

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

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

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

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

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

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

En primer lugar, el Consejo de Gobierno decidió poner fin a las compras netas de activos en el marco de su programa de compras de activos (APP) a partir del 1 de julio de 2022. El Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de amplia liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria.

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

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

En el marco del mandato del Consejo de Gobierno, en condiciones de estrés, la flexibilidad seguirá siendo un elemento de la política monetaria cuando las amenazas para la transmisión de esa política pongan en peligro el logro de la estabilidad de precios.

Actividad económica

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Inflación

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

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

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

Evaluación de riesgos

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

Condiciones financieras y monetarias

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

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

Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su valoración actualizada, el Consejo de Gobierno decidió poner fin a las compras netas de activos en el marco del APP a partir del 1 de julio de 2022. El Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de amplia liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria.

En lo que se refiere al programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), el Consejo de Gobierno prevé reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del programa que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024. En todo caso, la futura extinción de la cartera del PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

En caso de una renovada fragmentación del mercado relacionada con la pandemia, las reinversiones en el marco del PEPP pueden ajustarse en cualquier momento de

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

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

Por consiguiente, y en línea con la secuencia de su política monetaria, el Consejo de Gobierno tiene previsto subir los tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos en su reunión de política monetaria de julio. Hasta entonces, el Consejo de Gobierno decidió que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantendrán sin variación en el 0,00 %, el 0,25 % y el -0,50 %, respectivamente.

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

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

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

El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos, y actuar con flexibilidad si fuera necesario, para asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo. La pandemia ha mostrado que, en condiciones de estrés, la flexibilidad en el diseño y en la realización de las compras

de activos ha contribuido a contrarrestar las dificultades en la transmisión de la política monetaria y ha hecho que los esfuerzos del Consejo de Gobierno para lograr su objetivo sean más eficaces. En el marco del mandato del BCE, en condiciones de estrés, la flexibilidad seguirá siendo un elemento de la política monetaria cuando las amenazas para su transmisión pongan en peligro el logro de la estabilidad de precios.

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

1 Entorno exterior

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

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

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

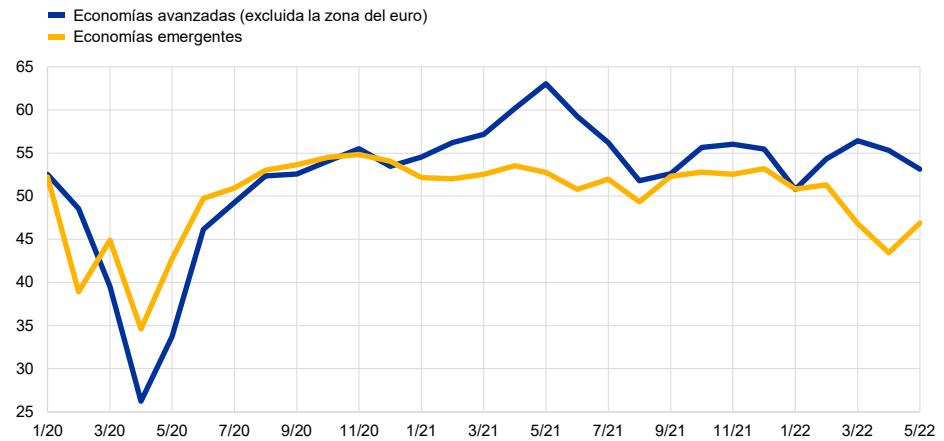
Los indicadores de opinión apuntan a que la actividad mundial se está moderando. Los datos procedentes de las encuestas a directores de compras (PMI) correspondientes a mayo sugieren que, pese a la invasión en curso, la actividad económica continuó mostrando capacidad de resistencia en las economías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

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

Gráfico 1

PMI de actividad compuesto, por región

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

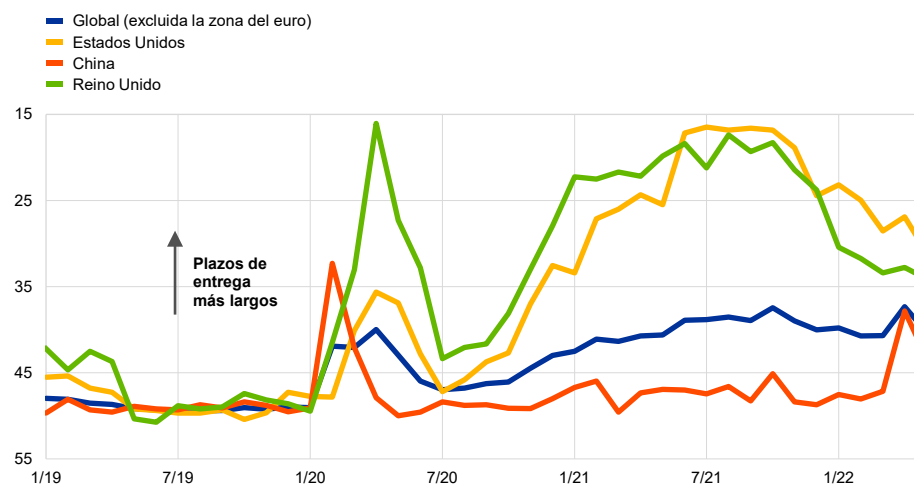
Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022.

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

Gráfico 2

PMI de plazos de entrega de proveedores

(Índices de difusión, escala invertida)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022.

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

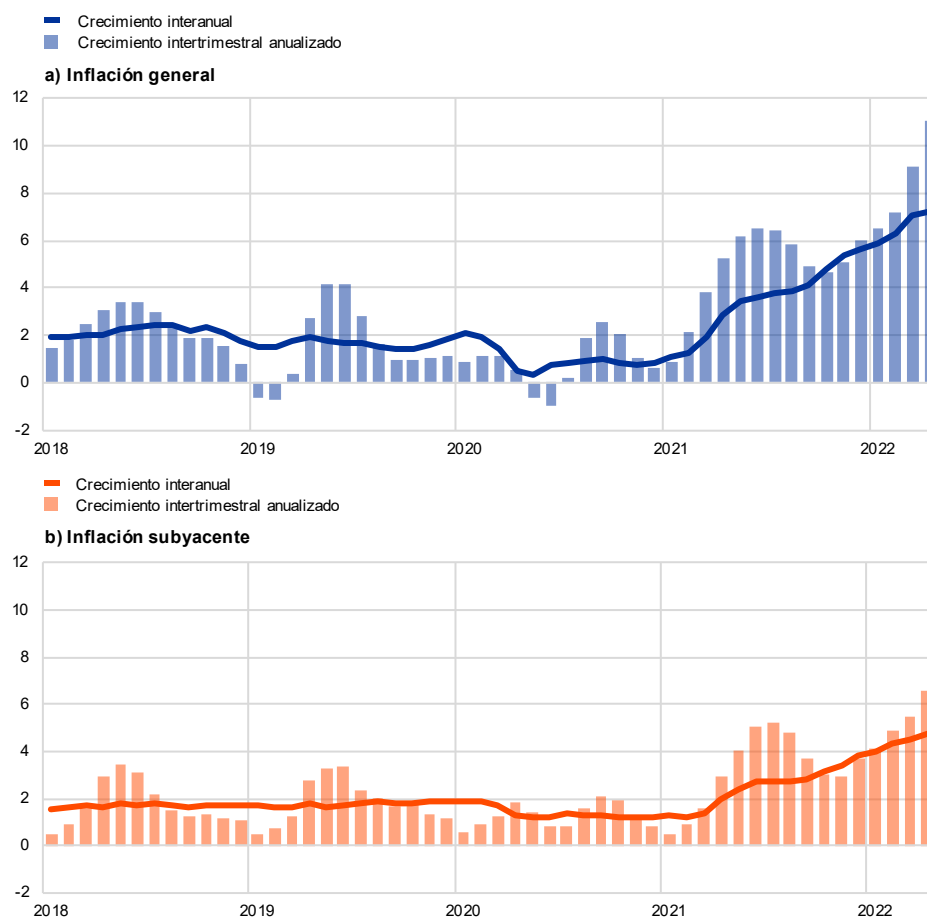
Las crecientes presiones inflacionistas también son evidentes en la subida de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2022, los precios de exportación de los competidores de la zona del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

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

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

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



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2 Actividad económica

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

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

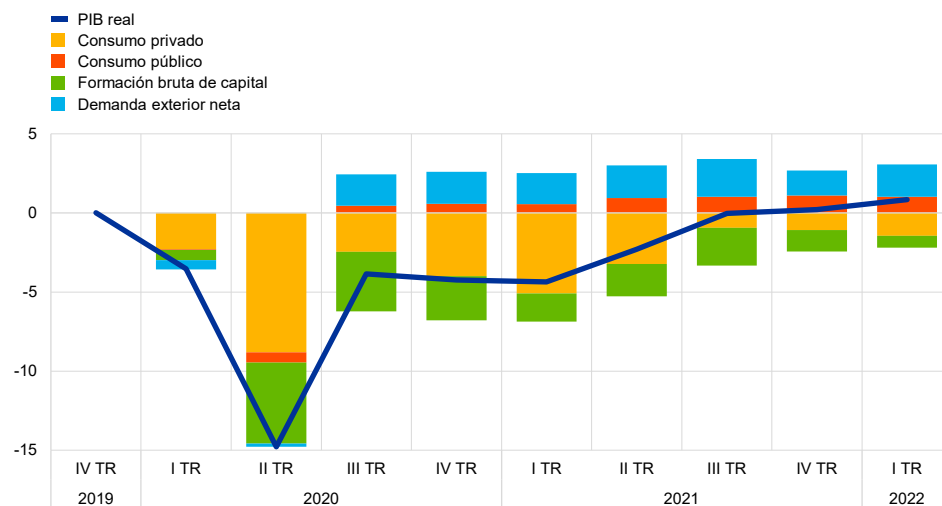
La demanda interna de la zona del euro se contrajo en el primer trimestre de 2022. Mientras que el PIB creció un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del año, la contribución de la demanda interna fue de -0,4 puntos porcentuales, lo que señala la debilidad general de las fuentes internas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

último trimestre de 2019 (gráfico 4). En cuanto a la producción, el valor añadido total aumentó de forma generalizada en los principales sectores de la economía.

Gráfico 4

PIB real de la zona del euro y sus componentes

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

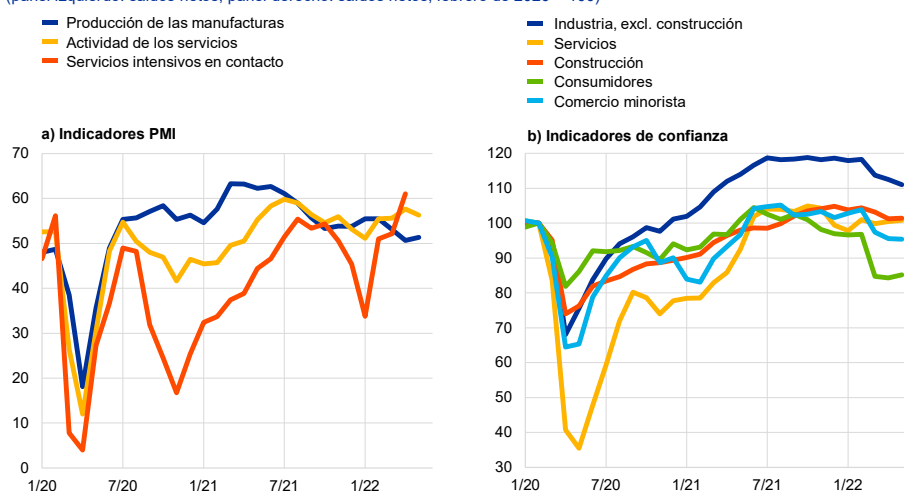
Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2022.

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

frene el crecimiento a corto plazo, aún se mantienen las perspectivas de fortalecimiento de la recuperación, habida cuenta de la reapertura de la economía, la fortaleza del mercado laboral, las medidas de apoyo fiscal y la persistencia de unos niveles de ahorro elevados. Por lo tanto, este panorama no apunta en absoluto a un escenario de estanflación, entendido como un período prolongado de crecimiento reducido o incluso negativo con una inflación persistentemente elevada o que incluso se acelera, como el observado en las principales economías avanzadas durante la década de 1970 (recuadro 5).

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

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



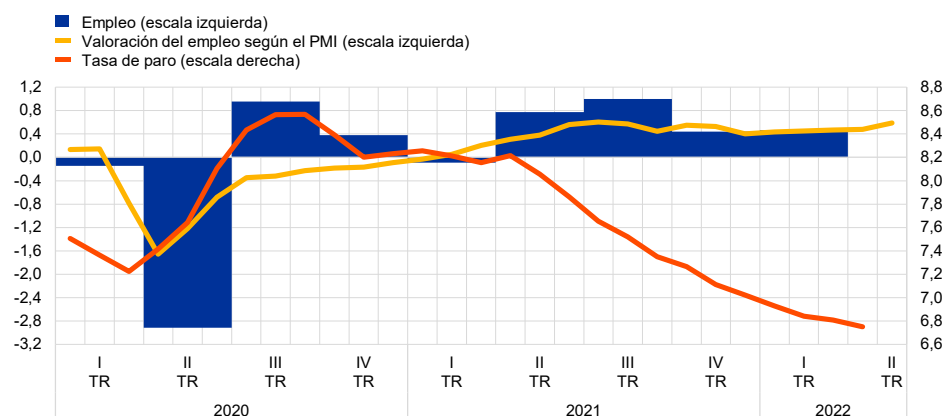
Fuentes: Standard & Poor's Global Ratings (panel izquierdo), Comisión Europea y cálculos del BCE (panel derecho).
Notas: «Servicios intensivos en contacto» se refiere a actividades de alojamiento y restauración. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022, excepto para estos servicios, cuya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

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

Gráfico 6

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

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



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

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

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

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

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

La inversión empresarial se contrajo en el primer trimestre de 2022, debido a la evolución registrada en Irlanda. La inversión, excluida la construcción, disminuyó un 2,9 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, debido a la fuerte contracción de la inversión en productos de propiedad intelectual en Irlanda, que compensó el intenso repunte registrado en el último trimestre de 2021. Si se excluye este país, la inversión de la zona del euro experimentó un crecimiento intertrimestral del 0,8 %, en un contexto en el que la escasez de materiales alcanzó niveles récord, según señalaron los participantes en las encuestas trimestrales de opinión empresarial del ECOFIN. En las cuatro mayores economías de la zona del euro, la inversión, excluida la construcción, siguió creciendo, sobre todo en España y, en menor medida, también en Italia, lo que podría reflejar los efectos de la reapertura de la economía y el desembolso temprano de los fondos del programa *Next Generation EU* (NGEU). De cara al futuro, se espera que la inversión empresarial se vea afectada negativamente por la elevada incertidumbre relacionada con la guerra en Ucrania, los altos precios de la energía, los actuales cuellos de botella en la oferta y el endurecimiento de las condiciones financieras. Los nuevos datos disponibles al comienzo del segundo trimestre sugieren una caída de la confianza empresarial, como consecuencia de la revisión a la baja de la valoración de la producción y de la cartera de pedidos de los productores de bienes de equipo, mientras que la reducción de la cifra de negocios esperada en el sector manufacturero apunta a una contracción intertrimestral de la inversión empresarial en el segundo trimestre de 2022. Al mismo tiempo, se espera que la mejora de las perspectivas para la actividad de los servicios, debido a la retirada de las restricciones relacionadas con la pandemia, y el apoyo más amplio de los fondos NGEU contribuyan a que el crecimiento se reanude más avanzado el año¹.

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

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

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

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

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

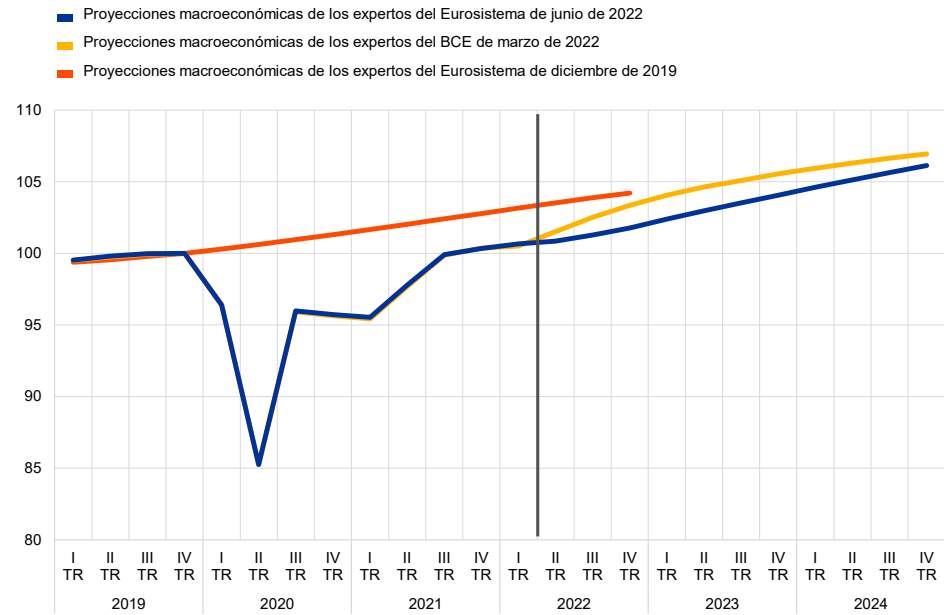
Pese a la debilidad de las perspectivas a corto plazo, se espera que la actividad económica de la zona del euro recobre impulso más avanzado el año y que crezca a un ritmo relativamente vigoroso. Sin embargo, estas perspectivas están sujetas a una incertidumbre considerable. Las proyecciones macroeconómicas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

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

Gráfico 7

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

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



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

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

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

3 Precios y costes

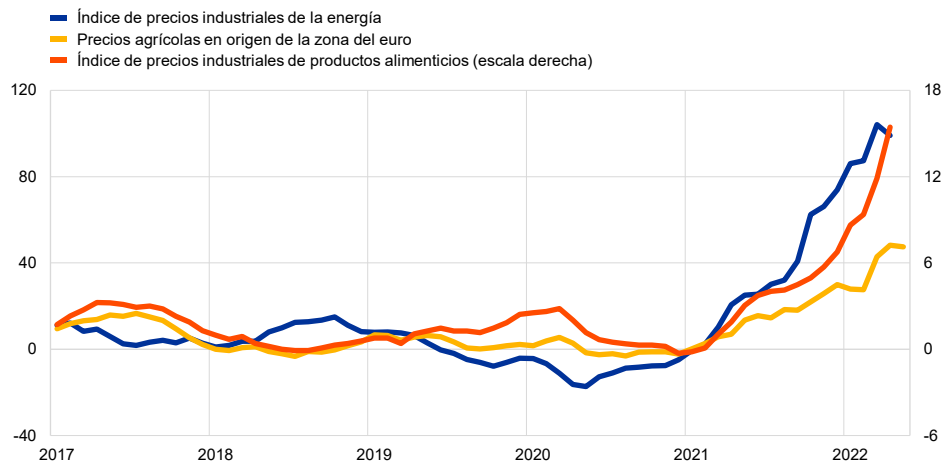
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación siguió avanzando hasta situarse en el 8,1 % en mayo, debido principalmente a la acusada subida de los precios de la energía y de los alimentos, entre otros motivos, por el impacto de la guerra. Los precios también se han incrementado de forma más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

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

Gráfico 8

Presión de los costes de los insumos energéticos y alimenticios

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

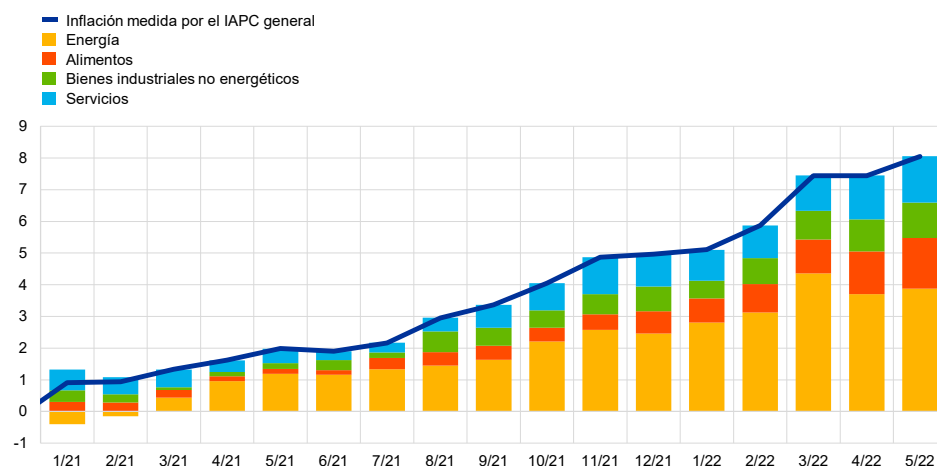
Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo para los precios agrícolas en origen de la zona del euro y a abril para los demás datos.

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

Gráfico 9

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



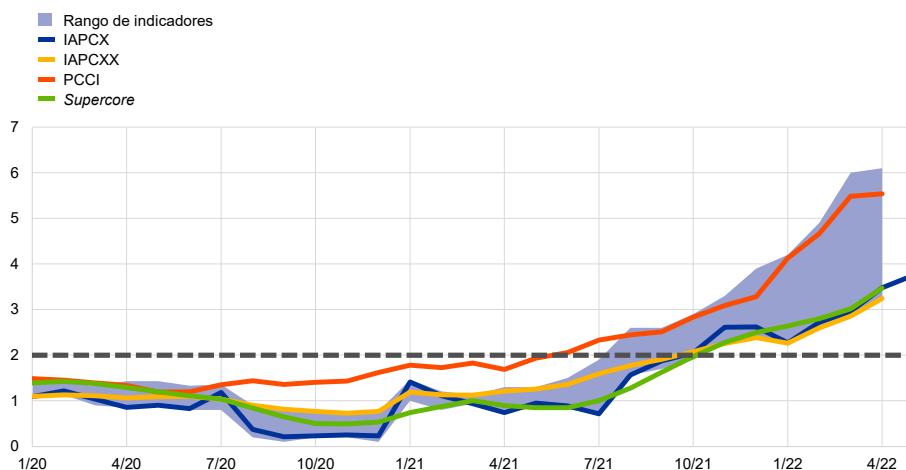
En una gran variedad de indicadores de la inflación subyacente se superó el 3 % (gráfico 10).

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

Gráfico 10

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)

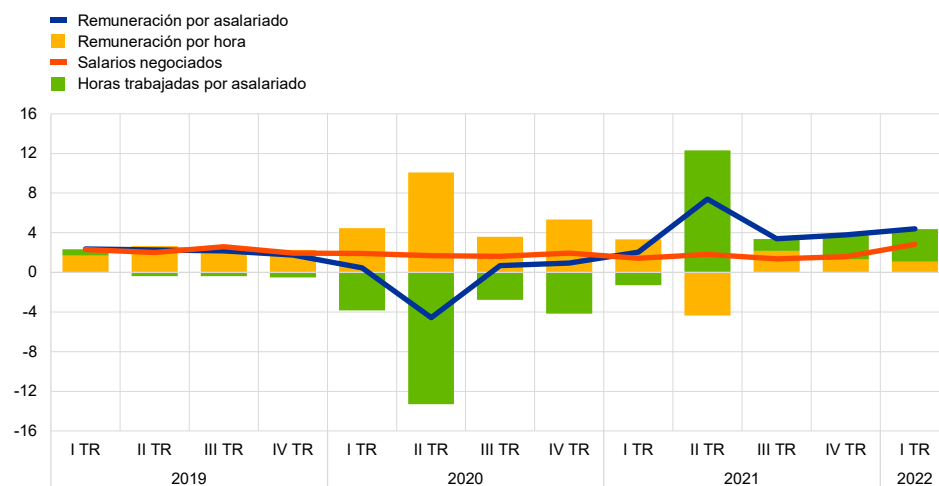


Los últimos datos sobre salarios negociados señalan un fortalecimiento de la dinámica salarial, pero esta sigue siendo moderada si se tienen en cuenta los pagos extraordinarios (gráfico 11). El crecimiento de estos salarios aumentó hasta situarse en el 2,8 % en el primer trimestre de 2022, frente al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

Gráfico 11

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

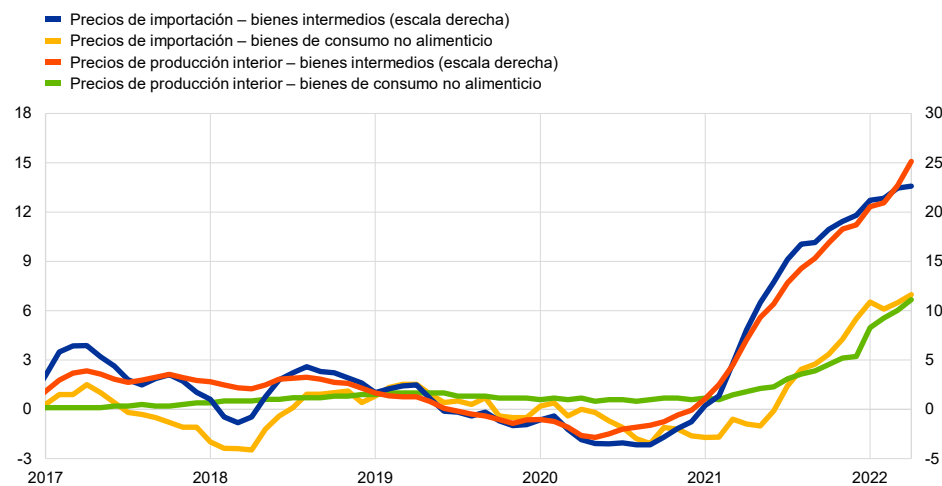
Las presiones latentes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos han continuado creciendo en todas las fases del proceso de formación de precios (gráfico 12).

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

Gráfico 12

Indicadores de las presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2022.

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

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual)



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

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

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

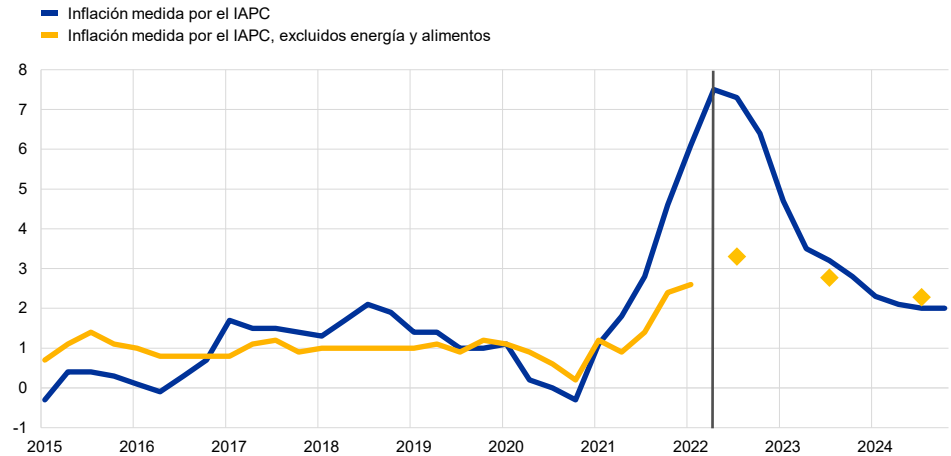
de la inflación, las perspectivas indican una inflación más elevada y persistente, y se espera que la inflación general se mantenga en un nivel muy alto en 2022, con una media del 6,8 %. Esto refleja la subida de los precios del petróleo y del gas, los incrementos de los precios de las materias primas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

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

Gráfico 14

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

(tasas de variación interanual)



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

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

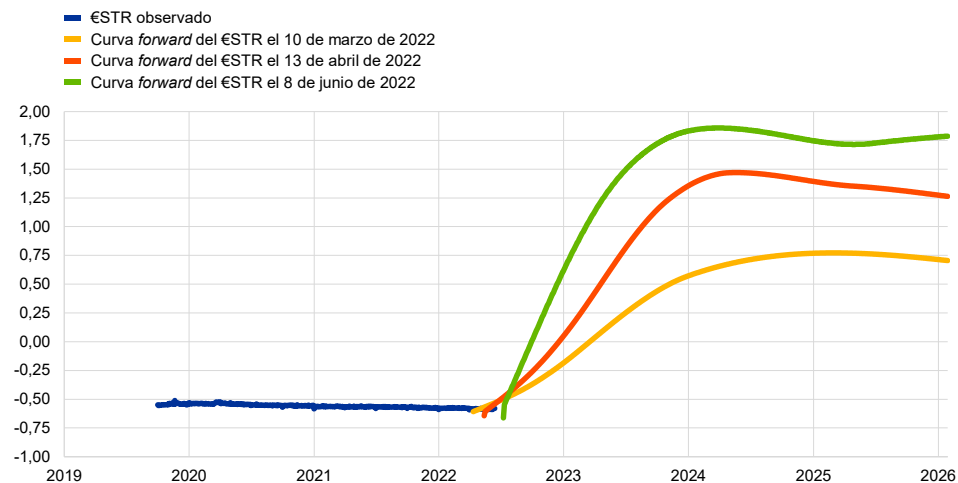
Durante el período analizado (del 10 de marzo al 8 de junio de 2022), se produjo una fuerte subida de los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro debido a que los participantes en el mercado revisaron sus expectativas para considerar un endurecimiento más inminente de la política monetaria.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

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

Gráfico 15

Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

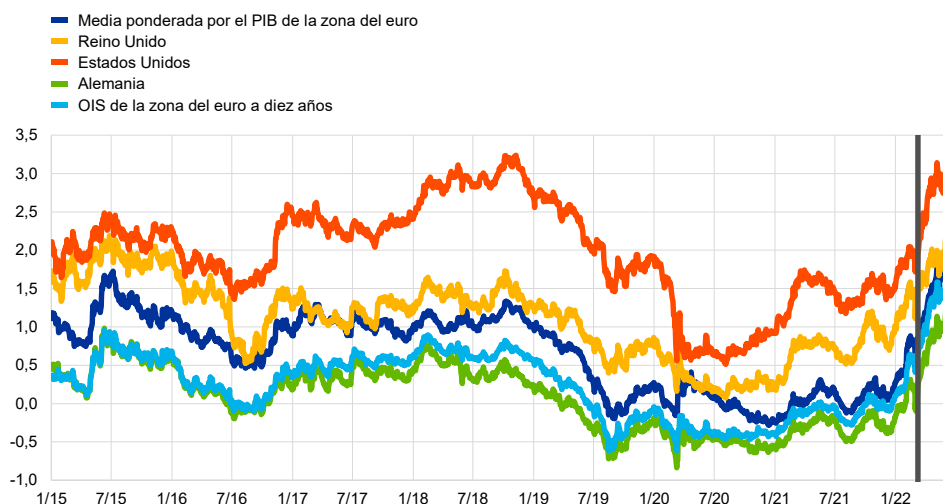
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

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

Gráfico 16

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

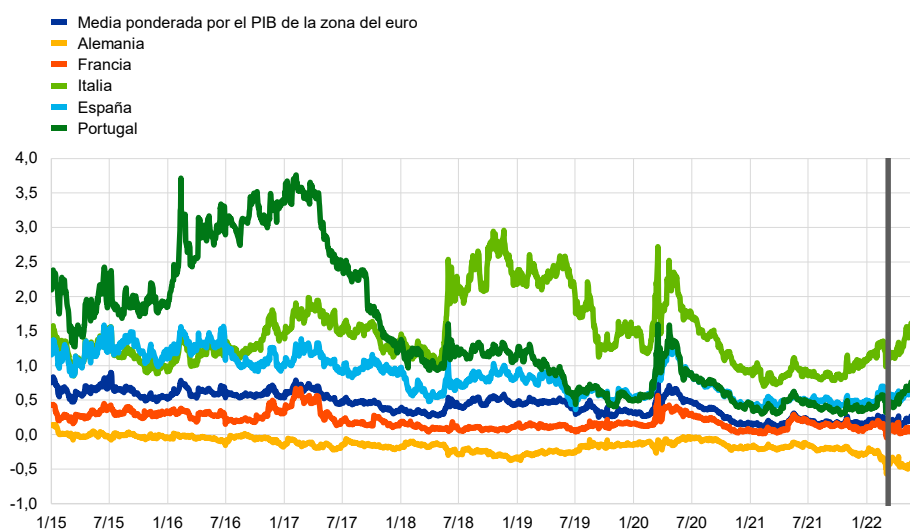
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de marzo de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 8 de junio de 2022.

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

Gráfico 17

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

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

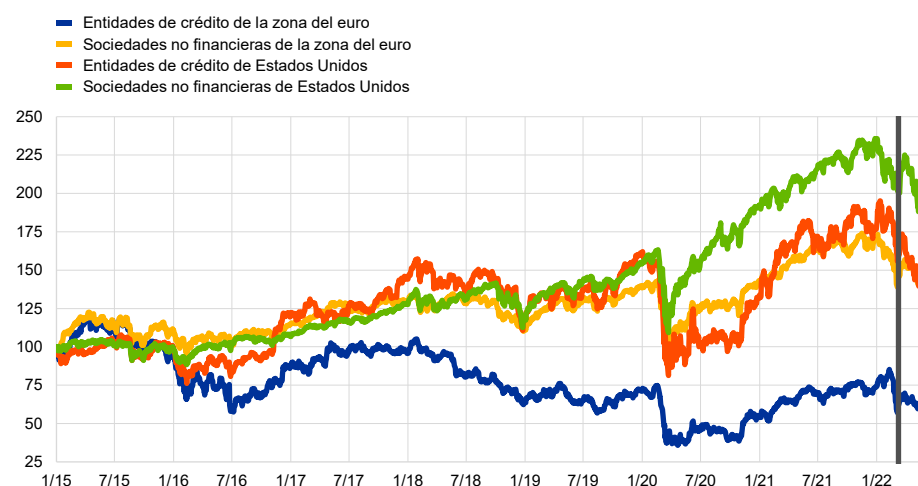
En la primera mitad del período analizado, los diferenciales de los valores de renta fija privada disminuyeron como consecuencia de la mejora de la percepción de riesgos, pero después aumentaron en un contexto de crecientes riesgos a la baja para las perspectivas económicas y tipos de interés libres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

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

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

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

(Índice: 1 de enero de 2018 = 100)



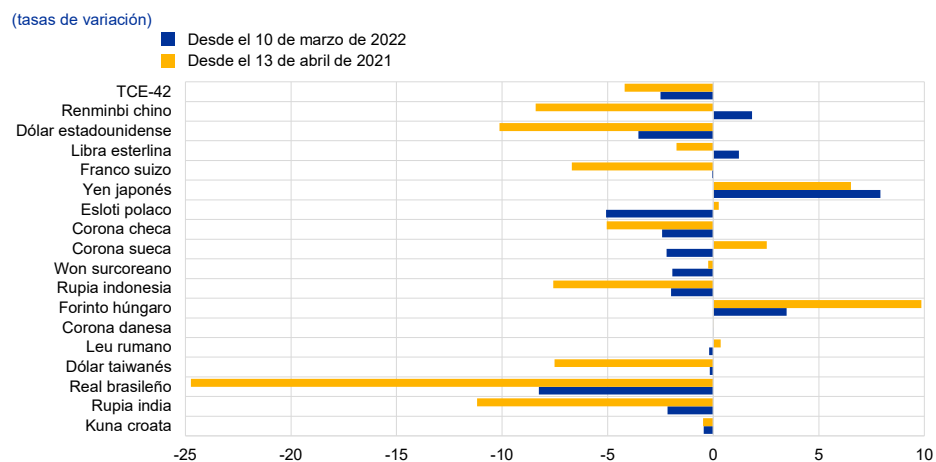
Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

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

En los mercados de divisas, el euro siguió debilitándose frente al dólar estadounidense y en cifras ponderadas por el comercio, en un contexto de evolución dispar de los tipos de cambio bilaterales (gráfico 19). Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 2,5 %. Esto obedeció a una depreciación del euro frente al dólar estadounidense (3,5 %), en un contexto de expectativas de un endurecimiento más rápido de la política monetaria por parte de la Reserva Federal. El euro también perdió valor frente a las monedas de varias economías emergentes, pero, al mismo tiempo, se apreció frente al yen japonés (7,9 %), la libra esterlina (1,2 %) y el renminbi chino (1,8 %).

Gráfico 19

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



Fuente: BCE.

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

5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito

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

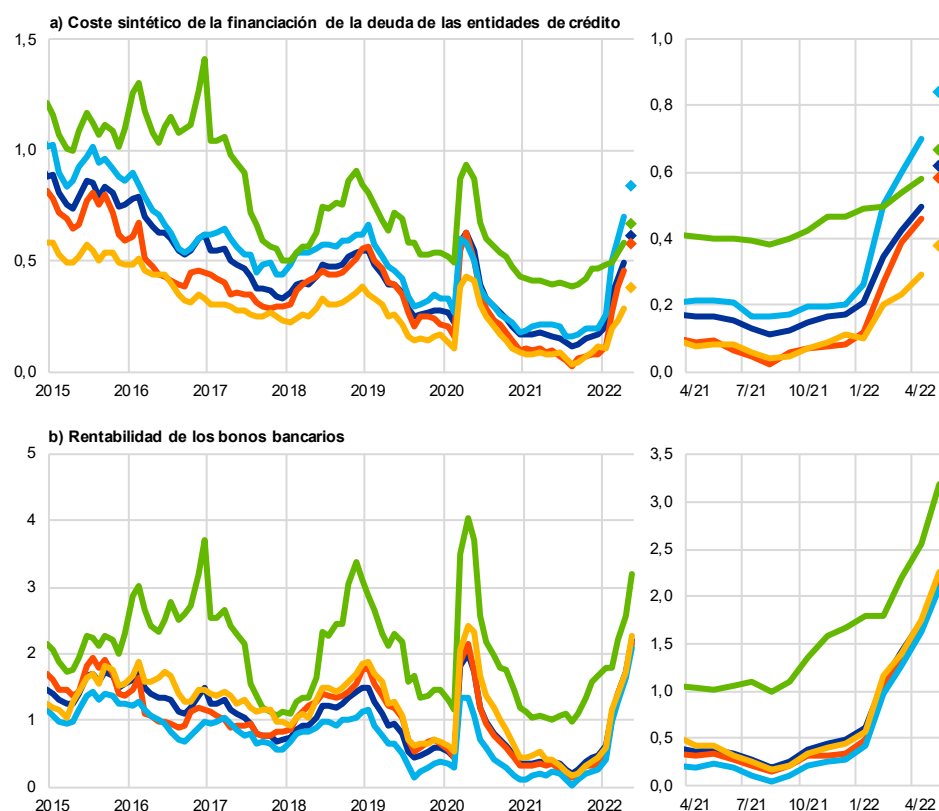
Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro continuaron incrementándose en un entorno de afianzamiento de las expectativas de normalización de la política monetaria. Como muestra la predicción de muy corto plazo, en mayo, el coste sintético de la financiación de la deuda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

Gráfico 20

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

(porcentajes)

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



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

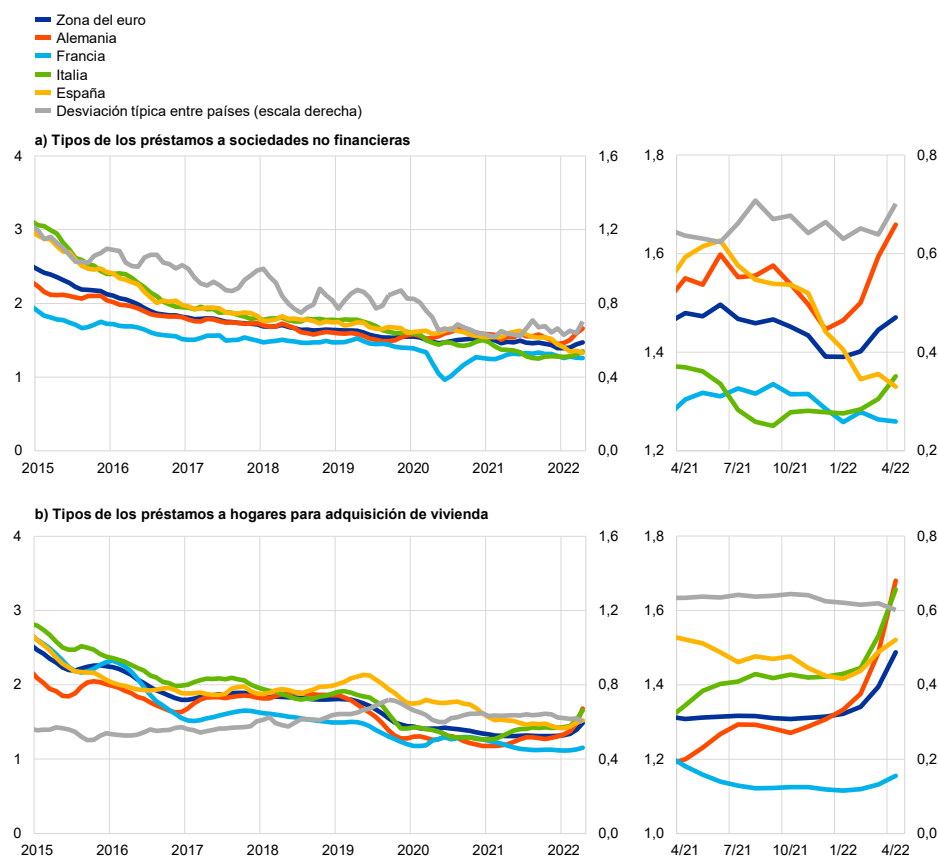
entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se amplió de forma considerable y alcanzó los niveles prepandemia. La subida de los tipos hipotecarios fue generalizada en los principales países de la zona del euro. Las entidades de crédito también están endureciendo sus criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares, lo que señala una inminente contracción de la oferta de crédito que puede coincidir con un alza de los tipos de interés de los préstamos en los próximos meses. Los márgenes crédito-depósito de las nuevas operaciones, definidos como la diferencia entre los tipos de interés medios de los préstamos y los tipos de interés medios de los depósitos, aumentaron significativamente, tras un largo período en el que se mantuvieron en niveles reducidos. Aunque los márgenes de los saldos vivos aún siguieron disminuyendo, dado que los préstamos tienden a tener una mayor duración que los depósitos y, por tanto, sus precios tardan más en corregirse, se espera que, con el tiempo, el entorno de tipos de interés más altos y un nivel más bajo de préstamos dudosos respalden la rentabilidad bancaria, siempre que las perspectivas económicas mantengan la solidez suficiente para evitar un mayor riesgo de crédito².

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

Gráfico 21

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

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



Fuente: BCE.

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

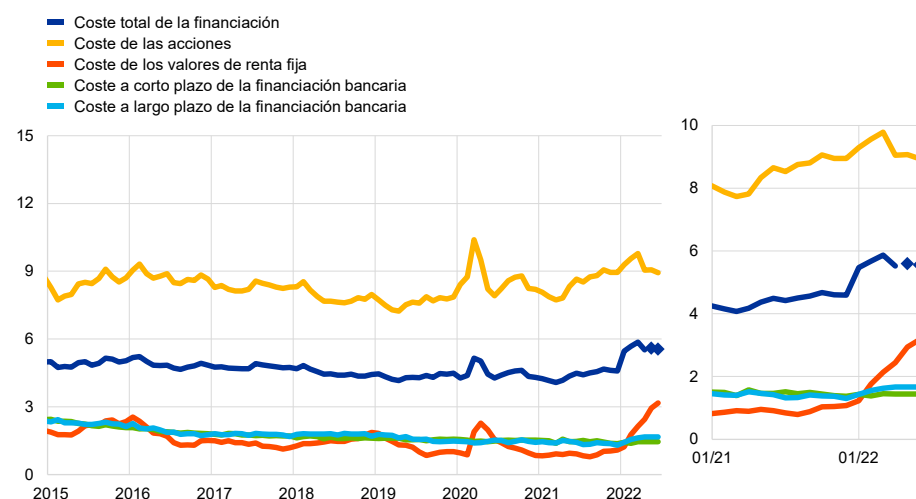
En el período comprendido entre el 10 de marzo y el 8 de junio de 2022, el coste de las emisiones de valores de renta fija de las empresas se incrementó sustancialmente, mientras que el de la financiación mediante acciones disminuyó. El incremento del coste de los valores de renta fija se debe al repunte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

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

Gráfico 22

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Los rombos de color azul oscuro indican la predicción de muy corto plazo del coste total de la financiación en mayo y junio de 2022 (con datos hasta el 8 de junio de 2022), asumiendo que el coste de la financiación bancaria se mantiene sin variación en su nivel de abril de 2022. Las últimas observaciones corresponden al 8 de junio de 2022 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 3 de junio de 2022 para el coste de las acciones (datos semanales) y a abril de 2022 para el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

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

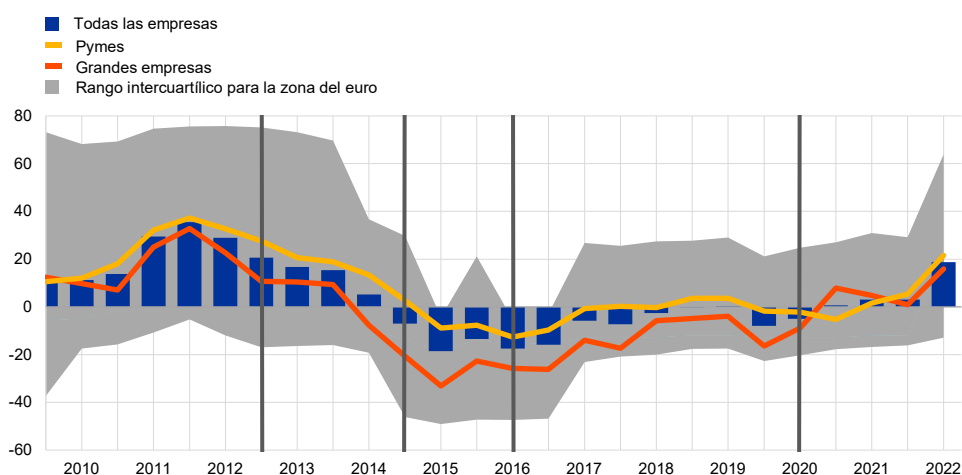
Un porcentaje significativamente más elevado de empresas indicó un incremento de los tipos de interés bancarios (el 34 %, frente al 5 % de la encuesta anterior), con una evolución similar en todos los tamaños de empresas y países. Al mismo tiempo, el porcentaje neto de empresas que señalaron aumentos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

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

Gráfico 23

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

(puntuaciones ponderadas)



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

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

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

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

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

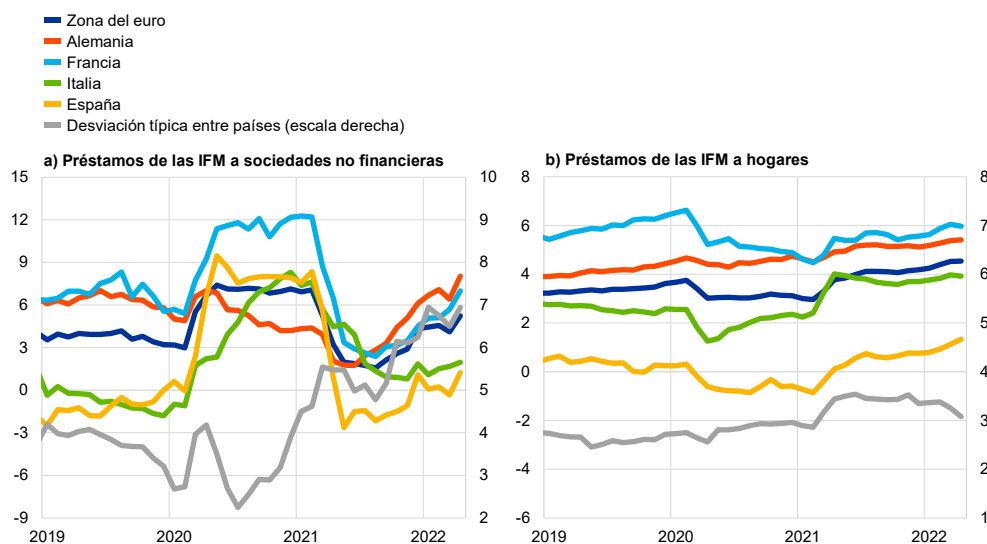
El crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares mantuvo su vigor en abril de 2022. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se aceleró hasta el 5,2 % en abril, tras el 4,1% registrado en marzo y el 4,6 % observado en febrero (panel a del gráfico 24). El reciente aumento del crédito a las empresas refleja en gran medida un efecto de base. Los préstamos a más corto plazo contribuyeron considerablemente a dicho avance, debido a la persistencia de los cuellos de botella en la oferta y al incremento de los costes de los insumos, dos factores que contribuyen a acentuar la necesidad de capital circulante de las empresas. En cambio, la aportación de los préstamos a más largo plazo fue menor, dado que la actual incertidumbre está pesando sobre la necesidad de las empresas de financiar la inversión en capital fijo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo sin variación en el 4,5 % en abril (panel b del gráfico 24), respaldada por el vigor de los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que los préstamos al consumo resistieron, pese al deterioro de la confianza de los consumidores. Como se indica en la [encuesta sobre las expectativas de los consumidores](#) del BCE, esta evolución podría estar relacionada con las expectativas de los hogares de un endurecimiento del acceso al crédito y de un incremento de los costes de financiación nominales el próximo año. La evolución agregada en la zona del euro oculta diferencias crecientes entre los distintos países, que reflejan, entre otros factores, el impacto desigual de la pandemia y el hecho de que la recuperación económica no ha avanzado al mismo ritmo en todos los países⁴.

⁴ Véase el recuadro titulado «[La heterogeneidad del impacto económico de la pandemia en los países de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

Gráfico 24

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2022.

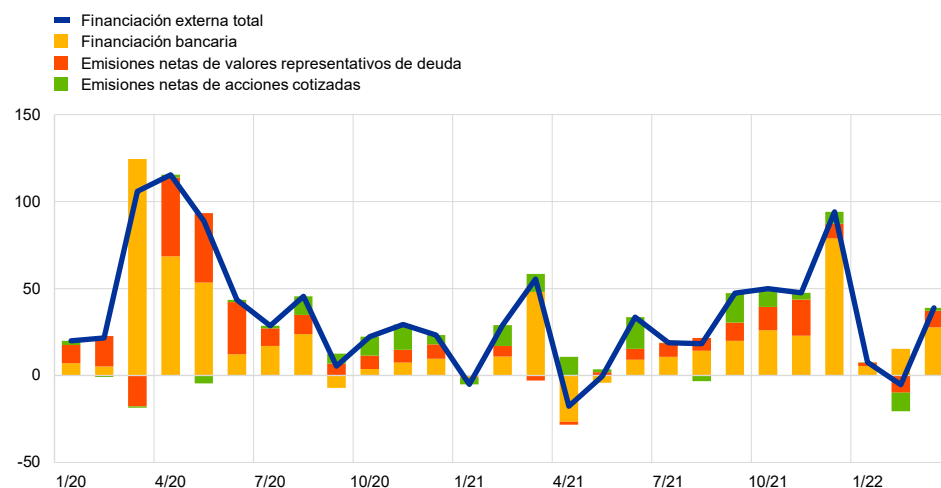
El volumen total de financiación externa de las empresas se moderó en el primer trimestre de 2022.

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

Gráfico 25

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

(flujos mensuales en mm de euros)



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

Notas: La financiación externa neta es la suma de la financiación bancaria (préstamos de las IFM), las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de las IFM están ajustados de titulaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2022.

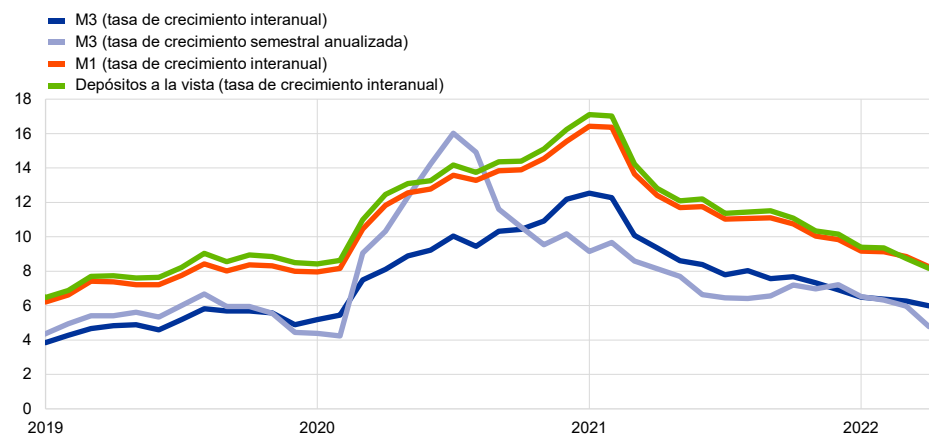
El ritmo de acumulación de depósitos por parte de las empresas y los hogares volvió a disminuir con respecto a los elevados niveles observados durante la pandemia (gráfico 26). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista siguió moderándose en abril y se situó en el 8,2 %, frente al 8,7 % de marzo. La desaceleración se observó en los depósitos a la vista tanto de las empresas como de los hogares, dado que los mayores costes de los alimentos y de la energía han reducido los colchones de liquidez de las primeras y han limitado la capacidad para acumular ahorro de los segundos. Al mismo tiempo, la intensificación de la incertidumbre acerca del impacto económico de la guerra en Ucrania sigue afectando a la dinámica de los depósitos. Como puso de manifiesto el estallido de la pandemia, las empresas y los hogares responden a un aumento de la incertidumbre con un cambio en sus preferencias de liquidez, lo que implica entradas cuantiosas de fondos en los depósitos a la vista⁵. Los depósitos de estos dos sectores continúan creciendo de forma dispar en los distintos países, como consecuencia de sus diferentes necesidades de liquidez y medidas nacionales de apoyo fiscal.

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

Gráfico 26

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2022.

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

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

6 Evolución de las finanzas públicas

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

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2022, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuará mejorando durante el horizonte de proyección⁶. La ratio de déficit de las Administraciones Públicas de

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

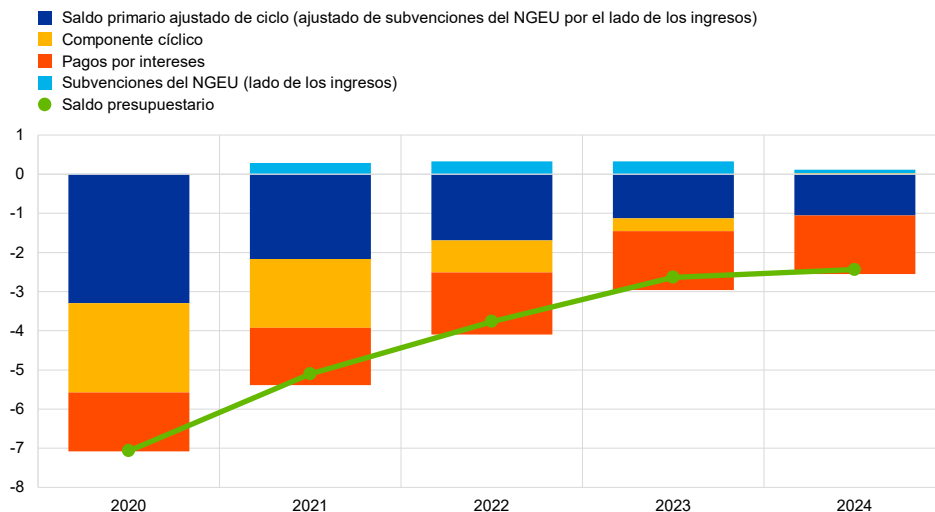
la zona descendió hasta el 5,1 % del PIB en 2021, tras alcanzar un nivel sin precedentes —el 7,1 %— en 2020. Se prevé que siga disminuyendo hasta el 3,8 % del PIB en 2022, y después hasta el 2,6 % y el 2,4 % del PIB, respectivamente, en 2023 y 2024 (gráfico 27). Tras las medidas de respaldo económico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

⁷ Las subvenciones del NGEU equivalen a aproximadamente el 0,5 % del PIB, en promedio, durante el horizonte de proyección, y disminuyen de forma gradual después de 2023. Junto con una cantidad limitada de préstamos, se prevé que financien gastos presupuestarios equivalentes al 2,7 % del PIB. La evolución de las finanzas públicas que se presenta en esta sección no incluye el déficit y la deuda supranacionales europeos relacionados con las transferencias del NGEU.

Gráfico 27

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



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

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

La orientación de la política fiscal de la zona del euro se tornó bastante más restrictiva en 2021, pero debería endurecerse menos en 2022 conforme los Gobiernos adopten medidas en respuesta a los efectos de la guerra Rusia-Ucrania⁸. El endurecimiento de la orientación de la política fiscal ajustada por las subvenciones del NGEU en 2021 refleja principalmente factores no discrecionales, mientras que se siguió respaldando a la economía con medidas fiscales discrecionales. En 2022 se prevé que el tono fiscal se endurezca ligeramente, sobre todo como consecuencia de la continuación de la retirada de una parte sustancial del apoyo de emergencia frente a la pandemia, que se verá compensada solo en parte por medidas expansivas adicionales. El objetivo de estas es contrarrestar el encarecimiento del coste de la vida para los consumidores, pero también financiar la capacidad de defensa y ayudar a los refugiados de la guerra de Ucrania. Se prevé que el endurecimiento fiscal continúe en 2023, cuando se espera que hayan expirado la mayoría de esas medidas. Al final del horizonte de proyección, se prevé una orientación prácticamente neutral, aunque se seguirá proporcionando un importante respaldo a la economía⁹.

⁸ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre el concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro.

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

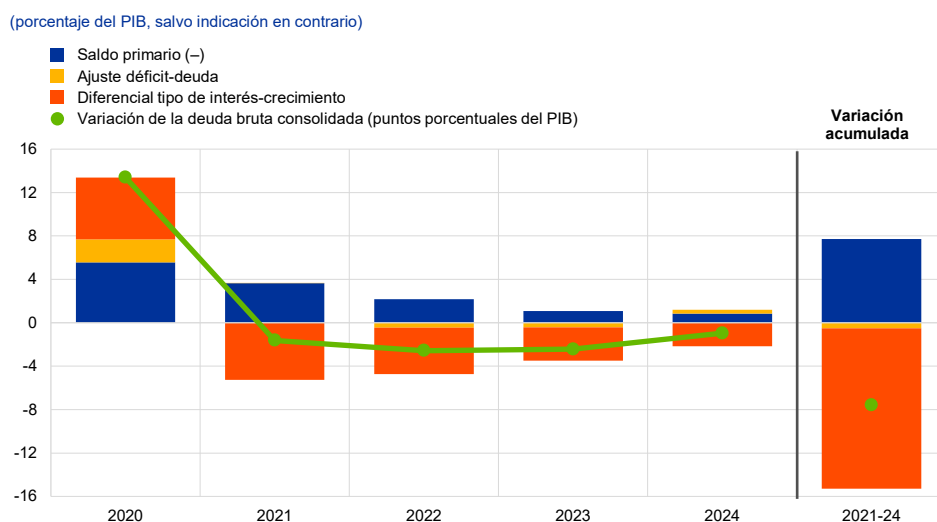
Pese que el resultado de 2021 fue mejor de lo esperado, el saldo presupuestario de la zona del euro se ha revisado a la baja en todo el horizonte de proyección. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2022, la ratio del saldo presupuestario en relación con el PIB de la zona del euro en 2021 fue 0,4 puntos porcentuales más alta de lo esperado, fundamentalmente debido a que la cifra de ingresos superó las previsiones. Pese a este efecto base positivo, el saldo presupuestario se ha corregido a la baja en 0,7, 0,5 y 0,4 puntos porcentuales anuales para 2022, 2023 y 2024, respectivamente. En el acumulado del horizonte de proyección, estas revisiones a la baja obedecen sobre todo a un deterioro del componente cíclico y a unos pagos por intereses sensiblemente más elevados, pero las medidas adicionales de estímulo de carácter discrecional también contribuyen a la corrección a la baja del saldo primario —de 0,3 puntos porcentuales— en 2022¹⁰.

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

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

Gráfico 28

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



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

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

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

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

En un contexto de mayor incertidumbre y de riesgos a la baja para las previsiones económicas en vista de la guerra Rusia-Ucrania, el encarecimiento de la energía y la persistencia de las perturbaciones de las cadenas de suministro, el 23 de mayo de 2022 la Comisión Europea recomendó prorrogar la aplicación de la cláusula general de salvaguardia del PEC hasta el final de 2023¹¹. Esto permitiría adaptar las políticas fiscales a la evolución de las circunstancias si fuera necesario. A medio plazo, un cambio decisivo hacia una composición de las finanzas públicas más favorable al crecimiento y reformas estructurales que aumenten el potencial de crecimiento de las economías de la zona del euro proporcionarían un mayor margen de maniobra fiscal en caso necesario, contribuyendo al mismo tiempo a reducir los desequilibrios presupuestarios.

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