

Artículos

1 Evolución de los precios de la energía durante y después de la pandemia de COVID-19: de los precios de las materias primas a los precios de consumo

Friderike Kuik, Jakob Feveile Adolfsen, Eliza Magdalena Lis y Aidan Meyler

Introducción

Los incrementos sin precedentes de los precios energéticos a finales de 2021 y principios de 2022 ejercieron presiones significativas sobre el poder adquisitivo de los consumidores¹. Estas subidas se produjeron tras un acusado descenso de dichos precios en los primeros compases de la pandemia de coronavirus (COVID-19). Mientras que el encarecimiento inicial de la energía obedeció fundamentalmente a la recuperación de la demanda al relajarse las medidas de confinamiento tras la primera ola de la pandemia, el repunte posterior de los precios en 2021 también se vio afectado de manera notable por restricciones de oferta. Esta evolución se agravó a comienzos de 2022 por la invasión rusa de Ucrania. El ascenso de los precios del gas en Europa desde el verano de 2021 ha sido particularmente pronunciado, debido a una combinación de factores de oferta y de demanda que redujeron las existencias europeas de este insumo hasta niveles históricamente bajos antes del invierno y dejaron al mercado del gas expuesto a la incertidumbre en torno a la oferta y la demanda, incluida la derivada de la escalada de las tensiones geopolíticas. Como consecuencia, los precios de consumo del gas y de la electricidad —ambos determinados por los precios del gas natural— desempeñaron un papel cada vez más importante en la evolución del componente energético del IAPC, si bien se observó una inusitada heterogeneidad entre países en el comportamiento de los precios de la energía.

Conclusiones

La evolución de los precios de consumo de la energía durante la pandemia de COVID-19 ha reflejado la de los precios de las materias primas, con algunas diferencias entre los países de la zona del euro. Mientras que la recuperación de los precios del petróleo y del gas durante 2020 se debió fundamentalmente al rebote de la actividad económica y de la demanda de energía tras la primera ola de la pandemia, el posterior repunte de los precios de las materias primas energéticas se aceleró cuando comenzaron a manifestarse restricciones de oferta y riesgos para el suministro derivados de los acontecimientos geopolíticos en un contexto en el que la

¹ Véase el artículo titulado «*Energy prices and private consumption: what are the channels?*», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

demandas se mantenían fuertes. A partir de unos niveles muy bajos en 2020, la tasa de variación de los precios de consumo de la energía se ha disparado desde mediados de 2021. La evolución de los precios del gas y de la electricidad ha contribuido cada vez más a la inflación de la energía, pero con mayor heterogeneidad entre países que en el caso de los combustibles líquidos. Como consecuencia, las dinámicas de los precios energéticos de los distintos países están menos alineadas de lo que habrían estado si el elemento dominante hubiera sido la evolución de los precios del petróleo. Además, en algunos países, el impacto de los niveles muy elevados alcanzados recientemente por los precios del gas natural solo puede reflejarse con un retardo en los precios de consumo del gas y de la electricidad.

Los acontecimientos geopolíticos siguen traduciéndose en una fuerte imprevisibilidad en los mercados energéticos. Esta circunstancia se ve reforzada por las iniciativas en curso para que los mercados europeos de la energía dejen de depender de los suministros energéticos de Rusia. Además, la transición verde puede incidir en los precios de la energía y contribuir a que haya períodos con una mayor volatilidad de los precios. Si la inversión en la producción de petróleo y gas se ajusta a los objetivos de cero emisiones netas, pero el suministro procedente de energías renovables no puede satisfacer sistemáticamente la demanda, se podrían producir episodios recurrentes de precios energéticos elevados y volátiles. Las subidas de los impuestos sobre el carbono en la UE podrían agravar las presiones alcistas sobre los precios de la energía. Sin embargo, la creciente descarbonización del sistema energético y la mejora de la eficiencia energética también conducen a que los precios de consumo de la energía en la zona del euro dependan menos de los precios internacionales de las materias primas y más de energías renovables más baratas, lo que, a largo plazo, podría tener un impacto bajista sobre ellos.

La evaluación de la evolución de los precios de la energía depende del origen de la perturbación, que puede ser difícil de identificar². El *mix* energético está evolucionando y el presente artículo apunta a un papel menos prominente del crudo (una materia prima que no se produce en la zona del euro) y un peso cada vez mayor del gas y la electricidad, para los que la evolución de los precios está vinculada más estrechamente a la oferta y la demanda interna que en el caso del petróleo. Esto significa que puede ser más complicado atribuir de forma inequívoca los movimientos de los precios de la energía a perturbaciones externas. Si el *mix* energético no evoluciona de la misma forma en todos los países de la zona del euro, la dispersión entre países de la inflación de los precios de la energía puede ser mayor que en un mundo en el que la evolución de los precios internacionales del petróleo conlleva perturbaciones comunes para todos los países.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí](#)

² Véase también I. Schnabel, «A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation», discurso pronunciado en una mesa redonda sobre política monetaria y cambio climático en la XXII conferencia «The ECB and its Watchers», 17 de marzo de 2022.

2

Las estructuras de financiación de la deuda de las empresas y la transmisión de las perturbaciones en la zona del euro

Fédéric Holm-Hadulla, Alberto Musso, Giulio Nicoletti y Mika Tujula

Introducción

La estructura de financiación de la deuda de las empresas de la zona del euro se ha ampliado desde la introducción del euro como moneda única. Aunque los préstamos bancarios aún suponen una gran parte de la deuda de dichas empresas, estas han recurrido de manera creciente a la financiación mediante valores de renta fija, sobre todo tras la crisis financiera global de 2008-2009¹. Como resultado, el saldo vivo de los bonos en relación con su financiación bancaria ha aumentado hasta situarse en torno al 30 %, desde aproximadamente el 15 % a mediados de 2008². Por tanto, los mercados de renta fija privada han pasado a ser un determinante cada vez más significativo de las condiciones crediticias de la zona del euro durante la última década y media.

La financiación mediante valores de renta fija ha seguido creciendo durante la pandemia de coronavirus (COVID-19), aunque impulsada por factores distintos que en la crisis financiera global y el período posterior. En un contexto de vulnerabilidades significativas en todo el sector bancario, la oferta de préstamos se contrajo a raíz de la crisis financiera global (sección 2). Esta situación obligó a las empresas a recurrir a los mercados de renta fija como fuente de financiación alternativa, pese a que el coste relativo era más elevado en aquel momento³. En cambio, durante la pandemia, las empresas se beneficiaron de una oferta de préstamos en condiciones más favorables que en la crisis financiera global. Esto se debió a dos motivos: 1) las entidades de crédito tenían balances considerablemente más sólidos cuando comenzó la pandemia, en parte como resultado de las reformas regulatorias acometidas en la década anterior y 2) la capacidad de intermediación de los bancos se vio respaldada por la rápida y amplia respuesta de las políticas

¹ A lo largo de este artículo, las referencias a la financiación mediante valores de renta fija privada incluyen también los valores representativos de deuda a corto plazo, como el papel comercial. En la zona del euro, los saldos vivos de estos valores se cifraron en unos 120 mm de euros al final de 2021, lo que corresponde aproximadamente al 7 % del saldo vivo total de los valores de renta fija privada.

² Véase, por ejemplo, L. Cappiello, F. Holm-Hadulla, A. Maddaloni, S. Mayordomo, R. Unger *et al.*, «*Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities*», *Occasional Paper Series*, n.º 270, BCE, Frankfurt am Main, diciembre de 2021. La importancia relativa de la financiación mediante valores de renta fija también ha aumentado en otras grandes economías durante este período. En Estados Unidos, por ejemplo, el saldo vivo de los bonos en relación con la financiación bancaria de las empresas se ha incrementado hasta representar alrededor del 65 %, frente a aproximadamente el 50 % a mediados de 2008.

³ Véase F. de Fiore y H. Uhlig, «*Corporate debt structure and the financial crisis*», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47, n.º 8, pp. 1571-1598.

monetaria, supervisora y fiscal⁴. Dado que estos factores propiciaron grandes flujos de préstamos en condiciones ventajosas durante toda la pandemia, la expansión simultánea de la financiación mediante valores de renta fija ha complementado, más que reemplazado, a la financiación bancaria. En este sentido, la financiación mediante valores de renta fija también se ha beneficiado del apoyo de la política monetaria a los mercados de renta fija en los últimos años (sección 3) y de la oferta de crédito de los intermediarios financieros no bancarios (recuadros 1 y 2).

La evidencia presentada en este artículo indica que las estructuras de financiación de la deuda de las empresas también son importantes para la transmisión de las perturbaciones a la economía. Los patrones que se obtienen a partir de un modelo econométrico sugieren que, en la zona del euro, tanto los préstamos como los valores de renta fija aumentan en respuesta a un incremento exógeno de la inversión empresarial, lo que podría materializarse si, por ejemplo, el ritmo de recuperación se acelera inesperadamente (sección 4). Por otro lado, cuando en la economía de la zona del euro se producen perturbaciones de oferta agregada adversas, las regularidades históricas señalan que la emisión de bonos corporativos tiende a amortiguar la contracción de crédito resultante, lo que a su vez respalda la capacidad de resistencia de la economía.

Además, el mayor peso de la financiación mediante valores de renta fija también determina la transmisión de la política monetaria. El modelo econométrico mencionado sugiere que la financiación mediante valores de renta fija en la zona del euro contrarresta, en parte, el canal del crédito bancario, al tiempo que refuerza otros canales que operan a través de las condiciones en los mercados financieros más amplios (sección 4). Por tanto, la transmisión de las medidas de política monetaria que afectan sobre todo a los tipos de interés a corto plazo es más intensa en los países de la zona del euro en los que el peso de la financiación mediante valores de renta fija es menor. En cambio, las medidas que inciden principalmente en los tipos de interés a largo plazo y que, en consecuencia, se concentran en los plazos del grueso de las emisiones de bonos corporativos, se transmiten con más fuerza en los países donde el peso de este tipo de financiación es mayor. Así pues, un conjunto de medidas determinado puede tener un impacto económico diferente en distintas partes de la zona del euro.

Además del cambio en la estructura del conjunto de la deuda, la variación de la composición de los mercados de renta fija privada puede afectar a la transmisión de las perturbaciones y a la capacidad de resistencia de las empresas frente a estas. La creciente dependencia de las empresas de la zona del euro de los mercados de renta fija no se ha circunscrito a los mayores emisores en términos históricos, sino que también se ha visto impulsada por las empresas que han entrado recientemente en estos mercados por primera vez. Esto ha propiciado

⁴ Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico del BCE son un importante componente de las medidas de política monetaria que respaldan la transmisión a través del canal bancario. Véase, por ejemplo, F. Barbiero, M. Boucinha y L. Burlon, «[LTRO III and bank lending conditions](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021. La transmisión de la política monetaria a través del canal bancario también se vio apoyada por el programa de compras de emergencia frente a la pandemia del BCE, que contrarrestó las presiones de fragmentación surgidas en las fases iniciales de la crisis. Véase, por ejemplo, P. Lane, «[The market stabilisation role of the pandemic emergency purchase programme](#)», *The ECB Blog*, 22 de junio de 2020.

un cambio en la composición de los emisores de bonos, con un aumento de las empresas más pequeñas y de mayor riesgo (recuadro 1). Es posible que la diversificación resultante, en la que la estructura de la deuda deja de ser mayoritariamente bancaria, refuerce la capacidad de resistencia de las empresas frente a crisis que afectan sobre todo a este segmento del sistema financiero. Además, no parece que el acceso a los mercados de renta fija induzca de forma sistemática a las empresas a incrementar su nivel de apalancamiento (recuadro 2). Esto aporta confianza en su resiliencia financiera, ya que la existencia de problemas de sobreendeudamiento en el sector empresarial puede reducir la inversión, el empleo y el PIB. Al mismo tiempo, la mayor presencia de empresas más vulnerables en estos mercados puede exponer al sector empresarial a turbulencias más generalizadas en los mercados financieros y, por tanto, podría dificultar la transmisión de la política monetaria.

Conclusiones

En este artículo se ha analizado la evolución de las estructuras de financiación de las empresas de la zona del euro y las implicaciones para la transmisión de las perturbaciones macroeconómicas. El peso de los valores de renta fija en la deuda de las empresas de la zona del euro ha aumentado, en particular desde la crisis financiera global, y esta tendencia se ha mantenido durante la crisis de la pandemia. Con todo, las empresas han accedido a los mercados de renta fija por razones diferentes en las dos crisis. Durante la primera, las empresas recurrieron a estos mercados en sustitución de la menor oferta de préstamos. Sin embargo, en la crisis de la pandemia, lo hicieron motivadas por el favorable coste relativo de la financiación mediante valores de renta fija, en un entorno de política monetaria expansiva, que también incluyó medidas orientadas directamente a fomentar la oferta de crédito en estos mercados. Por tanto, los efectos de la política monetaria se han materializado en paralelo a ciertos determinantes estructurales a más largo plazo de la mayor dependencia de las empresas de los mercados de renta fija. Entre estos determinantes se incluyen, por ejemplo, la creciente presencia de los intermediarios financieros no bancarios, que proporcionan el grueso del crédito en este mercado⁵, y el entorno prudencial reforzado en el que operan las entidades de crédito, que influye en las condiciones del mercado de préstamos⁶.

El aumento de la financiación mediante valores de renta fija tiene consecuencias importantes para la transmisión de las perturbaciones a la economía de la zona del euro. A partir de un análisis empírico de datos agregados, en este artículo se han puesto de relieve las diferentes respuestas de distintos instrumentos de financiación mediante deuda a perturbaciones macroeconómicas

⁵ Aunque las compras de bonos son el principal canal por el que las entidades financieras no bancarias conceden crédito al sector empresarial, en algunas jurisdicciones también han aumentado los préstamos concedidos por estas entidades a las empresas; véase, por ejemplo, el caso de Irlanda documentado en T. Heffernan, B. McCarthy, R. McElligott y C. Scollard, «*The role of non-bank lenders in financing Irish SMEs: Behind the Data*», Central Bank of Ireland, Dublín, abril de 2021.

⁶ Véase, por ejemplo, C. Altavilla, L. Laeven y J.-L. Peydró, «*Monetary and macroprudential policy complementarities: evidence from European credit registers*», *Working Paper Series*, n.º 2504, BCE, Frankfurt am Main, diciembre de 2020.

específicas: mientras que la aceleración de la demanda de inversión empresarial desencadena unos ajustes cualitativos similares en los volúmenes de bonos y de préstamos, la emisión de bonos amortigua ligeramente la contracción crediticia que sigue a las perturbaciones de oferta adversas. Además, cuando la financiación mediante valores de renta fija tiene un peso más elevado, la transmisión de las medidas de política monetaria que operan principalmente a través de los tipos de interés a más largo plazo se ve reforzada; en cambio, las variaciones de los tipos de interés a corto plazo tienden a tener efectos reales de mayor magnitud en las economías más dependientes de la financiación mediante préstamos.

Existe un amplio margen para seguir analizando los mecanismos que subyacen a estos episodios de carácter macroeconómico. La literatura sobre las estructuras de financiación empresarial y la transmisión de las perturbaciones se halla en sus primeros estadios, en particular con respecto a la zona del euro. Los análisis complementarios basados en datos individuales de empresas y en los que se relaciona la oferta y la demanda de los mercados de renta fija privada y de préstamos se perfilan como una vía especialmente prometedora para profundizar en el conocimiento de los aspectos abordados en este artículo.

Puede que el cambio en las estructuras de financiación de las empresas tenga implicaciones más amplias para la fortaleza y la capacidad de resistencia del sector empresarial de la zona del euro. Como este sector ha diversificado parcialmente sus fuentes de financiación reduciendo el peso de los préstamos bancarios, es posible que adquiera mayor capacidad de resistencia frente a las crisis que se concentran en el sector bancario. Además de este beneficio en términos agregados, la incidencia de dichas crisis también resulta menos heterogénea, dado que un mayor número de pequeñas y medianas empresas deja de depender únicamente de los préstamos bancarios y, en su lugar, comienza a acceder a los mercados de renta fija como amortiguador de las crisis. Con todo, este efecto de diversificación beneficioso puede verse contrarrestado por otros riesgos y fuentes de volatilidad a lo largo del ciclo económico. Cabe destacar que son principalmente los intermediarios financieros no bancarios los que conceden crédito a las empresas a través de los mercados de renta fija. Las vulnerabilidades estructurales y las perturbaciones que menoscaban su capacidad para conceder crédito pueden incidir de forma negativa en los costes de financiación de las sociedades no financieras. Asimismo, dado que algunas entidades de intermediación no bancaria están sujetas a marcos regulatorios y prudenciales menos estrictos, es posible que se enfrenten a menos restricciones para asumir riesgos excesivos. Además de los riesgos derivados de la resiliencia financiera y la asignación ineficiente del capital, ha ido creciendo el número de empresas con mayor nivel de apalancamiento que han comenzado a acceder a los mercados de renta fija de la zona del euro en las últimas décadas. En este contexto, sería conveniente reforzar el marco regulatorio de las entidades financieras no bancarias, también desde una perspectiva macroprudencial, para respaldar la estabilidad financiera y la transmisión fluida de la política monetaria.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí](#)

3

El tipo a corto plazo del euro (€STR): final de la transición hacia este nuevo tipo de referencia

Javier Huerga, Antonio Matas, Anne-Lise Nguyen, Pascal Nicoloso y Vladimir Tsonchev

Introducción

El tipo a corto plazo del euro (€STR), que el BCE publica desde octubre de 2019, es el tipo de interés de referencia a un día del euro. El €STR muestra el tipo medio que se aplica a las entidades de crédito que reciben financiación de otras entidades financieras, entre ellas entidades no bancarias, mediante depósitos a un día sin tener que proporcionar activos de garantía. El €STR se publica cada día hábil de TARGET2 y se basa en las operaciones realizadas y liquidadas el día hábil de TARGET2 anterior¹.

Los tipos de interés de referencia como el €STR constituyen un referente útil para muchos contratos financieros, dado que son de acceso público, los publica periódicamente una institución independiente y se calculan por medio de una metodología transparente que refleja la evolución del mercado de forma equitativa y objetiva. Los tipos de referencia se utilizan para calcular los intereses devengados por préstamos, depósitos y otra deuda, así como para determinar los pagos de productos más complejos, tales como opciones, contratos a plazo (*forward*) y *swaps*. También son fundamentales para la valoración de los activos financieros. Si son fiables, los tipos de interés de referencia contribuyen a la seguridad jurídica de los contratos financieros y reducen el riesgo de que una parte pueda tratar de influir en un tipo acordado a su favor. Por ello, su uso se ha generalizado entre organizaciones y personas en todo el sistema económico².

Dado el papel que desempeñan en los mercados financieros, los tipos de interés de referencia son un componente importante en las fases iniciales de la transmisión de la política monetaria. Reflejar con precisión la manera en que las condiciones de financiación de las entidades de crédito se ven afectadas por los cambios en la orientación de la política monetaria resulta crucial para hacer un seguimiento de la transmisión de los impulsos de dicha política. Asimismo, son necesarios tipos de referencia fiables para el correcto funcionamiento de los mercados monetarios y, por tanto, para la estabilidad financiera.

¹ TARGET2 es el sistema de liquidación bruta en tiempo real que gestiona y es propiedad del Eurosystem. En TARGET2 se liquidan pagos relacionados con las operaciones de política monetaria del Eurosystem, así como operaciones interbancarias y comerciales; véase [What is TARGET2?](#) en el sitio web del BCE. En este contexto, se entiende por día hábil de TARGET2 aquel en que TARGET2 esté operativo.

² Véase «[¿Qué son los tipos de referencia, por qué son importantes y por qué se están reformando?](#)», BCE, Frankfurt, julio de 2019.

El lanzamiento del €STR formó parte de una reforma global de los tipos de interés de referencia. La reforma se emprendió para corregir la vulnerabilidad de algunos tipos de referencia ante posibles manipulaciones cuando disminuían los volúmenes en los mercados que se suponía que representaban (recuadro 1). La sustitución del tipo de interés del euro a un día (eonia) se produjo en este contexto³.

Tras una transición planificada minuciosamente, el €STR reemplazó con éxito al eonia como el tipo de interés de referencia a un día del euro y el eonia dejó de aplicarse el 3 de enero de 2022. La transición duró varios años, guiada por un grupo de trabajo del sector privado sobre tipos de interés libres de riesgo (WG RFR, por sus siglas en inglés)⁴.

Los usuarios del eonia lograron adoptar sin problemas el nuevo tipo de interés de referencia en los plazos requeridos⁵.

Conclusión

La transición del eonia al €STR se completó satisfactoriamente según lo previsto. El cambio progresivo de un tipo de interés de referencia a otro evitó riesgos para la estabilidad financiera y la política monetaria. Cuando el sector privado, en sus esfuerzos por mantener el histórico eonia (tipo a un día), se topó con dificultades insuperables, el BCE empezó a trabajar en su propio tipo de interés de referencia basado en datos estadísticos disponibles. El €STR, concebido inicialmente como un tipo de interés de respaldo, ha pasado a ser el principal tipo de interés de depósito a un día del euro. El sector financiero ha mostrado una clara preferencia por un tipo de interés no garantizado elaborado por el banco central. Desde que se publicó por primera vez en 2019, el €STR ha demostrado ser un tipo de interés de referencia sólido y fiable, que está a disposición de todo el mercado y refleja con precisión las tendencias del mercado monetario en la zona del euro.

Al ser el principal tipo de interés a un día libre de riesgo del euro, el €STR no solo sustituye al eonia, sino que también sirve de base para los tipos alternativos recomendados en caso de que deje de utilizarse el euríbor. El BCE respalda este uso publicando tipos compuestos y derivados basados en el €STR, que pueden emplearse como alternativa al euríbor. En el futuro es posible que se utilice el €STR como alternativa al euríbor también en otros segmentos del mercado, lo que sería compatible con desarrollos, a escala internacional, hacia tipos de interés libres de riesgo y se ajustaría a las orientaciones del FSB. Sin embargo, cualquier medida concreta que vaya en esta dirección ha de ser adoptada por el sector financiero en Europa.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí](#)

³ El índice medio del tipo del euro a un día (eonia) era un tipo de interés de los préstamos basado en operaciones, determinado a partir de las contribuciones voluntarias de un panel de entidades y administrado por una asociación privada que elabora índices de referencia, el European Money Markets Institute (EMMI).

⁴ Véase el sitio web de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) para más información sobre el WG RFR, un grupo sectorial creado para identificar y recomendar tipos de interés libres de riesgo que pudieran ser alternativas al eonia y a los tipos del euríbor.

⁵ Véase «[Adiós eonia, hola €STR](#)», Boletín Económico, número 7, BCE, 2019.