



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 3/2022



Índice

Índice	1
Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	8
2 Actividad económica	14
3 Precios y costes	20
4 Evolución de los mercados financieros	26
5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito	30
Recuadros	38
1 Implicaciones del deterioro de la relación real de intercambio para la renta real y la balanza por cuenta corriente	38
2 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	42
3 Los determinantes recientes del ahorro de los hogares en función de la riqueza	45
4 Los salarios mínimos y su contribución al crecimiento salarial en la zona del euro	52
5 Factores que explican los errores recientes en las proyecciones de inflación de los expertos del Eurosistema y del BCE	58
6 El papel de la especulación durante el reciente aumento de los precios de los derechos de emisión de la UE	68
7 Retirada progresiva de las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía introducidas en respuesta a la pandemia	74
Artículos	80
1 Los precios de la energía y el consumo privado: canales de transmisión	80
2 Desigualdad económica y confianza de los ciudadanos en el Banco Central Europeo	82

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

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

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

Actividad económica

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

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

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

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

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

Inflación

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

Las subidas de precios son ahora más generalizadas y los costes de la energía están presionando al alza los precios en muchos sectores. Los cuellos de botella en la oferta y la normalización de la demanda a medida que la economía se reabre también continúan ejerciendo presiones alcistas sobre los precios. Los indicadores de la inflación subyacente han aumentado hasta niveles superiores al 2 % en los últimos meses. La perdurabilidad de estos aumentos es incierta, dada la influencia

de factores de naturaleza temporal relacionados con la pandemia y los efectos indirectos del encarecimiento de la energía.

Los mercados de trabajo continúan mejorando y la tasa de desempleo descendió hasta un mínimo histórico del 6,8 % en febrero. Las ofertas de empleo en muchos sectores aún apuntan a una sólida demanda de empleo, aunque el crecimiento de los salarios sigue siendo contenido en general. Con el tiempo, el retorno de la economía a la plena capacidad debería contribuir a un avance más rápido de los salarios. Aunque distintos indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo obtenidos de los mercados financieros y de encuestas a expertos se sitúan en su mayoría en torno al 2 %, existen indicios preliminares de revisiones de esos indicadores por encima del objetivo que requieren un seguimiento atento.

Evaluación de riesgos

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

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

Condiciones financieras y monetarias

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

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

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

Conclusión

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

Decisiones de política monetaria

En la reunión de política monetaria del 14 de abril de 2022, el Consejo de Gobierno confirmó que las compras netas mensuales en el marco del APP tendrían un importe de 40.000 millones de euros en abril, 30.000 millones de euros en mayo y 20.000 millones de euros en junio. El Consejo de Gobierno consideró que los nuevos datos disponibles desde su última reunión reforzaban su expectativa de que las compras netas de activos en el marco del APP deberían concluir en el tercer trimestre. La calibración de las compras netas para el tercer trimestre dependerá de los datos y reflejará la evolución de la evaluación de las perspectivas por el Consejo de Gobierno.

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

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

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

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

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

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

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

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

Entorno exterior

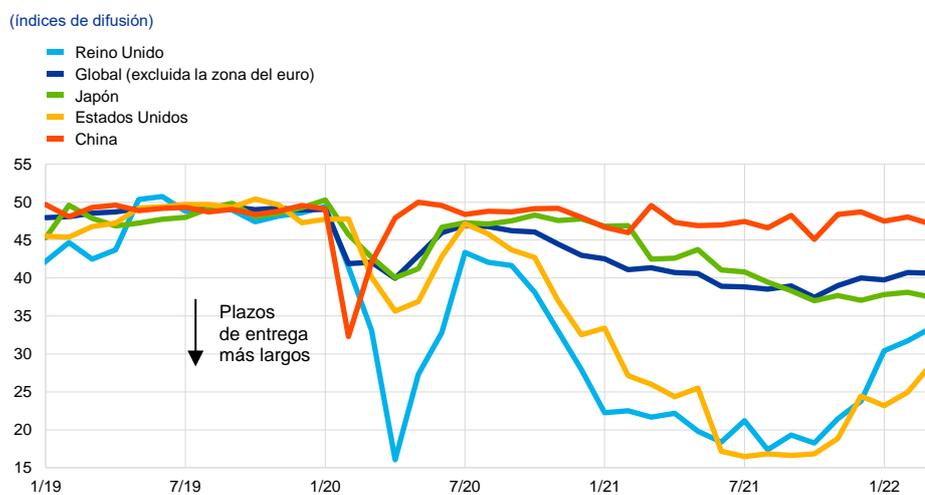
La actividad económica mundial siguió mostrando capacidad de resistencia a comienzos de 2022 y los indicadores de opinión señalan que el impacto de la variante ómicron del coronavirus (COVID-19) en las economías avanzadas podría ser breve. Sin embargo, la guerra Rusia-Ucrania y las nuevas medidas relacionadas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

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

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

Gráfico 1

PMI de plazos de entrega de los proveedores



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2022.

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

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

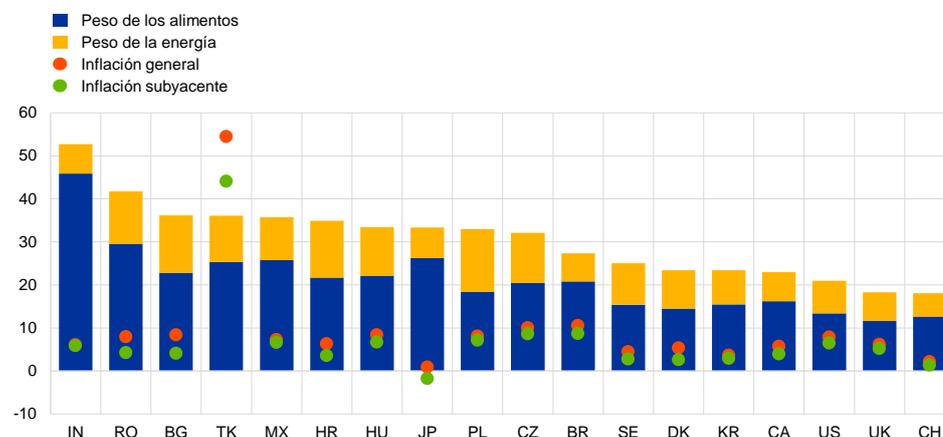
Las nuevas tensiones en las cadenas de suministro y el impacto económico de la guerra plantean riesgos al alza para la inflación a nivel mundial.

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

Gráfico 2

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

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



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

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

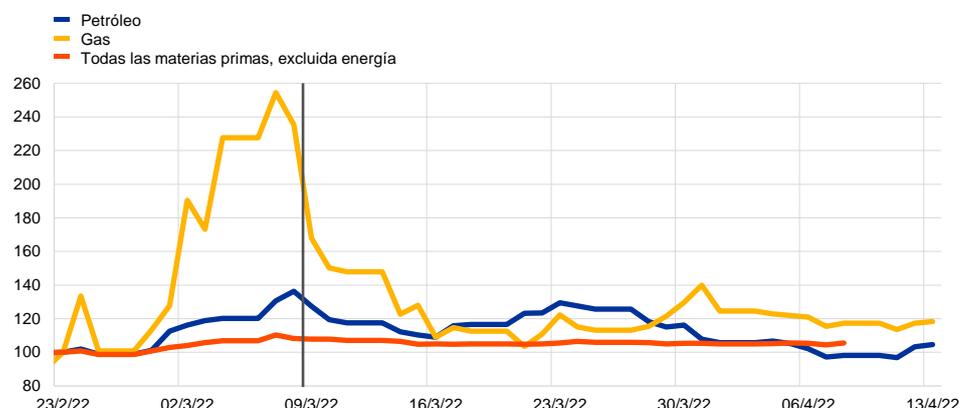
Los precios de las materias primas han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo, pero continúan siendo vulnerables a riesgos para la oferta debido a la guerra en Ucrania.

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

Gráfico 3

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

(Índice: 23 de febrero de 2022 = 100)



Fuentes: Refinitiv, HWWI y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

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

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

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

2 Actividad económica

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

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

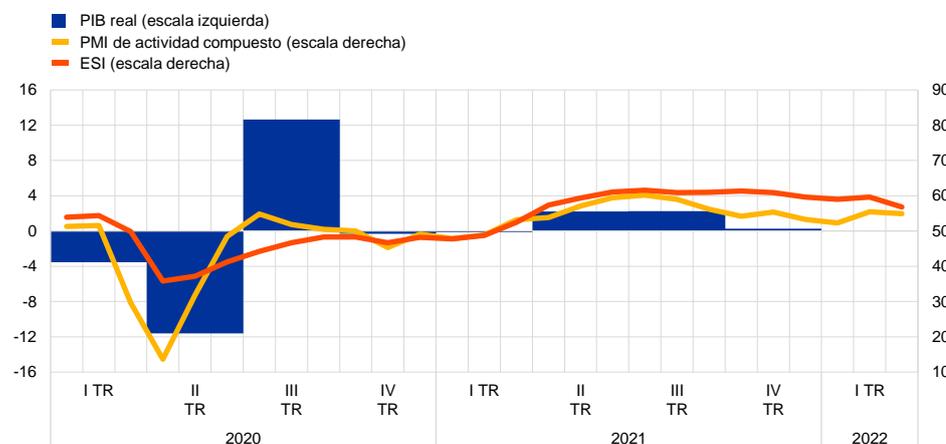
El apoyo de las políticas fiscal y monetaria sigue siendo esencial, especialmente en esta difícil situación geopolítica. Por otra parte, la implementación con éxito de los planes de inversión y reformas en el marco del programa Next Generation EU acelerará las transiciones energética y verde, lo que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

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

Gráfico 4

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

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



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

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

La debilidad del crecimiento habría continuado en el primer trimestre de 2022, en el contexto de la ola de ómicron, del nuevo incremento de los costes energéticos y de la invasión de Ucrania por parte de Rusia.

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

Los nuevos datos disponibles respaldan la opinión de que el crecimiento fue débil a principios de este año.

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

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

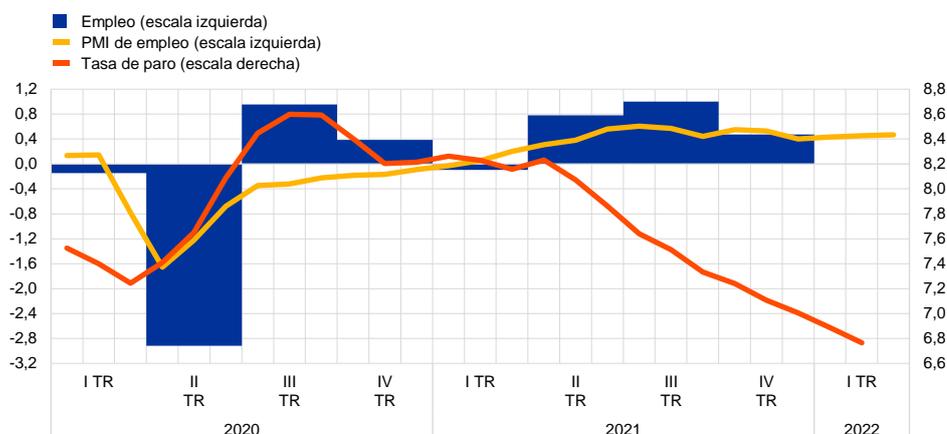
La tasa de paro de la zona del euro sigue descendiendo, aunque el total de horas trabajadas se mantiene por debajo de los niveles previos a la pandemia.

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

Gráfico 5

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

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



Fuentes: Eurostat, IHS Markit y cálculos del BCE.

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

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo continuaron mejorando en el primer trimestre, con algunos signos incipientes de debilitamiento en el futuro.

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

Tras registrar una contracción al final de 2021, el consumo privado se habría mantenido débil a principios de este año, en un entorno de fuertes subidas de los precios de la energía y de altos niveles de incertidumbre.

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

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

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

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

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

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

3 Precios y costes

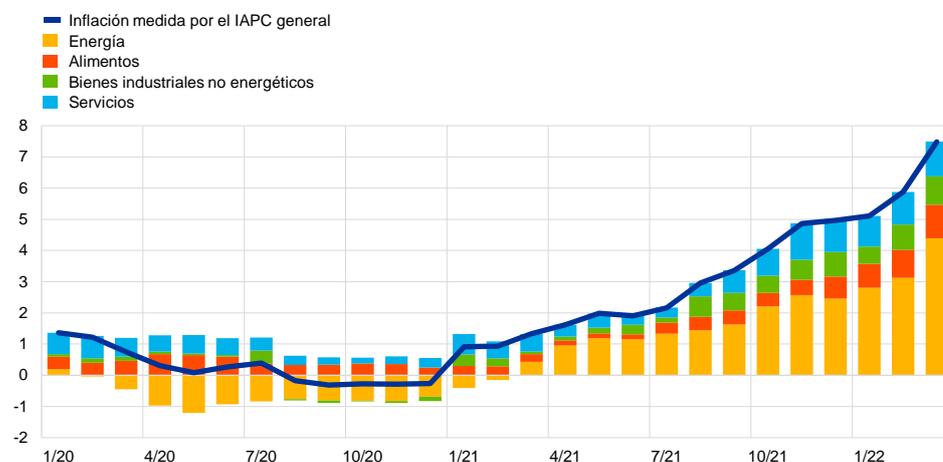
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación aumentó hasta el 7,5 % en marzo, desde el 5,9 % registrado en febrero. Los precios de la energía subieron tras el inicio de la guerra y en marzo se situaron un 45 % por encima del nivel de hace un año. Estos precios continuaron siendo la principal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

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

Gráfico 6

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2022.

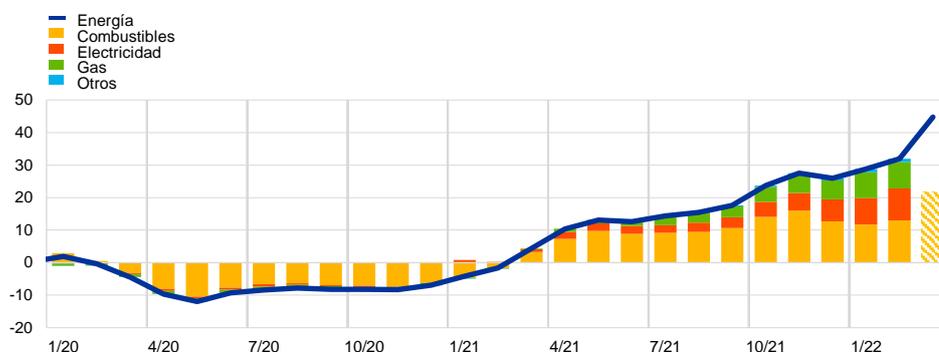
La inflación de la energía alcanzó un nuevo máximo histórico del 44,7 % en marzo, frente al 32 % del mes anterior (gráfico 7).

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

Gráfico 7

Descomposición del componente energético del IAPC

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

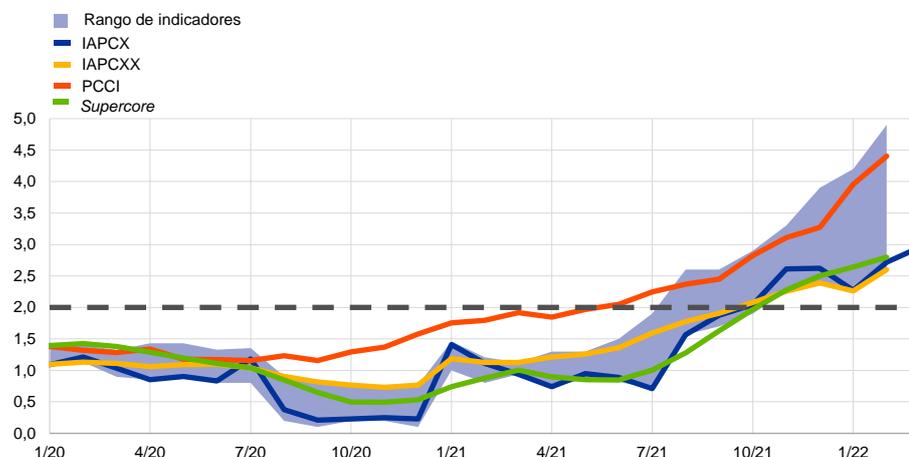
Notas: Las últimas observaciones del componente energético del IAPC corresponden a marzo de 2022. La contribución en puntos porcentuales de los combustibles para marzo de 2022 es una estimación de los expertos del BCE basada en datos extraídos del [boletín semanal del petróleo](#) de la Comisión Europea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

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

Gráfico 8

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

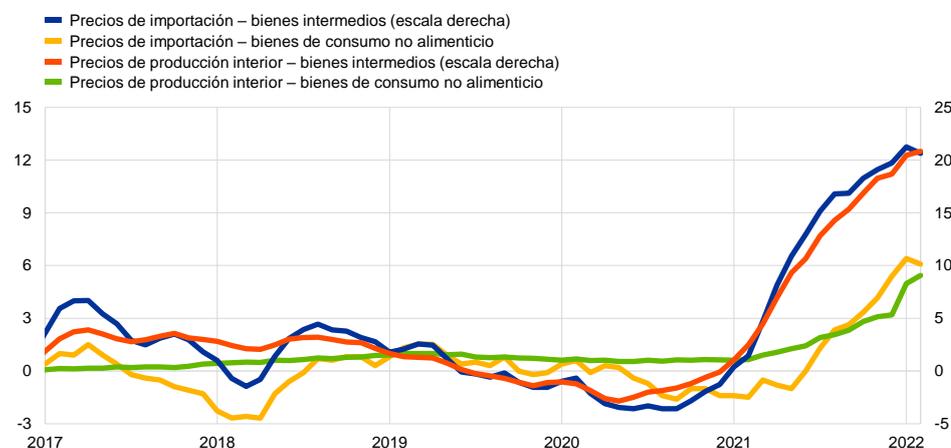
Las presiones latentes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos han continuado creciendo y los indicadores han alcanzado máximos históricos, aun cuando solo reflejan parcialmente el impacto de la guerra en Ucrania (gráfico 9).

En febrero, las presiones de costes han seguido intensificándose con respecto a hace un año, impulsadas por los aumentos de los precios globales de las materias primas y —en particular— de la energía. Las disrupciones en las cadenas de suministro y la recuperación de la demanda a escala mundial también han contribuido a las presiones sobre los costes de los insumos. Si se analizan las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores alcanzó el 20,8 % en febrero, desde el 20,5 % del mes precedente. Al mismo tiempo, la tasa de avance interanual de los precios de importación de los bienes intermedios se redujo desde una cota máxima del 21,2 % observada en enero hasta el 20,7 % en febrero. Asimismo, las presiones están siendo más prominentes en las fases posteriores del proceso de formación de precios, y la inflación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores se situó en un nuevo máximo histórico del 5,4 % en febrero, frente al 5 % registrado un mes antes. La tasa de variación de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio se moderó hasta el 6,1 % en febrero, frente al 6,4 % observado en enero. Esta evolución de los precios de importación y de producción de los bienes de consumo no alimenticio implica que es poco probable que las presiones sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC remitan a corto plazo.

Gráfico 9

Indicadores de las presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

Aunque distintos indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo obtenidos de los mercados financieros y de encuestas a expertos se sitúan en su mayoría en torno al 2 %, existen indicios preliminares de revisiones de esos indicadores por encima del objetivo que requieren un seguimiento atento.

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

Gráfico 10

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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: La serie de los indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación spot a un año y en las tasas de inflación a un año dentro de un año, a un año dentro de dos años, a un año dentro de tres años y a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a la compensación por inflación basadas en indicadores de mercado corresponden al 13 de abril de 2022. La encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al segundo trimestre de 2022 se realizó entre el 1 y el 4 de abril de 2022. En las previsiones de Consensus Economics, la fecha límite de recepción de los datos para 2024, 2025 y 2026 fue el 10 de enero de 2022, y para 2022 y 2023 fue el 14 de marzo de 2022. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del BCE fue el 2 de marzo de 2022.

Evolución de los mercados financieros

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

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

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

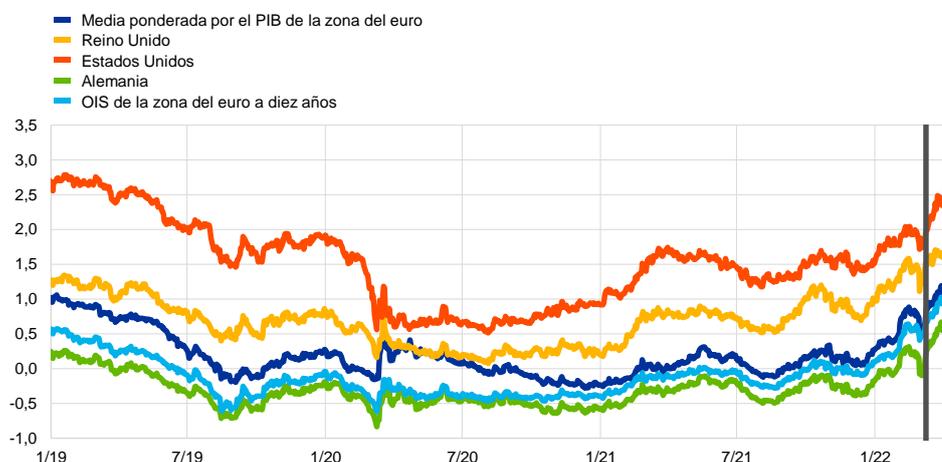
Los rendimientos de la deuda a largo plazo de la zona del euro han aumentado considerablemente desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo, en paralelo con la evolución de los tipos a corto plazo (gráfico 11). Durante el

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

Gráfico 11

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

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

La mejora de la percepción del riesgo con respecto a los primeros días de la invasión rusa contribuyó a la reducción de los diferenciales de los valores de renta fija privada, que volvieron a situarse en los niveles observados antes de la guerra. Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no

financieras con calificación de grado de inversión se redujeron 16 puntos básicos, hasta los 53 puntos básicos, mientras que los de la deuda del sector financiero disminuyeron aún más. Aunque los diferenciales se sitúan en niveles próximos a sus medias previas a la pandemia, se mantienen ligeramente por encima de los registrados en 2021, lo que posiblemente esté apuntando a una ralentización gradual de la recuperación económica de la pandemia. En conjunto, los diferenciales de los valores de renta fija privada parecen mostrar capacidad de resistencia ante la normalización prevista de la política monetaria.

Los mercados de renta variable de la zona del euro recuperaron gran parte las pérdidas sufridas al principio de la guerra en Ucrania, pese al aumento de los tipos de descuento y las menores expectativas de crecimiento de los beneficios, ya que la percepción del riesgo mejoró. Habida cuenta de que los

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

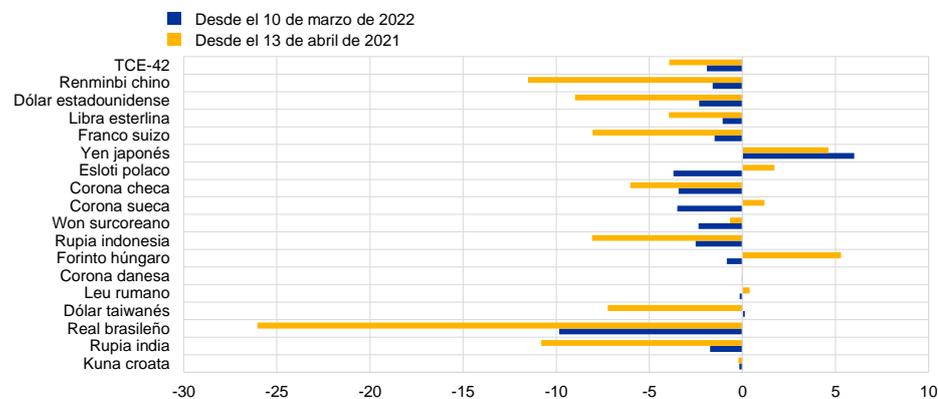
anotaron un avance del 4,8 %. Con todo, los precios de las acciones del sector bancario estadounidense, que habían repuntado desde los mínimos registrados al principio de la guerra, volvieron a retroceder hacia finales de marzo y cerraron el período analizado con una caída del 4,7 %.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro siguió depreciándose, como resultado de una pérdida de valor frente a la mayoría de las principales monedas (gráfico 12). Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 1,9 %. Esta evolución reflejó la pérdida de valor del euro frente al dólar estadounidense (2,3 %) —en un contexto de mayores expectativas de un endurecimiento más rápido de la política monetaria y tras el primer aumento en más de tres años del rango objetivo de la Reserva Federal para el tipo de interés de los fondos federales—, así como frente a las monedas de otras grandes economías, como la libra esterlina (1,1 %) y el franco suizo (1,5 %). El euro también se debilitó frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes, como el renminbi chino (1,6 %), pero se apreció con fuerza frente al yen japonés (6 %) ante las crecientes expectativas de que el Banco de Japón endurecería su política monetaria a un ritmo sustancialmente menor que otros bancos centrales importantes.

Gráfico 12

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

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

5 Evolución de las condiciones de financiación y del crédito

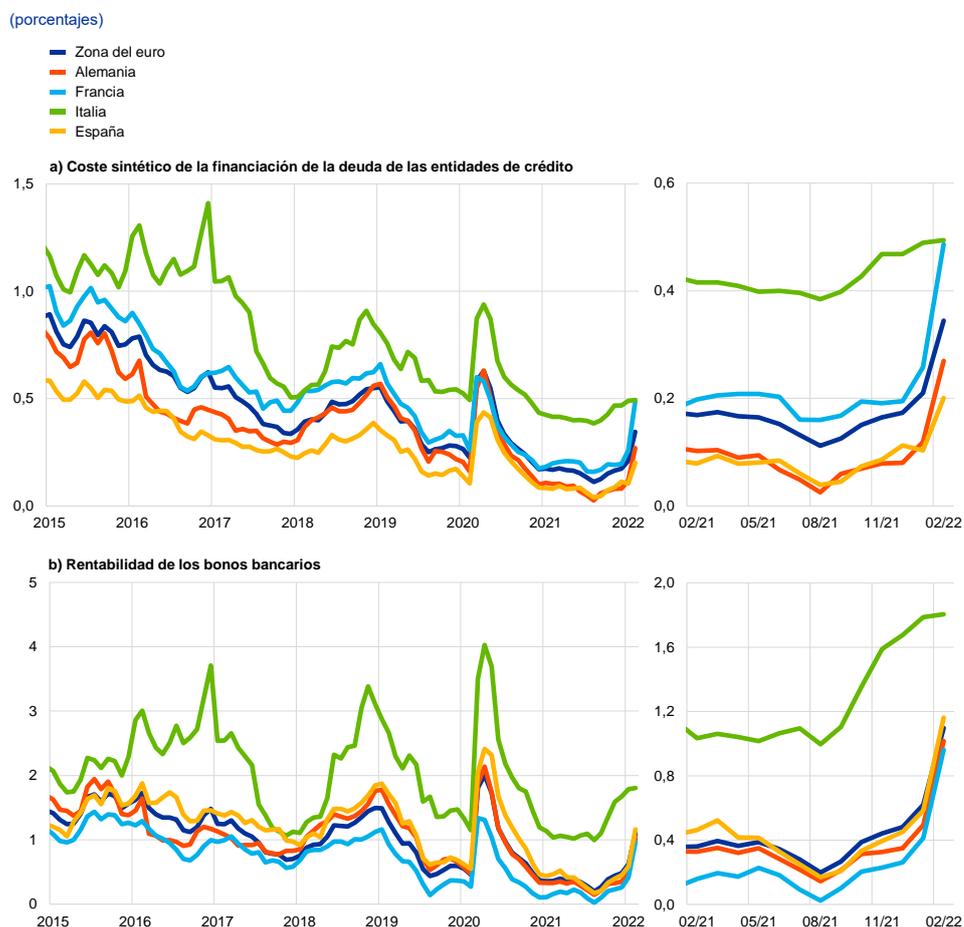
Las condiciones de financiación de las entidades de crédito y del crédito bancario se han endurecido en un clima de aumento de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas y de expectativas de que continúe la normalización de la política monetaria. Aunque se mantienen en niveles bajos, los tipos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

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro se han incrementado en los últimos meses ante las expectativas de que continúe la normalización de la política monetaria.

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

Gráfico 13

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



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

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

Los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas y a los hogares han empezado a reflejar las subidas de los tipos de interés de mercado, pero se mantienen en niveles bajos (gráfico 14).

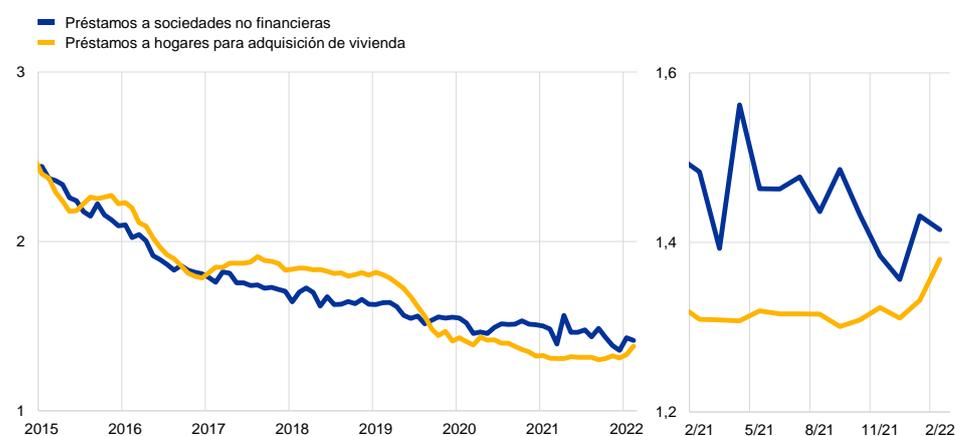
El fuerte aumento observado recientemente en los rendimientos de la zona del euro ha ejercido presión al alza sobre los tipos de interés del crédito interno, pero la transmisión ha sido muy limitada hasta la fecha, y las condiciones de financiación de las empresas y los hogares continúan siendo favorables.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

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

Gráfico 14

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

(porcentajes)



Fuente: BCE.

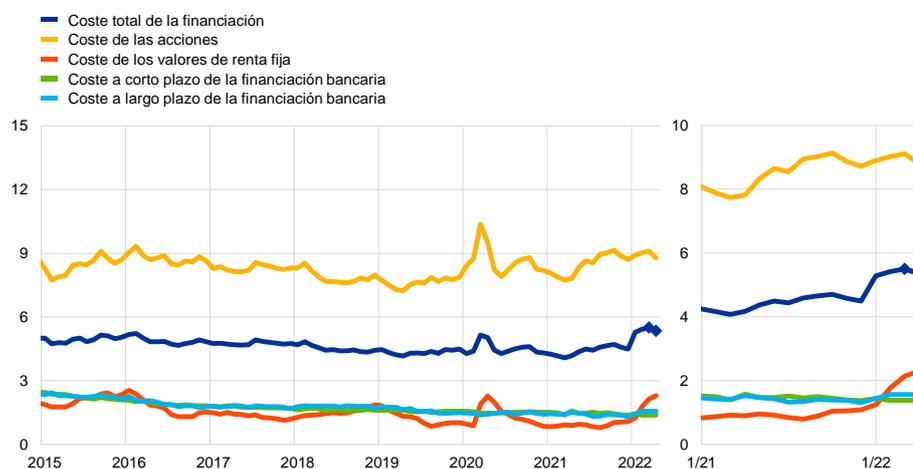
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

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

Gráfico 15

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

(porcentajes)



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

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

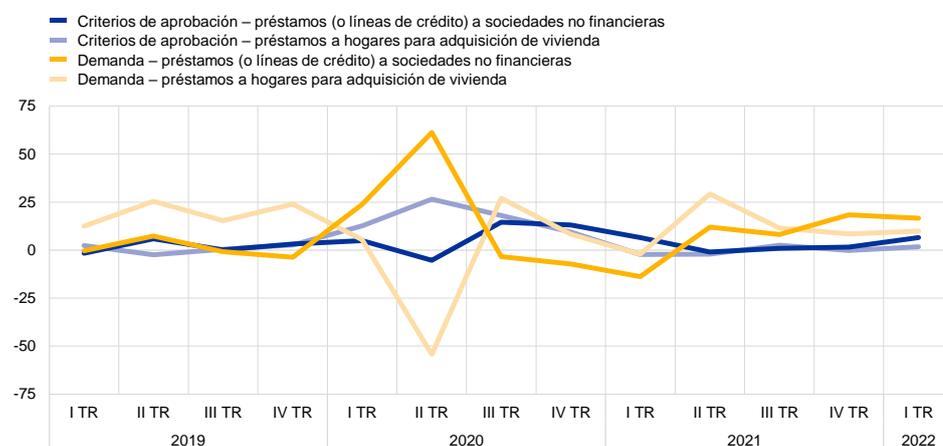
Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2022, los criterios de aprobación de los préstamos concedidos a empresas se endurecieron en el primer trimestre de 2022.

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

Gráfico 16

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

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



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

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

Los resultados de la encuesta apuntan a un incremento de la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares en el primer trimestre de 2022.

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

Se sigue considerando que las medidas aplicadas por el BCE han apoyado las condiciones del crédito bancario, pero las entidades prevén que este respaldo se vaya reduciendo durante los próximos seis meses.

Las entidades de crédito señalan que las compras de activos por parte del Eurosistema, las operaciones TLTRO y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito han tenido un impacto positivo en el volumen de crédito a las empresas y los hogares en los últimos seis meses. La concesión de préstamos al sector privado no financiero continúa siendo el destino más habitual de los fondos obtenidos en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico

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

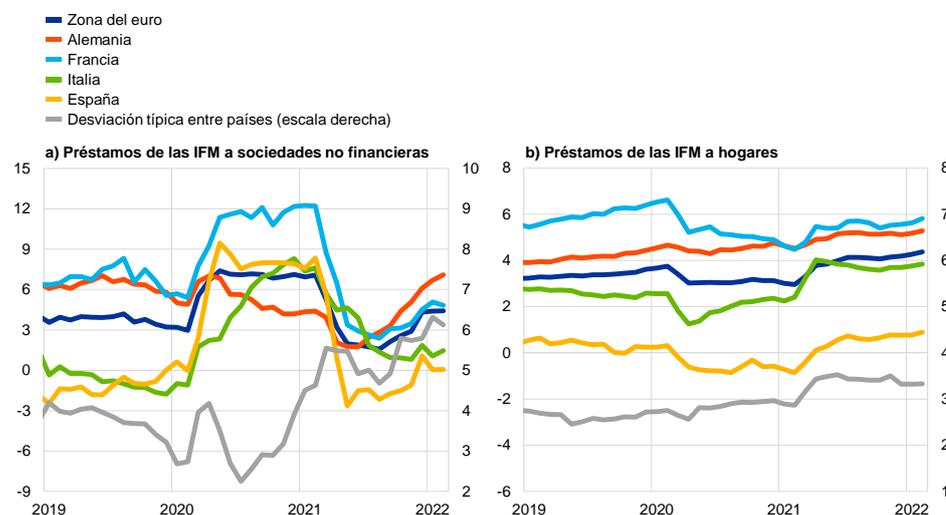
El crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se mantuvo sin variación en febrero de 2022, mientras que el de los préstamos a hogares se intensificó ligeramente. Ese leve incremento de la tasa de avance interanual de los préstamos a hogares, que se situó en el 4,4 % en febrero,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

¹ Véase el recuadro titulado «La heterogeneidad del impacto económico de la pandemia en los países de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

Gráfico 17

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

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

La acumulación de depósitos por parte de las empresas y los hogares sigue siendo mayor que antes de la pandemia (gráfico 18).

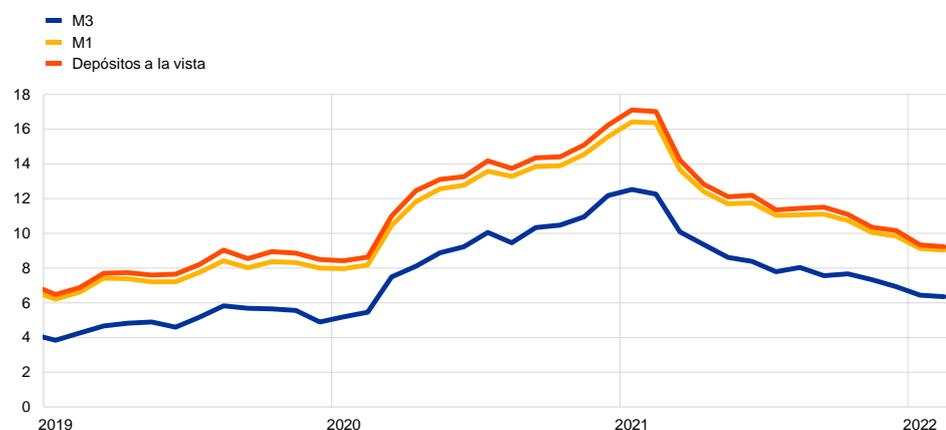
Las entradas observadas en los depósitos a la vista desde el comienzo de la pandemia han sido considerables, lo que refleja el aumento de la incertidumbre económica². Con la relajación de las medidas de contención del coronavirus, el crecimiento de esos depósitos se ha moderado tras las elevadas tasas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

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

Gráfico 18

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022.

La creación de dinero continúa estando impulsada por las compras de activos por parte del Eurosistema.

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

Recuadros

1 Implicaciones del deterioro de la relación real de intercambio para la renta real y la balanza por cuenta corriente

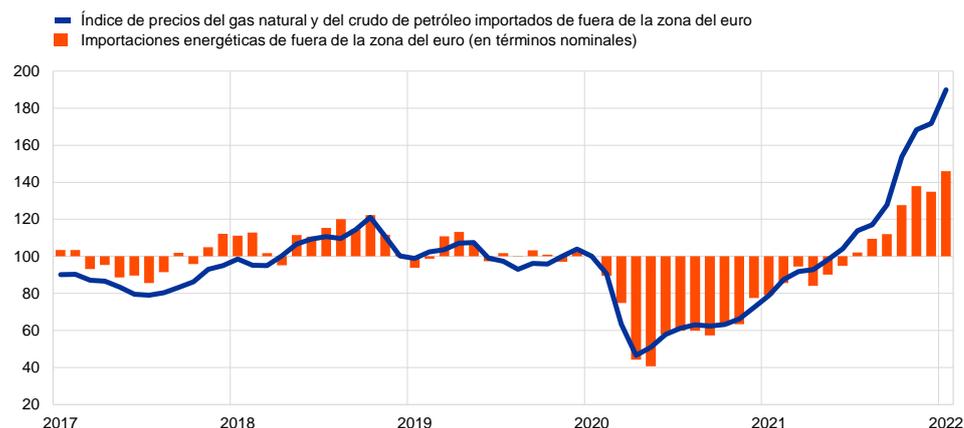
Vanessa Gunnella y Tobias Schuler

La acusada subida reciente de los precios del gas natural y del crudo ha dado lugar a un importante aumento de las importaciones nominales de energía de la zona del euro. A mediados de 2021, estas importaciones, junto con los precios de importación del gas y el petróleo, se habían recuperado de la perturbación económica generada por la pandemia de coronavirus (gráfico A). A partir de la segunda mitad de 2021, las disrupciones de oferta, unidas al agotamiento de las existencias de gas en los países importadores, provocaron un repunte pronunciado de los precios de la energía, sobre todo de los del petróleo y el gas. Como la actividad económica y, por tanto, la demanda energética también se recuperaron con fuerza, las importaciones nominales de energía de la zona del euro se situaron más de un 40 % por encima del nivel observado antes de la irrupción de la pandemia de coronavirus. En los siguientes párrafos se ponen de relieve los efectos del deterioro de la relación real de intercambio de la zona del euro, el efecto renta negativo resultante y sus implicaciones para la balanza por cuenta corriente de la zona.

Gráfico A

Importaciones y precios de la energía de la zona del euro

(índice, enero de 2020 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a enero de 2022.

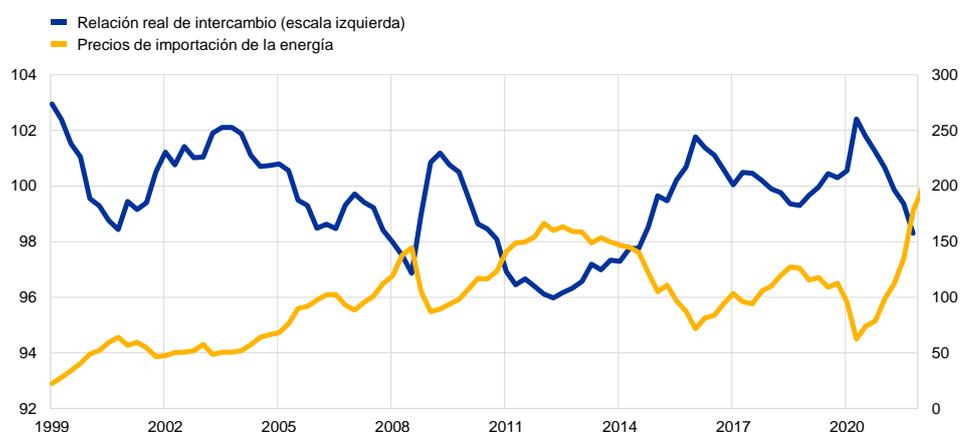
La relación real de intercambio de la zona del euro se deterioró sustancialmente a partir de la segunda mitad de 2021, como reflejo de la escalada de los precios de la energía (gráfico B). Debido al considerable peso de la energía en las importaciones de la zona del euro, combinado con la depreciación del euro frente al dólar estadounidense desde mediados de 2021, el brusco

aumento de los precios energéticos se ha traducido en un empeoramiento de la relación real de intercambio de la zona del euro^{1,2}. Esta relación ha oscilado frecuentemente y ha mantenido, en términos históricos, una elevada correlación negativa con los precios de importación de la energía, que constituyen su principal factor determinante. Con todo, los movimientos que se observan en la coyuntura actual parecen más acusados que en episodios anteriores, dado el fuerte incremento de los precios energéticos.

Gráfico B

Relación real de intercambio y precios de importación de la energía de la zona del euro

(escala izquierda: relación real de intercambio, escala derecha: índice)



Fuente: Eurostat.

Notas: La relación real de intercambio se expresa como la ratio entre el deflactor de las exportaciones y el deflactor de las importaciones. La observación correspondiente al primer trimestre de 2022 se refiere únicamente a los datos de enero de 2022. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2021 para la relación real de intercambio y a enero de 2022 para los precios de importación de la energía.

El deterioro de la relación real de intercambio genera un efecto renta negativo para la zona del euro. Dada la rigidez de la demanda de energía importada a corto plazo, mantener el volumen de importaciones a precios más elevados supone una transferencia de poder adquisitivo de la zona del euro al resto del mundo. El efecto renta negativo derivado de esta transferencia se estima en torno a 1,3 puntos porcentuales del PIB en el cuarto trimestre de 2021, en comparación con el mismo trimestre del año precedente. El empeoramiento de la relación real de intercambio ha obedecido en gran medida a su componente energético, ya que la contribución de la energía al deterioro de dicha relación fue de 3,5 puntos porcentuales del PIB en el cuarto trimestre de 2021 (panel a del gráfico C). La pérdida de renta debida a la energía importada se vio compensada, en parte, por el aumento de los precios de exportación aplicados por las empresas de la zona del euro a sus clientes internacionales. Con todo, parece que el efecto renta negativo es significativamente mayor en la zona del euro que en Estados Unidos y el Reino Unido, ya que estas

¹ El peso de las importaciones energéticas en las importaciones totales de bienes y servicios de la zona del euro fue del 10,1 % en el cuarto trimestre de 2021.

² En 2020, el 80 % de las importaciones de crudo de la zona del euro se facturaron en dólares estadounidenses.

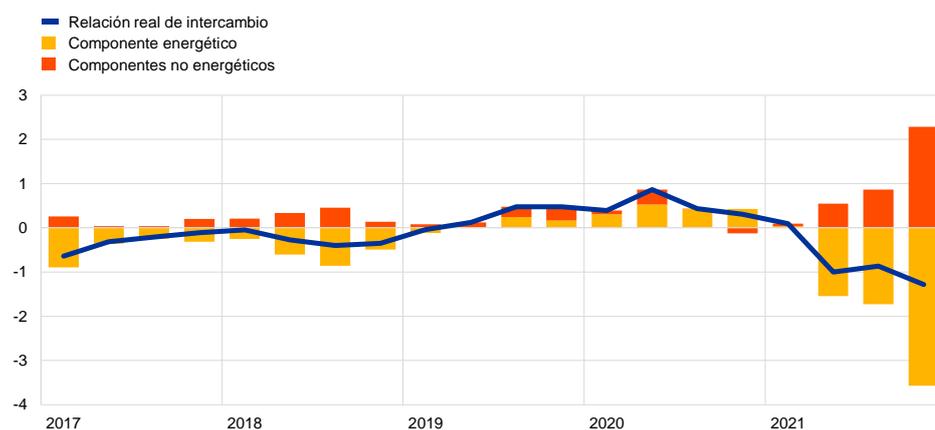
economías son menos dependientes de las importaciones (netas) de energía (panel b del gráfico C).

Gráfico C

Efectos renta de la relación real de intercambio

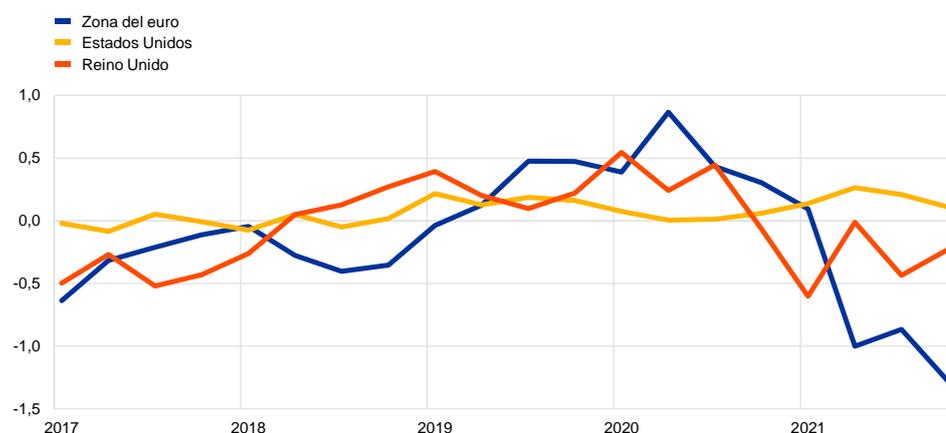
a) Contribución para la zona del euro, por componentes

(impacto trimestral sobre el crecimiento anual en puntos porcentuales)



b) Zona del euro frente a Reino Unido y Estados Unidos

(impacto trimestral sobre el crecimiento anual en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

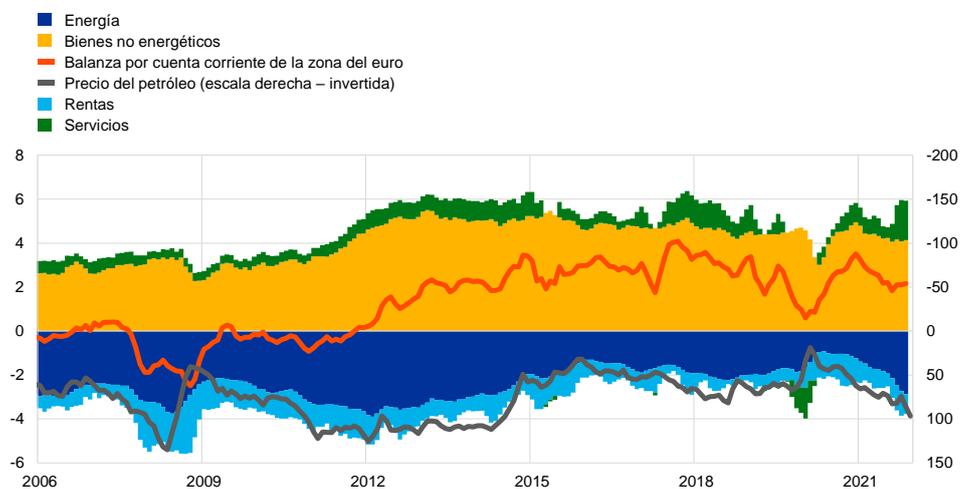
Notas: El efecto renta de la relación real de intercambio se calcula ponderando las variaciones de los precios de exportación y de importación por sus respectivos volúmenes, y se expresa en porcentaje del PIB. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2021.

El encarecimiento de la factura energética ha reducido el superávit por cuenta corriente de la zona del euro (gráfico D). El deterioro de la balanza por cuenta corriente observado desde principios de 2021 se ha debido en gran medida al incremento del déficit del saldo energético. Mientras que el déficit comercial energético aumentó, las exportaciones netas de servicios compensaron parcialmente el empeoramiento de la balanza comercial de bienes. Desde una perspectiva a largo plazo, el conjunto de la zona del euro ha alcanzado una posición neta frente al exterior casi equilibrada, tras acumular superávits por cuenta corriente persistentes durante la última década.

Gráfico D

Balanza por cuenta corriente

(escala izquierda: porcentaje del PIB, suma móvil de tres meses; escala derecha: dólares estadounidenses por barril, media mensual).



Fuentes: BCE, Eurostat, Energy Information Administration, Haver Analytics y cálculos del BCE. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2022 para los precios del petróleo y a enero de 2022 para el resto de series.

2 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras

Gwenaël Le Breton, Richard Morris y Lina Segers

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos entre el BCE y representantes de 67 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar, principalmente, entre el 20 y el 30 de marzo de 2022¹.

En general, los contactos describieron un comienzo de año positivo en lo que se refiere a la expansión de la actividad. Las manufacturas y la construcción son sectores que continuaron beneficiándose de una demanda fuerte o en crecimiento, reflejada en la solidez de las carteras de pedidos, mientras que los niveles de producción siguieron condicionados en gran medida por la oferta. A este respecto, algunas restricciones (especialmente el desabastecimiento de semiconductores para el sector del automóvil) se estaban aliviando gradualmente, aunque muchos contactos indicaron que las interrupciones relacionadas con la falta de materiales y componentes —debido, entre otros factores, a los retrasos en el transporte— no habían desaparecido en los últimos meses. La pérdida de horas de trabajo como consecuencia de la pandemia de coronavirus (COVID-19) también había sido considerable, pero su efecto en la producción había quedado oculto por los problemas generales de abastecimiento. Los contactos del sector servicios señalaron igualmente un dinamismo generalizado del crecimiento en una serie de actividades en el primer trimestre del año. La propagación de la variante ómicron del coronavirus en torno al cambio de año interrumpió temporalmente la recuperación de los servicios de hostelería y turismo y de las actividades recreativas. Sin embargo, las restricciones se estaban levantando de nuevo y parecía que los consumidores daban cada vez más la pandemia por superada, lo que estaba propiciando un nuevo repunte en estos sectores.

La invasión rusa de Ucrania ha ensombrecido las perspectivas y generado importantes riesgos a la baja. Muchos contactos describieron un cambio brusco de las condiciones económicas tras el estallido del conflicto a finales de febrero, aunque sobre todo en términos de precios y costes, más que de actividad. El impacto financiero directo fue reducido, y los efectos inmediatos sobre la producción (y la demanda de bienes intermedios) se limitaron en gran medida a sectores concretos que dependen de materiales o componentes procedentes de Rusia o Ucrania, o en los que el aumento de los costes de la energía hizo inviable parte de la producción. Esto dio lugar a una nueva fuente de (posibles) perturbaciones de oferta, que se sumó a la extensión de la variante ómicron en China y a las medidas de salud pública tomadas para contenerla. Algunos contactos apuntaron a cambios de comportamiento más generales —como el consumo de artículos menos caros por parte de los hogares, la menor utilización de vehículos y el aplazamiento de

¹ Para más información sobre la naturaleza y la finalidad de estos contactos, véase el artículo titulado «[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

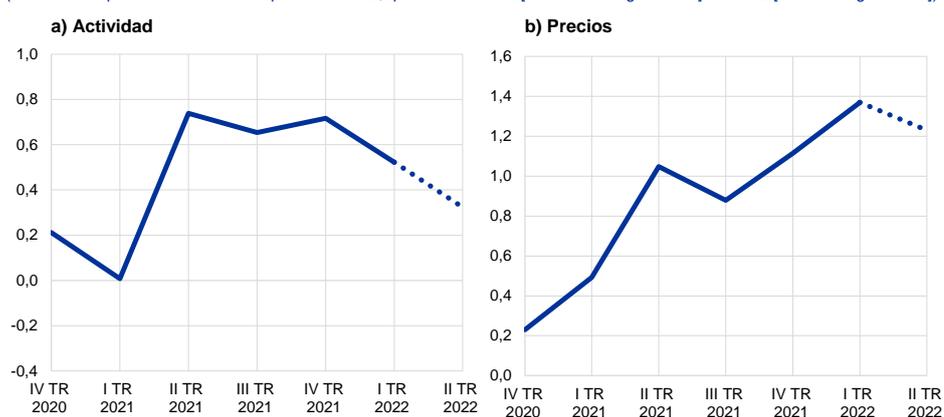
pedidos de publicidad de las empresas— como las primeras evidencias de efectos de demanda más generalizados. La mayoría de los contactos esperaban que la subida de la inflación mermara el gasto en consumo, y que tanto la incertidumbre como el aumento de los costes afectaran a la inversión empresarial en los próximos trimestres. No obstante, también creían que, en un contexto aún caracterizado por restricciones de oferta, el impacto de la reducción de la demanda sobre la producción sería gradual. Además, la menor preocupación por la pandemia seguiría favoreciendo el crecimiento en el sector servicios. Por lo tanto, los contactos preveían en general una desaceleración de la actividad, y no una contracción repentina, aunque también destacaron la enorme incertidumbre y los importantes riesgos a la baja en caso de producirse una escalada del conflicto.

Los contactos describieron unas perspectivas de empleo y unas condiciones del mercado de trabajo que prácticamente no habían variado. Muchos indicaron que encontrar y retener personal seguía resultando complicado, especialmente en el caso de determinados trabajadores altamente cualificados y de trabajos con condiciones laborales consideradas poco deseables por algún motivo (por ejemplo, debido a la existencia de turnos o porque implican desplazamientos lejos del hogar). En el corto plazo, el conflicto en Ucrania tendría probablemente un efecto limitado sobre la oferta y la demanda de mano de obra. Las empresas que se han visto obligadas a reducir la producción como consecuencia de la escasez de insumos o del fuerte ascenso de los costes energéticos se han acogido a programas de regulación temporal de empleo o han recurrido menos a trabajadores temporales. Sin embargo, las empresas se mostrarían probablemente reacias a despedir a trabajadores indefinidos en vista de las dificultades para volver a contratar personal.

Gráfico A

Resumen de las opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad y los precios

(media de las puntuaciones de los expertos del BCE, que van desde -2 [disminución significativa] hasta +2 [aumento significativo])



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones reflejan la valoración media de los expertos del BCE de lo manifestado por los contactos sobre la evolución de la actividad (ventas, producción y pedidos) y de los precios en su sector durante el trimestre anterior. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación, mientras que una puntuación de 1 sería la asignada en caso de crecimiento normal. La línea discontinua representa las expectativas para el trimestre siguiente.

Las presiones sobre los precios y los costes siguieron siendo intensas y recibieron un impulso adicional del conflicto en Ucrania. La mayoría de los

contactos describieron un entorno de fijación de precios muy dinámico en los primeros meses del año. Las presiones de costes relacionadas con la escalada de los precios de muchas materias primas y de la logística en 2021 seguían transmitiéndose a través de la cadena de valor. Al mismo tiempo, el conflicto en Ucrania ha generado nuevas presiones de costes y una volatilidad extrema de los precios, no solo del gas y la electricidad, sino también de muchas materias primas (especialmente metales, madera, derivados del petróleo y alimentos). El entorno seguía siendo muy favorable para trasladar el aumento de los costes a los precios en la mayoría de los sectores, ya que los clientes empresariales, en particular, se habían acostumbrado a los ascensos de los precios, mientras que se observaba una mayor resistencia a subidas de precios por parte del consumidor final, o en los eslabones finales cerca del mismo. Muchos contactos señalaron que los precios se estaban ajustando con mayor frecuencia que en el pasado y/o que las empresas estaban adaptándose a las circunstancias, por ejemplo, incorporando nuevas cláusulas de indexación en los contratos.

Los contactos seguían previendo un repunte del crecimiento de los salarios.

La mayoría de los convenios colectivos en 2020 y 2021 incluyeron aumentos salariales muy modestos, lo que ha seguido influyendo en el crecimiento de los salarios este año, pero los convenios pactados más recientemente y las expectativas sobre las negociaciones en curso y futuras son, en promedio, algo más elevados. En consecuencia, la mayoría de los contactos consideraban que las presiones salariales aumentarían de forma gradual, impulsadas fundamentalmente por la alta inflación actual y la mejora del mercado de trabajo. Dada la incertidumbre sobre las perspectivas tanto de la actividad como de la inflación, algunos contactos esperaban que los próximos convenios colectivos tuvieran una vigencia más breve de lo habitual.

3 Los determinantes recientes del ahorro de los hogares en función de la riqueza

Niccolò Battistini, Alina Bobasu y Johannes Gareis

En este recuadro se analiza la dinámica del ahorro de los hogares que se deriva de los flujos de depósitos, en función de la riqueza, desde la irrupción de la pandemia de coronavirus (COVID-19) en marzo de 2020 hasta que comenzó a repuntar la inflación a mediados de 2021. Los flujos de depósitos se utilizan como aproximación al ahorro de los hogares, dado que son el principal medio de ahorro de este sector¹. Estos flujos representan en torno a la mitad de las variaciones que registran los activos líquidos de los hogares y, en particular, ayudan a los hogares más pobres a suavizar el consumo cuando se enfrentan a perturbaciones económicas². Las restricciones obligatorias y voluntarias a la movilidad, junto con las medidas de apoyo público, dieron lugar a una combinación singular de caídas del consumo de servicios que requieren interacción social, por un lado, y de resistencia de la renta, por otro. A su vez, esto se tradujo en un notable incremento de los flujos de depósitos en las primeras fases de la pandemia de COVID-19. Posteriormente, la acumulación de depósitos se ha ralentizado como consecuencia del reciente repunte de la inflación, la recuperación de la demanda y los considerables cuellos de botella en la oferta³. Esta evolución de los depósitos fue desigual entre los distintos grupos de hogares⁴. En este recuadro se exploran los determinantes de los flujos de depósitos de los hogares de la zona del euro en función de su riqueza, puesto que la dimensión distributiva tiene mayor relevancia dadas las posibles implicaciones macroeconómicas de la desigualdad económica⁵. El análisis se centra en el período comprendido entre la irrupción de la pandemia de COVID-19 en el primer trimestre de 2020 y el repunte de la inflación que comenzó en el segundo trimestre de 2021. Los datos utilizados para este fin proceden de las

¹ El ahorro total de los hogares no se limita a las variaciones en las tenencias de depósitos, pues este sector suele ahorrar de diversas maneras, por ejemplo, depositando dinero en una cuenta bancaria o comprando activos financieros (es decir, acciones, participaciones en fondos de inversión y bonos), activos inmobiliarios o de otro tipo, como activos empresariales no financieros en el caso de que los hogares sean empresarios individuales.

² En este contexto, los activos líquidos se refieren a la suma de depósitos, bonos y acciones cotizadas. Atendiendo a la distribución de la riqueza, los flujos de depósitos representan alrededor del 80 % de los flujos totales de activos líquidos para los hogares situados en la mitad inferior de la distribución, mientras que suponen en torno al 70 % para el 40 % siguiente y solo el 36 % para los del decil superior.

³ Para una descripción de la evolución del ahorro total de los hogares y los factores determinantes durante la pandemia, véanse el recuadro titulado «[El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?](#)», *Boletín Económico*, BCE, número 6, 2020, y el recuadro titulado «[COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: actualización](#)», *Boletín Económico*, BCE, número 5, 2021.

⁴ Véase, por ejemplo, el artículo titulado «[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)» en este *Boletín Económico*.

⁵ Véase, por ejemplo, el artículo titulado «[Economic inequality and citizens' trust in the European Central Bank](#)» en este *Boletín Económico*.

nuevas cuentas de la distribución de la riqueza (*Distributional Wealth Accounts* o DWA) de la zona del euro entre el primer trimestre de 2009 y el tercero de 2021⁶.

La desigualdad en la tenencia de depósitos por parte de los hogares ha aumentado desde la crisis financiera mundial, aunque se han observado señales de estabilización en los últimos años. La tendencia al alza de la desigualdad en la tenencia de depósitos —medida por el coeficiente de Gini y la proporción de depósitos que concentra el 10 % de la población con mayor riqueza— se acentuó entre 2011 y 2015, prácticamente en consonancia con la desigualdad de la riqueza total. Durante este período, los hogares del decil superior de la distribución de la riqueza incrementaron sus depósitos en un importe de alrededor de 600 mm de euros, mientras que los depósitos de los hogares situados en la mitad inferior se redujeron en 50 mm de euros aproximadamente. Con todo, la desigualdad se moderó durante la posterior recuperación económica (gráfico A). Tras la irrupción de la pandemia, los distintos indicadores de la desigualdad repuntaron ligeramente, pero disminuyeron en cierta medida en el segundo y tercer trimestre de 2021⁷. Sin embargo, persisten disparidades sustanciales. En el tercer trimestre de 2021, los hogares situados en el decil superior de la distribución de la riqueza tenían en torno al 45 % de los depósitos totales, mientras que los situados en la mitad inferior de dicha distribución solo acumulaban el 17 %.

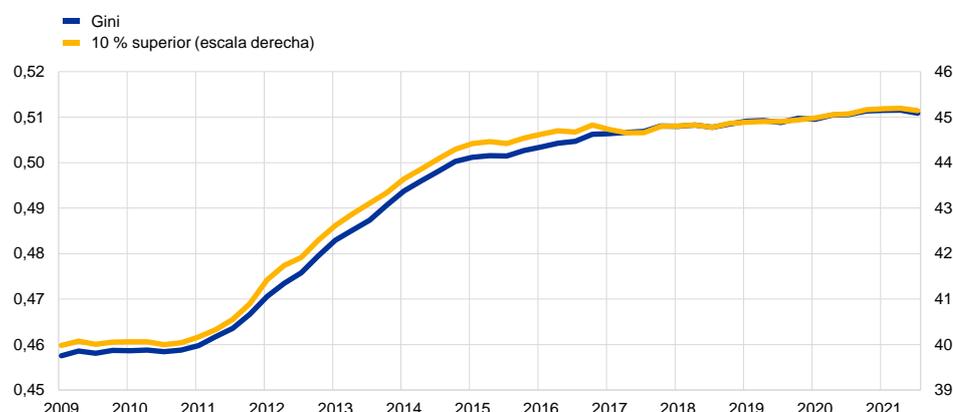
⁶ Las DWA son un conjunto de datos experimentales donde se utilizan relaciones históricas entre agregados de cuentas sectoriales trimestrales macroeconómicas y distribuciones derivadas de encuestas para extrapolar a partir de la distribución de la riqueza neta medida en las distintas olas de la encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares (*Household Finance and Consumer Survey* o HFCS). Las DWA están en fase de desarrollo y los primeros resultados utilizados en este recuadro son, por tanto, provisionales.

⁷ Esta evolución también está relacionada con la forma de elaborar los datos de las DWA experimentales, puesto que la última encuesta que tiene en cuenta los cambios en la distribución de la riqueza se remonta a 2017. Por consiguiente, los datos correspondientes a los trimestres más recientes después de la última encuesta HFCS disponible han de interpretarse con cautela, dado que se extrapolan utilizando el supuesto de una distribución estable a nivel de cada instrumento, permitiendo a la vez cambios en la distribución de la riqueza como consecuencia de la evolución dispar de los distintos instrumentos. Los resultados de los cambios en la distribución durante la pandemia de COVID-19 estarán disponibles con la siguiente HFCS en 2023.

Gráfico A

Desigualdad en las tenencias de depósitos de los hogares en la zona del euro

(escala izquierda: índice; escala derecha: porcentajes)



Fuentes: DWA experimentales y cálculos del BCE.

Nota: «10 % superior» se refiere al porcentaje de depósitos mantenidos por los hogares situados en el decil superior de la distribución de la riqueza neta.

Los flujos de depósitos de todos los hogares han registrado un incremento reciente históricamente acusado, en particular durante las primeras fases de la pandemia de COVID-19.

Las restricciones obligatorias y voluntarias a la movilidad introducidas en respuesta a la pandemia causaron una caída brusca del consumo de servicios que requieren interacción social. Este descenso, combinado con la resistencia de la renta gracias a las medidas de apoyo público, se tradujo en un incremento significativo de los flujos de depósitos (en porcentaje de la renta) que casi duplicó el observado en el período anterior al COVID-19 (gráfico B). No obstante, el aumento de los flujos de depósitos fue desigual en función de la riqueza, puesto que los hogares situados en el decil superior de la distribución de esta variable representaron en torno a la mitad del incremento total, y acumularon un nivel de depósitos casi cuatro veces superior al acumulado por los hogares de la mitad inferior⁸. Esto se debe probablemente al hecho de que los hogares más ricos sufrieron menos pérdidas de ingresos que los más pobres. Asimismo, la distribución desigual de los cambios en la dinámica de los depósitos podría atribuirse también a la peculiaridad de la pandemia de COVID-19, dado que los hogares más ricos tienden a gastar una mayor parte de su cesta de consumo en servicios que se vieron muy limitados durante la pandemia⁹. En el segundo y tercer trimestre de 2021, en un contexto de recuperación del consumo de servicios que requieren interacción social y de aumento de las presiones inflacionistas, la acumulación de depósitos se moderó, aunque siguió siendo más intensa que antes de la pandemia.

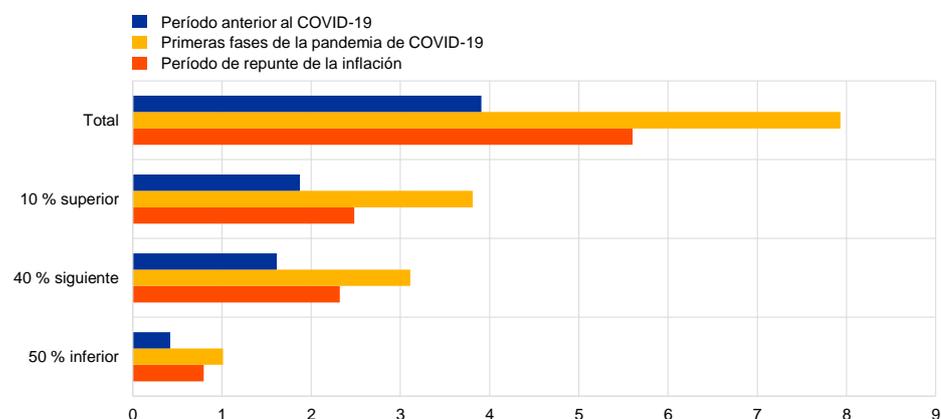
⁸ Esto se confirma en el trabajo de Bounie *et al.* (2020) donde se utilizan datos sobre depósitos bancarios correspondientes a Francia, «[Consumption Dynamics in the COVID Crisis: Real Time Insights from French Transaction & Bank Data](#)», *CEPR Discussion paper series*, n.º DP15474, noviembre de 2020.

⁹ Véase el recuadro titulado «[COVID-19 and income inequality](#)», *Boletín Económico*, BCE, número 2, 2021.

Gráfico B

Flujos de depósitos en función de la riqueza

(variaciones, en porcentajes de la renta disponible total)



Fuentes: DWA experimentales, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Período anterior al COVID-19» se refiere al período comprendido entre el cuarto trimestre de 2014 y el cuarto de 2019. «Primeras fases de la pandemia de COVID-19» indica el período transcurrido entre el primer trimestre de 2020 y el primero de 2021. «Período de repunte de la inflación» es el período entre el segundo y el tercer trimestre de 2021. Las variaciones de los depósitos están normalizadas por la renta disponible total en el período correspondiente. Todos los datos se han desestacionalizado.

Se utiliza un modelo empírico para desentrañar los factores que determinan los flujos de depósitos de los hogares en función de la riqueza¹⁰. Los factores estructurales que explican las fluctuaciones macroeconómicas pueden tener efectos diferentes sobre los flujos de depósitos de los hogares. En un contexto de fortalecimiento de la actividad económica con niveles más elevados de «inflación impulsada por la demanda», tanto el consumo real como la renta real deberían crecer. En cambio, en un entorno de debilitamiento de la actividad con niveles más altos de «inflación impulsada por los costes», las caídas del consumo y de la renta reales deberían producirse al mismo tiempo. Para evaluar el impacto de los determinantes subyacentes de los flujos de depósitos, se estima un modelo empírico utilizando el crecimiento intertrimestral del consumo privado real, el deflactor del consumo privado y los flujos de depósitos en función de la riqueza. El modelo identifica las perturbaciones de demanda y de costes suponiendo que el consumo privado real aumenta en respuesta a las primeras y se reduce en respuesta a las segundas, mientras que las dos perturbaciones incrementan el deflactor del consumo privado. Asimismo, las variaciones observadas en el índice de movilidad de Google captan el impacto de las restricciones impuestas por la pandemia al consumo de servicios que requieren interacción social¹¹. Como el objetivo es evaluar el impacto de estos factores estructurales en los flujos de

¹⁰ El análisis se basa en un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR, por sus siglas en inglés) con restricciones de igualdad a cero y de signo de ciertos coeficientes, que se estima con técnicas bayesianas para la muestra comprendida entre el primer trimestre de 2009 y el tercero de 2021. Para consultar un marco de modelo similar, véase el artículo titulado «[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)».

¹¹ El índice de movilidad de Google para la zona del euro se introduce en el modelo como variable exógena y se calcula como un indicador sintético elaborado como la media de los índices de la zona del euro relativos a ocio, centros de trabajo y estaciones de transporte, calculados como media ponderada por población de los índices de cada país.

depósitos, la respuesta de esta variable a todas las perturbaciones no está restringida¹².

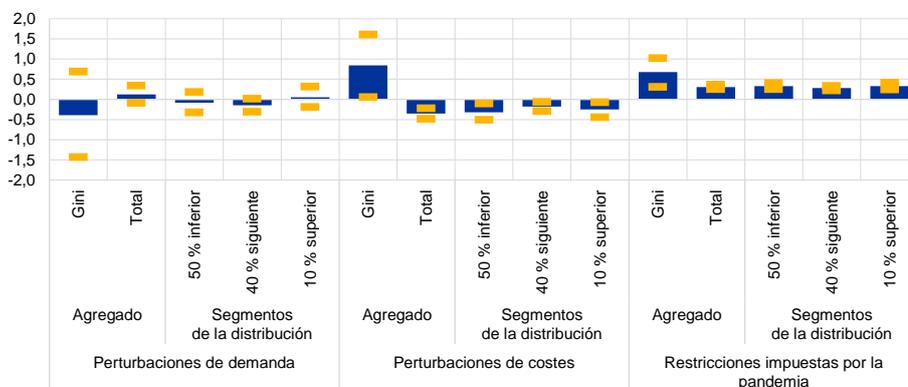
Las restricciones al consumo de servicios que conllevan interacción social tienen un efecto positivo sobre los flujos de depósitos, mientras que el impacto del aumento de la inflación depende de los determinantes subyacentes.

Los resultados sugieren impactos asimétricos de los distintos determinantes de la inflación. Las perturbaciones inflacionistas de costes lastran los flujos de depósitos y agravan la desigualdad del ahorro al reducir los salarios reales, afectando así a los hogares más pobres en una medida relativamente mayor (gráfico C). Asimismo, estas perturbaciones tienen efectos estadísticamente significativos. En cambio, las perturbaciones inflacionistas de demanda tienden a tener efectos opuestos e insignificantes desde el punto de vista estadístico. En cuanto al impacto de las restricciones impuestas por la pandemia, las repercusiones que un cambio en la movilidad tiene sobre el consumo, los precios y la desigualdad replican las de una perturbación inflacionista de costes. Sin embargo, los flujos de depósitos aumentan en respuesta a la perturbación causada por la pandemia debido al impacto negativo que las restricciones obligatorias y voluntarias tienen sobre el consumo de servicios que requieren interacción social.

Gráfico C

Respuesta de los flujos de depósitos a lo largo de la distribución de la riqueza

(tasas de crecimiento intertrimestral, puntos porcentuales)



Fuentes: DWA experimentales, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Se emplea un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR) para evaluar los factores estructurales que determinan los flujos de depósitos de los hogares en función de la riqueza. El modelo se identifica por medio de restricciones de igualdad a cero y de signo de ciertos coeficientes, donde una perturbación positiva de demanda da lugar a un aumento del consumo privado real y del deflactor del consumo privado, mientras que una perturbación positiva de costes genera un incremento del deflactor del consumo privado y un descenso del consumo privado real. Las respuestas de los flujos de depósitos (total y en función del nivel de riqueza neta) y el coeficiente de Gini no están restringidos. Se asume que el consumo privado real y el deflactor del consumo privado no responden al impacto de otras perturbaciones no identificadas mediante la imposición de restricciones de igualdad a cero. El modelo se estima sobre la base de los datos trimestrales expresados en tasas de variación intertrimestral desde el primer trimestre de 2009 hasta el tercero de 2021. Todos los datos (salvo el coeficiente de Gini) se han desestacionalizado. Las líneas de color amarillo se refieren al intervalo de credibilidad al 68 %.

Las perturbaciones inflacionistas de costes lastraron los flujos de depósitos y aumentaron la desigualdad del ahorro en el segundo y tercer trimestre de 2021, lo que se vio contrarrestado, en parte, por la relajación de las

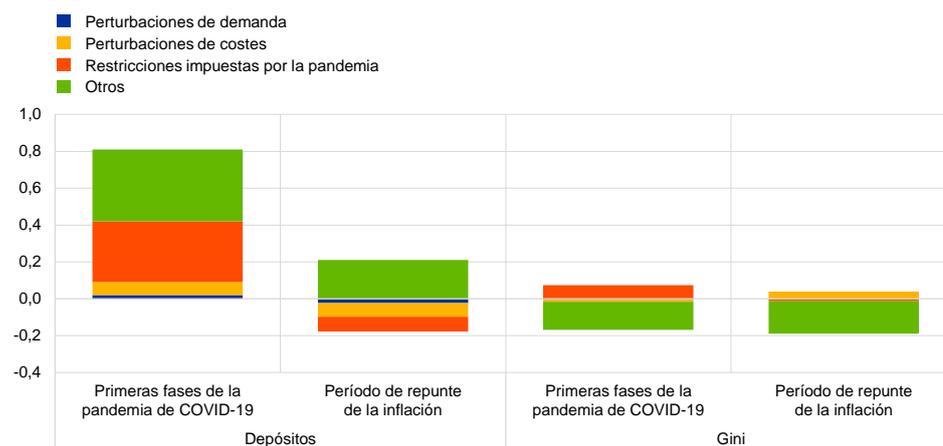
¹² Además, se asume que el consumo privado real y el deflactor del consumo privado no responden al impacto de otras perturbaciones no identificadas mediante la imposición de restricciones de igualdad a cero. Para consultar información más detallada sobre la metodología, véase el artículo titulado «Energy prices and private consumption: what are the channels?» en este Boletín Económico.

restricciones relacionadas con la pandemia. El aumento de los flujos de depósitos entre el primer trimestre de 2020 y el primero de 2021 se debió a las restricciones al consumo de servicios que requieren interacción social, y, en menor medida, a perturbaciones desinflacionistas de costes (gráfico D). Sin embargo, este patrón revirtió en el segundo y tercer trimestre de 2021, y la dinámica de los depósitos se vio afectada por la relajación de las restricciones impuestas por la pandemia y por la inflación impulsada por el aumento de costes. Durante el mismo período, el primer factor redujo la desigualdad del ahorro, estimulando el consumo de servicios que conllevan interacción social, en especial entre los hogares más ricos, mientras que el segundo factor tuvo el efecto contrario y pesó relativamente más en la renta del trabajo en términos reales de los hogares más pobres. Esto sugiere que los hogares, en particular los situados en la parte inferior de la distribución de la riqueza, podrían haber ajustado los flujos de depósitos para amortiguar el impacto de las perturbaciones inflacionistas de costes sobre el gasto en consumo¹³.

Gráfico D

Determinantes del total de flujos de depósitos y coeficiente de Gini

(contribuciones a las desviaciones con respecto a las tasas de crecimiento tendencial intertrimestral en el cuarto trimestre de 2019, puntos porcentuales)



Fuentes: DWA experimentales, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Se emplea un modelo estructural de vectores autorregresivos (SVAR) para evaluar los factores estructurales que determinan los flujos de depósitos de los hogares en función de la riqueza. El modelo se identifica por medio de restricciones de igualdad a cero y de signo de ciertos coeficientes, donde una perturbación positiva de demanda da lugar a un aumento del consumo privado real y del deflactor del consumo privado, mientras que una perturbación positiva de costes genera un incremento del deflactor del consumo privado y un descenso del consumo privado real. Las respuestas de los flujos de depósitos (total y en función del nivel de riqueza neta) y el coeficiente de Gini no están restringidos. Se asume que el consumo privado real y el deflactor del consumo privado no responden al impacto de otras perturbaciones no identificadas mediante la imposición de restricciones de igualdad a cero. El modelo se estima sobre la base de los datos trimestrales (expresados en tasas de variación intertrimestral) desde el primer trimestre de 2009 hasta el tercero de 2021. Todos los datos (salvo el coeficiente de Gini) se han desestacionalizado. «Primeras fases de la pandemia de COVID-19» indica el período transcurrido entre el primer trimestre de 2020 y el primero de 2021. «Período de repunte de la inflación» es el período comprendido entre el segundo y el tercer trimestre de 2021.

Es probable que la evolución reciente de los flujos de depósitos de los hogares y de la desigualdad del ahorro haya estado condicionada por las restricciones asociadas a la pandemia y por la inflación de costes, así como por la incertidumbre provocada por la guerra en Ucrania. En el cuarto trimestre de 2021 y en el primero de 2022, las restricciones más estrictas al consumo de servicios que requieren interacción social y las perturbaciones inflacionistas por

¹³ Esto es acorde con el hecho de que los hogares más pobres gastan una proporción relativamente elevada de su renta en energía. Para más información, véase el artículo titulado «Energy prices and private consumption: what are the channels?» en este Boletín Económico.

aumento de los costes deberían haber producido efectos contrarios en la dinámica de los depósitos, y ambas deberían haber exacerbado la desigualdad del ahorro. La incertidumbre causada por la guerra en Ucrania puede haber aumentado el ahorro por motivo de precaución por parte de los hogares, pero también es posible que haya inducido efectos de reajuste de sus carteras, por lo que su impacto sobre los flujos de depósitos y su distribución sería incierto.

Los salarios mínimos y su contribución al crecimiento salarial en la zona del euro

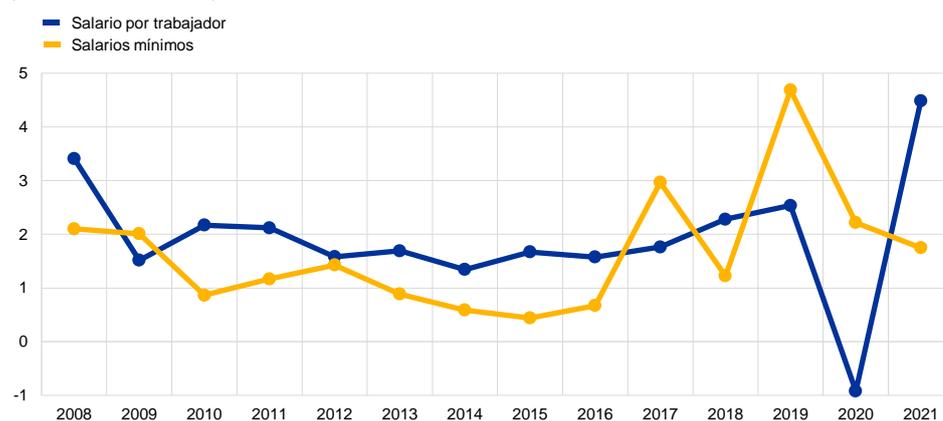
Gerrit Koester y David Wittekopf

Muchos países de la zona del euro han fijado salarios mínimos, cuyas variaciones pueden tener efectos importantes en el crecimiento agregado de los salarios. El salario mínimo existe en 15 de los 19 países de la zona del euro¹. Sus niveles se establecen empleando distintos métodos —como fórmulas predeterminadas, recomendaciones de comités de expertos y consultas a los agentes sociales—, y a menudo también están sujetos a la discrecionalidad del Gobierno. La frecuencia con la que los salarios mínimos cambian varía de un país a otro, pero la mayoría suele revisarlos cada año o cada dos años. Las variaciones de los salarios mínimos pueden tener un efecto mecánico directo en el crecimiento salarial agregado desde un punto de vista contable. Una subida del salario mínimo se traduce en un ascenso del nivel salarial de quienes antes percibían una remuneración inferior al nuevo mínimo. El aumento del salario mínimo —sobre todo si es sustancial— también puede incrementar el porcentaje de asalariados que lo perciben en una economía. Además, los cambios del salario mínimo pueden tener un impacto indirecto a través de efectos arrastre en los salarios superiores al mínimo con el fin de mantener la distancia en relación a este, o por el uso del salario mínimo como referencia en negociaciones salariales.

Gráfico A

Crecimiento de los salarios mínimos y de los salarios a lo largo del tiempo

(tasa de variación interanual)



Fuentes: EU-SILC y cálculos del BCE.

Notas: El crecimiento del salario mínimo de cada país se pondera por el porcentaje estimado de los salarios pagado a perceptores del salario mínimo en ese país calculado con datos de la encuesta EU-SILC, manteniendo las ponderaciones de 2018 para el período 2018-2021 constantes para el año de que se trate. En el caso de Alemania (donde no se estableció un salario mínimo hasta 2015), se incluyen subidas del 0 % para el período 2008-2015.

Aunque, en promedio, los salarios mínimos de la zona del euro han tendido a crecer a un ritmo similar al del salario por trabajador, en determinados años se

¹ Los cuatro países de la zona del euro en los que no hay un salario mínimo estatutario son Italia, Chipre, Austria y Finlandia.

han observado desviaciones importantes. Los salarios mínimos crecieron, de media, un 1,5 % entre los años 2009 y 2019 (aproximadamente desde el estallido de la crisis financiera global hasta antes de la pandemia), ligeramente por debajo del incremento del salario por trabajador, que se situó en el 1,8 % en la zona del euro² (gráfico A). La mayor desviación entre el crecimiento del salario por trabajador y el de los salarios mínimos se observó en 2019, cuando estos aumentaron a un ritmo muy superior (el 4,7 %) al del salario por trabajador (2,5 %). Durante los dos primeros años de la pandemia, cuando en muchos convenios colectivos se acordaron subidas salariales mínimas o nulas y la evolución del salario por trabajador se vio muy afectada por los programas de mantenimiento del empleo³, los salarios mínimos aumentaron, en promedio, un 2,2 % en 2020 y un 1,7 % en 2021.

A menudo, el crecimiento del nivel de los salarios mínimos es generalizado en los distintos países, pero, en términos cuantitativos, la evolución de la media de la zona del euro viene determinada por las variaciones en sus grandes economías. Por primera vez desde 2008, todos los países que tienen un salario mínimo nacional vinculante lo subieron en 2019 (panel a del gráfico B), lo que contribuyó al crecimiento relativamente elevado de estos salarios en ese año. El principal factor determinante del fuerte incremento del agregado de la zona del euro fue una subida del salario mínimo próxima al 22 % en España (panel b del gráfico B).

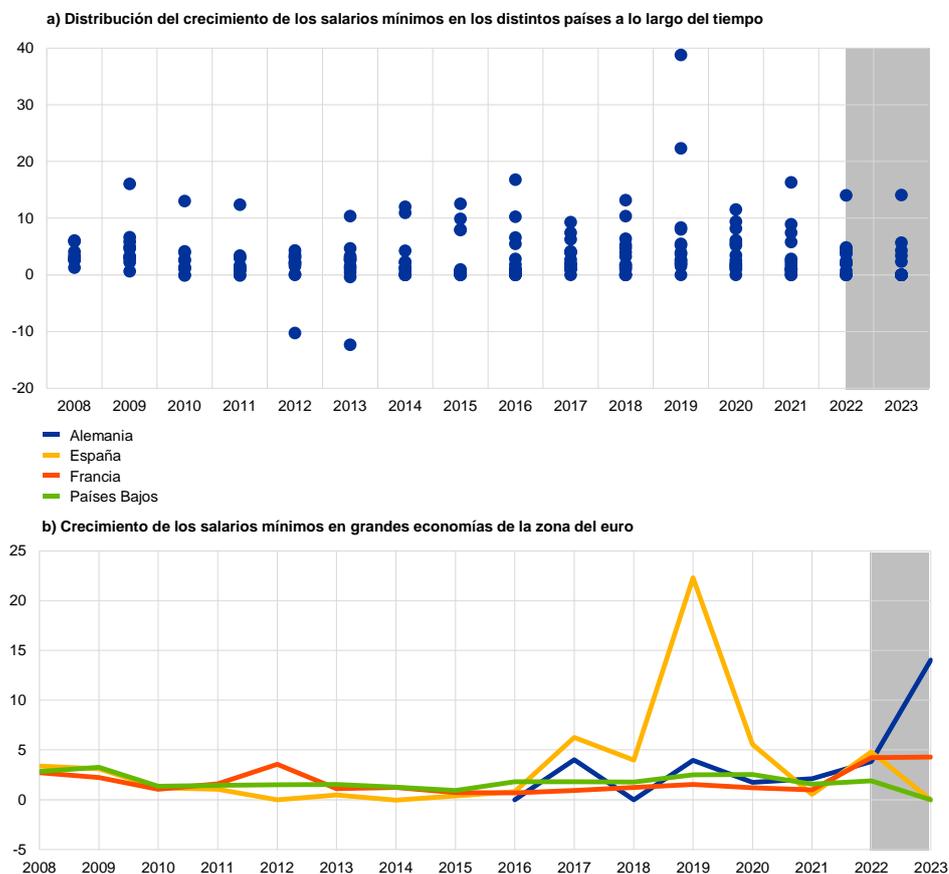
² El crecimiento medio de la remuneración por hora durante el período 2009-2019 fue del 2 %.

³ Para más información, véanse los recuadros titulados «[Los programas de regulación temporal de empleo y sus efectos sobre los salarios y la renta disponible](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020 y «[Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

Gráfico B

Crecimiento de los salarios mínimos en los países de la zona del euro

(tasa de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, institutos nacionales de estadística y cálculos del BCE.

Notas: El panel a refleja la zona del euro (con composición variable a lo largo del tiempo). Los salarios mínimos del período 2008-2021 se basan en datos facilitados por Eurostat correspondientes a enero y julio de cada año. Las subidas de 2022 y 2023 reflejan incrementos ya aplicados o ascensos derivados de la indexación del salario mínimo a la inflación (con arreglo al pronóstico más reciente de los expertos del BCE), teniendo en cuenta el mes en el que es efectivo el incremento. La zona sombreada en gris marca la parte prospectiva (2022 y 2023).

Se espera que los salarios mínimos se incrementen sustancialmente en muchos países de la zona del euro en 2022 y 2023. Según la información de la que se dispone actualmente, los salarios mínimos aumentarán en 12 de los 19 países de la zona del euro en 2022 (panel a del gráfico B). La subida más pronunciada tendrá lugar en Alemania, donde el salario mínimo se situará en 12 euros por hora en octubre de 2022, lo que supone un incremento del 25 % con respecto al nivel de diciembre de 2021 (9,60 euros). Dado que no se producirá de forma efectiva hasta el cuarto trimestre, esta subida se reflejará en el crecimiento interanual de los salarios mínimos en 2022 y en 2023 (véase también panel b del gráfico B). Los responsables de fijar los salarios mínimos han justificado estos fuertes incrementos por la necesidad de que estos salarios se recuperen después de crecer menos que los salarios medios durante la pandemia, así como por la alta inflación actual, que perjudica especialmente a los hogares con rentas más bajas, para los que artículos con tasas de inflación muy altas, como la energía y los alimentos, constituyen una parte comparativamente grande de la cesta de

consumo⁴. Dada la elevada incertidumbre sobre las perspectivas, parece probable que en 2022 y en 2023 se produzcan variaciones adicionales de los salarios mínimos, además de las ya decididas y de las derivadas de las cláusulas de indexación a la inflación de estos salarios.

Para calcular el efecto mecánico directo de los salarios mínimos en el crecimiento salarial hace falta información sobre el número de perceptores.

Con el fin de obtener una aproximación del porcentaje que los salarios abonados a perceptores del salario mínimo suponen sobre el total de salarios, en este recuadro se utilizan datos extraídos de la encuesta de la Unión Europea sobre la renta y las condiciones de vida (*EU Statistics on Income and Living Conditions* [EU-SILC]), que, sin embargo, solo están disponibles hasta 2018. A continuación se calcula el efecto mecánico directo sobre el crecimiento salarial total multiplicando la tasa de crecimiento del salario mínimo por el porcentaje que representan los salarios mínimos sobre los salarios totales⁵. Para determinar los efectos de las variaciones del salario mínimo sobre el crecimiento salarial total después de 2018 (el último año para el que se dispone de datos), es preciso formular otros supuestos sobre cómo ha evolucionado desde entonces la proporción de asalariados que cobran el salario mínimo. En el presente recuadro se consideran dos opciones: en la primera, el número de perceptores se mantiene constante a su nivel de 2018; en la segunda, esa cifra se ajusta en función del porcentaje de asalariados que en 2018 habrían quedado por debajo del nuevo nivel del salario mínimo aplicado en años posteriores. Mientras que la primera opción probablemente subestima la proporción de perceptores y, por tanto, el impacto mecánico directo sobre el crecimiento salarial —especialmente en caso de grandes subidas del salario mínimo—, es probable que la segunda genere estimaciones que la sobreestimen, ya que la escala salarial total tiende a aumentar cada año. Estas dos opciones proporcionan un rango que refleja la incertidumbre sobre la magnitud del efecto mecánico directo de los cambios del salario mínimo.

Cabe esperar que las variaciones de los salarios mínimos realicen una contribución mayor de lo habitual al crecimiento salarial de la zona del euro en 2022 y 2023. Desde 2008, la contribución mecánica directa de los cambios de

⁴ Sobre los efectos de la inflación en los salarios mínimos (por ejemplo, a través de la indexación y del papel de los salarios mínimos en la negociación colectiva sectorial), véase, por ejemplo E. Gautier, D. Fougère y S. Roux, «[The Impact of the National Minimum Wage on Industry-Level Wage Bargaining in France](#)», *Working Paper Series*, n.º 587, Banque de France, abril de 2016. Sobre la exposición de los hogares a perturbaciones de precios energéticos por nivel de renta, véase, por ejemplo, el gráfico 6 de «[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)» *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

⁵ En primer lugar, se calcula el porcentaje de perceptores del salario mínimo utilizando datos de la EU-SILC. Para ello, se calcula el porcentaje de asalariados con una renta comprendida entre el 90 % y el 110 % del salario mínimo. En segundo lugar, este porcentaje se aplica al número total de asalariados de la economía para obtener el número de perceptores del salario mínimo de esa economía. El resultado de multiplicar esta cifra por el salario mínimo respectivo de cada país es el importe de los salarios totales que puede asignarse a los perceptores del salario mínimo y permite calcular la proporción que representa este grupo en el total de salarios de cada país y —agregando los resultados de los países— de la zona del euro. Controlar por las diferencias en las horas trabajadas por los perceptores del salario mínimo y el empleo total no tiene un efecto importante en los resultados. Los porcentajes de asalariados se han estimado con microdatos de la EU-SILC correspondientes a cada año hasta la última observación de 2018. Para el resto de la muestra, los porcentajes se mantienen constantes, salvo en los casos en los que se dispone de datos administrativos de un país para complementar el análisis. Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «[Evolución reciente de las cotizaciones sociales y de los salarios mínimos en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019.

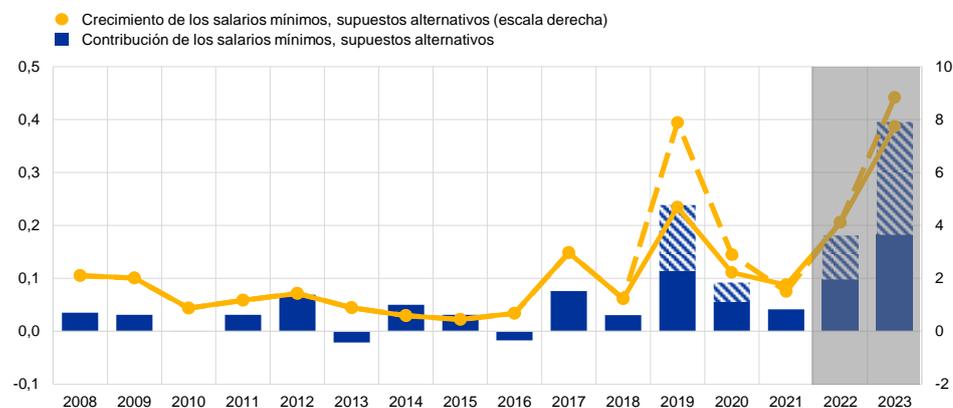
los salarios mínimos al crecimiento salarial en la zona del euro ha tendido a ser inferior a 0,1 puntos porcentuales anuales aplicando los porcentajes de perceptores del salario mínimo que pueden calcularse a partir de los datos de EU-SILC hasta 2018. Para 2019 se estiman unos efectos sustancialmente más elevados si se tiene en cuenta el impacto potencial de la subida excepcionalmente elevada del salario mínimo en España —un 22 %— (panel b del gráfico B) sobre el porcentaje de perceptores del salario mínimo. En ese caso, la contribución de las variaciones de los salarios mínimos al crecimiento salarial total en la zona del euro se incrementa desde aproximadamente 0,1 puntos porcentuales (cuando se supone que la proporción de perceptores del salario mínimo en España en 2019 no varía con respecto a 2018) hasta 0,2 puntos porcentuales (si se supone que esa proporción aumenta para incluir a todos los asalariados que en 2018 cobraban menos que los 900 euros del salario mínimo mensual introducido en España en 2019). Se prevé que las contribuciones de las subidas de los salarios mínimos al incremento salarial total sean muy superiores a lo habitual en 2022 y 2023. Suponiendo que se mantenga inalterado el número de perceptores del salario mínimo a los niveles de 2018, cabe esperar que los salarios mínimos en la zona del euro se incrementen más de un 4 % en 2022, e incluso cerca de un 8 % en 2023, y aporten en torno a 0,1 puntos porcentuales al crecimiento salarial de la zona del euro en 2022 y 0,2 puntos porcentuales en 2023 (gráfico C). El fuerte aumento de los salarios mínimos en la zona del euro obedece sobre todo al incremento del vigente en Alemania hasta 12 euros por hora en octubre de 2022. Si el porcentaje de perceptores del salario mínimo se ajusta para tener en cuenta las grandes subidas de salarios mínimos —es decir, para incluir en Alemania a todos los asalariados que percibían 12 euros por hora o menos en 2018 y en España a todos los que cobraban un salario inferior a 900 euros mensuales en 2018—, cabe esperar que el crecimiento de los salarios mínimos en la zona del euro se sitúe por encima del 4 % en 2022 e incluso se aproxime al 9 % en 2023, lo que se traduciría en una contribución mecánica directa de los salarios mínimos al crecimiento salarial de aproximadamente 0,2 puntos porcentuales en 2022 y en torno a 0,4 puntos porcentuales en 2023⁶.

⁶ Para un cálculo de los efectos del incremento previsto del salario mínimo sobre el crecimiento salarial en Alemania, véase también «[The macroeconomic impact of the planned increase in the general statutory minimum wage to €12 per hour](#)», *Monthly Report*, vol. 74, n.º 2, Deutsche Bundesbank, febrero de 2022.

Gráfico C

Contribución directa (mecánica) de las variaciones de los salarios mínimos al crecimiento salarial

(escala izquierda: puntos porcentuales; escala derecha: tasa de crecimiento interanual)



Fuentes: EU-SILC y cálculos del BCE.

Notas: Los efectos estimados esperados para 2022 y 2023 (mostrados en la zona sombreada) se basan en los planes y las cláusulas de indexación salarial actuales. El número de perceptores del salario mínimo después de 2018 (último año para el que se dispone de datos de EU-SILC) no varía en los supuestos de referencia (líneas/columnas continuas), mientras que en los supuestos alternativos (líneas/columnas discontinuas) se incluyen porcentajes más elevados. En estos supuestos alternativos, la proporción de perceptores del salario mínimo en Alemania en 2022 y 2023 es igual a la proporción de asalariados que percibían un salario de 12 euros por hora o inferior en 2018. En el caso de España, el supuesto alternativo es que el porcentaje de perceptores del salario mínimo incluye a todos los asalariados que en 2018 cobraban un salario mensual inferior a 900 euros (en 14 pagas) —el salario mínimo vigente en 2019—.

5 Factores que explican los errores recientes en las proyecciones de inflación de los expertos del Eurosistema y del BCE

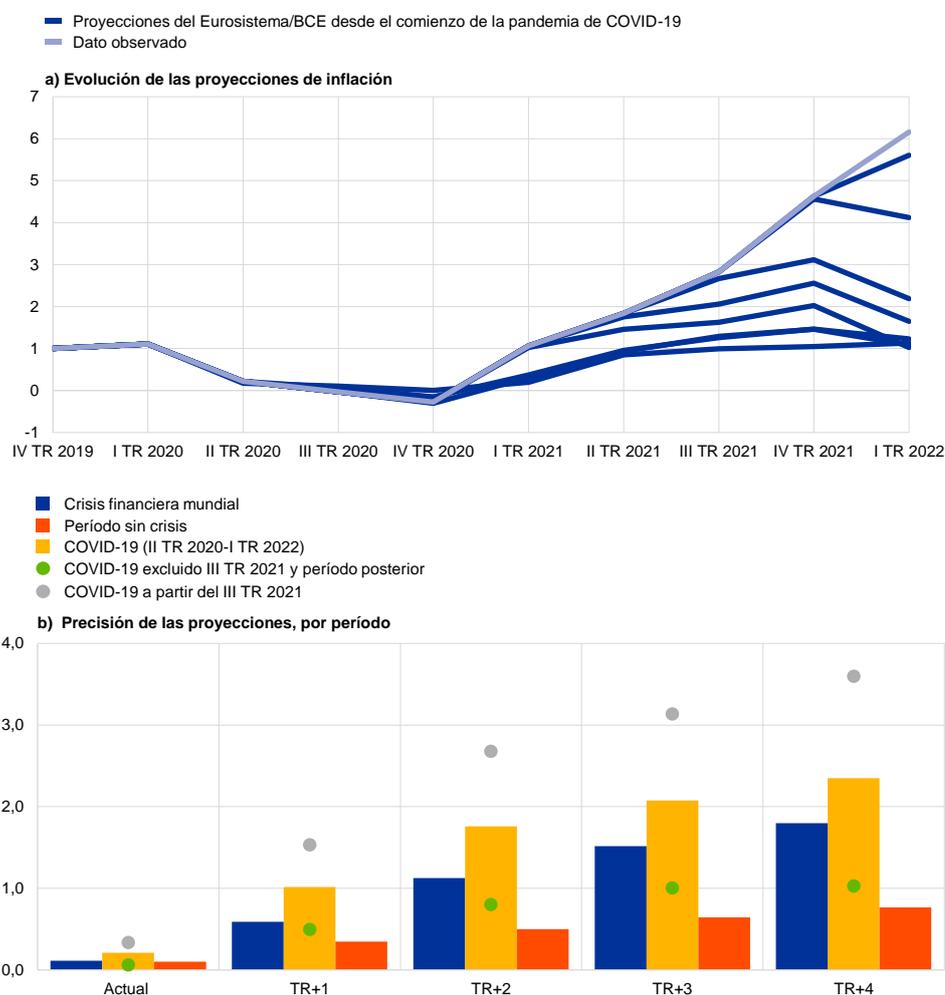
Mohammed Chahad, Anna-Camilla Hofmann-Drahonsky, Baptiste Meunier, Adrian Page y Marcel Tirpák

En las proyecciones recientes elaboradas por los expertos del Eurosistema y del BCE se ha subestimado sustancialmente el repunte de la inflación, sobre todo como consecuencia de acontecimientos excepcionales, como la dinámica sin precedentes en los precios de la energía y los cuellos de botella en la oferta. Si bien las proyecciones de la inflación medida por el IAPC general para 2020 fueron bastante precisas pese a la irrupción de la pandemia de coronavirus (COVID-19), en el primer trimestre de 2021 comenzaron a producirse ciertas subestimaciones, que se acentuaron a partir del tercer trimestre de 2021. La subestimación del primer trimestre de 2022 supuso el mayor error de inflación a un trimestre vista —una diferencia de 2 puntos porcentuales entre el dato observado y la proyección de diciembre de 2021 (panel a del gráfico A)— desde que se elaboraron las primeras proyecciones en 1998. La precisión de las proyecciones del IAPC, medida por la raíz del error cuadrático medio, ha disminuido significativamente durante la crisis del COVID-19 (panel b del gráfico A), aunque hasta el segundo trimestre de 2021 (puntos de color verde) las proyecciones seguían siendo, en promedio, más precisas que las elaboradas durante la crisis financiera mundial, a pesar de que en ese período la actividad fluctuó menos que durante el período del COVID-19. La precisión de las proyecciones se ha deteriorado principalmente a partir del tercer trimestre de 2021, cuando la evolución inesperada de los precios de la energía —combinada con los efectos de la reapertura tras el levantamiento de las restricciones relacionadas con el coronavirus y los impactos de los cuellos de botella en la oferta global— dio lugar a subidas sin precedentes de la inflación medida por el IAPC (puntos de color gris).

Gráfico A

Evolución y precisión de las recientes proyecciones de la inflación medida por el IAPC

(panel a: tasa de variación interanual; panel b: raíz del error cuadrático medio en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE para la zona del euro. Notas: En el panel a, las líneas de color azul oscuro se refieren a las proyecciones publicadas sucesivamente entre junio de 2020 y marzo de 2022. En el panel b, el eje de abscisas indica los horizontes de proyección; «Período sin crisis» abarca el período transcurrido entre el cuarto trimestre de 1999 y el primero de 2008 y el comprendido entre el primer trimestre de 2014 y el primero de 2020; «Crisis financiera mundial» cubre el período que va desde el segundo trimestre de 2008 hasta el cuarto de 2009, y «COVID-19» el transcurrido entre el segundo trimestre de 2020 y el primero de 2022. La identificación de los períodos se basa en la labor realizada por la Euro Area Business Cycle Network.

Las proyecciones de inflación durante 2021 y el primer trimestre de 2022 se elaboraron en un entorno en el que los precios de la energía se dispararon.

Los precios mayoristas del gas y de la electricidad y los precios del crudo registraron tasas de crecimiento interanual excepcionalmente elevadas en los últimos trimestres (panel a del gráfico B). Concretamente, en el caso de los precios del gas y de la electricidad en el mercado mayorista, las tasas de crecimiento interanual del cuarto trimestre de 2021 (540 % y 390 %, respectivamente) se situaron en niveles unas cuatro veces más altos que el máximo previo alcanzado en el período 2005-2020. Además, todas las observaciones desde el segundo trimestre de 2021 fueron muy superiores a todos los valores históricos anteriores. La invasión de Ucrania por parte de Rusia provocó que los precios de las materias primas energéticas aumentaran

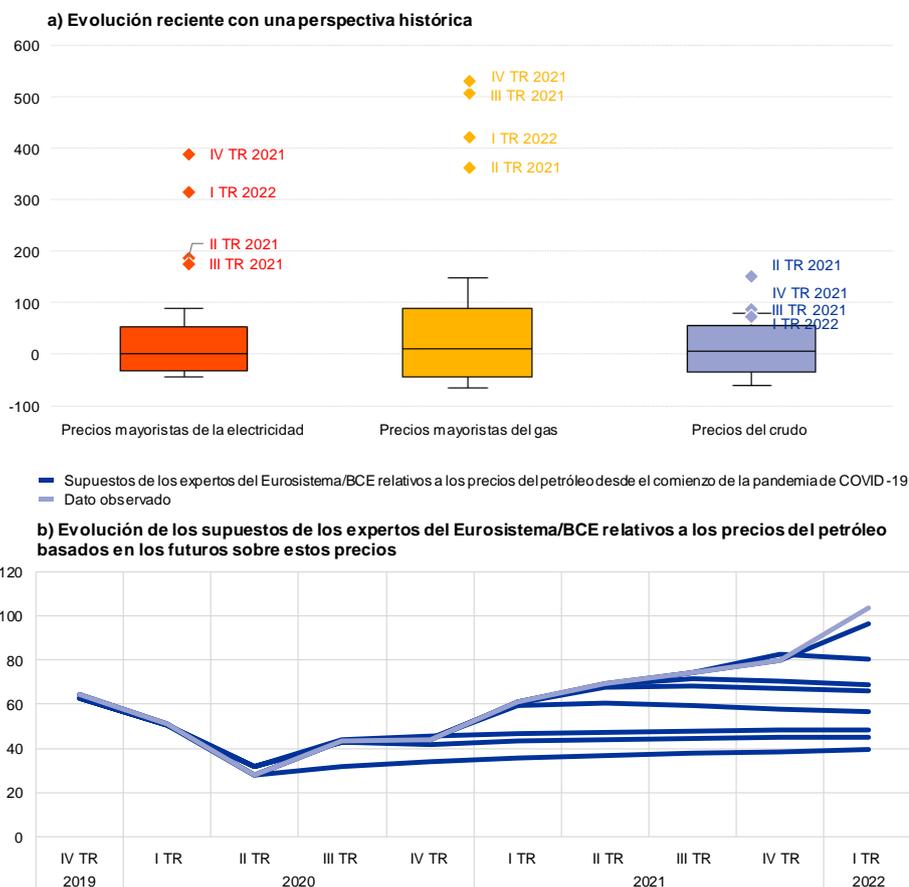
aún más en el primer trimestre de 2022. En las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema y del BCE, los supuestos relativos a los precios de las materias primas energéticas se establecen en función de los futuros basados en el mercado, una práctica habitual entre los bancos centrales y las instituciones internacionales¹. Los participantes en el mercado apenas pudieron anticipar la subida excepcional de los precios de la energía (panel b del gráfico B).

¹ Los supuestos relativos a los precios de las materias primas energéticas se establecen en función de los futuros sobre el precio del petróleo en las proyecciones elaboradas por el FMI, la Comisión Europea y muchos bancos centrales, entre ellos la Reserva Federal y el Banco de Japón. Un enfoque alternativo (utilizado por la OCDE y el Banco de la Reserva de Australia) consiste en suponer que los precios del petróleo se mantienen constantes. En cambio, el Banco de Inglaterra utiliza los precios de los futuros para los seis primeros meses y, a partir de entonces, un precio constante del petróleo. Durante el período reciente, como los futuros sobre el precio del petróleo han sugerido una ligera bajada de los precios, el supuesto de un precio constante del petróleo habría reducido las subestimaciones de la inflación. Con todo, la magnitud del aumento observado en los precios del crudo implica que esta reducción habría sido mínima en relación con el tamaño de los errores. Para abordar la incertidumbre que rodea los supuestos acerca de los precios del crudo, las proyecciones de los expertos del Eurosistema y del BCE se complementan periódicamente con análisis de sensibilidad que muestran el impacto de sendas alternativas basadas en las densidades implícitas en las opciones neutrales al riesgo sobre los futuros del precio del petróleo, entre otros factores.

Gráfico B

Evolución de los precios de las materias primas energéticas

(panel a: tasas de variación interanual; panel b: USD por barril)



Fuentes: Eurostat, Bloomberg, Refinitiv e instituto Fraunhofer ISE.

Notas: En el panel a, los diagramas de caja indican las distribuciones entre el segundo trimestre de 2005 y el primero de 2021; las cajas abarcan del primer al tercer cuartil, y las rayas horizontales representan los valores mínimo y máximo. Los precios mayoristas de la electricidad son una media ponderada (en la que se usa la generación de electricidad como ponderación) de los precios de los «cinco grandes» mercados de la zona del euro. En el panel b, las líneas de color azul oscuro señalan los supuestos utilizados en las proyecciones publicadas sucesivamente entre junio de 2020 y marzo de 2022. Los precios del petróleo se refieren al precio del Brent. Los datos son trimestrales.

Los expertos en previsión económica de instituciones internacionales y del sector privado han cometido errores igualmente grandes en sus proyecciones de la inflación de la zona del euro. En promedio durante el período del COVID-19, las proyecciones de inflación de los distintos expertos han presentado una precisión comparable (panel a del gráfico C). Con respecto a 2021 y el primer trimestre de 2022, en todas las previsiones económicas se subestimó la inflación considerablemente, lo que ilustra los importantes retos que plantea prever la inflación en un período caracterizado por una volatilidad extrema de la evolución económica, y en particular de los precios de las materias primas energéticas. Los expertos del Eurosistema y del BCE tuvieron menos precisión que otros analistas al proyectar la inflación medida por el IAPC para el primer trimestre de 2021, pero la precisión relativa de sus proyecciones mejoró en los trimestres siguientes de 2021 y en el primero de 2022.

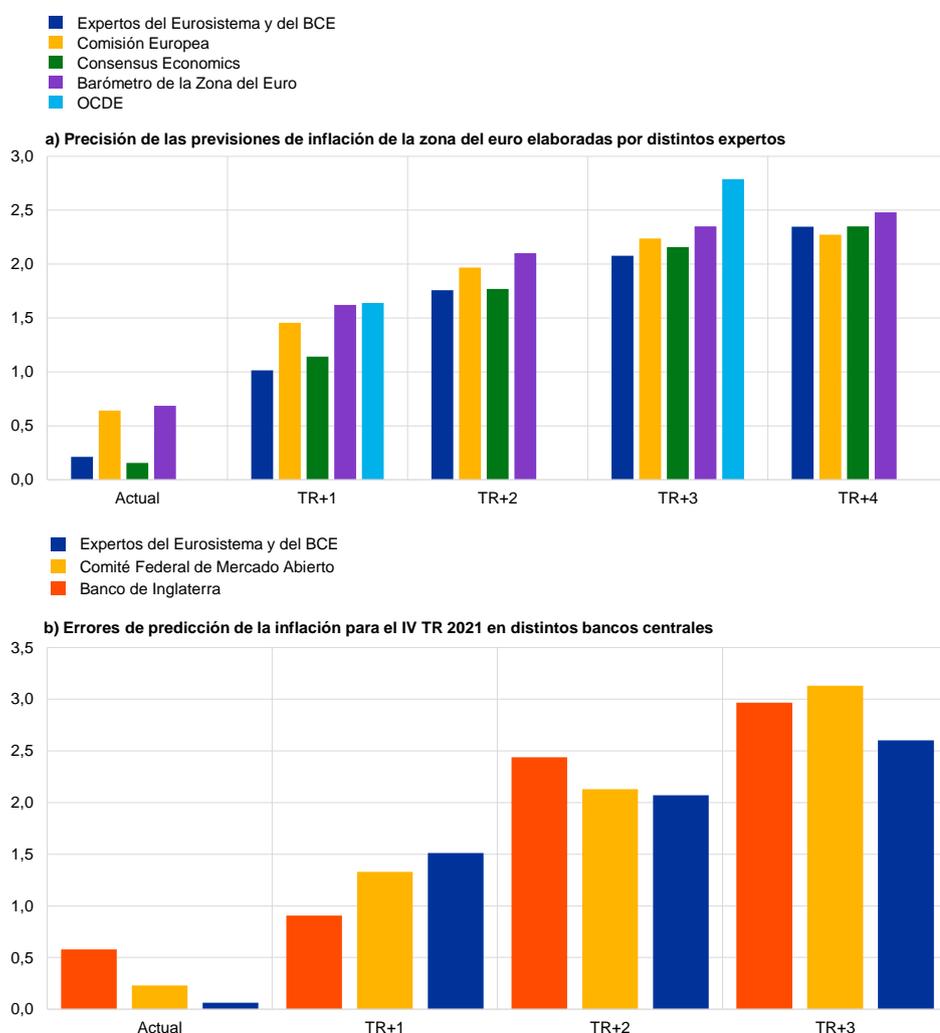
La precisión de las proyecciones de los expertos del Eurosistema y del BCE de la inflación general es similar a la de las proyecciones publicadas por el Comité Federal de Mercado Abierto y el Banco de Inglaterra con respecto a sus propias economías. En el panel b del gráfico C se comparan cuatro proyecciones publicadas en 2021 y se presentan los errores para la inflación en el cuarto trimestre de 2021, un período en el que las sorpresas de inflación fueron significativas. Las proyecciones de los expertos del Eurosistema y del BCE y las del Comité Federal de Mercado Abierto tienen una pequeña ventaja de información frente a las del Banco de Inglaterra, puesto que sus fechas de cierre más tardías permiten, en general, disponer de una observación mensual más de la inflación. Ningún banco central previó el repunte de la inflación general observado en las distintas economías en 2021, y los grandes errores cometidos con respecto al cuarto trimestre fueron comparables en líneas generales².

² Al no disponer de los datos correspondientes, en esta comparación se han omitido las proyecciones de inflación de los miembros del Comité de Política Monetaria del Banco de Japón, dado que se publican como medias anuales y únicamente para los ejercicios fiscales. Sin embargo, cuando se consideran los datos de inflación observados que se han publicado hasta la fecha, las proyecciones del Banco de Japón parecen haber sobreestimado la inflación en el ejercicio fiscal de 2021, que finalizó en marzo de 2022. La inflación de los precios de consumo se mantuvo contenida en dicho ejercicio fiscal debido también a la considerable reducción de las tarifas de telefonía móvil, que, según las estimaciones del Banco de Japón, restaron en torno a 1,1 puntos porcentuales de la inflación medida por el índice de precios de consumo, excluidos los alimentos frescos (véase Banco de Japón, «[Outlook for Economic Activity and Prices](#)», enero de 2022).

Gráfico C

Comparación de la precisión de las proyecciones de inflación de los expertos del Eurosistema y del BCE desde el comienzo del período del COVID-19

(panel a: raíz del error cuadrático medio en puntos porcentuales; panel b: puntos porcentuales)



Fuentes: En ambos paneles: proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y del Eurosistema para la zona del euro, y cálculos del BCE. Panel a: Consensus Economics, Comisión Europea, Barómetro de la Zona del Euro, OCDE y Eurostat. Panel b: BCE, Comité Federal de Mercado Abierto y Banco de Inglaterra.

Notas: El período del COVID-19 hace referencia a las proyecciones del período transcurrido entre el segundo trimestre de 2020 y el primer trimestre de 2022. Panel a: para el Barómetro de la Zona del Euro mensual, en cada trimestre se utiliza la encuesta más cercana a la fecha de cierre de las proyecciones del Eurosistema/BCE. En el caso de la OCDE, no se incluyen proyecciones del trimestre actual, de TR+2 y TR+4 por problemas de comparabilidad. Panel b: un error de predicción se define como el dato observado menos el proyectado. Para el FOMC se presentan las proyecciones de inflación mediana.

Los errores en los supuestos condicionantes, particularmente en el caso de los precios de la energía, explican, en promedio, alrededor de tres cuartas partes de los errores de la inflación prevista en las proyecciones recientes de los expertos del Eurosistema y del BCE (gráfico D). Como se ha mencionado antes, por su diseño, estas proyecciones están condicionadas a una serie de supuestos relativos a los precios de las materias primas, así como a los tipos de cambio y los tipos de interés que, en la mayoría de los casos, se basan en información de los mercados financieros. Los errores en los supuestos referentes a los precios del petróleo han sido los que han contribuido con mayor frecuencia y en mayor medida a los errores de inflación (barras de color amarillo), sobre todo en los

horizontes más largos. Al mismo tiempo, la subestimación de los incrementos de los precios del gas y de la electricidad —en un contexto de desvinculación sin precedentes de los precios de estos dos componentes— explica la mayoría de los errores en los horizontes cortos a partir del tercer trimestre de 2021 (barras de color verde)³. Estos errores podrían estar también relacionados con la transmisión más rápida de lo esperado de los precios mayoristas a los precios de consumo de la energía, como sugiere el reciente aumento de la correlación entre los precios contemporáneos del gas en los mercados mayoristas y de consumo⁴. Los precios mayoristas de la electricidad se trasladaron a los consumidores de manera casi inmediata en algunos países, pese a que históricamente esta traslación tardaba entre tres y doce meses⁵. Además de su impacto directo en los precios de consumo de la energía, estos errores en los supuestos también han afectado indirectamente a las proyecciones de la inflación de los bienes no energéticos (barras sombreadas en azul). Aparte de la energía, el hecho de que tanto la inflación como la recuperación de la actividad económica de los principales socios comerciales de la zona del euro fueran más intensas de lo esperado también contribuyó a los errores, sobre todo en el horizonte a cuatro trimestres vista (barras de color rojo). En conjunto, los supuestos técnicos y los errores de inflación de la energía relacionados desempeñaron un papel importante en las subestimaciones recientes de la inflación. Esto se ha observado particularmente en el horizonte a un trimestre vista en el que, en términos absolutos, estos errores contribuyeron en 1,6 puntos porcentuales al error total del primer trimestre de 2022, que representó un máximo histórico. En comparación, su impacto en el período anterior al COVID-19 fue, en general, más moderado (0,2 puntos porcentuales en términos absolutos).

³ La compleja fijación de los precios de la electricidad en los distintos países de la zona del euro también contribuyó a las dificultades de prever los precios de consumo de este componente. Véase el recuadro 3 titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre 2021](#)», publicado en el sitio web del BCE el 16 de diciembre de 2021.

⁴ La correlación móvil de 24 meses entre los movimientos contemporáneos de las dos series aumentó desde un promedio de 0,36 entre 2005 y 2021 hasta 0,92 en la segunda mitad de 2021.

⁵ Véase Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, «[Energy markets and the euro area macroeconomy](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 113, BCE, junio de 2010.

Gráfico D

Descomposición de los errores de predicción del IAPC en distintos horizontes

(puntos porcentuales)

- Error total
- Precio del petróleo (efectos directos)
- Precios del gas y de la electricidad (efectos directos)
- ▨ Efectos indirectos de los precios de la energía
- Otros supuestos y actualización de ponderaciones
- Otros factores

a) A un trimestre vista



b) A cuatro trimestres vista



Fuente: Cálculos del BCE basados en elasticidades derivadas de los modelos macroeconómicos utilizados para elaborar las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro.

Notas: «Error total» es el dato observado menos el proyectado. «A un trimestre vista» y «A cuatro trimestres vista» se refiere al horizonte de proyección, por ejemplo, el error de predicción a un trimestre vista para el primer trimestre de 2021 es el error cometido en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2020 al prever la inflación para el primer trimestre de 2021. «Otros supuestos y actualización de ponderaciones» representa los supuestos relativos a los tipos de interés a corto y a largo plazo, los precios de las acciones, la demanda externa, los precios de exportación de los competidores, los precios de los alimentos y el tipo de cambio, así como el efecto de la actualización de las ponderaciones del IAPC. «Precios del gas y de la electricidad (efectos directos)» es el error en la estimación de la inflación de la energía que no obedece al impacto de los errores relativos a los tipos de cambio y al petróleo. «Efectos indirectos de los precios de la energía» es la suma de los efectos indirectos de los precios del petróleo, del gas y de la electricidad (los precios del petróleo se basan en las elasticidades derivadas de los modelos macroeconómicos utilizados por los expertos del Eurosistema, y los del gas y la electricidad se calculan suponiendo una elasticidad proporcional a la perturbación en los precios del petróleo).

Otros factores que han contribuido probablemente a los errores de predicción de la inflación incluyen los efectos no anticipados derivados de la persistencia de los cuellos de botella en la oferta y la reapertura de la economía, una holgura menor de la esperada en el mercado de trabajo y la subida de los precios de la energía que posiblemente se esté transmitiendo con mayor fuerza de lo habitual. Esta evolución excepcional ha sido difícil de prever. En concreto, los cuellos de botella en la oferta, que reflejan tanto la rápida recuperación de la demanda mundial de los bienes como las disrupciones en las cadenas de suministro, resultaron ser mucho más graves de lo anticipado, especialmente en la

segunda mitad de 2021⁶. En el caso de la inflación de los bienes industriales no energéticos, las simulaciones de los expertos del BCE sugieren que los cuellos de botella en la oferta contribuyeron notablemente a su dinámica (alrededor de 0,5 puntos porcentuales en la segunda mitad de 2021)⁷. Los errores observados en la tasa de variación de los precios de los servicios fueron principalmente consecuencia de las subidas de precios más acusadas de lo previsto en los sectores que requieren interacción social tras la reapertura de la economía. No obstante, el aumento de los precios de los servicios fue generalizado y también aparecieron presiones al alza en algunos sectores que conllevan menos interacción social (por ejemplo, mantenimiento y reparación de la vivienda, y comunicaciones). Otro factor podría estar también relacionado con la holgura menor de la esperada del mercado de trabajo, dado que las proyecciones del desempleo se revisaron sucesivamente a la baja durante este período. Esto refleja, en parte, las sucesivas revisiones al alza de las proyecciones del PIB real entre finales de 2020 y finales de 2021. Sin embargo, se estima que las subestimaciones del crecimiento del PIB solo han contribuido ligeramente a los errores de predicción de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Por último, la transmisión más fuerte de lo habitual de los precios de las materias primas energéticas a la inflación de los bienes no energéticos podría haber inducido efectos indirectos más intensos que las estimaciones basadas en modelos y más bien moderadas que se muestran en las barras sombreadas en azul del gráfico D⁸. La incertidumbre en torno a las elasticidades utilizadas para evaluar el impacto basado en los modelos debería reconocerse en general, pero el efecto indirecto de la subestimación de los precios de las materias primas energéticas podría deberse a no linealidades fuertes en un contexto de subidas récord de precios y de capacidad limitada de las empresas para absorber esos incrementos debido a la compresión de los márgenes.

Los expertos del Eurosistema y del BCE revisan periódicamente el comportamiento de sus proyecciones y adaptan su serie de supuestos y los procesos de modelización general para reflejar la evolución más reciente⁹. Los errores son inherentes a la naturaleza de las proyecciones del Eurosistema y del

⁶ Véanse, por ejemplo, P. R. Lane, «[Bottlenecks and monetary policy](#)», *The ECB Blog*, BCE, 10 de febrero de 2022; F. Panetta, «[Patient monetary policy amid a rocky recovery](#)», discurso pronunciado en Sciences Po, París, 24 de noviembre de 2021, y los recuadros titulados: «[La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2021, y «[El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021.

⁷ La tasa de variación de los bienes industriales no energéticos se situó, en promedio, en el 2,1 % durante el mismo período. Las estimaciones se basan en el enfoque adoptado en el recuadro titulado «[Las disrupciones en las cadenas de suministro y sus efectos sobre la economía mundial](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2021, en el que se utilizan modelos VAR (de vectores autorregresivos) con la inflación de los bienes industriales no energéticos, los precios de producción, la producción industrial, las exportaciones e importaciones en términos reales, y una aproximación a los cuellos de botella basada en el PMI (perturbación de oferta estimada a partir del PMI e indicador PMI de plazos de entrega) que no controla por el efecto de los precios energéticos. Sin embargo, los efectos de los cuellos de botella derivados podrían verse afectados también por la evolución de los precios del petróleo. Las estimaciones preliminares sugieren que el impacto de los cuellos de botella es marginalmente inferior cuando se incluyen (y se condiciona a) los precios del petróleo.

⁸ Las estimaciones del impacto de distintos supuestos en los errores de predicción de la inflación se basan en los modelos utilizados para elaborar las proyecciones del Eurosistema. Véanse las notas del gráfico D para información más detallada.

⁹ Véase, por ejemplo, el artículo titulado «[The performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections since the financial crisis](#)», *Boletín Económico*, BCE, número 8, 2019.

BCE, que están condicionadas por una serie de supuestos, principalmente basados en información de mercado, incluidos datos sobre los precios de la energía. Con todo, la experiencia reciente ofrece cierta orientación para seguir mejorando con el fin de aumentar la robustez de las proyecciones. La serie de supuestos técnicos utilizados para condicionar las proyecciones se revisa periódicamente y se está modificando. Concretamente, la evolución reciente hace necesario evaluar el mercado de la energía con más detenimiento. Esto se ha tenido en cuenta en la inclusión reciente de supuestos sobre los precios mayoristas del gas y de la electricidad, así como sobre el régimen de comercio de derechos de emisión de la UE¹⁰. Asimismo, los modelos empleados para las proyecciones son de última generación y se están perfeccionando constantemente. Como ha ocurrido en el período del COVID-19, los modelos de referencia de las proyecciones se están complementando con modelos satélite con fines especiales para tener en cuenta perturbaciones específicas¹¹. Sin embargo, en el actual contexto de volatilidad de los precios de las materias primas energéticas —que se ve intensificada por la incertidumbre causada por la guerra en Ucrania y los efectos de reapertura tras el levantamiento de las restricciones asociadas a la pandemia—, es probable que la evolución de la inflación siga siendo muy difícil de prever a corto plazo. En este contexto, complementar las proyecciones de referencia de los expertos del Eurosistema y del BCE con análisis de escenarios y de sensibilidad puede ayudar a lograr una mejor representación de las perspectivas de inflación¹².

¹⁰ Hasta hace poco, debido a la fuerte correlación de los precios del petróleo y del gas, un único supuesto relativo al petróleo se consideraba suficiente, y el precio de los permisos de emisión implica que la inflación general apenas se veía afectada.

¹¹ Véase, por ejemplo, Work stream on Eurosystem modelling, «[Review of macroeconomic modelling in the Eurosystem: current practices and scope for improvement](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 267, BCE, septiembre de 2021. Asimismo, en su plan de actuación frente al cambio climático, el BCE se comprometió a acelerar el desarrollo de nuevos modelos —así como a efectuar análisis teóricos y empíricos— con el objetivo de hacer un seguimiento de las implicaciones del cambio climático y las políticas relacionadas (véase, por ejemplo «[Los precios de los derechos de emisión de la UE en el contexto del plan de actuación frente al cambio climático del BCE](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021). Además, se han desarrollado también modelos satélite para afrontar el impacto que tienen los cuellos de botella en la oferta sobre la economía (véanse, por ejemplo, los recuadros titulados: «[¿Qué factores están impulsando la reciente subida de los costes de transporte?](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2021; «[Las causas de las disrupciones en las cadenas de suministro y su impacto en el sector manufacturero de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2021, y «[Cuellos de botella en la oferta: situación actual en la zona del euro y en Estados Unidos](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2022).

¹² Para una perspectiva de más largo plazo, las pruebas estadísticas que abarcan todas las observaciones entre 1999 y 2022 sugieren que las proyecciones del Eurosistema y del BCE para la inflación medida por el IAPC general y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, son insesgadas, eficientes y direccionalmente precisas, y estas propiedades no se ven afectadas de forma significativa por los grandes errores cometidos recientemente. Se han llevado a cabo pruebas siguiendo la metodología descrita en G. Kontogeorgos y K. Lambrias, «[An analysis of the Eurosystem/ECB projections](#)», *Working Paper Series*, n.º 2291, BCE, junio de 2019. Durante un período tan largo, los resultados de estas pruebas también están relacionados, en cierta medida, con un período anterior de sobreestimaciones sucesivas de la inflación, sobre todo entre 2013 y 2016 (véase «[The performance of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections since the financial crisis](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2019).

6 El papel de la especulación durante el reciente aumento de los precios de los derechos de emisión de la UE

Miguel Ampudia, Giovanna Bua, Daniel Kapp y Dilyara Salakhova

El precio de los derechos de emisión (DEUE) negociados conforme al régimen de comercio de derechos de emisión de la UE (RCDE UE) ha pasado de menos de 10 euros por tonelada métrica de carbono a más de 90 euros desde principios de 2018 (gráfico A). En general, como se describe a continuación, los precios de los DEUE están determinados sobre todo por factores de demanda (como la actividad económica y la sustitución de combustibles fósiles) y por las políticas públicas. Los análisis de mercado sugieren que los principales factores que subyacen al incremento registrado desde comienzos de 2018 han sido, probablemente, la introducción en la UE y en todo el mundo de políticas cada vez más rigurosas para combatir el cambio climático, combinada con diversos cambios en la estructura del mercado del RCDE. La entrada en vigor en abril de 2018 de la Directiva sobre el RCDE UE revisada¹ —que establece el marco para el cuarto período de comercio, comprendido entre 2021 y 2030— parece haber mejorado la credibilidad del régimen². También se argumenta que el anuncio del Pacto Verde Europeo por parte de la Comisión Europea a finales de 2019 ha servido de sustento a los precios de los DEUE, junto con el respaldo del Consejo Europeo a un nuevo objetivo de reducción de emisiones en la UE a finales de 2020.

La mayor parte del incremento de los precios de los DEUE se ha producido desde principios de 2021 y se debe, probablemente, a múltiples factores. Los estudios de la Comisión Europea y los análisis de los agentes del mercado de DEUE sugieren que la aceleración de los precios desde principios de 2021 obedece a varios factores. En primer lugar, las temperaturas especialmente bajas en Europa a comienzos de 2021 impulsaron la demanda de energía. A corto plazo, dadas las rigideces en la producción, la mayor demanda de energía se traduce directamente en un incremento de la demanda de certificados de DEUE y, en consecuencia, en un aumento de los precios de los derechos de emisión. En segundo lugar, el anuncio del paquete de propuestas legislativas «Objetivo 55» de la Comisión Europea reforzó el papel del RCDE UE como principal herramienta de descarbonización de la UE. En tercero, la fase 4 del RCDE, que se inició en 2021, también implica una reducción de la oferta de DEUE a lo largo del tiempo y parámetros actualizados para la reserva de estabilidad del mercado, lo que limitará más la cantidad de DEUE disponibles en el mercado³. En cuarto lugar, el principal factor que explica las escaladas más recientes de los precios es el encarecimiento

¹ Directiva (UE) 2018/410 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2018, por la que se modifica la Directiva 2003/87/CE para intensificar las reducciones de emisiones de forma eficaz en relación con los costes y facilitar las inversiones en tecnologías hipocarbónicas, así como la Decisión (UE) 2015/1814 (DO L 76 de 19.3.2018, p. 3).

² La Directiva modificó la reserva de estabilidad del mercado y aumentó la tasa de reducción del límite máximo de emisiones anuales del 1,74 % al 2,2 % para la fase 4 del RCDE.

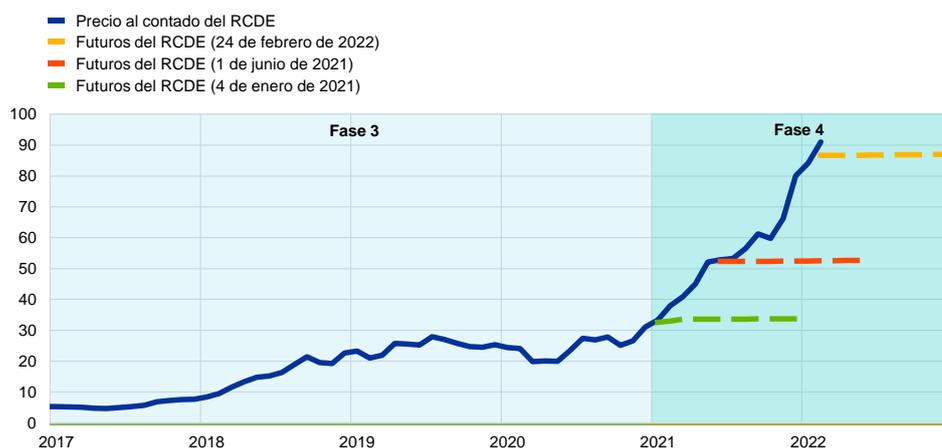
³ Para más información sobre las características del RCDE UE, véase el recuadro titulado «[Los precios de los derechos de emisión de la UE en el contexto del plan de actuación frente al cambio climático del BCE](#)», *Boletín Económico*, número 6, 2021.

del gas, que induce a los productores de electricidad a sustituir el gas por energía generada en centrales de carbón, más intensivas en CO₂, lo que eleva la demanda de permisos de carbono.

Gráfico A

Precios al contado y de los futuros del RCDE

(euros por tonelada métrica de carbono)



Fuentes: Refinitiv, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: El RCDE UE ha sufrido numerosos cambios a lo largo de los años. El régimen se introdujo en 2005, se estructuró en períodos de comercio y actualmente se encuentra en su fase 4. La última observación corresponde a febrero de 2022 (precios al contado del RCDE, datos mensuales).

Dado el aumento especialmente acusado de los precios de los DEUE en los dos últimos años, también se ha puesto el foco en el papel que podría haber desempeñado la especulación. Aun cuando cabe esperar un incremento de los precios de los DEUE para cumplir unos objetivos de descarbonización cada vez más exigentes, la fuerte subida de los precios en un corto período de tiempo podría significar que las empresas se enfrentan a un rápido ascenso de los costes sin tener tiempo suficiente para ajustar su capacidad de producción. A este respecto, los estudios de la Comisión Europea sugieren que la escalada de precios puede haber estado respaldada por el mayor interés por el RCDE de las entidades no obligadas al cumplimiento, como los fondos de inversión⁴. La información de mercado también indica que los fondos de inversión cotizados (ETF, por sus siglas en inglés) y otros fondos de inversión pueden estar desempeñando un papel cada vez más importante en el mercado del RCDE UE.

Sin embargo, hasta ahora, la mayoría de los estudios empíricos de los factores que impulsan los precios del carbono se han centrado sobre todo en los determinantes estructurales de las fluctuaciones de los precios y han prestado una atención limitada a la evolución de la especulación. El efecto derivado de la «sustitución» entre diferentes fuentes de combustibles con distintos niveles de emisiones de carbono, se ha identificado como uno de los principales

⁴ Las entidades obligadas al cumplimiento (*compliance entities*) son las empresas y los operadores aéreos que están obligados a participar en el RCDE UE. Las entidades no obligadas al cumplimiento (*non-compliance entities*) —como las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, los fondos y las empresas de comercio de materias primas (que no están sujetos a obligaciones de cumplimiento)— también pueden participar en dicho régimen.

factores impulsores de los precios del carbono en la teoría. Sin embargo, si bien la sustitución en Europa se produce fundamentalmente entre el gas y el carbón, la evidencia empírica relativa al efecto de la sustitución de combustibles sobre los precios del carbono tras variaciones de los precios del carbón es dispar⁵. Según la literatura, las fluctuaciones en la actividad económica⁶, junto con los cambios en los precios de los productos finales, sobre todo el de la electricidad⁷, son otros determinantes importantes de los precios. Por último, las condiciones meteorológicas juegan un papel relevante dado que pueden influir en la demanda de certificados de emisiones, tanto a través de su impacto en el consumo energético como, aunque parece que en menor medida, a través de su efecto en la producción de energías renovables⁸. Algunos estudios también han investigado el impacto de los anuncios relativos a las modificaciones en la estructura del mercado (es decir, el calendario de oferta de DEUE) y han llegado a la conclusión de que, de hecho, sus efectos en los precios de los DEUE han sido importantes⁹. Finalmente, los estudios que analizan la evolución del tipo de actividad de negociación en los mercados del carbono son escasos y determinan que el impacto de la especulación es limitado¹⁰.

⁵ Véanse, por ejemplo, E. Alberola, J. Chevallier y B. Chèze, «Price drivers and structural breaks in European carbon prices 2005-2007», *Energy Policy*, vol. 36, n.º 2, febrero de 2008, y B. Hintermann, «Allowance price drivers in the first phase of the EU ETS», *Journal of Environmental Economics and Management*, vol. 59, n.º 1, 2010, pp. 43-56, sobre el efecto al alza de la sustitución de combustibles sobre los precios del carbono. En cambio, otros estudios, como W. Rickels, D. Görlich y G. Oberst, «Explaining European emission allowance price dynamics: Evidence from Phase II», *Kiel Working Papers*, n.º 1650, Kiel Institute for the World Economy (IfW Kiel), 2014, encuentran escasa evidencia del efecto de la sustitución de combustibles tras cambios en el precio del carbón.

⁶ La mayoría de los estudios utilizan índices bursátiles como aproximación de la actividad económica (véanse, por ejemplo, W. Rickels *et al.*, *op. cit.*, y N. Koch, S. Fuss, G. Grosjean y O. Edenhofer, «Causes of the EU ETS price drop: Recession, CDM, renewable policies or a bit of everything? – New evidence», *Energy Policy*, vol. 73, octubre de 2014, pp. 676-685).

⁷ Véanse, por ejemplo, E. Alberola *et al.*, *op. cit.*, y P. Aatola, M. Ollikainen y A. Toppinen, «Price determination in the EU ETS market: Theory and econometric analysis with market fundamentals», *Energy Economics*, vol. 36, marzo de 2013, pp. 380-395. Algunos estudios defienden que el precio de la electricidad no debería incluirse debido a su posible relación bidireccional con el precio de los DEUE (véanse, por ejemplo, H. Fell, «EU-ETS and Nordic Electricity: A CVAR Analysis», *The Energy Journal*, vol. 31, n.º 2, 2010, pp. 1-26, e Y. Lovcha, A. Perez-Laborda e I. Sikora, «The determinants of CO₂ prices in the EU emission trading system», *Applied Energy*, vol. 305, Issue C, n.º S0306261921012162, 2022).

⁸ Los estudios que se han centrado en el uso de la energía coinciden en el papel de la calefacción y refrigeración adicionales en las dos primeras fases del RCDE (por ejemplo, D. Bredin y C. Muckley, «An emerging equilibrium in the EU emissions trading scheme», *Energy Economics*, vol. 33, n.º 2, 2011, pp. 353-362, y B. Lutz, U. Pigorsch y W. Rotfuß, «Nonlinearity in cap-and-trade systems: The EUA price and its fundamentals», *Energy Economics*, vol. 40, Issue C, 2013, pp. 222-232). Por otro lado, el papel de las variaciones meteorológicas en el suministro de energías renovables está menos claro. En conjunto, los resultados sugieren un efecto marginal en los precios de los DEUE, dependiendo también de la energía procedente de renovables y de los países considerados (por ejemplo, N. Koch *et al.*, *op. cit.*).

⁹ Véanse C. Conrad, D. Rittler y W. Rotfuß, «Modeling and explaining the dynamics of European Union Allowance prices at high-frequency», *Energy Economics*, vol. 34, n.º 1, 2012, pp. 316-326; N. Koch *et al.*, *op. cit.*, y N. Koch, G. Grosjean, S. Fuss y O. Edenhofer, «Politics matters: Regulatory events as catalysts for price formation under cap-and-trade», *Journal of Environmental Economics and Management*, vol. 78, Issue C, 2016, pp. 121-139.

¹⁰ J. J. Lucia, M. Mansanet-Bataller y A. Pardo, «Speculative and hedging activities in the European carbon market», *Energy Policy*, vol. 82, Issue C, 2015, pp. 342-351 investiga la dinámica de las actividades de especulación y de cobertura en las tres primeras fases del RCDE y determina que es probable que la especulación haya influido en cierta medida en la fase 2 y que el mayor nivel de especulación se produce cuando se registra un nuevo contrato. Además, la especulación aumenta en el primer trimestre del año. Sin embargo, en conjunto, se llega a la conclusión de que el papel de la especulación en el proceso de formación de precios no es muy importante. Y. Lovcha *et al.*, *op. cit.* lo confirma documentando que, históricamente, hasta el 90 % de las fluctuaciones del precio del carbono se han debido a variaciones en las variables fundamentales.

Actualmente, la evidencia tangible de un fuerte incremento de la especulación relacionada con posibles cambios en la estructura del mercado parece escasa.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés), en su informe preliminar sobre la estructura del mercado del carbono, documentó que, mientras que el número de contrapartes con posiciones en futuros de DEUE ha tendido a aumentar desde 2018, este aumento ha sido relativamente homogéneo en todos los tipos de contraparte¹¹. En general, los participantes en el mercado pueden negociar contratos de DEUE al contado y de derivados. A diferencia de otros mercados de derivados, casi todos los derivados del carbono se negocian en mercados regulados y se compensan a través de entidades de contrapartida central. Los futuros son la forma de derivados de DEUE más común en el mercado secundario, siendo el futuro con vencimiento en diciembre el más líquido con diferencia¹². Los datos recopilados con arreglo al Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR) en un registro de operaciones —en el que se registra la negociación de contratos de derivados financieros, como los futuros— confirman que la estructura del mercado ha cambiado poco en los cinco últimos años (panel a del gráfico B), a pesar de que el mercado se ha más que duplicado en los últimos dos años, habiendo alcanzado el valor nominal de las posiciones abiertas en derivados de DEUE la cifra de 415 mm de euros a principios de diciembre de 2021¹³. Si la especulación hubiese crecido de manera relevante, habría cabido esperar un incremento de la proporción de posiciones abiertas vivas entre instituciones financieras (barras azules), que no se ha producido¹⁴. Esto contrasta con la información de mercado que sugiere una intensificación reciente de la actividad de los fondos de inversión en el mercado del RCDE, lo que puede indicar un aumento de la especulación. Sin embargo, en general, los fondos de inversión continúan representando una proporción muy pequeña de las posiciones abiertas vivas, que han crecido solo de forma marginal —del 0,6 % en 2020 al 0,7 % a finales de 2021 (panel derecho del gráfico B)—. Estos resultados son acordes con el último informe de la ESMA sobre el mercado del carbono en la UE¹⁵.

¹¹ «[Preliminary report – Emission Allowances and derivatives thereof](#)», Autoridad Europea de Valores y Mercados, 15 de noviembre de 2021.

¹² Véanse, por ejemplo, J. J. Lucia *et al.*, *op. cit.*, y S. Quemin y M. Pahle, «[Financials Threaten to Undermine the Functioning of Emissions Markets](#)», disponible en SSRN, revisado el 24 de marzo de 2022.

¹³ La muestra de datos EMIR utilizada aquí incluye operaciones con al menos una contraparte ubicada en la zona del euro o los valores subyacentes emitidos por una entidad de la zona del euro. Los datos (comunicados por ambas contrapartes de la operación) se casan y deduplican, y después se eliminan los valores extremos. Los datos finales aún pueden tener limitaciones de calidad (por ejemplo, valores que faltan, algunas operaciones no casadas, posible infracomunicación). El valor nominal comunicado es a 7 de diciembre de 2021 para evitar los efectos de fin de año.

¹⁴ Este incremento puede contrastar en ocasiones con un aumento de las posiciones abiertas entre instituciones financieras y sociedades no financieras, en las que estas compran futuros de DEUE para cubrir su exposición al precio del carbono, y las contrapartes financieras que actúan de intermediarias que facilitan las operaciones y proporcionan liquidez al mercado. Véase «[Preliminary report – Emission Allowances and derivatives thereof](#)», Autoridad Europea de Valores y Mercados, 15 de noviembre de 2021.

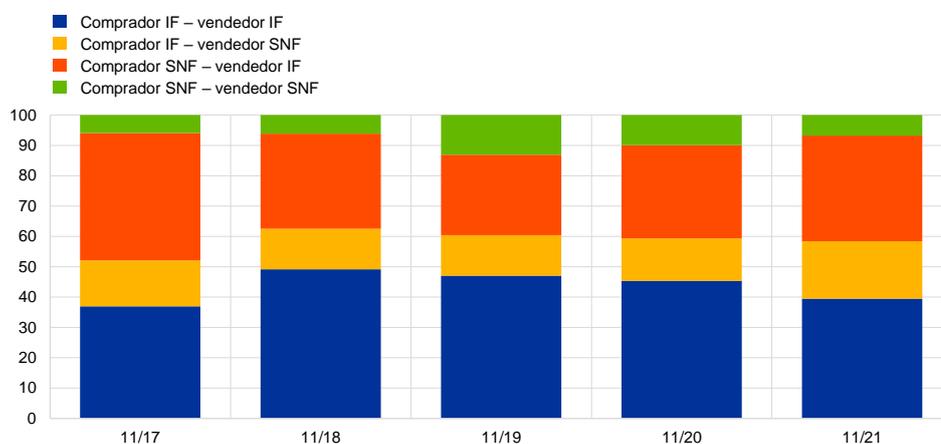
¹⁵ «[Final Report – Emission allowances and associated derivatives](#)», Autoridad Europea de Valores y Mercados, 28 de marzo de 2022.

Gráfico B

Estructura del mercado del RCDE UE

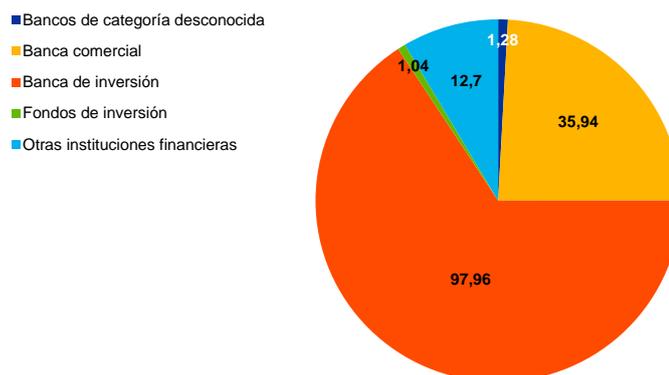
a) Evolución de las posiciones abiertas, por entidad

(porcentajes)



b) Peso de las posiciones abiertas, por subsector financiero

(porcentajes)



Fuentes: Datos EMIR disponibles para el BCE y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: el gráfico muestra la proporción de posiciones abiertas vivas en contratos a plazo y de futuros sobre emisiones de carbono por tipo de entidad compradora y vendedora. IF se refiere a las instituciones financieras y SNF a las sociedades no financieras. Panel b: el gráfico muestra el peso de los distintos subsectores financieros en las posiciones abiertas. Los subsectores financieros se clasifican según F. D. Lenoci y E. Letizia, «Classifying Counterparty Sector in EMIR Data», en S. Consoli, D. Reforgiato Recupero y M. Saisana (eds.), *Data Science for Economics and Finance*, Springer, Cham, 9 de enero de 2021.

Un índice de especulación confirma que parece que, si bien la especulación ha aumentado ligeramente desde principios de 2019, continúa siendo limitada y muy inferior a los niveles observados durante las fases anteriores del RCDE.

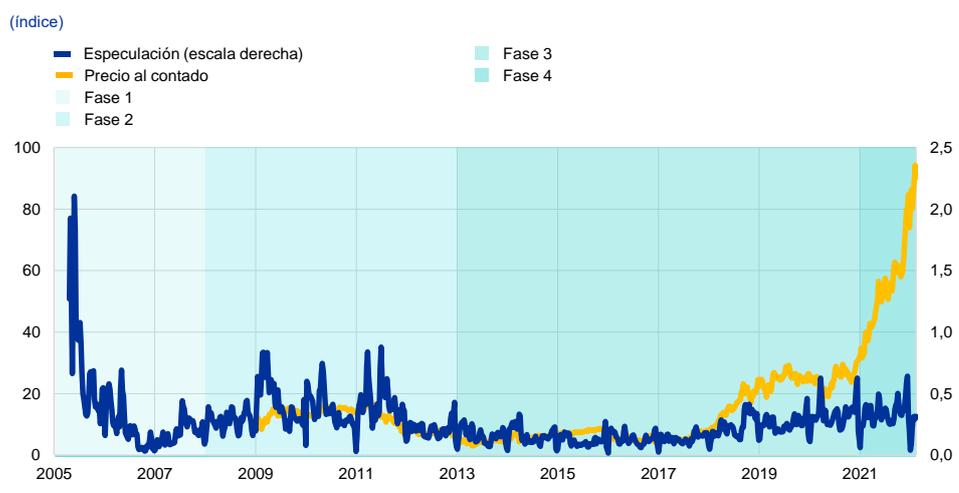
Puede calcularse una aproximación del nivel de especulación en el mercado del RCDE comparando el volumen total negociado con el volumen de las posiciones abiertas de todas las entidades¹⁶. El fundamento de dicha aproximación es que el comportamiento especulativo genera un incremento del volumen negociado, pero,

¹⁶ Cabe señalar que la sección anterior consideraba que un aumento de la proporción de posiciones abiertas entre instituciones financieras era una posible señal de comportamiento especulativo. En cambio, el índice de especulación considerado en esta sección asume que las posiciones abiertas de cualquier participante en el mercado no son especulativas. Aunque ninguno de estos dos supuestos se cumple siempre, deberían hacerlo en la mayoría de los casos. Por tanto, las dos medidas serían complementarias.

dado que las posiciones especulativas tienden a cerrarse con rapidez, no produce un aumento equivalente del volumen de posiciones abiertas. Actualmente, un índice de especulación, calculado como el volumen negociado semanalmente en relación con el interés abierto al final de una semana dada, sugiere que la especulación puede haber ido creciendo de forma gradual durante los dos últimos años¹⁷. Sin embargo, permanece muy por debajo de los niveles observados cuando se creó el mercado del RCDE y durante la fase 2 (gráfico C)¹⁸.

Gráfico C

Especulación en el mercado de futuros del RCDE UE



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra una media móvil de dos semanas de un indicador de especulación, definido como la ratio entre el volumen y el interés abierto de los contratos de futuros con vencimiento en diciembre. El volumen y el interés abierto se miden por el nivel semanal: para cada semana se considera el volumen acumulado de lunes a viernes, mientras que el interés abierto semanal es el interés abierto registrado un viernes. La última observación corresponde al 11 de febrero de 2022 (datos semanales).

¹⁷ El índice se basa en J. J. Lucia *et al.*, *op. cit.* Este tipo de índice se propuso por primera vez en P. Garcia, R. M. Leuthold y H. Zapata, «Lead-lag relationships between trading volume and price variability: New evidence», *Journal of Futures Markets*, vol. 6, n.º 1, 1986, pp. 1-10.

¹⁸ Es probable que la actividad especulativa notablemente intensa observada a principios de la fase 1 (en relación con las fases 2 y 3) se explique por la novedad del mercado del carbono, que se creó a principios de 2005, y, por tanto, esté relacionada con un proceso inicial de aprendizaje (véase J. J. Lucia *et al.*, *op. cit.*). Asimismo, el menor nivel de cobertura en la fase 2 con respecto a la fase 3 es acorde con el hecho de que, durante esta última, los derechos de emisión se distribuyeron principalmente mediante subastas. Ello implica que la mayoría de las instalaciones que no tenían suficientes derechos de emisión para cubrir sus emisiones durante la fase 3 tuvieron que cubrir sus posiciones futuras.

Retirada progresiva de las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía introducidas en respuesta a la pandemia

Charlotte Bakker, Luca Bortolussi, Mark Büssing-Lörcks, Adina-Elena Fudulache, Diana Gomes, Iskra Pavlova y Stephan Sauer¹

Las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía han desempeñado un papel esencial en la respuesta de política monetaria del BCE a la pandemia de coronavirus (COVID-19), que ha facilitado el acceso a las operaciones de crédito del Eurosistema. Las medidas

temporales en relación con los activos de garantía (resumidas en la figura A) se introdujeron en abril de 2020 para asegurar que el sector bancario pudiera ampliar su acceso a liquidez del banco central en condiciones favorables a través de las operaciones de crédito de inyección de liquidez del Eurosistema (fundamentalmente las operaciones de financiación a plazo más largo plazo con objetivo específico o TLTRO III). Estas medidas le permitían continuar cubriendo las necesidades de financiación de la economía de la zona del euro². Más concretamente, se pusieron en marcha para cumplir los tres objetivos principales siguientes, relacionados entre sí:

- **Evitar la escasez de activos de garantía admisibles:** todas las medidas se introdujeron con carácter preventivo para evitar la escasez de activos de garantía admisibles ante un aumento de la demanda de liquidez. De esta forma se facilitó a las entidades de crédito el acceso a abundante liquidez del banco central en condiciones favorables, lo que contribuyó a la adjudicación extensa de fondos en las TLTRO III, transmitiendo así el estímulo de manera fluida a la economía más amplia.
- **Añadir flexibilidad al sistema de activos de garantía:** algunas de las medidas dotaron a los bancos centrales nacionales (BCN) de flexibilidad adicional para satisfacer las necesidades de activos de garantía de las entidades de crédito nacionales, por ejemplo, permitiendo que determinados préstamos con avales públicos con arreglo a programas puestos en marcha como consecuencia del COVID-19 que no cumplían plenamente las exigencias

¹ Este recuadro se basa en exhaustivos trabajos relativos a la revisión de las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía introducidas en respuesta a la pandemia. Además de los autores citados y de expertos de los bancos centrales nacionales (BCN), también participaron con comentarios y aportaciones los siguientes colegas: M.-A. Anghel, L. Bara de La Fuente, N. Bihrer, M. Blau, G. Camba-Méndez, S. Ciummo, T. Dzaja, B. Hartung, N. Luo, M. Micuch y P. Kusmierczyk.

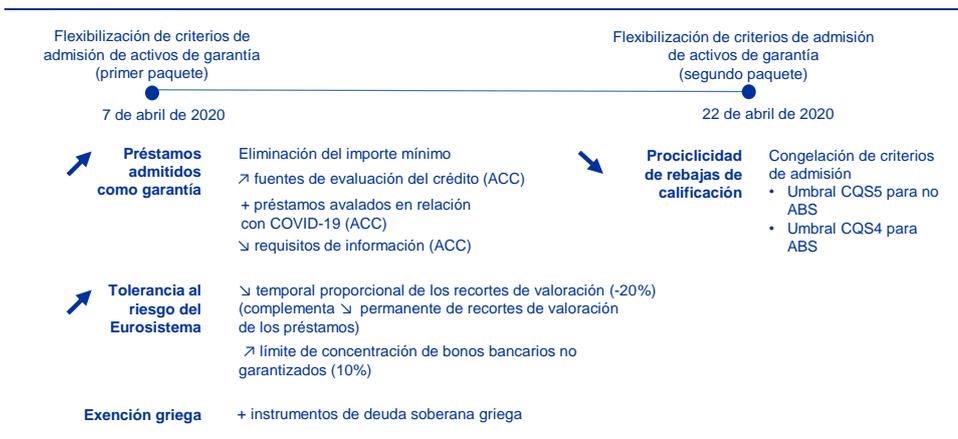
² Véanse las notas de prensa del [7 de abril de 2020](#) y del [22 de abril 2020](#) sobre la adopción inicial del paquete de medidas, y la nota de prensa del [10 de diciembre de 2020](#) sobre la ampliación de las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía hasta junio de 2022. Las medidas se describieron en el artículo del blog del BCE elaborado por Luis de Guindos e Isabel Schnabel, «[Improving funding conditions for the real economy during the COVID-19 crisis: the ECB's collateral easing measures](#)». Su importancia para apoyar las operaciones TLTRO III se puso de relieve en el recuadro 1 titulado «[TLTRO III and collateral easing measures](#)» del artículo titulado «[TLTRO III and bank lending conditions](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, septiembre de 2021.

del sistema general de activos de garantía fueran aceptados en los marcos de préstamos adicionales (ACC, por sus siglas en inglés) nacionales.

- Contrarrestar los efectos de retroalimentación procíclicos negativos:** la caída de los precios de los activos y las posibles rebajas de calificación crediticia podrían haber intensificado las tensiones sobre la disponibilidad de activos de garantía y, por tanto, haber generado incertidumbre sobre el acceso de algunas entidades a la liquidez del banco central. En consecuencia, a fin de evitar efectos de retroalimentación procíclicos y, en última instancia, salvaguardar y restablecer unas condiciones crediticias favorables para la economía real, se introdujeron diversas medidas. Entre estas figuraron el mantenimiento de la aceptación de determinados activos negociables que el 7 de abril de 2020 cumplían los requisitos mínimos de calidad crediticia, pero cuyas calificaciones crediticias se deterioraran posteriormente por debajo del nivel mínimo de calificación (la denominada *eligibility freeze* o «congelación» de los criterios de admisión), y la reducción temporal de los recortes de valoración.

Figura A

Medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía en respuesta a la pandemia de COVID-19



Fuente: Recuadro 1 titulado «TLTRO III and collateral easing measures» del artículo titulado «TLTRO III and bank lending conditions», *Boletín Económico*, número 6, BCE, septiembre de 2021.

Notas: «ACC» se refiere a préstamos adicionales; «ABS» corresponde a bonos de titulización de activos y «CQS» se refiere a la categoría de calidad crediticia definida en el sistema de evaluación del crédito del Eurosistema. Además de las medidas especificadas en la figura A, cabe señalar que algunos BCN crearon nuevos marcos de préstamos adicionales o ampliaron los existentes con aspectos que ya eran aceptables antes de la pandemia.

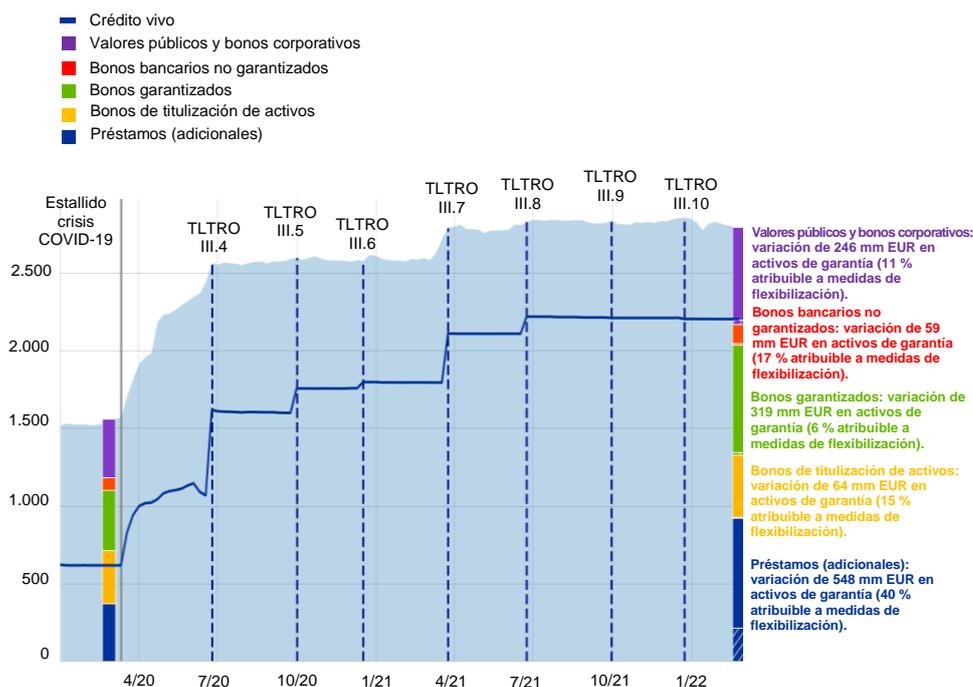
Las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía del BCE contribuyeron significativamente a aumentar el volumen de los activos de garantía admisibles. En conjunto, las estimaciones del BCE indican que, del total de 2.794 mm de euros de activos de garantía movilizados a finales de febrero de 2022, los activos de garantía atribuibles a dichas medidas ascendieron a un total de alrededor de 285 mm de euros (aproximadamente el 10 %). Esto significa que representaron en torno al 23 % del aumento total de 1.236 mm de euros que registraron las posiciones en estas garantías (gráfico A). La reducción temporal de los recortes de valoración y las ampliaciones de los tipos de préstamos en los marcos de ACC de los BCN son las medidas de flexibilización que más

contribuyeron al incremento, dado que, conjuntamente, representaron más del 90 % del efecto total.

Gráfico A

Movilización de los activos de garantía y recurso a las operaciones de crédito del Eurosistema

(mm de euros)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico de barras presenta la movilización de los activos de garantía admitidos por el Eurosistema, por categoría de activo, y los valores se muestran después de valoración y recortes. La primera observación muestra la composición de los activos de garantía antes del estallido de la pandemia, el 27 de febrero de 2020. Las áreas coloreadas de la barra de la derecha indican el valor total de los activos de garantía que obedece a las medidas de flexibilización para la respectiva categoría de activo el 24 de febrero de 2022.

Retirada progresiva en tres pasos

El 24 de marzo de 2022, el Consejo de Gobierno anunció su decisión de retirar gradualmente las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía adoptadas en respuesta a la pandemia³. La decisión reflejó

el esperado descenso de la demanda de liquidez de las entidades de crédito con el paso del tiempo, dado que las operaciones TLTRO III irán venciendo progresivamente. El BCE también valoró la eficacia de las distintas medidas desde una perspectiva del riesgo financiero, expresada en términos de la relación entre la ampliación temporal de los activos de garantía y las variaciones en la protección frente a los riesgos del Eurosistema. En particular, la reducción temporal de los recortes de valoración muestra una ratio más elevada de riesgo financiero por unidad de exposición que las demás medidas de flexibilización relativas a los activos de garantía. En la valoración también se consideró hasta qué punto seguía siendo

³ Véase la nota de prensa del 24 de marzo de 2022.

relevante la motivación concreta inicial de las medidas —por ejemplo, permitir a las entidades movilizar activos de garantía con mayor rapidez gracias a los menores requisitos de información—.

Está previsto que la retirada progresiva de las medidas se ponga en práctica en tres pasos y dé a las entidades de crédito tiempo suficiente para adaptarse a los ajustes del sistema de activos de garantía. En el primer paso, a partir del 8 de julio de 2022, el BCE rebajará a la mitad la reducción temporal de los recortes de valoración para todos los activos de garantía, desde el actual ajuste del 20 % hasta el 10 %. Con ello se irán restableciendo gradualmente los niveles de tolerancia al riesgo anteriores a la pandemia y se moderan los riesgos financieros del Eurosistema asociados a la reducción de los recortes de valoración. Esta reducción de los recortes de valoración representa aproximadamente el 40 % del valor total de los activos de garantía generado por las medidas de flexibilización de los criterios de admisión. La reversión parcial da tiempo suficiente a las entidades para que ajusten la movilización de sus activos de garantía. El BCE también retirará gradualmente un conjunto de medidas con un impacto y un alcance más limitados: i) el BCE ya no mantendrá la congelación de los criterios de admisión de los activos negociables que han experimentado una rebaja de su calificación crediticia; ii) el BCE restablecerá el límite aplicable al porcentaje máximo de instrumentos de deuda no garantizada emitidos por cualquier grupo bancario ajeno como parte del conjunto de activos de garantía de una entidad de crédito, que pasará del 10 % actual al 2,5 %; iii) el BCE retirará gradualmente la flexibilización temporal de determinados requisitos técnicos para la aceptación de préstamos adicionales, principalmente en lo relativo al pleno restablecimiento de la frecuencia de los requisitos de presentación de información individualizada sobre estos préstamos y a los requisitos de aceptación de las evaluaciones de crédito propias de las entidades resultantes de sus modelos basados en calificaciones internas.

En el segundo paso, en junio de 2023, el BCE prevé aplicar un nuevo sistema de recortes de valoración basado en su nivel de tolerancia al riesgo para operaciones de crédito previo a la pandemia, retirando por completo la reducción temporal de los recortes de valoración de los activos de garantía.

Los detalles del nuevo sistema de recortes de valoración se anunciarán a su debido tiempo y se basarán en los resultados de la próxima revisión periódica del marco de control de riesgos del BCE⁴.

En el tercer paso, en marzo de 2024, el BCE retirará, en principio, el resto de medidas de flexibilización de los criterios de admisión de los activos de garantía adoptadas con motivo de la pandemia. El Consejo de Gobierno adoptará la decisión final tras una revisión exhaustiva de los marcos de ACC en la que se tendrán en cuenta las necesidades de activos de garantía de las entidades de crédito para continuar participando en las operaciones de crédito del Eurosistema, incluidas las TLTRO III vigentes hasta diciembre de 2024. Las medidas en vigor hasta marzo de 2024 incluyen la aceptación de diversos ACC introducidos

⁴ El marco de control de riesgos y la metodología para determinar los recortes de valoración se describen en el documento titulado «[The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations](#)», BCE, julio de 2015.

durante la pandemia, en particular los préstamos avalados por los Gobiernos y por determinadas entidades del sector público. Estas medidas han contribuido significativamente a la disponibilidad de activos de garantía desde el comienzo de la pandemia. En concreto, los préstamos avalados movilizados representan alrededor del 40 % del valor total de los activos de garantía generado por las medidas de flexibilización de los criterios de admisión. Sin embargo, los BCN pueden decidir poner fin a parte o a la totalidad de su marco de ACC en una fecha anterior, por ejemplo, si el uso que se está haciendo de él es limitado.

Mantenimiento de la exención para los instrumentos de deuda soberana griega del cumplimiento del requisito de calidad crediticia mínima

El Consejo de Gobierno ha decidido seguir permitiendo que los BCN acepten como activos de garantía admisibles los instrumentos de deuda soberana griega que no cumplan los requisitos mínimos de calidad crediticia del Eurosistema, pero sí cumplan todos los demás criterios de admisibilidad de los activos de garantía aplicables. Esta decisión se mantendrá al menos mientras continúen las reinversiones en este tipo de títulos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP). El Consejo de Gobierno introdujo esta exención para utilizar instrumentos de deuda soberana griega como activos de garantía el 7 de abril de 2020, con carácter temporal y sujeto a un sistema de recortes de valoración específico, tras la inclusión de estos instrumentos en el PEPP, cuya puesta en marcha se acordó el 18 de marzo de 2020. La prolongación de la medida se basa en múltiples consideraciones adicionales, como la necesidad de seguir evitando la fragmentación del acceso a las operaciones de política monetaria del Eurosistema, lo que deterioraría el correcto funcionamiento de la transmisión de las medidas a la economía griega mientras siga recuperándose de la pandemia. Otras consideraciones incluyen el hecho de que Grecia continúa sujeta a revisiones periódicas posprograma de su situación económica y financiera y se beneficia de los fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, sujeto a la implementación con éxito de su agenda de reformas.

El marco de política monetaria del Eurosistema otorga al Consejo de Gobierno discrecionalidad para desviarse de las calificaciones de las agencias de calificación crediticia si considera que está justificado, evitando, por tanto, basarse de manera mecánica en dichas calificaciones. La discrecionalidad para evitar el uso mecánico de las calificaciones de las agencias de calificación crediticia figura en el artículo 159 de la Documentación General para la aplicación de la política monetaria del BCE⁵. Está en consonancia con el Principio III.1 de los principios para reducir la dependencia de estas agencias elaborados por el Consejo de Estabilidad Financiera⁶. Algunos ejemplos de la aplicación de esta

⁵ Véase la Orientación (UE) 2015/510 del Banco Central Europeo sobre la aplicación del marco de la política monetaria del Eurosistema (Orientación sobre la Documentación General) (BCE/2014/60) (refundición) (DO L 091 de 2.4.2015, p. 3).

⁶ Véase Consejo de Estabilidad Financiera, «Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings», octubre de 2010.

discrecionalidad con anterioridad son las exenciones de los requisitos mínimos de calidad crediticia para algunos países durante la crisis de deuda soberana de la zona del euro, o la congelación de los criterios de admisión de activos de garantía adoptada el 22 de abril de 2020, que se retirará gradualmente a partir del 8 de julio de 2022, como se ha indicado anteriormente.

Artículos

1 Los precios de la energía y el consumo privado: canales de transmisión

Niccolò Battistini, Virginia Di Nino, Maarten Dossche y Aleksandra Kolndrekaj

Introducción

El reciente aumento de los precios de la energía plantea el interrogante de hasta qué punto los hogares responderán reduciendo su consumo. Con la economía mundial en proceso de recuperación de la pandemia de coronavirus (COVID-19), los precios de muchas materias primas —entre las que se incluyen el petróleo y el gas— se han disparado durante el último año aproximadamente. Dado que la demanda de energía es inelástica a corto plazo, estas grandes subidas de precios implican una disminución significativa del poder adquisitivo de los hogares, que tendrá que absorberse a través de: i) un menor consumo de bienes no energéticos y servicios, ii) una reducción del ahorro o iii) un aumento de la renta. En este artículo se examina la medida en la que estos tres canales están influyendo en la transmisión de los incrementos de los precios de la energía al consumo agregado. Además, se analizan los efectos distributivos del encarecimiento de la energía, puesto que el impacto tiende a variar considerablemente por tipo de hogar. Teniendo en cuenta que los efectos distributivos de estos aumentos de precios podrían ser muy significativos, pueden justificar una respuesta de las políticas económicas específica, independientemente de las implicaciones macroeconómicas de estos desarrollos.

El aumento de los precios de la energía debe considerarse en el contexto de una recuperación económica excepcional, aunque también influyen otros factores. Si bien el impacto de los precios de la energía sobre el consumo se ha estudiado anteriormente, la recuperación tras la crisis del COVID-19 es atípica desde una perspectiva histórica. Hasta ahora, se ha caracterizado por un incremento de la demanda mundial de bienes de consumo duradero y no duradero, que ha dado lugar a cuellos de botella sin precedentes en la producción y el comercio, al haber acumulado los hogares unos niveles de ahorro históricos durante la pandemia¹. Además, el suministro de energía se ha visto frenado por un retraso en la producción de petróleo, así como por las tensiones geopolíticas —especialmente la reciente invasión de Ucrania por parte de Rusia— y interrupciones

¹ Véanse el recuadro titulado «Las causas de las interrupciones en las cadenas de suministro y su impacto en el sector manufacturero de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2021, y el recuadro titulado «COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: actualización», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2021.

técnicas que afectan al suministro de gas natural a los países europeos². Es importante tener en cuenta estos factores conjuntos para entender el impacto agregado que los mayores precios de la energía tendrán sobre el consumo privado y formular una respuesta de política adecuada.

Este artículo presenta nueva evidencia para la zona del euro y se estructura como sigue. En la sección 2 se describe la literatura relevante existente. En la sección 3 se aporta nueva evidencia empírica desde una perspectiva tanto agregada como desagregada. La perspectiva agregada se centra en identificar el origen de las fluctuaciones de los precios de la energía, mientras que la desagregada aborda las implicaciones distributivas más allá del impacto agregado. Cabe señalar que, para poder proporcionar una valoración oportuna de las repercusiones macroeconómicas y distributivas de los grandes cambios en los precios de la energía, tanto el análisis agregado como el desagregado se basan en datos de encuestas. En la sección 4 figuran las conclusiones y se identifican algunas implicaciones para la política económica.

Conclusiones

La reciente subida de los precios de la energía es un factor claramente negativo para la recuperación del consumo. En las primeras fases de la pandemia, a medida que las perspectivas financieras de los hogares se deterioraban, estos redujeron sus planes de consumo, principalmente en respuesta a perturbaciones contractivas de costes y, poco después, a una serie de perturbaciones de demanda negativas. Desde principios de 2021, las perturbaciones de demanda positivas se tradujeron en una mejora de la situación financiera, del consumo y del ahorro previstos por los hogares. Sin embargo, el incremento de los precios de las materias primas observado desde el verano de 2021 se considera cada vez más como un factor de deterioro de la situación financiera esperada de los hogares que, por tanto, lastra sus planes de gasto.

El aumento de los precios de la energía tiene implicaciones distributivas significativas, que requieren medidas de política fiscal específicas. El impacto de los precios de la energía sobre la renta y el gasto de los hogares depende fundamentalmente de su nivel de exposición. Los hogares con rentas bajas, con elevados niveles de exposición, tienden a experimentar dificultades financieras considerables cuando el gasto energético se incrementa inesperadamente, a lo que responden reduciendo el ahorro o retrasando los pagos. En consecuencia, es más probable que estos hogares consideren necesario que los Gobiernos mitiguen el impacto adverso del encarecimiento de la energía.

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

² Véase el recuadro titulado «[Dependencia del gas natural y riesgos para la actividad de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022.

Desigualdad económica y confianza de los ciudadanos en el Banco Central Europeo

Stephanie Bergbauer, Alessandro Giovannini y Nils Hernborg

Introducción

En la mayoría de las economías avanzadas, la desigualdad de la renta y de la riqueza ha aumentado desde principios de los años 80, aunque los datos disponibles señalan trayectorias nacionales dispares. Se ha constatado que la concentración de la riqueza y la desigualdad de la renta están creciendo en Europa continental, aunque considerablemente menos que en Estados Unidos y el Reino Unido, por ejemplo¹. Es probable que la pandemia de coronavirus (COVID-19) acentúe más las desigualdades económicas. La desigualdad de la renta podría incrementarse como consecuencia del aumento del desempleo y de la pérdida de ingresos entre los trabajadores más jóvenes, las mujeres, las personas con niveles de renta y educativos más bajos y los trabajadores temporales². Además, la subida de los precios de los activos, como los de las acciones y los bienes inmuebles, junto con los cambios en el comportamiento del consumo y del ahorro en distintos estratos de la distribución de la riqueza durante la pandemia, pueden contribuir a acrecentar la desigualdad de la riqueza³.

Los ciudadanos manifestaron su preocupación por las desigualdades económicas en el contexto de la revisión de la estrategia del BCE⁴. En el plano empírico, los estudios realizados demuestran que la política monetaria podría tener solo una incidencia limitada sobre las desigualdades económicas y que, en general, parece que su relajación ha contenido ligeramente la desigualdad económica en la zona del euro en los últimos años⁵. Al mismo tiempo, se ha constatado que la desigualdad podría influir en la transmisión de la política monetaria, lo que pone de

¹ Véanse, por ejemplo, F. Alvaredo, L. Chancel, T. Piketty, E. Saez y G. Zucman, «Global Inequality Dynamics: New Findings from WID.world», *American Economic Review*, vol. 107, n.º 5, 2017, pp. 404-409; T. Blanchet, L. Chancel y A. Gethin, «Why is Europe more equal than the United States?», *World Inequality Lab Working Papers*, n.º 2020/19, 2020; T. Piketty y E. Saez, «Inequality in the long run», *Science*, vol. 344, n.º 6186, 2014, pp. 838-843; B. Nolan y L. Valenzuela, «Inequality and its discontents», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 35, n.º 3, 2019, pp. 396-430, y G. Zucman, «Global Wealth Inequality», *Annual Review of Economics*, vol. 11, n.º 1, 2019, pp. 109-138.

² Véanse, por ejemplo, el recuadro titulado «COVID-19 and income inequality in the euro area», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021, y el artículo titulado «The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

³ Para más información, véase también I. Schnabel, «Monetary policy and inequality», discurso pronunciado en la conferencia virtual «Diversity and Inclusion in Economics, Finance, and Central Banking», 9 de noviembre de 2021.

⁴ Véanse *El BCE te escucha – Informe resumido de la evaluación intermedia*, BCE, 2021, y *El BCE te escucha – Resumen de las respuestas recibidas a través del portal «El BCE te escucha»*, BCE, 2022.

⁵ Véase el artículo titulado «Monetary policy and inequality», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021. Mientras que la evidencia sobre los efectos en la desigualdad de la renta es más concluyente, la relativa a la distribución de la riqueza no lo es tanto. Véase I. Schnabel, *op. cit.*

relieve la necesidad de entender mejor las vías por las que la desigualdad puede afectar al cumplimiento del mandato del BCE.

Un aspecto que ha recibido menos atención es de qué manera un incremento percibido de la desigualdad podría afectar a la confianza que los ciudadanos depositan en los bancos centrales, y cómo esa confianza podría incidir, a su vez, en el cumplimiento de los mandatos de dichos bancos. En el contexto europeo, se ha observado que las crecientes desigualdades económicas merman la confianza de los ciudadanos en la UE y en sus instituciones, tanto directamente como de forma indirecta a través del efecto negativo de la desigualdad sobre la confianza en las instituciones nacionales⁶. Esto puede afectar al BCE, ya que la confianza del público es importante tanto para el anclaje de las expectativas de inflación, que incrementa la eficacia de la política monetaria⁷, como para proteger a la institución de presiones políticas que podrían socavar su independencia.

En este artículo se explora la relación entre las desigualdades económicas y la confianza de los ciudadanos en el BCE y en otras instituciones europeas. A partir de datos de la nueva encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE (CES, por sus siglas en inglés) y del Eurobarómetro Standard, se analizan la relación entre distintas formas de desigualdad económica, las percepciones de la desigualdad y la confianza de los ciudadanos en el BCE y otras instituciones de la UE en la zona del euro durante el período 1999-2020 y en el contexto de la crisis del COVID-19. En la sección 2 se considera la relevancia de la desigualdad económica para la confianza en las instituciones en general, y en el BCE en particular. En la sección 3 se examinan distintas dimensiones y medidas de la desigualdad económica, así como su evolución en la zona del euro. En la sección 4 se analiza la relación entre las distintas medidas de la desigualdad económica y la confianza de los ciudadanos en el BCE y otras instituciones de la UE, como la Comisión Europea y el Parlamento Europeo. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

Conclusiones

La desigualdad de la renta y de la riqueza ha aumentado en muchas economías avanzadas en las últimas décadas y es posible que la pandemia

⁶ Véanse, por ejemplo, T. Kuhn, E. van Elsas, A. Hakhverdian y W. van der Brug, «An ever wider gap in an ever closer union: Rising inequalities and euroscepticism in 12 West European democracies, 1975-2009», *Socio-Economic Review*, vol. 14, n.º 1, 2016, pp. 27-45, y J. Lipps y D. Schraff, «Regional inequality and institutional trust in Europe», *European Journal of Political Research*, vol. 60, n.º 4, 2021, pp. 892-913. Asimismo, varios estudios han mostrado que el aumento de la desigualdad económica tiende a incrementar el apoyo político a partidos populistas, por lo que repercute en la formulación de políticas en la UE. Véase, por ejemplo, S. Guriev, «Economic Drivers of Populism», *AEA Papers and Proceedings*, vol. 108, 2018, pp. 200-203.

⁷ Unos niveles más elevados de confianza de los ciudadanos pueden ayudar a anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos en torno al objetivo de inflación, lo que asegura que las desviaciones temporales de la inflación observada con respecto al objetivo no influyen en las demandas salariales de los hogares y las decisiones de fijación de precios de las empresas. Véanse, por ejemplo, D. Christelis, D. Georgarakos, T. Jappelli y M. van Rooij, «Trust in the Central Bank and Inflation Expectations», *International Journal of Central Banking*, vol. 16, n.º 6, 2021, pp. 1-37; F. Rumler y M. T. Valderrama, «Inflation literacy and inflation expectations: Evidence from Austrian household survey data», *Economic Modelling*, vol. 87, 2020, pp. 8-23, y C. van der Cruysen y A. Samarina, «Trust in the ECB in turbulent times», *DNB Working Paper*, n.º 722, De Nederlandsche Bank, 2021.

siga ampliando las desigualdades económicas ya existentes. Hay un riesgo de que el impacto de la pandemia de COVID-19 acentúe las desigualdades económicas ya existentes, dado que algunos segmentos de la población están más expuestos al desempleo y a la pérdida de ingresos, mientras que el incremento de los precios de los activos podría ampliar la desigualdad de la riqueza.

Si bien la desigualdad económica ha cobrado mayor relevancia últimamente en la investigación académica y los debates sobre políticas, hasta la fecha se ha prestado menos atención a su relación con la confianza de los ciudadanos en los bancos centrales. La responsabilidad de corregir las desigualdades sociales recae principalmente en los Gobiernos, pero es posible que los ciudadanos también esperen que los bancos centrales actúen, y, por tanto, su actitud hacia el banco central puede verse influida por medidas objetivas y percepciones subjetivas de la desigualdad económica.

La evidencia preliminar sugiere que una mayor desigualdad de la renta, así como las percepciones asociadas, pueden afectar a la confianza de los ciudadanos en el BCE. La confianza en el BCE tiende a ser menor en los países con una desigualdad de la renta más elevada, y viceversa. Del mismo modo, a nivel regional, los ciudadanos suelen tener menos confianza en el BCE en regiones con mayores diferencias entre los grupos con rentas más altas y más bajas. Por último, a nivel individual, los ciudadanos que perciben que la desigualdad de la renta es «demasiado grande» tienden a mostrar niveles ligeramente más bajos de confianza en el BCE. Aunque su magnitud es reducida, la relación negativa es estadísticamente significativa y se mantiene cuando se controla por otros factores que podrían afectarla.

Sin embargo, parece que la desigualdad no solo afecta a las evaluaciones que los ciudadanos hacen del BCE, sino también a su valoración de las instituciones de la UE en general. Como se muestra en este artículo, la relación entre la confianza del público en el BCE y la desigualdad de la renta también se da en el caso de otras instituciones de la UE, como el Parlamento Europeo y la Comisión Europea. Esto concuerda con estudios que indican que las actitudes hacia las distintas instituciones de la UE suelen estar muy correlacionadas, lo que sugiere que posiblemente los ciudadanos evalúan el marco de la UE en su conjunto cuando se les pregunta por instituciones concretas⁸.

Las iniciativas dirigidas a que el público conozca mejor el mandato y las funciones del BCE podrían contribuir a reforzar la confianza en la institución. Lograr que la comunicación sea más accesible y abordar las preocupaciones concretas de los ciudadanos de distintas partes de la zona del euro —como el papel que desempeña el BCE en los resultados económicos— puede reforzar la confianza en la institución y, por tanto, mejorar la eficacia de sus instrumentos de política monetaria y ayudar a salvaguardar su independencia. Este esfuerzo incluye explicar de qué modo las políticas del BCE, mediante el cumplimiento de su objetivo principal de mantener la estabilidad de precios con arreglo a lo previsto por el Tratado, contribuyen a la estabilización macroeconómica y pueden incidir en la

⁸ Véase M. Ehrmann, M. Soudan y L. Stracca, *op. cit.*

desigualdad económica. De hecho, con frecuencia se considera que la inflación es uno de los «impuestos» más regresivos y, al mantener la estabilidad de precios, el BCE protege el poder adquisitivo de los hogares con ingresos más bajos, que son los más sensibles a las fluctuaciones del nivel de precios. En paralelo, como muchos bancos centrales, el BCE también continúa analizando más a fondo de qué forma afectan sus políticas a la desigualdad y la manera en que la heterogeneidad de los hogares determina la transmisión de sus políticas⁹.

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

⁹ Véase el artículo titulado «[Monetary policy and inequality](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

© Banco Central Europeo, 2022

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 13 de abril de 2022.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-22-003-ES-N (edición electrónica)