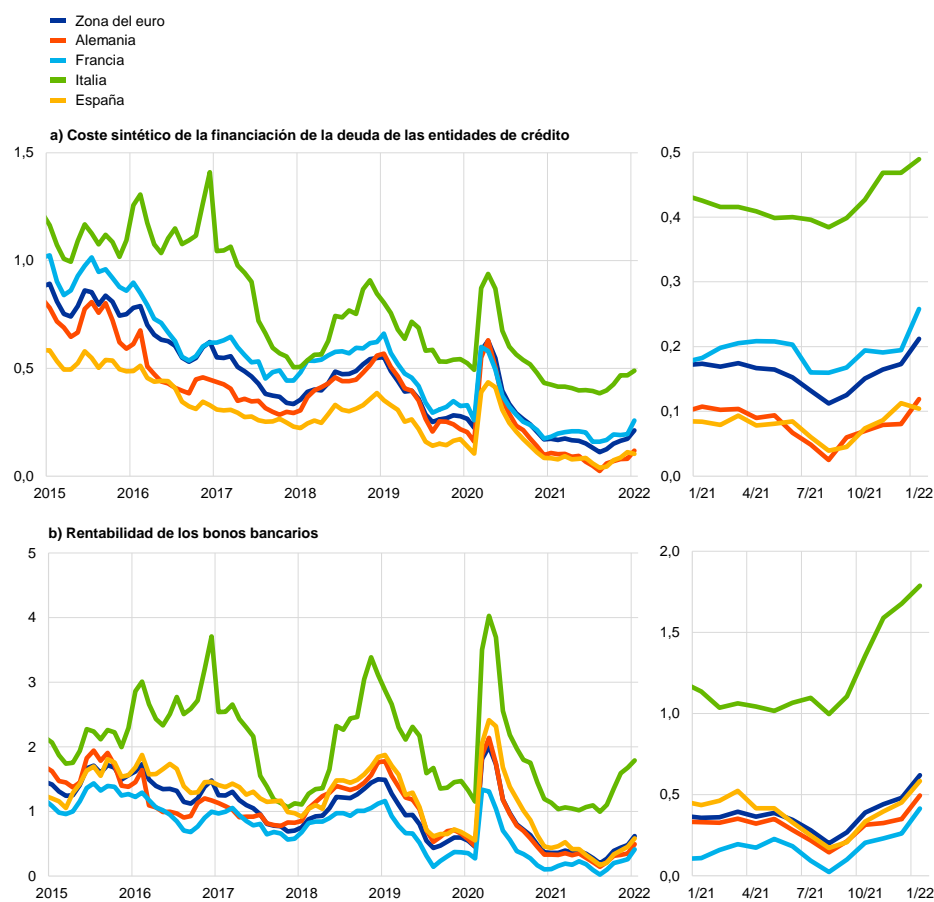
Notas: Préstamos ajustados de titulaciones y otras transferencias; en el caso de las sociedades no financieras, también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del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

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

Gráfico 23

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

(porcentajes)



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

Notas: Los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son el coste ponderado de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2022.

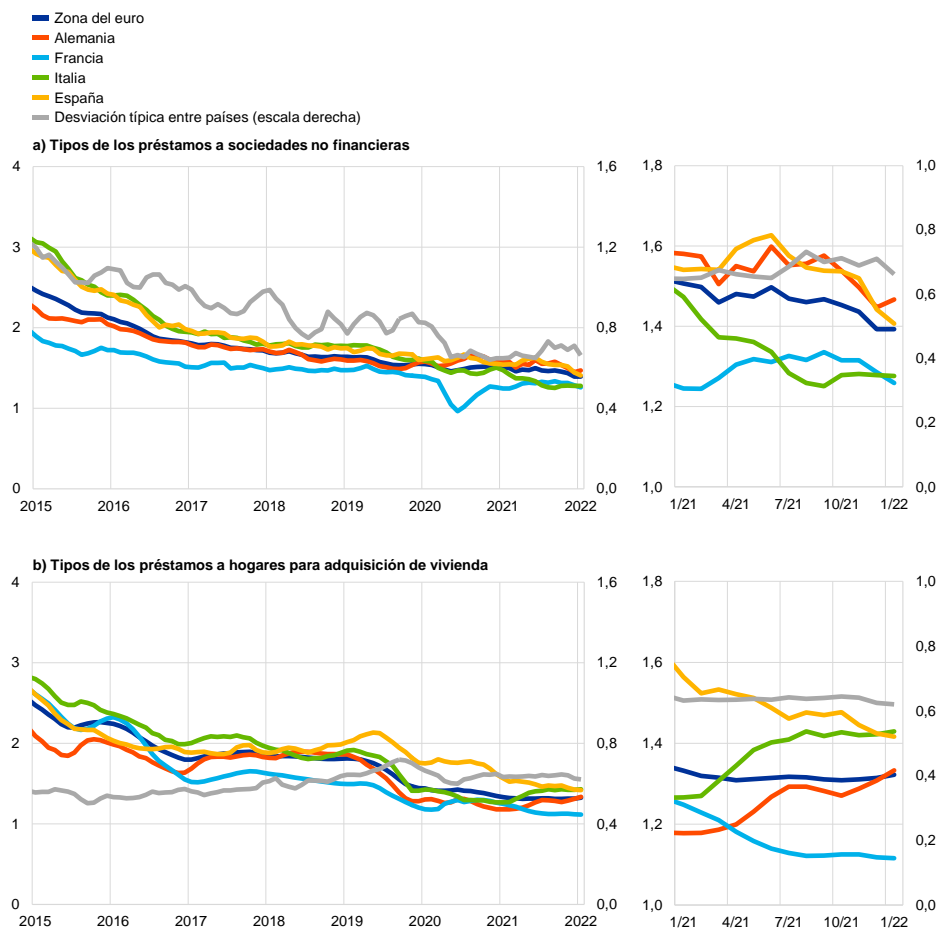
Los tipos de interés del crédito bancario permanecieron próximos a sus mínimos históricos en enero de 2022 (gráfico 24), aun cuando los tipos de los préstamos a las empresas repuntaron ligeramente. El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras aumentó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

medidas aplicadas por el BCE han evitado hasta la fecha un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación, que habría intensificado el impacto adverso de la pandemia sobre la economía de la zona del euro.

Gráfico 24

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

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



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2022.

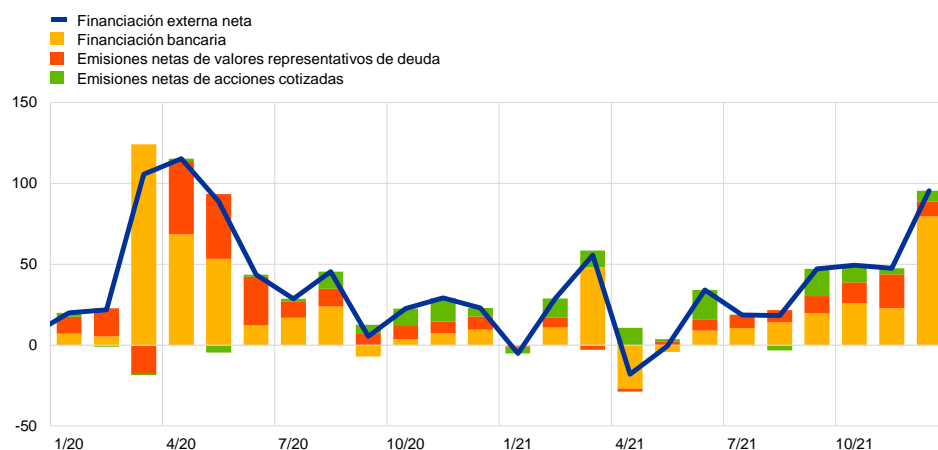
El volumen total de financiación externa de las empresas aumentó de nuevo en el cuarto trimestre de 2021. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa avanzó con fuerza y se situó en el 2,8 % en diciembre, frente al 2,3 % de octubre, impulsada por la mayor necesidad de financiación de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

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

Gráfico 25

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

(flujos mensuales en mm de euros)



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

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

El coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras (que incluye préstamos bancarios, emisiones de deuda en el mercado y financiación mediante acciones) se incrementó entre octubre de 2021 y enero de 2022, impulsado principalmente por el coste de los valores de renta fija. El coste de la financiación externa aumentó hasta el 5,2 % en enero de 2022 (gráfico 26), el mismo nivel que el máximo observado en marzo de 2020 y 110 puntos básicos por encima del mínimo histórico registrado en marzo de 2021. Este aumento fue consecuencia, sobre todo, tanto del mayor coste de los valores de renta fija como del incremento del peso de las acciones en el cálculo del coste total de la financiación⁸. Este último compensó con creces el ligero descenso del coste de las acciones en enero con respecto a octubre, que se debió a la menor prima de riesgo de estos valores, que, a su vez, contrarrestó el efecto de la subida de los tipos de interés libres de riesgo. El coste de la financiación bancaria se mantuvo

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

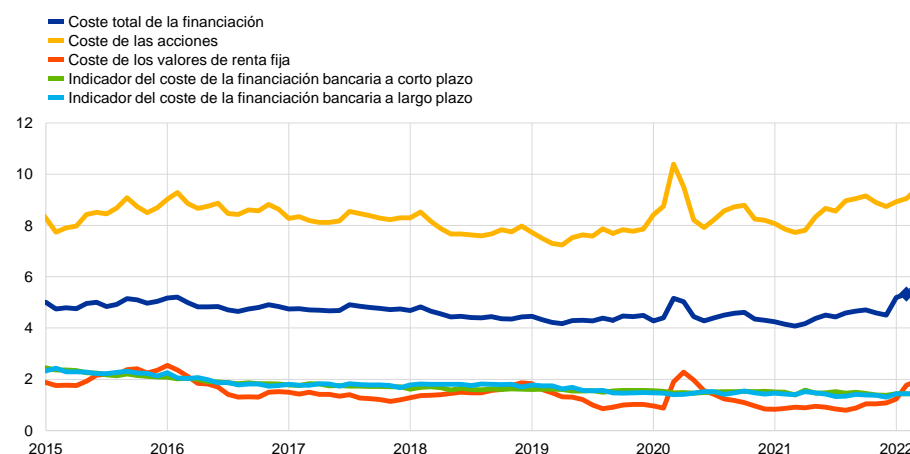
⁸ El coste de la financiación se calcula como la media ponderada del coste de las acciones, el coste de los valores de renta fija y el coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo. Las ponderaciones representan el peso de cada uno de los instrumentos de financiación en el saldo vivo total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

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

Gráfico 26

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Los rombos de color azul oscuro indican el coste total de la financiación previsto actualmente para febrero y marzo de 2022 (con datos hasta el 9 de marzo), asumiendo que el coste de la financiación bancaria se mantiene sin variación en su nivel de enero de 2022. Las últimas observaciones corresponden al 9 de marzo de 2022 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 4 de marzo de 2022 para el coste de las acciones (datos semanales) y a febrero de 2022 para el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

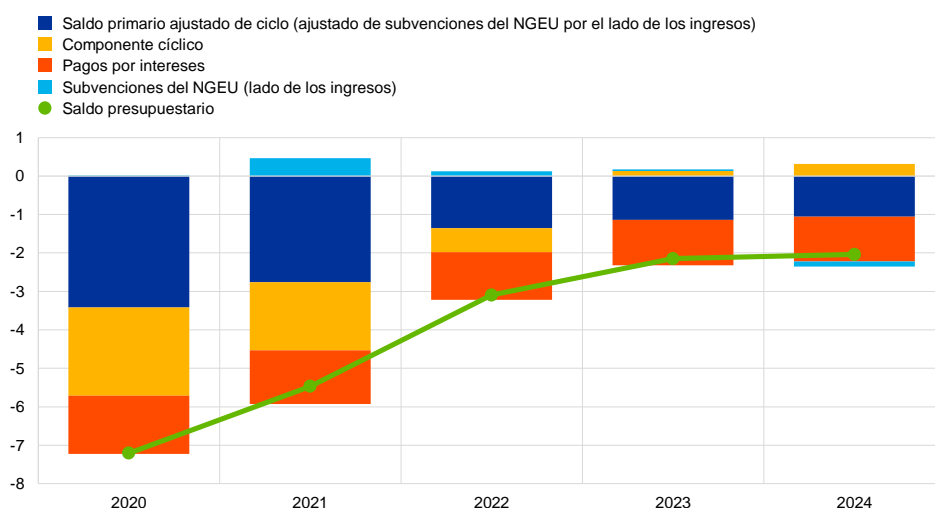
⁹ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2022](#)» publicadas en el sitio web del BCE el 10 de marzo de 2022.

nacionales de recuperación y resiliencia en el marco del NGEU¹⁰. La aportación del importante componente cíclico negativo —que contribuyó al considerable aumento del déficit público en 2020— habría empezado a disminuir en 2021, aunque solo de forma moderada. A tenor de las proyecciones, la mejora más sustancial del saldo presupuestario a partir de 2022 estará impulsada por un saldo primario ajustado de ciclo más elevado, ya que buena parte de las medidas de emergencia no financiadas con las subvenciones del NGEU expirarán. Además, se espera que la contribución negativa del ciclo económico desaparezca con rapidez en 2022 y pase a ser ligeramente positiva a partir de 2023. La mejora del saldo presupuestario también se verá favorecida, aunque en menor medida, por unos pagos por intereses algo menores de los que se han venido observando en los últimos años. En las proyecciones actuales, este efecto se refiere sobre todo a 2022, y se disipa gradualmente en 2023-2024.

Gráfico 27

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentajes del PIB)



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

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

Se considera que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro se habría endurecido ligeramente en 2021, tras un tono muy expansivo en 2020¹¹. Partiendo de niveles de apoyo todavía elevados tras ajustar por los ingresos

¹⁰ Las subvenciones del NGEU equivalen a aproximadamente el 0,5 % del PIB, en promedio, durante el horizonte de proyección, y disminuyen de forma gradual después de 2022. Junto con una cantidad limitada de préstamos, se prevé que financien gastos presupuestarios equivalentes al 2,5 % del PIB. La evolución de las finanzas públicas que se presenta en esta sección no incluye el déficit y la deuda supranacionales europeos relacionados con las transferencias del NGEU.

¹¹ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

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

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

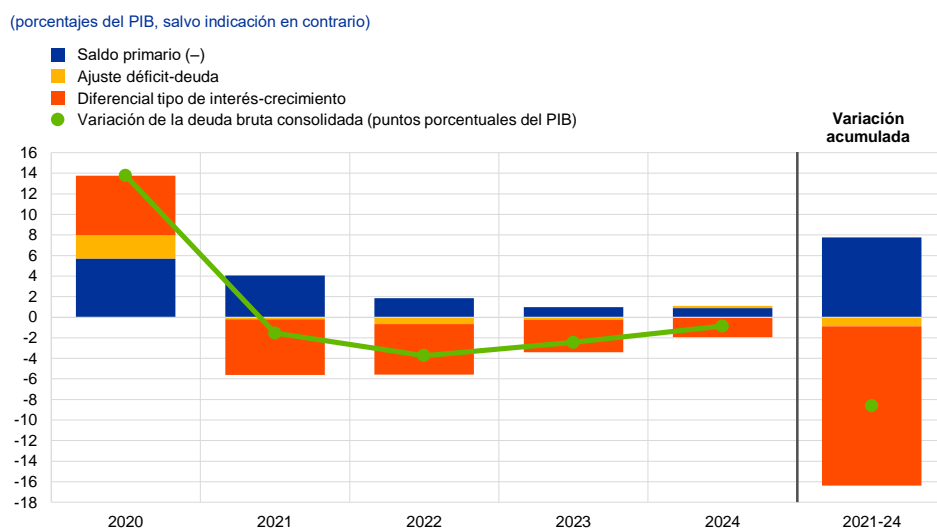
Después de registrar un fuerte incremento en 2020, la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro habría disminuido ligeramente hasta situarse en torno al 96 % del PIB en 2021 y se espera que siga descendiendo hasta el 89 % en 2024. Tras un ascenso de la ratio de deuda de casi 14 puntos porcentuales en 2020, en 2021 el déficit primario, cada vez menor pero todavía elevado, se habría visto contrarrestado con creces por una importante contribución a la reducción de la deuda del diferencial tipo de interés-crecimiento. Según las proyecciones, en 2022 y 2023 esta ratio descenderá a un ritmo más rápido, ya que los déficits primarios —que contribuyen al aumento de la deuda— están disminuyendo y además se verán compensados por las contribuciones positivas de los diferenciales tipo de interés-crecimiento y, en menor medida, por los ajustes negativos entre déficit y deuda (gráfico 28). Se espera que al final del horizonte de proyección, en 2024, la ratio de deuda disminuya hasta situarse justo por debajo del 89 % del PIB, 5 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en 2019, antes de la crisis. En conjunto, el impacto negativo de la crisis del COVID-19 en la trayectoria de la deuda agregada de la zona del euro ha sido sustancialmente menor de lo previsto, en general, en su fase inicial¹³.

¹² El impacto de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro fue de -4,2 puntos porcentuales del PIB en 2020, habría sido de +0,5 % puntos porcentuales del PIB en 2021, y se prevé que sea de +0,9, +0,2 y +0,1 puntos porcentuales del PIB en 2022, 2023 y 2024, respectivamente, tras ajustar por los ingresos relacionados con las subvenciones del NGEU.

¹³ Por ejemplo, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2020 situaban el nivel de la deuda en relación con el PIB al final de 2022 8 puntos porcentuales por encima del contemplado en las actuales proyecciones.

Gráfico 28

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



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

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

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

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

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