

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

La agresión rusa en Ucrania está causando un enorme sufrimiento. También está afectando a la economía en Europa y en otros lugares. El conflicto y la incertidumbre asociada están deteriorando gravemente la confianza de las empresas y de los consumidores. Las disrupciones en el comercio están ocasionando nuevas escaseces de materiales y de insumos. La acusada subida de los precios de la energía y de las materias primas está reduciendo la demanda y frenando la producción. La evolución de la economía dependerá fundamentalmente de cómo se desarrolle el conflicto, del impacto de las sanciones actuales y de otras posibles medidas futuras. Al mismo tiempo, la actividad económica aún se ve apoyada por la reapertura de la economía tras la fase de crisis de la pandemia. La inflación ha aumentado significativamente y continuará siendo elevada durante los próximos meses, debido principalmente al notable encarecimiento de los costes de la energía. Las presiones inflacionistas se han intensificado en muchos sectores.

En su reunión del 14 de abril de 2022, el Consejo de Gobierno consideró que los nuevos datos disponibles desde la reunión de marzo habían reforzado su expectativa de que las compras netas en el marco de su programa de compras de activos (APP) deberían concluir en el tercer trimestre. De cara al futuro, la política monetaria del BCE dependerá de los nuevos datos y de la evolución de la evaluación de las perspectivas. En las actuales condiciones de elevada incertidumbre, el Consejo de Gobierno mantendrá las opciones abiertas, la gradualidad y la flexibilidad en la ejecución de la política monetaria. Adoptará cuantas medidas sean necesarias para cumplir el mandato de estabilidad de precios encomendado al BCE y para contribuir a salvaguardar la estabilidad financiera.

Actividad económica

La actividad económica mundial siguió mostrando capacidad de resistencia a comienzos de 2022 y los indicadores de opinión señalan que el impacto de la variante ómicron del coronavirus (COVID-19) en las economías avanzadas podría ser breve. Sin embargo, la guerra Rusia-Ucrania y las nuevas medidas relacionadas con la pandemia en Asia frenarán previsiblemente la economía global y están provocando nuevas escaseces de materiales y de insumos. La situación geopolítica y la pandemia también están lastrando el comercio. Al mismo tiempo, es probable que el retraso en la relajación de las disrupciones en las cadenas de suministro y las consecuencias económicas de la guerra intensifiquen las presiones inflacionistas a nivel mundial. Se espera que el impacto en la inflación sea más significativo en las

economías emergentes que en las avanzadas, dado el mayor peso de las materias primas en las cestas de consumo de las primeras.

La economía de la zona del euro creció un 0,3 % en el último trimestre de 2021. Se estima que el crecimiento siguió siendo débil durante el primer trimestre de 2022, debido en gran medida a las restricciones relacionadas con la pandemia.

Varios factores apuntan a un crecimiento lento también en los próximos meses. La guerra ya está afectando negativamente a la confianza de los consumidores y de las empresas, también a través de la incertidumbre que genera. Debido a la fuerte subida de los precios de la energía y de las materias primas, los hogares están sufriendo un encarecimiento del coste de la vida y las empresas se enfrentan a costes de producción más elevados. La guerra ha creado nuevos cuellos de botella, mientras que la introducción de un nuevo conjunto de medidas frente a la pandemia en Asia está contribuyendo a las dificultades registradas en las cadenas de suministro. Algunos sectores afrontan dificultades crecientes para abastecerse de insumos, lo que está ocasionando disrupciones en la producción. No obstante, también existen factores que atenúan estos efectos y apoyan la recuperación en curso, como las medidas fiscales compensatorias y la posibilidad de los hogares de utilizar el ahorro acumulado durante la pandemia. Además, la reapertura de los sectores más afectados por la pandemia y un mercado de trabajo sólido con más personas empleadas continuarán respaldando las rentas y el gasto.

El apoyo de las políticas fiscal y monetaria sigue siendo esencial, especialmente en esta difícil situación geopolítica. Por otra parte, la implementación con éxito de los planes de inversión y reformas en el marco del programa *Next Generation EU* acelerará las transiciones energética y verde, lo que debería contribuir a potenciar el crecimiento y la resiliencia a largo plazo en la zona del euro.

Inflación

La inflación aumentó hasta el 7,5 % en marzo, desde el 5,9 % registrado en febrero. Los precios de la energía subieron tras el inicio de la guerra y se sitúan ahora un 45 % por encima del nivel de hace un año. Estos precios continúan siendo la principal causa de la alta tasa de inflación. Los indicadores de mercado sugieren que los precios de la energía se mantendrán en niveles elevados a corto plazo, pero se moderarán después en cierta medida. Los precios de los alimentos también se han incrementado de forma acusada, debido a los elevados costes de transporte y de producción, en especial al encarecimiento del precio de los fertilizantes, en parte como consecuencia de la guerra en Ucrania.

Las subidas de precios son ahora más generalizadas y los costes de la energía están presionando al alza los precios en muchos sectores. Los cuellos de botella en la oferta y la normalización de la demanda a medida que la economía se reabre también continúan ejerciendo presiones alcistas sobre los precios. Los indicadores de la inflación subyacente han aumentado hasta niveles superiores al 2 % en los últimos meses. 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 mercados de trabajo continúan mejorando y la tasa de desempleo descendió hasta un mínimo histórico del 6,8 % en febrero. Las ofertas de empleo en muchos sectores aún apuntan a una sólida demanda de empleo, aunque el crecimiento de los salarios sigue siendo contenido en general. Con el tiempo, el retorno de la economía a la plena capacidad debería contribuir a un avance más rápido de los salarios. Aunque distintos indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo obtenidos de los mercados financieros y de encuestas a expertos se sitúan en su mayoría en torno al 2 %, existen indicios preliminares de revisiones de esos indicadores por encima del objetivo que requieren un seguimiento atento.

Evaluación de riesgos

Los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento han aumentado sustancialmente como consecuencia de la guerra en Ucrania. Aunque los riesgos relacionados con la pandemia han disminuido, la guerra podría tener un impacto aún más acusado en el clima económico y agravar las restricciones de oferta. Unos costes de la energía persistentemente elevados, junto con un deterioro de la confianza, podrían lastrar la demanda y frenar el consumo y la inversión más de lo esperado.

Los riesgos al alza para las perspectivas de inflación también se han intensificado, especialmente a corto plazo. Los riesgos para las perspectivas de inflación a medio plazo incluyen expectativas de inflación superiores al objetivo, subidas salariales mayores de lo previsto y un empeoramiento duradero de las condiciones de oferta. Sin embargo, si la demanda se debilitara a medio plazo, reduciría las presiones inflacionistas.

Condiciones financieras y monetarias

Los mercados financieros han mostrado una elevada volatilidad desde que comenzó la guerra y se impusieron sanciones financieras. Los tipos de interés de mercado se han incrementado en respuesta al cambio de las perspectivas de política monetaria, al entorno macroeconómico y a la dinámica de la inflación. Los costes de la financiación bancaria han seguido aumentando. Al mismo tiempo, hasta el momento no se han observado tensiones graves en los mercados monetarios, ni escasez de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro.

Aunque se mantienen en niveles bajos, los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas y a los hogares han empezado a reflejar la subida de los tipos de interés de mercado. Los préstamos a los hogares se mantienen, especialmente para la compra de vivienda. Los flujos de crédito a las empresas se han estabilizado.

Según la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de concesión aplicados a los préstamos a empresas y para la adquisición de vivienda se endurecieron en general en el primer trimestre del año, ya que está aumentando la preocupación de los prestamistas por los riesgos que afrontan sus clientes en un entorno de incertidumbre. Se espera un nuevo endurecimiento de los criterios de concesión en los próximos meses al descontar las entidades de crédito el impacto económico adverso de la agresión rusa a Ucrania y la subida de los precios de la energía.

Conclusión

En síntesis, la guerra en Ucrania está afectando gravemente a la economía de la zona del euro y acrecentado la incertidumbre de manera considerable. El impacto de la guerra en la economía dependerá de la evolución del conflicto, del efecto de las sanciones actuales y de otras posibles medidas futuras. La inflación ha aumentado significativamente y continuará siendo elevada durante los próximos meses debido sobre todo al notable encarecimiento de los costes de la energía. El Consejo de Gobierno está muy atento a las incertidumbres actuales y realiza un estrecho seguimiento de los nuevos datos disponibles y de sus implicaciones para las perspectivas de inflación a medio plazo. La calibración de las políticas del BCE dependerá de los datos y reflejará la evolución de la evaluación de las perspectivas por parte del Consejo de Gobierno. El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos de acuerdo con su mandato, y actuar con flexibilidad si fuera necesario, para asegurar que la inflación se estabilice en el objetivo del 2 % a medio plazo.

Decisiones de política monetaria

En la reunión de política monetaria del 14 de abril de 2022, el Consejo de Gobierno confirmó que las compras netas mensuales en el marco del APP tendrían 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. El Consejo de Gobierno consideró que los nuevos datos disponibles desde su última reunión reforzaban su expectativa de que las compras netas de activos en el marco del APP deberían concluir en el tercer trimestre. 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 el Consejo de Gobierno.

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

El tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantienen sin variación en el 0,00 %, 0,25 % y -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 del Consejo de Gobierno 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 prevé reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (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.

En caso de una renovada fragmentación del mercado relacionada con la pandemia, las reinversiones en el marco del PEPP pueden ajustarse en cualquier momento de manera flexible en el tiempo, entre clases de activos y entre jurisdicciones. Ello podría incluir la compra de bonos emitidos por la República Helénica además de la reinversión de los importes vencidos a fin de evitar una interrupción de las compras en esa jurisdicción, lo que podría obstaculizar la transmisión de la política monetaria a la economía griega mientras sigue recuperándose de los efectos de la pandemia. Las compras netas en el marco del PEPP también podrían reanudarse, si fuera necesario, para contrarrestar las perturbaciones negativas relacionadas con la pandemia.

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

El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos dentro de su mandato, y actuar con flexibilidad si fuera necesario, para asegurar que la

inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo. La pandemia ha mostrado que, en condiciones de estrés, la flexibilidad en el diseño y en la realización de las compras de activos ha contribuido a contrarrestar las dificultades en la transmisión de la política monetaria y ha hecho que los esfuerzos del Consejo de Gobierno para lograr su objetivo sean más eficaces. En el marco del mandato del Consejo de Gobierno, en condiciones de estrés, la flexibilidad seguirá siendo un elemento de la política monetaria cuando las amenazas para la transmisión de esa política pongan en peligro el logro de la estabilidad de precios.

1

Entorno exterior

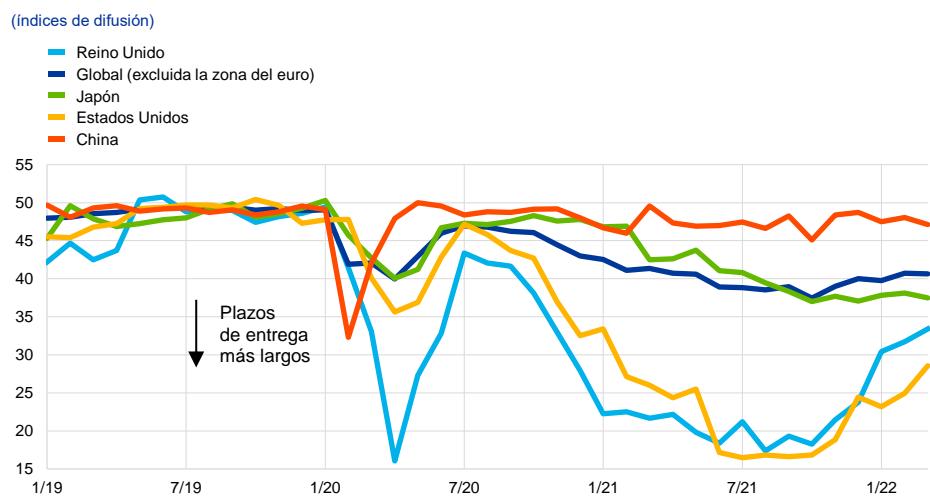
La actividad económica mundial siguió mostrando capacidad de resistencia a comienzos de 2022 y los indicadores de opinión señalan que el impacto de la variante ómicron del coronavirus (COVID-19) en las economías avanzadas podría ser breve. Sin embargo, la guerra Rusia-Ucrania y las nuevas medidas relacionadas con la pandemia en Asia frenarán previsiblemente la economía global y están provocando nuevas escaseces de materiales y de insumos. La situación geopolítica y la pandemia también están lastrando el comercio. Al mismo tiempo, es probable que el retraso en la relajación de las disruptpciones en las cadenas de suministro y las consecuencias económicas de la guerra intensifiquen las presiones inflacionistas a nivel mundial. Se espera que el impacto en la inflación sea más significativo en las economías emergentes que en las avanzadas, dado el mayor peso de las materias primas en las cestas de consumo de las primeras.

Se espera que la guerra Rusia-Ucrania y las nuevas medidas relacionadas con la pandemia en Asia lastren la actividad a corto plazo. Antes de la invasión rusa de Ucrania, los indicadores de opinión apuntaban a un crecimiento moderado a principios de 2022. El índice de directores de compras (PMI) de actividad compuesto global repuntó en febrero tras registrar una acusada caída en enero, lo que sugería que el impacto de la ola de ómicron en las economías avanzadas sería breve. Sin embargo, el PMI compuesto se redujo en marzo, aunque continuó en terreno expansivo, debido a una notable caída en Rusia y, en menor medida, en China. Se prevé que la actual guerra en Ucrania y las sanciones asociadas impuestas a Rusia afecten negativamente a la economía global en forma de mayores precios de las materias primas y de disminución de la confianza, como pone de relieve el deterioro de los índices de confianza de los consumidores de las economías principales. Estos efectos, a su vez, reducirán probablemente el consumo y la inversión, en particular en el segundo trimestre. A pesar de estos factores adversos y de la relevante incertidumbre en torno a las perspectivas generales, se espera que la actividad mantenga una senda expansiva, si bien más moderada, en 2022.

Los desarrollos recientes a escala global están provocando nuevas escaseces de materiales y de insumos. La reciente reducción de los cuellos de botella en las cadenas de suministro ha proseguido y el PMI de plazos de entrega de los proveedores de marzo ha sorprendido al alza en el Reino Unido y en Estados Unidos (gráfico 1). Esta evolución podría ser reflejo de la continuidad de la recuperación tras la ralentización registrada en torno al cambio de año debido a la variante ómicron. Sin embargo, otros datos de mayor frecuencia, incluidos los movimientos de buques y los precios del transporte, sugieren que dicha relajación de las disruptpciones en las cadenas de suministro se está viendo entorpecida por el impacto adverso sobre la producción y el transporte de la guerra Rusia-Ucrania y por las nuevas medidas relacionadas con la pandemia en Asia.

Gráfico 1

PMI de plazos de entrega de los proveedores



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2022.

La situación geopolítica y la pandemia también están lastrando el comercio.

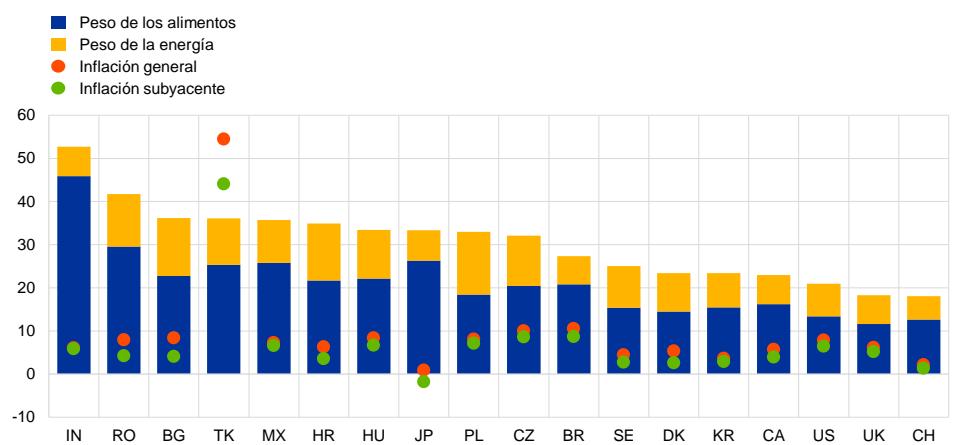
Los indicadores de alta frecuencia apuntan a una moderación del comercio mundial en marzo, con descensos significativos en el número de buques comerciales que hacen escala en los puertos rusos y ucranianos con respecto a la media de 2021, debido a la guerra y a las sanciones asociadas impuestas a Rusia. Muchas empresas privadas se retiraron de Rusia o cortaron lazos con ella tras la imposición inicial de sanciones. Es probable que estos boicots estén afectando ya al comercio. Mientras tanto, el repunte de casos de COVID-19 en Asia, combinado con las festividades del Año Nuevo lunar y los recientes confinamientos en China, han contribuido a los moderados volúmenes de transporte procedentes de dicho país. En febrero, los movimientos de buques también disminuyeron en otras regiones, incluida América del Norte. De cara a los próximos meses, los flujos comerciales podrían debilitarse más en el segundo y en el tercer trimestre del año, dado que las sanciones a Rusia seguirán haciendo mella en la actividad comercial.

Las nuevas tensiones en las cadenas de suministro y el impacto económico de la guerra plantean riesgos al alza para la inflación a nivel mundial. En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación interanual medida por el Índice de Precios de Consumo (IPC) aumentó hasta situarse en el 7,7 % en febrero, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se elevó hasta el 5,5 %. Los componentes de energía y alimentos representaron alrededor de un tercio de la subida total, mientras que la inflación subyacente explicó los dos tercios restantes. De cara al futuro, la inflación en la OCDE podría incrementarse todavía más dado el encarecimiento que han experimentado los precios de las materias primas desde enero. La inflación general de las economías emergentes, como India, México y Turquía, podría registrar alzas aún más pronunciadas debido al mayor peso de las materias primas en sus cestas de consumo (gráfico 2). Parece que las economías avanzadas, como Canadá, Reino Unido y Estados Unidos, son menos vulnerables.

Gráfico 2

Inflación de precios de consumo y peso de los alimentos y la energía en la cesta de consumo

(tasas de variación interanual, febrero de 2022; peso en los índices IPC/IAPC, en porcentaje)



Fuentes: Oficinas nacionales de estadística a través de Haver Analytics y cálculos del BCE.

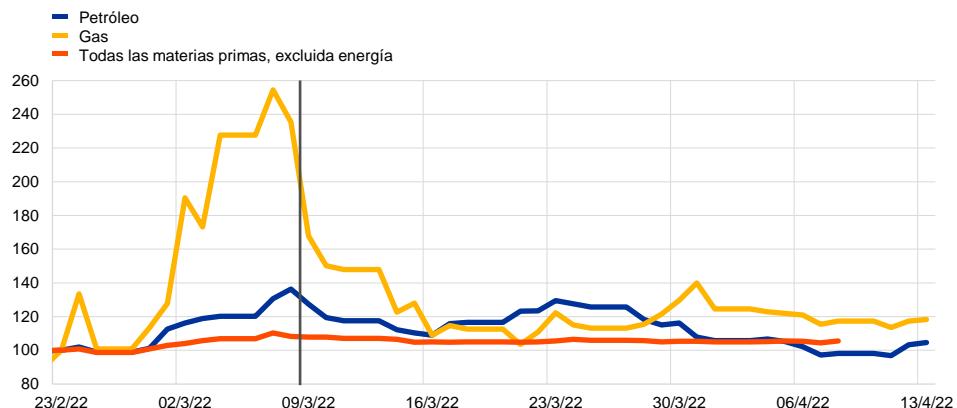
Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022. Para los países de la UE se indica el IAPC.

Los precios de las materias primas han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo, pero continúan siendo vulnerables a riesgos para la oferta debido a la guerra en Ucrania. En un entorno de elevada volatilidad, los precios del crudo han caído un 18 % desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo. Esta caída obedeció en parte a la decisión de Estados Unidos de liberar un millón de barriles de petróleo al día de las reservas estratégicas durante los seis próximos meses, así como a la liberación de 330.000 barriles diarios adicionales por parte de otros miembros de la Agencia Internacional de la Energía y a los riesgos a la baja para la demanda derivados de los recientes confinamientos en China. Aunque la disputa entre Rusia y el grupo de países del G-7 y la Unión Europea sobre la moneda de denominación de los pagos del gas volvió a generar preocupación sobre las importaciones de esta materia prima procedentes de Rusia, los precios del gas han caído un 30 %, dado que los mercados parecen aliviados por que las exportaciones de gas ruso a Europa no hayan descendido después de la invasión de Ucrania. Los precios de las materias primas no energéticas han disminuido ligeramente (un 2 %) desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo. Ello se debe a la menor inquietud por la posible escasez de suministros a causa de la guerra y a que los confinamientos en China plantean riesgos a la baja para la demanda de metales. Sin embargo, los precios de las materias primas en general permanecen por encima de los niveles observados antes de la invasión de Ucrania por parte de Rusia (gráfico 3). La guerra entraña riesgos significativos para la oferta, dado que este país es un exportador importante de una amplia gama de materias primas, como petróleo, gas, aluminio, fertilizantes y trigo.

Gráfico 3

Evolución de los precios de las materias primas desde la invasión rusa de Ucrania

(Índice: 23 de febrero de 2022 = 100)



Fuentes: Refinitiv, HWI y cálculos del BCE.

Notas: «Gas» se refiere al precio del gas en el mercado TTF holandés. La línea vertical marca la fecha de la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2022. Las últimas observaciones corresponden al 13 de abril de 2022.

En Estados Unidos, se espera que la actividad económica se modere en el primer trimestre de 2022, mientras que se prevé un repunte para el segundo trimestre. Aunque la ola de ómicron está desapareciendo, la disminución del apoyo fiscal, junto con el alto nivel de inflación, han dado lugar a una caída de la renta real disponible desde el último trimestre de 2021. En consecuencia, el gasto en consumo —en particular de los hogares de rentas bajas— podría reducirse a comienzos de este año, también debido al impacto de la guerra sobre los precios de las materias primas. Sin embargo, los balances de los hogares se encuentran saneados en general. Además, se espera que un robusto mercado de trabajo y una fuerte renta nominal respalden el crecimiento económico durante el resto del año. Mientras tanto, el mercado de trabajo sigue tensionado ante la escasez de mano de obra, lo que se ha traducido en una intensificación de las presiones salariales. La inflación general interanual medida por el IPC se incrementó hasta el 8,5 % en marzo, mientras que la inflación subyacente se elevó hasta el 6,5 %. Los precios de la energía continúan siendo un importante factor impulsor de la inflación, junto con los cuellos de botella en la oferta, que están ejerciendo presión sobre los precios de los bienes. Los precios de los servicios también aumentaron en un contexto de alza actual de los alquileres, al igual que repuntaron los precios de los servicios de transporte. En respuesta a las tensiones en el mercado de trabajo y a la elevada inflación, la Reserva Federal subió su tipo de interés objetivo y endureció su política monetaria en su reunión de marzo.

En China, es probable que la tasa de incidencia de COVID-19 más alta registrada desde el comienzo de la pandemia frene el crecimiento a corto plazo. Si bien la actividad parecía relativamente vigorosa en enero y febrero, el acusado aumento del número de casos de COVID-19 en marzo dio lugar a confinamientos generalizados, que están lastrando el crecimiento de forma considerable. Los confinamientos locales impuestos por las autoridades podrían crear más disruptpciones en cadenas de suministro importantes. La menor congestión del tráfico en puertos y ciudades financieras clave, como Shanghái y Shenzhen, que

representan alrededor de una sexta parte de las exportaciones chinas, sugiere que el ritmo de crecimiento se estaba ralentizando al final del primer trimestre. Con los casos aún al alza y grandes ciudades confinadas, es probable que la economía continúe desacelerándose en el segundo trimestre de 2022.

En Japón, la recuperación de la actividad económica se moderó a principios de 2022 con la propagación de la variante ómicron. Los indicadores de alta frecuencia sugieren que el acusado incremento de los casos de COVID-19 desde comienzos del año y la introducción de medidas que se aproximan al estado de emergencia en algunas prefecturas contribuyeron al retroceso del gasto en consumo y de la confianza de los consumidores en enero y febrero. Dado el repunte de la incidencia de COVID-19 a principios de febrero y el levantamiento de las medidas de emergencia en marzo, actualmente se espera que el impacto negativo de ómicron sobre la actividad económica sea breve. La inflación general interanual medida por el IPC aumentó hasta el 0,9 % en febrero, impulsada por el encarecimiento de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos, mientras que la inflación subyacente se incrementó ligeramente, hasta el -1,8 %. La inflación subyacente sigue lastrada por los notables descensos que registraron el pasado año las tarifas de telefonía móvil, después de que el Gobierno pidiera a las compañías telefónicas que las redujeran. Teniendo en cuenta que este factor empieza a desaparecer de los datos interanuales, se prevé que las tasas de inflación avancen hacia el objetivo del 2 %.

En el Reino Unido, la economía se está recuperando con rapidez del impacto de la variante ómicron, pero el aumento de la inflación ha comenzado a erosionar la confianza de los consumidores. El PIB real se moderó en febrero tras sorprender al alza en enero, con un avance intermensual del 0,1 %. Si bien la actividad económica se sustentó fundamentalmente en un aumento de los servicios de consumo, la actividad de las manufacturas y la construcción cayó. Para los próximos meses, el deterioro de la confianza de los consumidores apunta a una notable desaceleración del ritmo de crecimiento. Como consecuencia de la escalada de la inflación, la subida de los tipos de interés y la política fiscal más restrictiva, los hogares particulares sienten una preocupación cada vez mayor por sus perspectivas de rentas. La inflación general interanual medida por el IPC se incrementó hasta el 7% en marzo, impulsada principalmente por el componente energético, pero también por los precios del mobiliario y equipamiento de hogar y de la hostelería. Por otro lado, la inflación subyacente se elevó hasta el 5,7 %. El Banco de Inglaterra subió su tipo de interés oficial del 0,50 % al 0,75 % en la reunión de su Comité de Política Monetaria celebrada en marzo, al tener en consideración el tensionamiento del mercado de trabajo y los indicios continuados de fuertes presiones de origen interno sobre los costes y los precios.

Se espera que el reciente aumento de los precios de las materias primas lastre las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes importadoras de estas materias. El deterioro de la relación de intercambio en las economías emergentes importadoras de materias primas, especialmente en los principales países manufactureros de Asia, está generando un efecto renta negativo que pesa sobre la actividad económica. Además, los países importadores de materias primas

con déficits por cuenta corriente —como India y Turquía— podrían sufrir consecuencias mayores si los inversores extranjeros no están dispuestos a financiar los déficits más elevados necesarios para financiar las importaciones de materias primas de estos países. En cambio, en las principales economías emergentes exportadoras de materias primas—como Irán, Nigeria y Arabia Saudí—, se espera que el encarecimiento de los precios de estas amortigüe el impacto negativo de la caída de la demanda externa y el alza de los precios de otras materias primas. Las medidas de política monetaria adoptadas en las economías emergentes han seguido siendo diversas en las últimas semanas y reflejan la diferente evolución de la inflación. Mientras que algunos países —como Brasil, México y Sudáfrica— han continuado elevando sus tipos de interés oficiales, otros —como India e Indonesia— los han mantenido constantes.

2

Actividad económica

La economía de la zona del euro creció un 0,3 % en el último trimestre de 2021. Se estima que el crecimiento siguió siendo débil en el primer trimestre de 2022, debido en gran medida a las restricciones relacionadas con la pandemia.

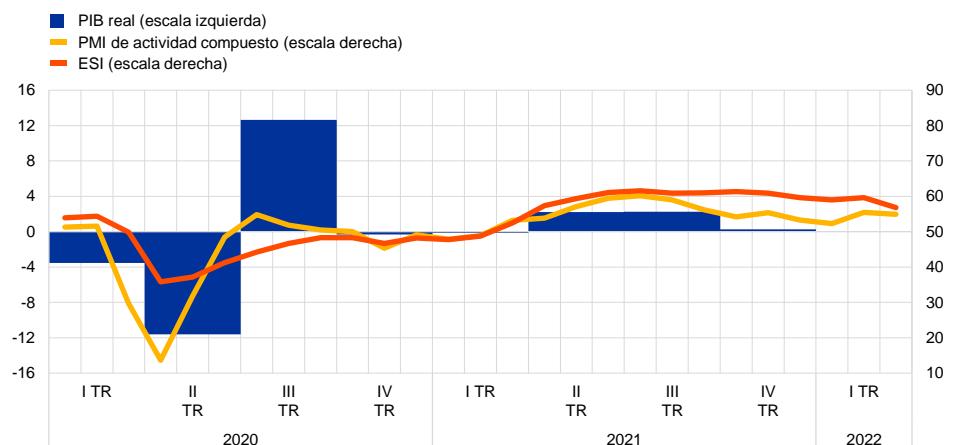
La agresión rusa a Ucrania está causando un enorme sufrimiento. También está afectando a la economía en Europa y en otros lugares. La guerra ya está lastrando la confianza de los consumidores y de las empresas, también a través de la incertidumbre que genera. Debido a la fuerte subida de los precios de la energía y de las materias primas, los hogares están sufriendo un encarecimiento del coste de la vida y las empresas se están enfrentando a costes de producción más elevados. La guerra ha creado nuevos cuellos de botella, mientras que la introducción de un nuevo conjunto de medidas relacionadas con la pandemia en Asia está contribuyendo a los problemas registrados en las cadenas de suministro. Algunos sectores afrontan dificultades crecientes para abastecerse de insumos, lo que está ocasionando disrupciones en la producción. No obstante, también existen factores que atenúan estos efectos y apoyan la recuperación en curso, como las medidas fiscales compensatorias y la posibilidad de los hogares de utilizar el ahorro acumulado durante la pandemia. Además, la reapertura de los sectores que se han visto más afectados por la pandemia y un mercado de trabajo sólido con más personas empleadas continuarán respaldando las rentas y el gasto.

El apoyo de las políticas fiscal y monetaria sigue siendo esencial, especialmente en esta difícil situación geopolítica. Por otra parte, la implementación con éxito de los planes de inversión y reformas en el marco del programa Next Generation EU acelerará las transiciones energética y verde, lo que debería contribuir a potenciar el crecimiento y la resiliencia a largo plazo en la zona del euro.

El crecimiento del PIB real de la zona del euro se desaceleró en el último trimestre de 2021, tras mostrar un mayor dinamismo en los dos trimestres anteriores. El producto moderó su ritmo de crecimiento intertrimestral hasta el 0,3 % en el cuarto trimestre del año pasado, después de registrar tasas más elevadas en el segundo y tercer trimestre (gráfico 4). Este resultado estuvo en consonancia con la estimación de avance. El PIB se sitúa ahora un 0,2 % por encima del máximo previo a la pandemia observado en el último trimestre de 2019, y se estima que el efecto arrastre sobre el crecimiento interanual este año es del 1,9 %. La demanda interna y la variación de existencias contribuyeron positivamente al crecimiento en el cuarto trimestre, mientras que la demanda exterior neta tuvo un impacto negativo. El aumento del producto en ese período fue generalizado en los distintos países, pese a la contracción en Alemania. La estimación más reciente para 2021 cifra el avance del PIB en el 5,3 %, el mayor incremento interanual desde principios de la década de 1970. En cuanto a la producción, el valor añadido total tendió al alza y creció un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre. El valor añadido de la industria (excluida la construcción) se mantuvo invariado, igual que el correspondiente al sector servicios, mientras que el de la construcción aumentó un 1,1 %.

Gráfico 4**PIB real de la zona del euro, PMI de actividad compuesto y ESI**

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



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

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

La debilidad del crecimiento habría continuado en el primer trimestre de 2022, en el contexto de la ola de ómicron, del nuevo incremento de los costes energéticos y de la invasión de Ucrania por parte de Rusia. La desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre del año pasado y las expectativas de continuación de un crecimiento contenido en el primer trimestre del actual están en consonancia con las nuevas restricciones impuestas para hacer frente a la rápida propagación de la variante ómicron del coronavirus. Si bien estas medidas afectan sobre todo a los servicios, la invasión de Ucrania por parte de Rusia también tendrá consecuencias negativas para la actividad global —en particular en el sector industrial— a corto plazo. Asimismo, aunque las disruptivas en las cadenas de suministro provocadas por la pandemia habían mostrado algunos signos de disminución antes del estallido de la guerra, se han observado indicios de que los cuellos de botella se están intensificando de nuevo (por ejemplo, como resultado de la introducción de un nuevo conjunto de medidas relacionadas con la pandemia en Asia). Además, los altos costes de la energía están teniendo un efecto adverso en el poder adquisitivo de los hogares y constituyen un lastre adicional para el consumo privado y la actividad económica. La información procedente de empresas que operan en el sector no financiero corrobora, en líneas generales, esta narrativa global sobre las perspectivas a corto plazo ([recuadro 2](#)).

Los nuevos datos disponibles respaldan la opinión de que el crecimiento fue débil a principios de este año. El nivel de producción industrial en enero de 2022 no varió con respecto a diciembre de 2021 y se situó un 1,6 % por encima del promedio del cuarto trimestre. Con todo, el impacto de los acontecimientos que se están desarrollando en Ucrania es evidente en indicadores de opinión más actualizados. Así, por ejemplo, el PMI de actividad compuesta descendió hasta situarse en 54,9 en marzo, desde un valor de 55,5 en febrero, exclusivamente como consecuencia de la moderación de las manufacturas. Al mismo tiempo, el PMI de

plazos de entrega de los proveedores, que capta las disrupciones en las cadenas de suministro del sector manufacturero, volvió a retroceder y registró de nuevo el nivel observado al final de 2021. Además, el indicador compuesto de expectativas empresariales a doce meses se desplomó en marzo, con la segunda mayor caída desde su creación en 2012. El ESI también retrocedió de forma acusada en dicho mes a raíz de la invasión de Ucrania. El promedio de este indicador en el primer trimestre fue inferior al correspondiente al cuarto trimestre de 2021, pero aún permanecía por encima de la media de largo plazo y del nivel previo a la pandemia. El sentimiento empeoró en casi todos los países de la zona del euro en marzo. Según la última [encuesta a expertos en previsión económica](#) (EPE) del BCE (realizada a principios de abril), la tasa de crecimiento intertrimestral de la zona del euro habría sido del 0,2 % en el primer trimestre, lo que supone una clara revisión a la baja con respecto a la encuesta anterior (llevada a cabo a principios de enero).

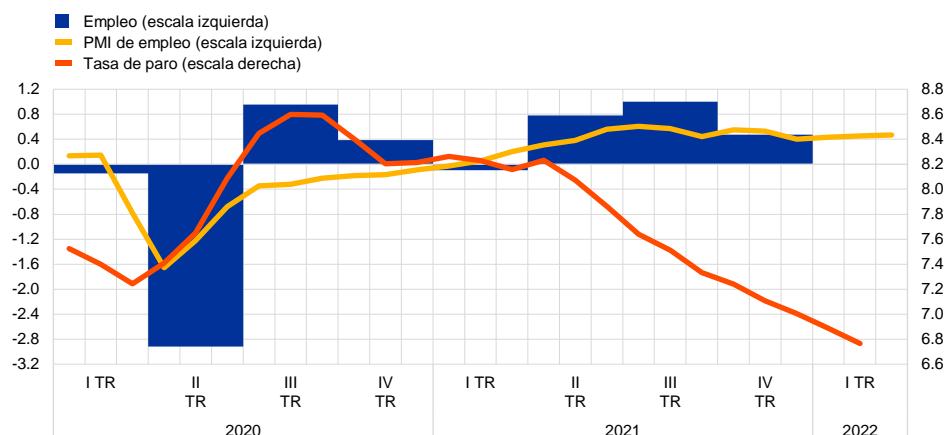
La tasa de paro de la zona del euro sigue descendiendo, aunque el total de horas trabajadas se mantiene por debajo de los niveles previos a la pandemia.

Esta tasa se situó en el 6,8 % en febrero de 2022, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la de enero y unos 0,6 puntos porcentuales por debajo de la registrada antes de la crisis pandémica, en febrero de 2020 (gráfico 5). Como resultado de la relajación de las medidas de contención relacionadas con la pandemia, el porcentaje de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo descendió hasta situarse en el 1,3 % de la población activa en febrero de 2022, desde alrededor del 1,6 % en diciembre de 2021. Los datos de las cuentas nacionales más recientes indican que, en el cuarto trimestre de 2021, el total de horas trabajadas se mantuvo en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia, sobre todo en los sectores industrial y de servicios de mercado, debido a los citados programas.

Gráfico 5

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

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



Fuentes: Eurostat, IHS Markit y cálculos del BCE.

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

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo continuaron mejorando en el primer trimestre, con algunos signos incipientes de debilitamiento en el futuro. El PMI mensual compuesto de empleo alcanzó un valor de 54,7 en marzo, 0,2 puntos más que en febrero, con lo que se mantuvo por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. El PMI de empleo se ha recuperado con fuerza tras registrar un mínimo histórico en abril de 2020, y permanece en terreno expansivo por decimocuarto mes consecutivo. Si se analiza la evolución de distintos sectores, el PMI de empleo del sector manufacturero señaló cierto debilitamiento en marzo, mientras que el indicador relativo a los servicios siguió apuntando a un crecimiento vigoroso del empleo. Entretanto, los indicadores de opinión más recientes de la Comisión Europea sobre las expectativas de empleo de las empresas y las expectativas de los trabajadores en relación con el desempleo muestran que la invasión de Ucrania por parte de Rusia ya podría estar lastrando la dinámica del mercado de trabajo en el segundo trimestre de 2022.

Tras registrar una contracción al final de 2021, el consumo privado se habría mantenido débil a principios de este año, en un entorno de fuertes subidas de los precios de la energía y de altos niveles de incertidumbre. Aunque la actividad, en particular en el sector servicios, se ha visto respaldada por el levantamiento de las restricciones relacionadas con la pandemia, la escalada de los precios energéticos tras la invasión de Ucrania por Rusia está mermando la renta real disponible de los hogares y minando la confianza de los consumidores. En este contexto, la confianza de los consumidores disminuyó en marzo hasta situarse en el nivel más bajo observado desde el comienzo de la pandemia. Al mismo tiempo, la última encuesta de opinión de la Comisión Europea señala que las expectativas de los hogares sobre su situación económica y financiera en los próximos doce meses se han deteriorado de forma drástica al aumentar la inflación y dispararse la incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania. Si bien la elevada incertidumbre podría llevar a que los hogares incrementen su ahorro por motivo de precaución, el ascenso muy pronunciado de los precios de la energía podría verse amortiguado, parcialmente y en términos agregados, por cierta desacumulación del exceso de ahorro. Esta hipótesis se ve respaldada por evidencia reciente del mes de marzo que apunta a una caída de la intención de ahorro de los hogares en los próximos doce meses (como indica la encuesta de opinión de la Comisión Europea), así como por un descenso de la tasa de ahorro —hasta el 13,3 %— en el cuarto trimestre de 2021 (frente al 15 % del trimestre anterior). Sin embargo, es probable que la persistencia de costes energéticos elevados, junto con el deterioro de la confianza, limiten el consumo a corto plazo y hagan que la recuperación sea más frágil y desigual (para más información sobre cómo afectan los precios energéticos al consumo, véase el [artículo 1](#)). Los hogares con rentas bajas serán probablemente los más perjudicados, dado que tienden a gastar una mayor proporción de su renta en energía y han acumulado menos ahorro durante la pandemia ([recuadro 3](#)). A medio plazo, se espera que el consumo privado siga siendo el principal factor impulsor del crecimiento económico, gracias a las sólidas condiciones subyacentes conforme avance la reapertura de las economías y el mercado de trabajo continúe mejorando.

La inversión empresarial habría seguido aumentando en el primer trimestre de 2022, pero las perspectivas están sujetas a una incertidumbre mayor. La inversión, excluida la construcción, registró un crecimiento intertrimestral del 6,3 % en el cuarto trimestre de 2021, como resultado de la inversión en activos intangibles —sobre todo en Irlanda, pero no solo en ese país—, así como en transporte y en otra maquinaria y equipo. En cuanto al primer trimestre de 2022, la producción de bienes de equipo en enero se situó un 1,7 % por encima del nivel medio observado en el cuarto trimestre del año anterior. Este incremento, junto con los sólidos datos de las encuestas de opinión sobre pedidos y expectativas de producción en la mayor parte del primer trimestre, así como la evolución positiva —aunque más débil— de la demanda de préstamos, apuntan a un alza de la inversión en dicho período. De cara al futuro, existe una mayor incertidumbre, y es probable que la invasión de Ucrania por Rusia restrinja la inversión, debido al encarecimiento de los costes de la energía, la intensificación de los cuellos de botella en la oferta y el aumento de la incertidumbre. Entretanto, el crecimiento de la inversión empresarial se verá respaldado por una elevada utilización de la capacidad productiva, así como por la financiación proporcionada en el marco del programa *Next Generation EU* para apoyar la digitalización, la I+D, las infraestructuras y la transición hacia una economía verde.

La inversión en vivienda continuó sustentándose en la fortaleza de la demanda en el primer trimestre, mientras que las restricciones de oferta aumentarán debido a la guerra. Varios indicadores coyunturales señalan que el impulso de la inversión residencial en la zona del euro continuará en el primer trimestre de 2022, tras el repunte observado en el cuarto trimestre de 2021. Así, por ejemplo, la producción del segmento de construcción de edificios en enero se situó un 3 % por encima de la media del cuarto trimestre. Entretanto, el PMI de actividad de la construcción residencial se adentró en mayor medida en terreno expansivo, en promedio, en el primer trimestre, y el indicador de la Comisión Europea sobre tendencias recientes de la actividad de la construcción aumentó de forma sustancial. Según datos sobre límites a la producción procedentes de encuestas, la recuperación del sector de la construcción ha estado impulsada por una disminución de las restricciones de demanda, mientras que las relacionadas con la oferta se han intensificado por la escasez de mano de obra y materiales. Al mismo tiempo, sin embargo, la invasión de Ucrania ha generado un grado de incertidumbre elevado en torno a las perspectivas de inversión en vivienda en el segundo trimestre. Por un lado, es probable que la continuación de la guerra acentúe el desabastecimiento de materiales y las subidas de los costes de los insumos, lastrando así la producción de la construcción, como refleja el hecho de que el PMI de expectativas de las empresas de construcción cayera a terreno contractivo en marzo. Por otro, no obstante, la gran acumulación de liquidez de los hogares y el actual dinamismo de los precios de la vivienda podrían seguir apoyando la demanda.

El comercio de la zona del euro continuó recuperándose en enero, pero las perspectivas a corto plazo se han deteriorado de forma significativa. En enero, las exportaciones nominales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro repuntaron tras descender en diciembre, al tiempo que las importaciones de fuera de la zona siguieron creciendo. El saldo del comercio de bienes siguió siendo

deficitario como consecuencia de la subida de los costes de las importaciones energéticas. Los datos de comercio correspondientes a enero señalaron una disminución de los cuellos de botella en la oferta, lo que favoreció el crecimiento de las exportaciones. En marzo, en cambio, se observó un incremento de la cantidad de bienes bloqueados en puertos de todo el mundo y un encarecimiento de los costes de transporte debido a los confinamientos relacionados con la pandemia en China y la invasión de Ucrania, lo que sugiere que esta mejora puede haber llegado a su fin. Los indicadores prospectivos de exportaciones de manufacturas se situaron en terreno contractivo en marzo, como resultado de la caída de la demanda derivada de la invasión de Ucrania y de las sanciones impuestas a Rusia. De igual modo, el PMI de pedidos exteriores del sector servicios también se ha adentrado en terreno contractivo pese a la relajación de las restricciones relacionadas con la pandemia. Con todo, los indicadores de reservas de viajes apuntan a una continuación de la recuperación de cara a la temporada estival, sobre todo en lo que se refiere a los viajes realizados dentro de la zona del euro.

Si bien varios factores apuntan a un crecimiento lento en los próximos meses, también existen factores compensatorios que respaldan la recuperación en curso. Los resultados de la última encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE ponen de manifiesto que las previsiones relativas al crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2022 y 2023 en comparación con la encuesta anterior. Aunque la guerra es un factor fundamental que está lastrando las perspectivas económicas de la zona del euro, también existen otros factores que deberían apoyar la recuperación en curso (como las medidas fiscales compensatorias y la posibilidad de los hogares de utilizar el ahorro acumulado durante la crisis). Además, la reapertura de los sectores que se han visto más afectados por la pandemia y un mercado de trabajo sólido con más personas empleadas continuarán respaldando las rentas y el gasto. El apoyo de las políticas fiscal y monetaria sigue siendo esencial, especialmente en esta difícil situación geopolítica. Por otra parte, la implementación con éxito de planes de inversión y reformas en el marco del programa *Next Generation EU* acelerará las transiciones energética y verde, lo que debería contribuir a potenciar el crecimiento y la resiliencia a largo plazo en la zona del euro.

3

Precios y costes

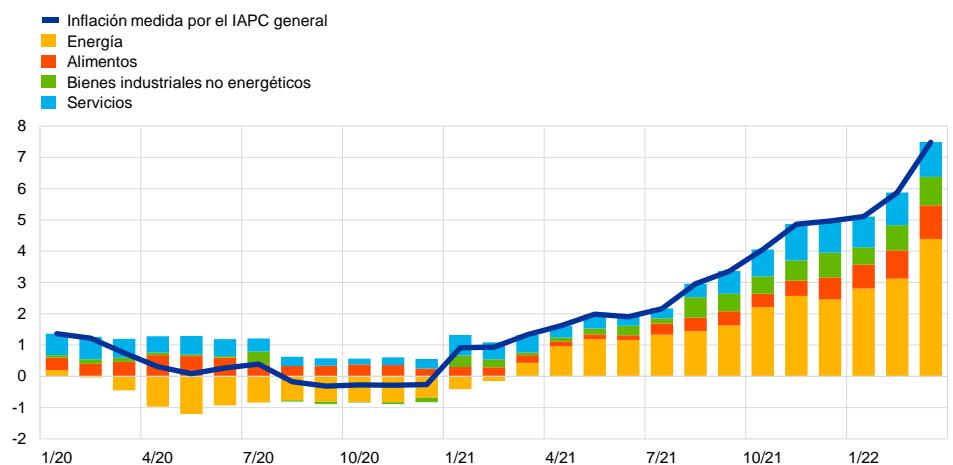
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación aumentó hasta el 7,5 % en marzo, desde el 5,9 % registrado en febrero. Los precios de la energía subieron tras el inicio de la guerra y en marzo se situaron un 45 % por encima del nivel de hace un año. Estos precios continuaron siendo la principal causa de la alta tasa de inflación. Los indicadores de mercado sugieren que los precios energéticos se mantendrán en niveles elevados a corto plazo, pero que se moderarán después en cierta medida. Los precios de los alimentos también se han incrementado de forma acusada debido a los elevados costes de transporte y de producción, en especial de los fertilizantes, en parte como consecuencia de la guerra en Ucrania. Las subidas de precios son ahora más generalizadas y los costes de la energía están presionando al alza los precios en muchos sectores. Los cuellos de botella en la oferta y la normalización de la demanda con la reapertura de la economía también continúan ejerciendo presiones alcistas sobre los precios. Los indicadores de la inflación subyacente han aumentado hasta niveles superiores al 2 % en los últimos meses. 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.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC siguió creciendo de forma acusada hasta alcanzar el 7,5 % en marzo de 2022 (gráfico 6). Este fuerte incremento de 1,6 puntos porcentuales desde febrero reflejó, en parte, el impacto de la guerra en Ucrania. A este respecto, el aumento de la inflación general estuvo impulsado principalmente por los elevados precios de la energía, aunque la tasa de variación de los precios de los alimentos y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), también registraron alzas. El crecimiento del IAPCX fue del 3 % en marzo, reflejo de la dinámica de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos.

Gráfico 6

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

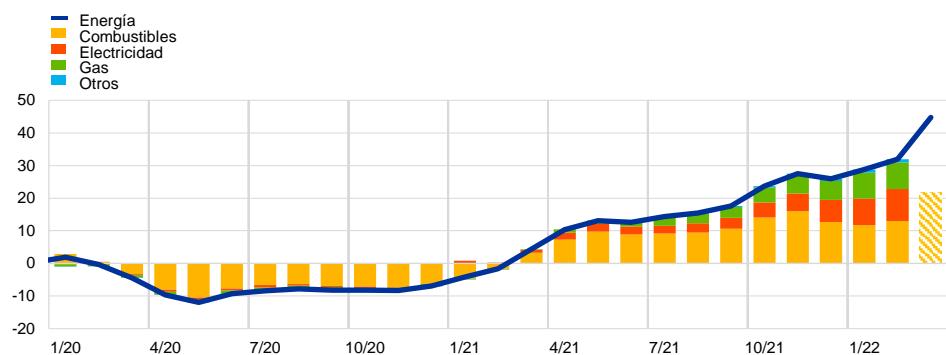
Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2022.

La inflación de la energía alcanzó un nuevo máximo histórico del 44,7 % en marzo, frente al 32 % del mes anterior (gráfico 7). Las tasas de variación interanual de los precios energéticos observadas desde septiembre de 2021 han sido las más elevadas desde la creación de la Unión Monetaria. Los datos disponibles hasta febrero sugieren que los precios del gas y de la electricidad fueron los que más contribuyeron a la tasa de crecimiento de los precios de la energía en los primeros meses de 2022, y los de la electricidad reflejaron, en parte, los incrementos registrados en otras materias primas energéticas. También es probable que los costes de los combustibles para vehículos privados, así como los elevados márgenes de refino y de distribución, hayan contribuido en mayor medida en marzo. Los factores que explican las subidas más recientes de los precios de la energía están relacionados con la invasión de Ucrania por parte de Rusia y la preocupación asociada sobre posibles disrupciones en el suministro energético. Es probable que el repunte de los costes de la energía en los últimos meses haya contribuido también al alza de otros componentes del IAPC, como el de alimentos y el de bienes industriales no energéticos (cuya tasa de variación se situó en el 5 % y el 3,4 %, respectivamente, en marzo), puesto que la energía es un insumo tanto para la producción como para la distribución. La guerra en Ucrania también está ejerciendo presiones al alza sobre los precios de los alimentos porque tanto Rusia como Ucrania son exportadores importantes de cereales, así como de minerales que se usan en la producción de fertilizantes. Las crecientes presiones sobre los precios de consumo de la energía se han visto parcialmente mitigadas por las medidas tributarias introducidas por Gobiernos de la zona del euro.

Gráfico 7

Descomposición del componente energético del IAPC

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

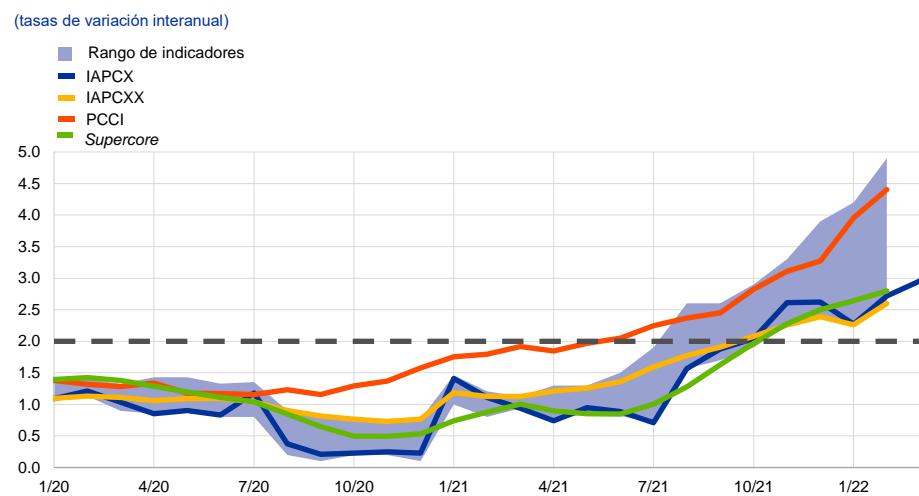


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones del componente energético del IAPC corresponden a marzo de 2022. La contribución en puntos porcentuales de los combustibles para marzo de 2022 es una estimación de los expertos del BCE basada en datos extraídos del boletín semanal del petróleo de la Comisión Europea publicado el 4 de abril. Las últimas observaciones del resto de la serie corresponden a febrero de 2022.

Los indicadores de la inflación subyacente han aumentado hasta niveles superiores al 2 % en los últimos meses, pero 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 inflación que tratan de eliminar el impacto de componentes volátiles y los factores transitorios han seguido aumentando en los últimos meses (gráfico 8). La inflación medida por el IAPCX se incrementó hasta el 3 % en marzo, desde el 2,7 % registrado en febrero. Los datos referidos a otros indicadores de la inflación subyacente solo están disponibles hasta febrero. 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) avanzó hasta el 2,6 %, frente al 2,3 % de enero, mes en el que registró una moderación temporal. Por su parte, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos ascendió hasta el 4,4 %, desde el 4 % de enero (mientras que el PCCI sin energía se elevó hasta el 2,7 %, desde el 2,4 % de enero). El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, también repuntó y se situó en el 2,8 %, frente al 2,6 % observado en enero. 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. En adelante, la evolución de los salarios será un factor clave para la dinámica futura de la inflación subyacente. Los últimos datos disponibles (correspondientes al cuarto trimestre de 2021) siguieron señalando un avance interanual relativamente moderado de los salarios negociados (1,6 %) y de los salarios reales, en los que el crecimiento de la remuneración por hora y el de la remuneración por asalariado se situaron en el 1,1 % y el 3,5 %, respectivamente, si bien este último se vio considerablemente distorsionado al alza debido al impacto de los programas de mantenimiento del empleo.

Gráfico 8
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

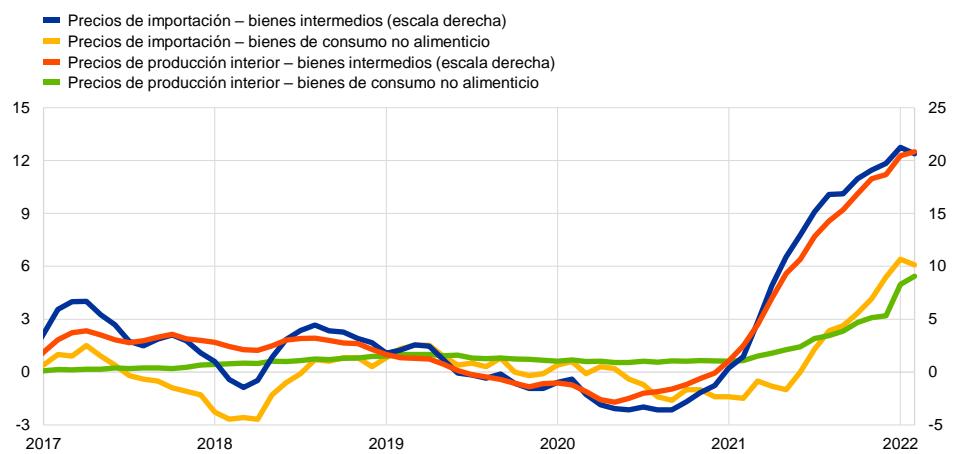
Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX (IAPC sin energía ni alimentos); el IAPCXX (IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado); las medias recortadas al 10 % y al 30 %, y la mediana ponderada. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022 con la única excepción del IAPCX (que se ha obtenido de la estimación de avance de marzo 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, aun cuando solo reflejan parcialmente el impacto de la guerra en Ucrania (gráfico 9). En febrero, las presiones de costes han seguido intensificándose con respecto a hace un año, impulsadas por los aumentos de los precios globales de las materias primas y —en particular— de la energía. Las disruptivas en 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 alcanzó el 20,8 % en febrero, desde el 20,5 % del mes precedente. Al mismo tiempo, la tasa de avance interanual de los precios de importación de los bienes intermedios se redujo desde una cota máxima del 21,2 % observada en enero hasta el 20,7 % en febrero. Asimismo, las presiones están siendo más prominentes en las fases posteriores del proceso de formación de precios, y la inflación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores se situó en un nuevo máximo histórico del 5,4 % en febrero, frente al 5 % registrado un mes antes. La tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio se moderó hasta el 6,1 % en febrero, frente al 6,4 % observado en enero. Esta evolución de los precios de importación y de producción de los bienes de consumo no alimenticio implica que es poco probable que las presiones sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC remitan a corto plazo.

Gráfico 9

Indicadores de las presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

Aunque distintos indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo obtenidos de los mercados financieros y de encuestas a expertos se sitúan en su mayoría en torno al 2 %, existen indicios preliminares de revisiones de esos indicadores por encima del objetivo que requieren un seguimiento atento. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación —que estiman las futuras tasas de inflación interanual del IAPC, excluido el tabaco— sugieren ahora que la inflación de la zona del euro registrará un máximo de alrededor del 8 % en el tercer trimestre de 2022. Después, se espera que descienda hasta un nivel algo inferior al 7 % al final de 2022, más de un punto porcentual por encima del valor estimado cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno en marzo, y que se establece ligeramente por encima del 2,5 % en 2025. Asimismo, los indicadores de la compensación por inflación a largo plazo han vuelto a superar el objetivo del BCE, y el tipo ILS (tipo *swap* de inflación) a cinco años dentro de cinco años aumentó en 23 puntos básicos en el período analizado, alcanzando niveles superiores al 2,3 % por primera vez desde mediados de 2023. En conjunto, los mercados están descontando un incremento más persistente de la inflación de la zona del euro. Sin embargo, los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas de inflación reales de los participantes en el mercado, puesto que contienen las primas de riesgo de inflación que compensan la incertidumbre con respecto a la inflación. En la actualidad, se considera que estas primas son positivas, lo que implica que se estima que las expectativas de inflación reales se sitúan en niveles más bajos y más próximos al 2 % que los simplemente observados en los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo. Según la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE correspondiente al segundo trimestre de 2022, realizada entre el 1 y el 4 de abril, las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2026) siguieron aumentando hasta situarse, en promedio, en el 2,1 %, frente al 2 % de la encuesta de enero.

Gráfico 10

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 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 las tasas de inflación a un año dentro de un año, a un año dentro de dos años, a un año dentro de tres años y a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a la compensación por inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 13 de abril de 2022. La encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al segundo trimestre de 2022 se realizó entre el 1 y el 4 de abril de 2022. En las 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 14 de marzo de 2022. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del BCE fue el 2 de marzo de 2022.

4

Evolución de los mercados financieros

Durante el período analizado (del 10 de marzo al 13 de abril de 2022), los mercados financieros internacionales continuaron recuperándose de las pronunciadas caídas registradas tras la invasión de Ucrania por Rusia. La percepción global del riesgo mejoró hasta cierto punto. La pendiente de la curva forward del tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) siguió aumentando, lo que ha adelantado la fecha implícita en el mercado de la primera subida de 25 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE a septiembre de 2022. Esto ocurrió después de que el Consejo de Gobierno anunciara en marzo que había revisado el calendario de las adquisiciones netas realizadas en el marco del programa de compras de activos (APP) de los próximos meses y que esas compras netas concluirían en el tercer trimestre del año si los nuevos datos disponibles respaldaran la expectativa de que las perspectivas de inflación a medio plazo no se debilitarían incluso tras el final de sus adquisiciones netas de activos. Tras la reunión de marzo, el Consejo de Gobierno anunció también que cualquier ajuste de los tipos de interés oficiales del BCE tendrían lugar transcurrido algún tiempo desde el final de sus compras netas en el marco del APP y sería gradual. Los rendimientos soberanos a largo plazo se incrementaron de forma considerable durante el período de referencia a ambos lados del Atlántico, mientras que las variaciones de los diferenciales de la deuda soberana se mantuvieron muy contenidas. Los mercados de activos de riesgo de la zona del euro recuperaron gran parte de las pérdidas acumuladas desde el principio de la guerra, con una reducción sustancial de los diferenciales de los valores de renta fija privada y un alza notable de los precios de las acciones, durante el período de referencia. El tipo de cambio efectivo del euro continuó depreciándose.

Los tramos a corto y medio plazo de la curva forward del €STR se desplazaron al alza de forma bastante acusada después de la reunión del Consejo de Gobierno de marzo, lo que sugiere que los participantes en el mercado habían revisado sustancialmente sus expectativas sobre la fecha de la primera subida de los tipos de interés oficiales del BCE. La pendiente de la curva forward de OIS (*overnight index swap*) basada en el tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) aumentó considerablemente tras la reunión del Consejo de Gobierno de marzo y revirtió el marcado aplanamiento observado poco después de la invasión de Ucrania por Rusia. El incremento de la pendiente sugiere que los participantes en el mercado habían revisado sus expectativas de política monetaria en el contexto de crecientes presiones inflacionistas y después de que el Consejo de Gobierno anunciase que había revisado el calendario de las compras netas en el marco del APP y que, si los nuevos datos disponibles respaldaran la expectativa de que las perspectivas de inflación a medio plazo no se debilitarían incluso tras el final de sus compras netas de activos, pondría fin a las compras netas al amparo de este programa en el tercer trimestre. La fecha implícita en el mercado con respecto a la primera subida de 25 puntos básicos del tipo de interés oficial se adelantó a septiembre de 2022, casi dos meses antes de la fecha descontada cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de marzo. El €STR se situó, en promedio, en -58 puntos básicos en el período analizado, mientras que el exceso

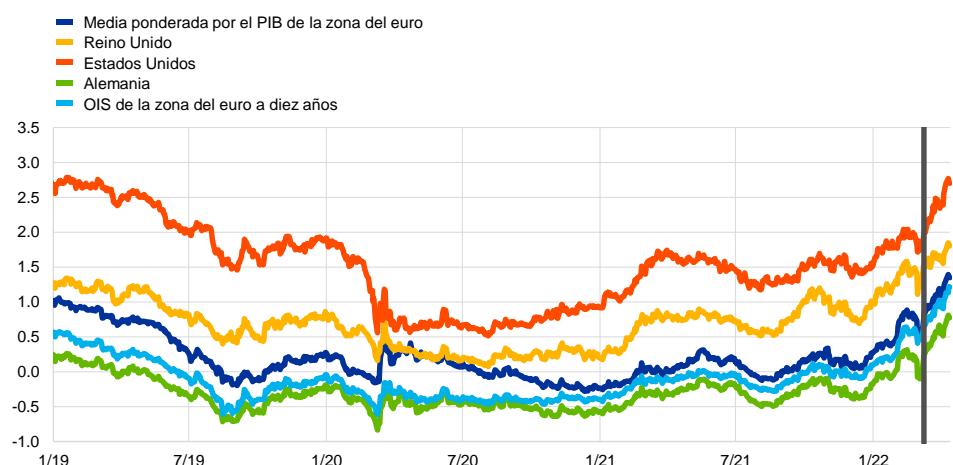
de liquidez aumentó en unos 68 mm de euros, hasta situarse en 4.545 mm de euros.

Los rendimientos de la deuda a largo plazo de la zona del euro han aumentado considerablemente desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo, en paralelo con la evolución de los tipos a corto plazo (gráfico 11). Durante el período analizado, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el de la deuda soberana alemana al mismo plazo se elevaron 60 puntos básicos y 58 puntos básicos, hasta situarse en el 1,35 % y el 0,77 %, respectivamente, niveles que no se observaban desde finales de 2018. Es probable que la reevaluación de los inversores en relación con el riesgo global —que, en su opinión, habría disminuido con respecto a los niveles extraordinarios alcanzados inmediatamente después de la invasión rusa de Ucrania, justo antes de la reunión del Consejo de Gobierno de marzo— y la inquietud en torno a las presiones inflacionistas hayan contribuido al aumento de los rendimientos de la deuda a largo plazo en la zona del euro y a escala mundial. Los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos se incrementaron de forma acorde, en líneas generales, con los tipos de la zona del euro en el período considerado —55 puntos básicos, hasta el 2,55 %—, mientras que los rendimientos de la deuda equivalente en el Reino Unido se elevaron 13 puntos básicos, hasta el 1,65 %. Como los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro reflejaron fundamentalmente la evolución de los tipos libres de riesgo, los diferenciales con respecto al tipo OIS se mantuvieron relativamente estables. El diferencial de la deuda soberana a diez años agregado de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 3 puntos básicos, hasta situarse en el 0,13 %, debido en parte a la caída de 23 puntos básicos registrada por el diferencial de la deuda soberana griega al mismo plazo, dado que Grecia se benefició de la revisión al alza de su calificación crediticia y reembolsó un préstamo al Fondo Monetario Internacional dos años antes de lo previsto.

Gráfico 11

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de marzo de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 13 de abril de 2022.

La mejora de la percepción del riesgo con respecto a los primeros días de la invasión rusa contribuyó a la reducción de los diferenciales de los valores de renta fija privada, que volvieron a situarse en los niveles observados antes de la guerra. Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras con calificación de grado de inversión se redujeron 16 puntos básicos, hasta los 53 puntos básicos, mientras que los de la deuda del sector financiero disminuyeron aún más. Aunque los diferenciales se sitúan en niveles próximos a sus medias previas a la pandemia, se mantienen ligeramente por encima de los registrados en 2021, lo que posiblemente esté apuntando a una ralentización gradual de la recuperación económica de la pandemia. En conjunto, los diferenciales de los valores de renta fija privada parecen mostrar capacidad de resistencia ante la normalización prevista de la política monetaria.

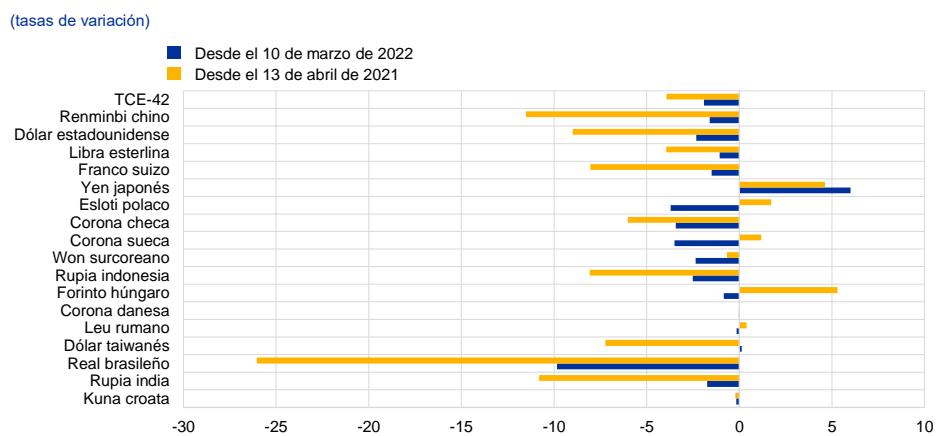
Los mercados de renta variable de la zona del euro recuperaron gran parte las pérdidas sufridas al principio de la guerra en Ucrania, pese al aumento de los tipos de descuento y las menores expectativas de crecimiento de los beneficios, ya que la percepción del riesgo mejoró. Habida cuenta de que los indicadores de confianza relativos a las perspectivas económicas registraron cierto deterioro, es posible que la mejora de la percepción del riesgo refleje una reevaluación, durante el período analizado, del riesgo de una nueva escalada de la guerra en Ucrania. Las cotizaciones del sector bancario y de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentaron un 4,4 % y un 5,2 %, respectivamente, pese al alza sustancial de los tipos de interés libres de riesgo como resultado de la normalización prevista de la política monetaria. Las expectativas de los analistas en relación con el crecimiento de los beneficios a largo plazo de las empresas cotizadas disminuyeron hasta cierto punto, pero se mantuvieron en niveles elevados. En Estados Unidos, las acciones de las sociedades no financieras se revalorizaron en mayor medida que sus homólogas de la zona del euro y se

anotaron un avance del 4,8 %. Con todo, los precios de las acciones del sector bancario estadounidense, que habían repuntado desde los mínimos registrados al principio de la guerra, volvieron a retroceder hacia finales de marzo y cerraron el período analizado con una caída del 4,7 %.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro siguió depreciándose, como resultado de una pérdida de valor frente a la mayoría de las principales monedas (gráfico 12). 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 1,9 %. Esta evolución reflejó la pérdida de valor del euro frente al dólar estadounidense (2,3 %)—en un contexto de mayores expectativas de un endurecimiento más rápido de la política monetaria y tras el primer aumento en más de tres años del rango objetivo de la Reserva Federal para el tipo de interés de los fondos federales—, así como frente a las monedas de otras grandes economías, como la libra esterlina (1,1 %) y el franco suizo (1,5 %). El euro también se debilitó frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes, como el renminbi chino (1,6 %), pero se apreció con fuerza frente al yen japonés (6 %) ante las crecientes expectativas de que el Banco de Japón endurecería su política monetaria a un ritmo sustancialmente menor que otros bancos centrales importantes.

Gráfico 12

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



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 13 de abril de 2022.

5

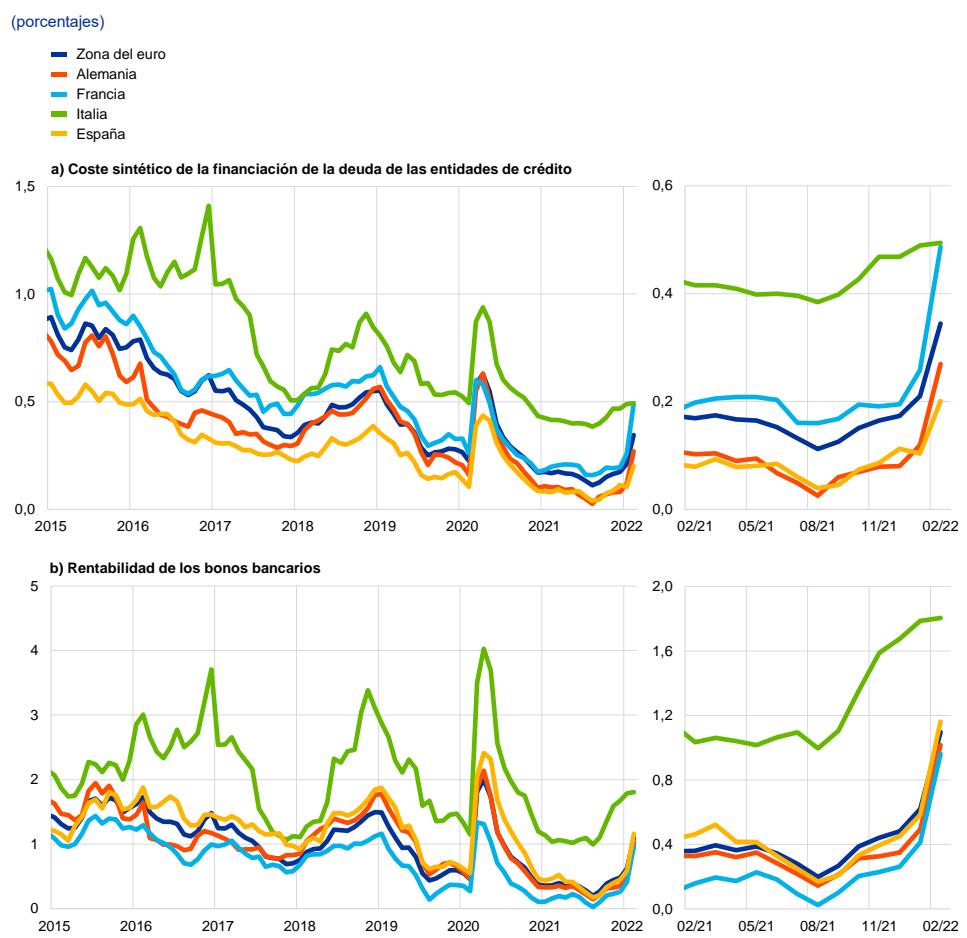
Evolución de las condiciones de financiación y del crédito

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito y del crédito bancario se han endurecido en un clima de aumento de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas y de expectativas de que continúe la normalización de la política monetaria. Aunque se mantienen en niveles bajos, los tipos de interés de los préstamos a las empresas y a los hogares han empezado a reflejar las subidas de los tipos de interés de mercado. Los datos más recientes (mediados de abril) muestran que el coste de la financiación mediante valores de renta fija de las sociedades no financieras ha vuelto a incrementarse, aunque a un ritmo inferior al de los dos meses precedentes. Los préstamos a los hogares se mantienen (especialmente para la compra de vivienda), mientras que los flujos de crédito a las empresas se han estabilizado. Según la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de concesión aplicados a los préstamos a las empresas y a los hogares para la adquisición de vivienda se endurecieron en general en el primer trimestre del año, dado que ha aumentado la preocupación de los prestamistas por los riesgos que afrontan sus clientes en un entorno de incertidumbre. Se espera un nuevo endurecimiento de los criterios de concesión en los próximos meses al descontar las entidades de crédito el impacto económico adverso de la guerra en Ucrania y de la subida de los precios de la energía. Pese a que la creación de dinero ha retorna a un nivel próximo a su media de largo plazo, la acumulación de depósitos por parte de las empresas y los hogares continúa siendo mayor que antes de la pandemia.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro se han incrementado en los últimos meses ante las expectativas de que continúe la normalización de la política monetaria. En febrero se observó un acusado ascenso del coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro (panel a del gráfico 13). Este incremento estuvo impulsado fundamentalmente por la mayor rentabilidad de los bonos bancarios (panel b del gráfico 13), que reflejó, a su vez, una fuerte subida de los tipos de interés libres de riesgo. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados a los depósitos, que representan gran parte de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro, han permanecido estables y próximos a sus mínimos históricos, ya que las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) también han proporcionado liquidez a las entidades en condiciones favorables. Hasta la fecha, la sustancial utilización de estas fuentes alternativas de financiación por parte de las entidades de crédito ha limitado la presión alcista sobre el coste total de su financiación. Sin embargo, el reciente ascenso de los tipos de interés de mercado en todos los plazos sugiere que los costes de financiación de las entidades se verán sometidos a mayores presiones al alza en los próximos meses.

Gráfico 13

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



Fuentes: BCE, índices IHS Markit iBoxx y cálculos del BCE.

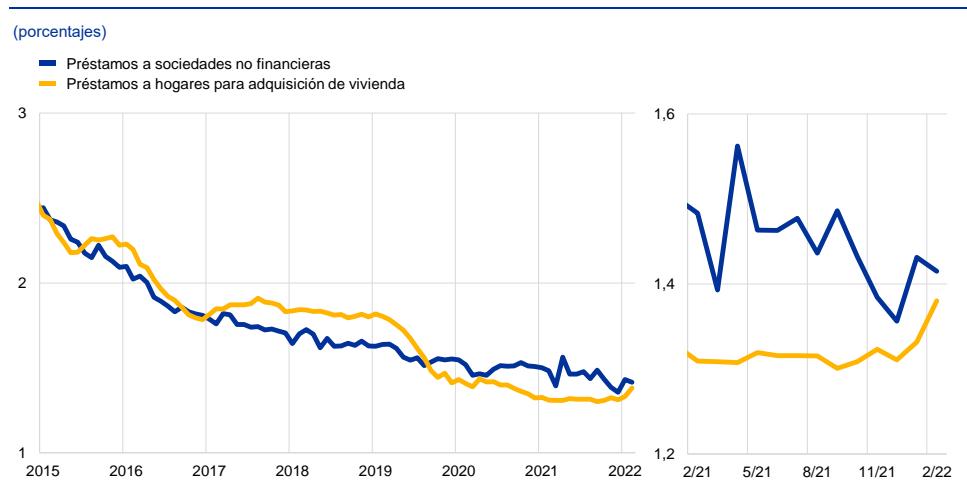
Notas: Los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones 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 febrero de 2022.

Los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas y a los hogares han empezado a reflejar las subidas de los tipos de interés de mercado, pero se mantienen en niveles bajos (gráfico 14). El fuerte aumento observado recientemente en los rendimientos de la zona del euro ha ejercido presión al alza sobre los tipos de interés del crédito interno, pero la transmisión ha sido muy limitada hasta la fecha, y las condiciones de financiación de las empresas y los hogares continúan siendo favorables. En febrero, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda se incrementó moderadamente hasta situarse en el 1,38 %, mientras que el aplicado a los préstamos a sociedades no financieras permaneció prácticamente sin variación en el 1,41 %. La subida de los tipos hipotecarios fue generalizada en los países de la zona del euro. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se mantuvo prácticamente inalterado en un contexto de heterogeneidad entre países y siguió por debajo de los

niveles observados antes de la pandemia. Hasta ahora, las medidas aplicadas por el BCE han evitado un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación, que habría intensificado el impacto económico adverso de la pandemia y de la invasión rusa de Ucrania. Sin embargo, de cara al futuro, el incremento de los costes de financiación de las entidades de crédito podría traducirse en subidas más sustanciales de los tipos de interés aplicados a los préstamos a las empresas y los hogares.

Gráfico 14

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



Fuente: BCE.

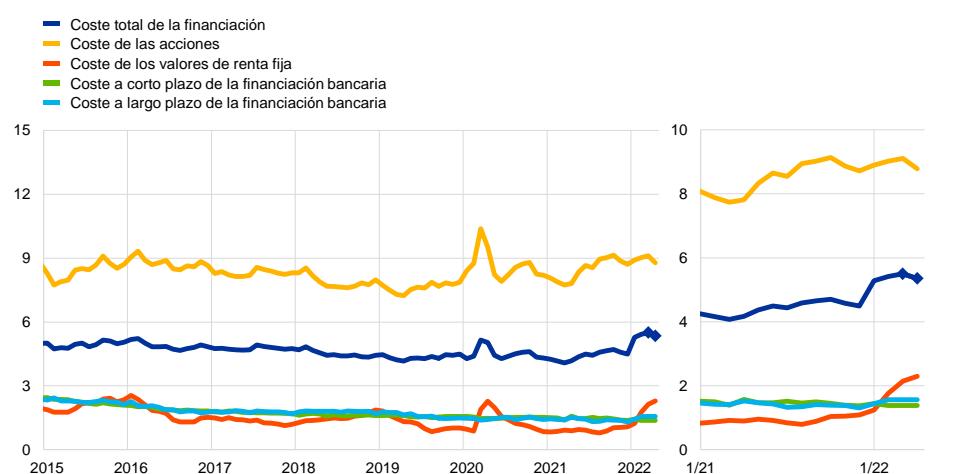
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

Desde que el Consejo de Gobierno se reunió a mediados de marzo, el coste de los valores de renta fija de las sociedades no financieras ha aumentado ligeramente, mientras que el coste de sus acciones ha disminuido de manera notable. Si se supone que el coste de la financiación bancaria se ha mantenido sin variación en su nivel de febrero, se estima que el coste de la financiación externa ha descendido, y el 13 de abril de 2022 se situaba en el 5,4 %, frente al 5,5 % de mediados de marzo (gráfico 15). Este porcentaje representa un descenso con respecto a algunas de las cotas alcanzadas anteriormente en este año, pero todavía supera de forma clara la mayoría de los tipos observados en 2020 y 2021, y se acerca al máximo cíclico de marzo de 2020. En cambio, si la presión al alza sobre los tipos de interés de los préstamos se ha traducido en un incremento del coste de la financiación bancaria, el coste total de la financiación externa será mayor que la estimación antes citada. El ligero aumento del coste de los valores de renta fija obedece a una subida sustancial del tipo de interés libre de riesgo, que ha compensado con creces la reducción de los diferenciales de la deuda de las sociedades no financieras. La mejora de la percepción de riesgos —derivada de la creciente confianza en que no se producirá una nueva escalada del conflicto armado en Ucrania— se ha reflejado también en el mercado de renta variable, donde se ha reducido notablemente la prima de riesgo de las acciones. Esto, a su vez, ha propiciado un descenso significativo del coste de estos valores, a pesar de la subida del tipo de descuento.

Gráfico 15

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.

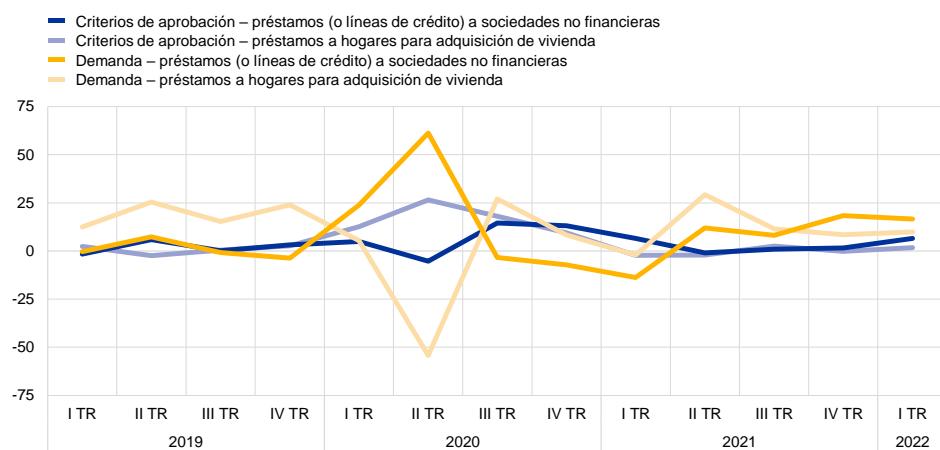
Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Los rombos de color azul oscuro indican el coste total de la financiación previsto actualmente para marzo y abril de 2022 (con datos hasta el 13 de abril), asumiendo que el coste de la financiación bancaria se mantiene sin variación en su nivel de febrero de 2022. Las últimas observaciones corresponden al 13 de abril de 2022 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 8 de abril de 2022 para el coste de las acciones (datos semanales) y a febrero de 2022 para el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2022, los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a empresas se endurecieron en el primer trimestre de 2022. En un clima de considerable incertidumbre en torno a las perspectivas económicas, disruptores en las cadenas de suministro y precios elevados de la energía y los insumos, las entidades de crédito también señalaron un ligero endurecimiento de los criterios aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en el primer trimestre del año (gráfico 16). Los principales factores que explican ese endurecimiento de los criterios de concesión fueron la mayor percepción de riesgos y la menor tolerancia al riesgo. Para el segundo trimestre de 2022, las entidades esperan un endurecimiento considerablemente más acusado de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas, que probablemente refleje la incertidumbre sobre el impacto económico de la guerra en Ucrania y la anticipación de una orientación menos acomodaticia de la política monetaria. Además, los bancos prevén un endurecimiento moderado de los criterios aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda.

Gráfico 16

Variación de los criterios de aprobación y de la demanda neta de préstamos a sociedades no financieras y a hogares para adquisición de vivienda

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



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

Notas: En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que han contestado «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que han respondido que la demanda «ha aumentado considerablemente» y «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que han contestado que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» y «ha disminuido considerablemente». Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2022.

Los resultados de la encuesta apuntan a un incremento de la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares en el primer trimestre de 2022. En el caso de las primeras, la necesidad de capital circulante realizó una fuerte contribución positiva a la demanda de crédito, como consecuencia de los cuellos de botella en las cadenas de suministro y del encarecimiento de los insumos, así como de la demanda para la acumulación de existencias y liquidez por motivos de precaución ante la elevada incertidumbre. La aportación de la inversión en capital fijo a la demanda de préstamos de las empresas fue moderadamente positiva, aunque menor que en el trimestre anterior. La demanda de préstamos para compra de vivienda estuvo respaldada fundamentalmente por el bajo nivel general de los tipos de interés, mientras que el consumo de bienes duraderos contribuyó al incremento de la demanda de crédito para consumo. Para el segundo trimestre de 2022, las entidades esperan que la demanda de crédito de las empresas se incremente de nuevo, impulsada por los préstamos a corto plazo, y que la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se reduzca.

Se sigue considerando que las medidas aplicadas por el BCE han apoyado las condiciones del crédito bancario, pero las entidades prevén que este respaldo se vaya reduciendo durante los próximos seis meses. Las entidades de crédito señalan que las compras de activos por parte del Eurosistema, las operaciones TLTRO y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito han tenido un impacto positivo en el volumen de crédito a las empresas y los hogares en los últimos seis meses. La concesión de préstamos al sector privado no financiero continúa siendo el destino más habitual de los fondos obtenidos en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico

(TLTRO III), mientras que la rentabilidad sigue siendo el motivo primordial de la participación de las entidades en dichas operaciones. Además, las entidades de crédito continúan considerando que las adquisiciones de activos por parte del Eurosistema y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito están teniendo un efecto negativo en su rentabilidad, que se ve mitigado por las operaciones TLTRO III y el sistema de dos tramos del BCE para la remuneración del exceso de liquidez. Las entidades también indican que las compras de activos del Eurosistema y las operaciones TLTRO III han seguido teniendo un impacto positivo en su situación de liquidez y en sus condiciones de financiación en los mercados. Sin embargo, esperan que este efecto positivo se reduzca a lo largo de los próximos seis meses y que, en el caso de las compras de activos, se torne negativo en el contexto de la normalización prevista de la orientación de la política monetaria.

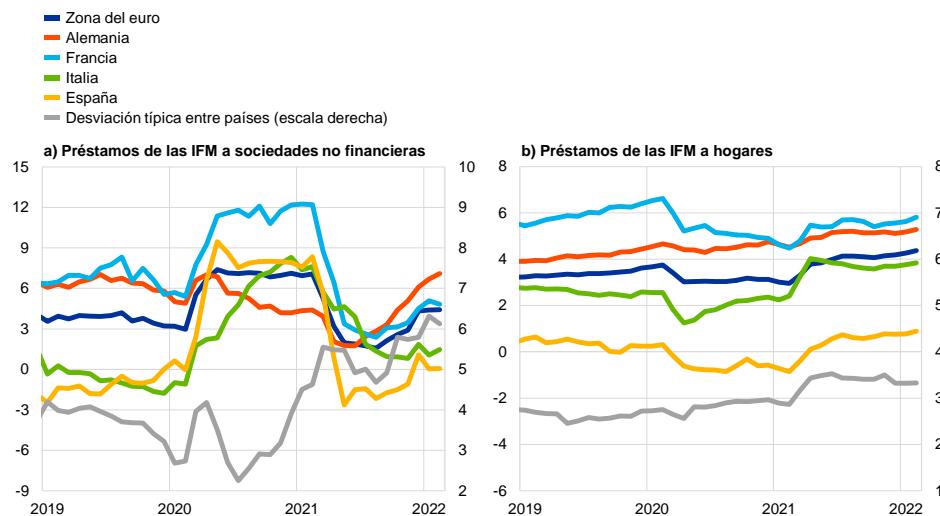
El crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se mantuvo sin variación en febrero de 2022, mientras que el de los préstamos a hogares se intensificó ligeramente. Ese leve incremento de la tasa de avance interanual de los préstamos a hogares, que se situó en el 4,4 % en febrero, frente al 4,3 % de enero (panel b del gráfico 17), reflejó un repunte del crecimiento del crédito al consumo, así como la solidez del crédito hipotecario. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se mantuvo sin cambios en el 4,4 % (panel a del gráfico 17), apoyada por entradas mensuales en los préstamos tanto a corto como a largo plazo. El ascenso de los primeros se explica por la persistencia de cuellos de botella en la oferta y por la subida de los costes de la energía, dos factores que contribuyeron a acentuar la necesidad de capital circulante. El crecimiento de los préstamos a largo plazo, aunque más débil que en el primer semestre de 2021, continuó estando sustentado por la necesidad de las empresas de financiar la inversión en capital fijo. Al mismo tiempo, la evolución agregada en la zona del euro oculta diferencias entre los distintos países, que reflejan, entre otros factores, el impacto desigual de la pandemia y el hecho de que la recuperación económica no ha avanzado al mismo ritmo en todos los países¹.

¹ 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 17

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

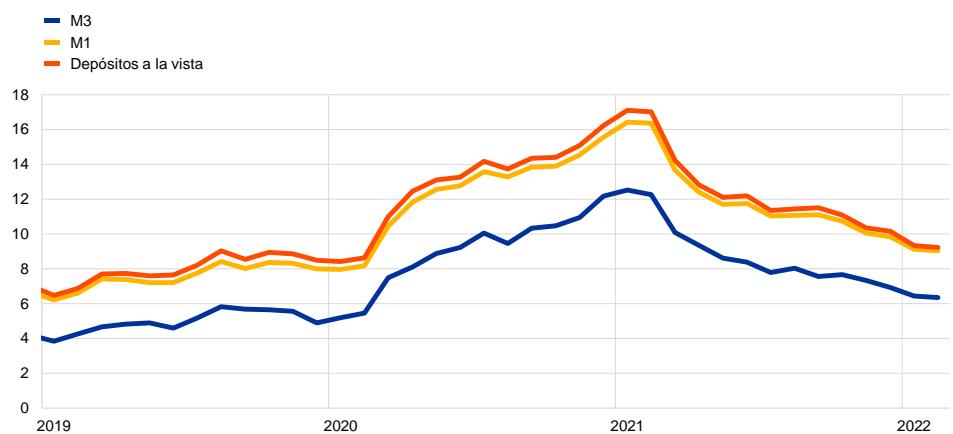
La acumulación de depósitos por parte de las empresas y los hogares sigue siendo mayor que antes de la pandemia (gráfico 18). Las entradas observadas en los depósitos a la vista desde el comienzo de la pandemia han sido considerables, lo que refleja el aumento de la incertidumbre económica². Con la relajación de las medidas de contención del coronavirus, el crecimiento de esos depósitos se ha moderado tras las elevadas tasas de avance que se observaron en 2020, en los primeros compases de la pandemia. En febrero, sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista solo descendió ligeramente hasta el 9,2 %, frente al 9,3 % de enero, coincidiendo con la materialización de los riesgos geopolíticos y la incertidumbre asociada. Los depósitos de las empresas y los hogares siguen creciendo de forma dispar entre países, como consecuencia de las diferentes necesidades de liquidez y medidas nacionales de apoyo fiscal.

² Véase el recuadro titulado «COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: actualización», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

Gráfico 18

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

La creación de dinero continúa estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema. En febrero, la tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo ligeramente hasta el 6,3 %, desde el 6,4 % de enero, por lo que sigue acercándose a su media de largo plazo (gráfico 18). Por lo que se refiere a los componentes, el principal factor determinante del crecimiento de M3 continúa siendo el agregado monetario estrecho M1, que se está viendo favorecido por el avance fuerte y persistente de los depósitos a la vista. Por lo que respecta a las contrapartidas, la creación de dinero sigue impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema. En febrero, la mayor contribución al crecimiento interanual de M3 procedió de las compras netas de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de activos y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia, pero esta aportación fue algo menor que en meses anteriores, ya que las adquisiciones efectuadas en el contexto de estos programas se están reduciendo de manera gradual. Además, el crédito al sector privado continuó contribuyendo notablemente al crecimiento interanual de este agregado monetario. Al mismo tiempo, la creación de dinero se vio frenada en cierta medida por las salidas monetarias netas hacia el resto del mundo, lo que probablemente reflejó el aumento de la incertidumbre sobre el impacto que la guerra de Ucrania tendrá en la economía de la zona del euro.