



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 5/2022



# Índice

<b>Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
Resumen	2
1 Entorno exterior	8
2 Actividad económica	13
3 Precios y costes	21
4 Evolución de los mercados financieros	28
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	32
<b>Recuadros</b>	<b>41</b>
1 Flujos comerciales con Rusia desde el comienzo de su invasión de Ucrania	41
2 Dinámica de la participación de las rentas salariales y efectos de segunda ronda sobre la inflación tras la escalada de los precios energéticos en la década de 1970 y actualmente	49
3 El ahorro de los hogares durante la pandemia de COVID-19 y las implicaciones para la recuperación del consumo	57
4 Cómo podría afectar la subida del precio del petróleo al producto potencial de la zona del euro	63
5 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	68
6 Expectativas de precios de venta entre las empresas de la zona del euro	72
7 Respuesta de la política fiscal de los países de la zona del euro a la guerra en Ucrania y su impacto macroeconómico	78
<b>Artículos</b>	<b>85</b>
1 La recuperación de la inversión empresarial en la zona del euro: determinantes, oportunidades, retos y riesgos	85
2 Garantizar la libertad de elección de pago: el acceso al efectivo en la zona del euro	87

# Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

## Resumen

En la reunión celebrada el 21 de julio de 2022, en línea con su firme compromiso con su mandato de mantener la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno decidió adoptar nuevas e importantes medidas para asegurar que la inflación vuelva a situarse en su objetivo del 2 % a medio plazo. El Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos y aprobó el Instrumento para la Protección de la Transmisión (*Transmission Protection Instrument*, TPI).

El Consejo de Gobierno consideró que era adecuado dar un primer paso en su senda de normalización de los tipos de interés oficiales más significativo de lo indicado en su reunión anterior. Esta decisión se basó en la valoración actualizada del Consejo de Gobierno de los riesgos para la inflación y tuvo en cuenta el apoyo reforzado que proporciona el TPI para la transmisión efectiva de la política monetaria. La decisión contribuirá al retorno de la inflación al objetivo a medio plazo del Consejo de Gobierno fortaleciendo el anclaje de las expectativas de inflación y asegurando el ajuste de las condiciones de demanda para la consecución de su objetivo de inflación a medio plazo.

En las próximas reuniones del Consejo de Gobierno será apropiada una normalización adicional de los tipos de interés. El paso adelantado para salir de los tipos de interés negativos acordado en la reunión de julio permite al Consejo de Gobierno una transición a un enfoque en el que las decisiones sobre los tipos de interés se adoptarán en cada reunión. La senda futura de los tipos de interés oficiales que acuerde el Consejo de Gobierno continuará dependiendo de los datos y le ayudará a cumplir su objetivo de inflación del 2 % a medio plazo. En el contexto de normalización de su política, el Consejo de Gobierno evaluará las opciones de remuneración del exceso de liquidez.

El Consejo de Gobierno consideró que el establecimiento del TPI era necesario para apoyar la transmisión efectiva de la política monetaria. En particular, mientras el Consejo de Gobierno sigue normalizando la política monetaria, el TPI asegurará la transmisión fluida de la orientación de dicha política a todos los países de la zona del euro. La unicidad de la política monetaria del Consejo de Gobierno es condición indispensable para que el BCE pueda cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios.

El TPI se sumará al conjunto de herramientas del Consejo de Gobierno y puede activarse para contrarrestar dinámicas de mercado no deseadas o desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria en el

conjunto de la zona del euro. El volumen de las compras en el marco del TPI dependería de la gravedad de los riesgos para la transmisión de la política. No se han establecido restricciones *ex ante* para las compras. Al salvaguardar el mecanismo de transmisión, el TPI permitirá al Consejo de Gobierno cumplir con mayor efectividad su mandato de mantener la estabilidad de precios.

En cualquier caso, la flexibilidad en la reinversión del principal de los valores de la cartera del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que vayan venciendo sigue siendo la primera línea de defensa para contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión relacionados con la pandemia.

## Actividad económica

La actividad económica se ha desacelerado en las principales economías avanzadas desde la última reunión del Consejo de Gobierno, celebrada en junio. En Estados Unidos, el gasto en consumo de mayo sorprendió significativamente a la baja, mientras que se siguen registrando sólidas mejoras del empleo. En general, los riesgos a la baja para las perspectivas de Estados Unidos han aumentado. Los datos de actividad del Reino Unido supusieron una sorpresa negativa, y la confianza de los consumidores disminuyó hasta su mínimo histórico. En China, el crecimiento se está recuperando después de que el país dejara atrás la última ola de la pandemia, pero sigue siendo débil. Mientras tanto, la inflación continúa incrementándose en las principales economías avanzadas, con fuertes ascensos intermensuales, y se está propagando cada vez más al sector servicios. Desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio, los precios del petróleo han descendido en torno a un 14 %, puesto que los mayores riesgos de ralentización económica contrarrestan las perturbaciones de oferta. Los precios del gas han registrado aumentos pronunciados en Europa debido a la reducción del suministro de Rusia, lo que implica un agravamiento de la perturbación energética a pesar del descenso de los precios del petróleo.

La actividad económica de la zona del euro se está desacelerando. La agresión injustificada de Rusia a Ucrania representa un lastre para el crecimiento. El impacto de la alta inflación en el poder adquisitivo, la persistencia de las restricciones de oferta y la mayor incertidumbre están teniendo un efecto moderador sobre la economía. Las empresas siguen afrontando costes más elevados y interrupciones en sus cadenas de suministro, aunque se observan señales incipientes de que algunos cuellos de botella están disminuyendo. En conjunto, estos factores están ensombreciendo considerablemente las perspectivas para la segunda mitad de 2022 y a más largo plazo.

Al mismo tiempo, la actividad económica sigue beneficiándose de la reapertura de la economía, de la fortaleza del mercado de trabajo y del apoyo de la política fiscal. La reapertura total de la economía, en particular, está apoyando el gasto en servicios. Dado que los ciudadanos están empezando a viajar de nuevo, se espera que el turismo ayude a la economía en el tercer trimestre de este año. El consumo se está

viendo respaldado por el ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia y por la fortaleza del mercado de trabajo.

La política fiscal está contribuyendo a amortiguar el impacto que está teniendo la guerra en Ucrania en los más afectados por la subida de los precios de la energía. Las medidas temporales y específicas deben estar dirigidas a limitar el riesgo de que las presiones inflacionistas aumenten. En todos los países, las políticas fiscales deben tener por objeto preservar la sostenibilidad de la deuda, así como aumentar el potencial de crecimiento de manera sostenible con el fin de impulsar la recuperación.

## Inflación

La inflación siguió avanzando hasta situarse en el 8,6 % en junio. La fuerte subida de los precios de la energía volvió a ser el factor que más contribuyó a la inflación general. Los indicadores de mercado sugieren que los precios mundiales de la energía se mantendrán en niveles elevados a corto plazo. La inflación de los alimentos también continuó aumentando y se situó en el 8,9 % en junio, como reflejo, en parte, de la importancia de Ucrania y de Rusia como productores de bienes agrícolas.

La persistencia de cuellos de botella en la oferta de bienes industriales y la recuperación de la demanda, en especial en el sector servicios, también están contribuyendo a las elevadas tasas de inflación actuales. Las presiones inflacionistas se están propagando cada vez a más sectores, en parte debido al impacto indirecto de los altos costes de la energía en toda la economía. En consecuencia, la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han seguido aumentando.

El Consejo de Gobierno espera que la inflación siga siendo más alta de lo deseado durante algún tiempo, debido a la continuación de las presiones de los precios de la energía y de los alimentos y a las presiones latentes en el proceso de formación de precios. El aumento de las presiones inflacionistas se debe también a la depreciación del tipo de cambio del euro. Pero a más largo plazo, si no se producen nuevas interrupciones, los costes de la energía deberían estabilizarse y los cuellos de botella en la oferta deberían atenuarse, lo que, junto con la normalización de la política monetaria en curso, respaldaría el retorno de la inflación al objetivo del Consejo de Gobierno.

El mercado de trabajo mantiene su fortaleza. El desempleo descendió hasta un mínimo histórico del 6,6 % en mayo. Las ofertas de empleo en muchos sectores muestran una demanda de empleo sólida. El crecimiento de los salarios, también de acuerdo con los indicadores prospectivos, ha continuado aumentando de forma gradual durante los últimos meses, aunque, en general, sigue contenido. Con el tiempo, el fortalecimiento de la economía y ciertos efectos de recuperación deberían contribuir a un crecimiento más rápido de los salarios. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, pero las revisiones recientes de algunos indicadores por encima del objetivo requieren un seguimiento continuo.

## Evaluación de riesgos

Una prolongación de la guerra en Ucrania sigue siendo una causa de riesgo significativo a la baja para el crecimiento, especialmente si el suministro de energía de Rusia se interrumpiera en tal medida que diera lugar a un racionamiento para las empresas y los hogares. Asimismo, la guerra podría empeorar adicionalmente la confianza y agravar las restricciones de oferta, al tiempo que los costes de la energía y de los alimentos podrían mantenerse en niveles más altos de lo esperado de forma persistente. Una desaceleración más rápida del crecimiento mundial supondría también un riesgo para las perspectivas de la zona del euro.

Los riesgos para las perspectivas de inflación siguen al alza y se han intensificado, particularmente a corto plazo. A medio plazo, estos riesgos incluyen un empeoramiento duradero de la capacidad de producción de la economía, unos precios de la energía y de los alimentos persistentemente altos, un aumento de las expectativas de inflación por encima del objetivo del Consejo de Gobierno y subidas salariales mayores de lo previsto. Sin embargo, un debilitamiento de la demanda a medio plazo reduciría las presiones inflacionistas.

## Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado se han mostrado volátiles debido a la pronunciada incertidumbre económica y geopolítica. Los costes de financiación bancaria han aumentado en los últimos meses, lo que se ha traducido en unos tipos de interés del crédito bancario cada vez más elevados, en particular del concedido a los hogares. Aunque el volumen del crédito bancario a los hogares continúa siendo importante, se espera que descienda en vista de la caída de la demanda. El crédito a las empresas también ha sido vigoroso ya que los altos costes de producción, la acumulación de existencias y la menor dependencia de la financiación en los mercados han creado una necesidad continua de crédito bancario. Al mismo tiempo, la demanda de préstamos con fines de inversión se ha reducido. El crecimiento monetario ha seguido moderándose debido a un descenso del ahorro líquido y de las compras de activos por parte del Eurosistema.

De acuerdo con la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de concesión aplicados a todas las categorías de préstamos se endurecieron en el segundo trimestre del año, dada la mayor preocupación de las entidades por los riesgos que afrontan sus clientes en el actual entorno de incertidumbre. Las entidades prevén que sus criterios de concesión de préstamos sigan endureciéndose en el tercer trimestre.

## Conclusión

En síntesis, la inflación sigue siendo más alta de lo deseado y se espera que se mantenga por encima del objetivo del Consejo de Gobierno durante algún tiempo. Los datos más recientes indican una ralentización del crecimiento, lo que

ensombrece las perspectivas para el segundo semestre de 2022 y a más largo plazo. Al mismo tiempo, esta ralentización se está viendo amortiguada por varios factores favorables.

En su reunión del 21 de julio de 2022, el Consejo de Gobierno decidió subir los tipos de interés oficiales del BCE y aprobó el TPI. En sus próximas reuniones será apropiada una normalización adicional de los tipos de interés. La senda futura de los tipos de interés oficiales continuará dependiendo de los datos y ayudará al Consejo de Gobierno a cumplir su objetivo de inflación del 2 % a medio plazo.

El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación se establezca en su objetivo del 2 % a medio plazo. El nuevo TPI salvaguardará la transmisión fluida de la orientación de la política monetaria al conjunto de la zona del euro a medida que el Consejo de Gobierno sigue ajustando la orientación para hacer frente a la alta inflación.

## Decisiones de política monetaria

El Consejo de Gobierno decidió elevar los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos. En consecuencia, 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 aumentarán hasta el 0,50 %, 0,75 % y 0,00 %, respectivamente, con efectos a partir del 27 de julio de 2022.

En las próximas reuniones del Consejo de Gobierno será apropiada una normalización adicional de los tipos de interés. El paso adelantado para salir de los tipos de interés negativos permite al Consejo de Gobierno una transición a un enfoque en el que las decisiones sobre los tipos de interés se adoptarán en cada reunión. La senda futura de los tipos de interés oficiales que acuerde el Consejo de Gobierno continuará dependiendo de los datos y le ayudará a cumplir su objetivo de inflación del 2 % a medio plazo.

El Consejo de Gobierno aprobó el TPI. El Consejo de Gobierno consideró que el establecimiento del TPI era necesario para apoyar la transmisión efectiva de la política monetaria<sup>1</sup>. En particular, mientras el Consejo de Gobierno sigue normalizando la política monetaria, el TPI asegurará la transmisión fluida de la orientación de dicha política a todos los países de la zona del euro. La unicidad de la política monetaria del Consejo de Gobierno es condición indispensable para que el BCE pueda cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios.

Sujeto al cumplimiento de los criterios establecidos, el Eurosistema podrá comprar en el mercado secundario valores emitidos en jurisdicciones que experimenten un deterioro de las condiciones de financiación que no esté justificado por los fundamentos económicos del país en cuestión, con el fin de contrarrestar, en la medida en que sea necesario, los riesgos para el mecanismo de transmisión de la

---

<sup>1</sup> Para más información sobre el TPI, véase la [nota de prensa](#) del BCE publicada el 21 de julio de 2022.

política monetaria. El volumen de las compras en el marco del TPI dependería de la gravedad de los riesgos para la transmisión de la política. No se han establecido restricciones *ex ante* para las compras.

El Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos (APP) que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comience a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de amplia liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria.

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

El principal de los valores de la cartera del PEPP que van venciendo se está reinvertiendo con flexibilidad con el objetivo de contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión relacionados con la pandemia. La flexibilidad en las reinversiones del PEPP seguirá siendo la primera línea de defensa para contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión relacionados 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.

El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo. El nuevo TPI aprobado por el Consejo de Gobierno salvaguardará la transmisión fluida de la orientación de su política monetaria en toda la zona del euro.



## 1 Entorno exterior

*La actividad económica se ha desacelerado en las principales economías avanzadas desde la última reunión del Consejo de Gobierno, celebrada en junio. En Estados Unidos, el gasto en consumo de mayo sorprendió significativamente a la baja, mientras que se siguen registrando sólidas mejoras del empleo. En general, los riesgos a la baja para las perspectivas de Estados Unidos han aumentado. Los datos de actividad del Reino Unido supusieron una sorpresa negativa, y la confianza de los consumidores disminuyó hasta su mínimo histórico. En China, el crecimiento se está recuperando después de que el país dejara atrás la última ola del coronavirus (COVID-19), pero sigue siendo débil. Mientras tanto, la inflación continúa incrementándose en las principales economías avanzadas, con fuertes ascensos intermensuales, y se está propagando cada vez más al sector servicios. Desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio, los precios del petróleo han descendido en torno a un 14 %, puesto que los mayores riesgos de desaceleración económica contrarrestan las perturbaciones de oferta. Los precios del gas han registrado aumentos pronunciados en Europa, lo que implica un agravamiento de la perturbación energética, a pesar del descenso de los precios del petróleo.*

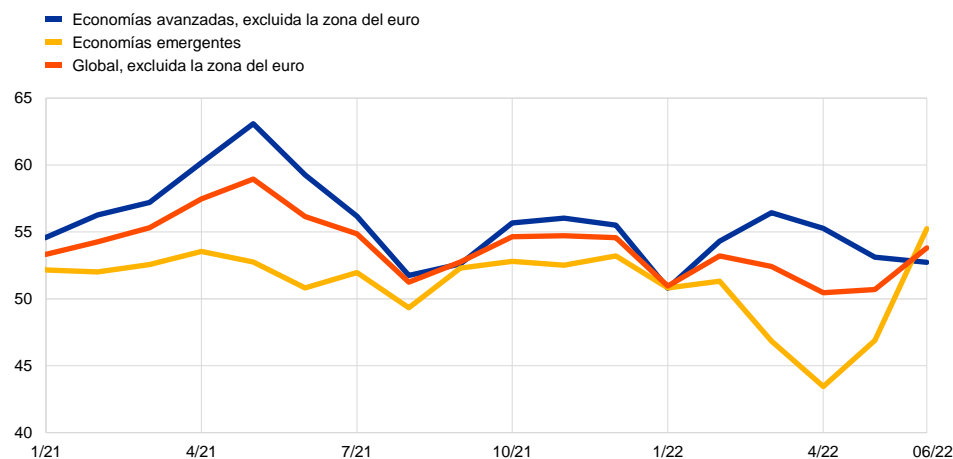
**Los datos recientes sobre la actividad económica global apuntan a una moderación del crecimiento en un contexto de inflación alta y de normalización de la política monetaria en todo el mundo.**

El índice de directores de compras (PMI) de actividad compuesto global correspondiente a las economías avanzadas (excluida la zona del euro) descendió entre abril y junio, lo que reflejó la debilidad observada en Estados Unidos y en el Reino Unido en particular. En cambio, la actividad de las economías emergentes mejoró de forma significativa en junio, principalmente debido al repunte observado en China (gráfico 1). La notable mejora que tuvo lugar en ese país en junio obedeció a la evolución positiva de la pandemia y la consiguiente retirada de muchas de las medidas de contención en mayo. Tanto el indicador de actividad global, basado en indicadores de alta frecuencia, como los datos del PMI de junio apuntan a cierto debilitamiento de la actividad, especialmente en las economías avanzadas. Aunque parte de la incertidumbre relacionada con la guerra en Ucrania está reduciéndose poco a poco, la inflación lastra la renta real disponible y la demanda agregada. Pese a que la relajación de las medidas de contención de la pandemia debería sostener el crecimiento en Asia, se espera que la actividad mundial continúe moderándose en los próximos meses. Los bancos centrales tanto de las economías avanzadas como de las emergentes están normalizando progresivamente la orientación de su política monetaria en respuesta al acusado ascenso de la inflación.

## Gráfico 1

### PMI de actividad compuesto

(Índices de difusión)



Fuentes: IHS Markit, Haver Analytics y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2022.

#### Las disrupciones en las cadenas globales de suministro han seguido remitiendo.

En la mayoría de las economías, el PMI de plazos de entrega de los proveedores volvió a aproximarse en junio a los niveles observados antes de la guerra en Ucrania, tras empeorar en abril y mayo. El PMI que mide la escasez de oferta también mejoró a escala global y las presiones inflacionistas se suavizaron en todo el mundo. Además, los datos de alta frecuencia recientes sobre la actividad del puerto de Shanghái indican que las tensiones de oferta en el sector del transporte marítimo están reduciéndose en China. Se espera que las redes de producción globales continúen experimentando mejoras a medida que se levanten las medidas de contención de la pandemia y vaya disminuyendo el impacto de la guerra en Ucrania sobre las cadenas de suministro. De cara al futuro, el descenso registrado en el PMI de precios de insumos en junio, junto con la disminución de las perturbaciones de oferta, podrían señalar unas presiones inflacionistas algo más débiles del lado de la oferta. No obstante, los problemas de suministro de alimentos esenciales (como el trigo y el maíz) y de fertilizantes provocados por la guerra persisten y están afectando a economías emergentes ya vulnerables, sobre todo en África y Oriente Próximo.

#### El comercio mundial ha vuelto a contraerse como consecuencia de la guerra Rusia-Ucrania y de las medidas de contención de la pandemia en China.

En abril, el comercio global de mercancías (excluida la zona del euro) se contrajo por tercer mes consecutivo y ha caído un 1,9 % desde enero de 2022. La herramienta del BCE de seguimiento del comercio y el índice PMI de nuevos pedidos exteriores de junio permanecen en territorio contractivo, pese a registrar cierta mejora. Sin embargo, todavía se espera que el comercio mundial de mercancías crezca de forma moderada en 2022 y 2023.

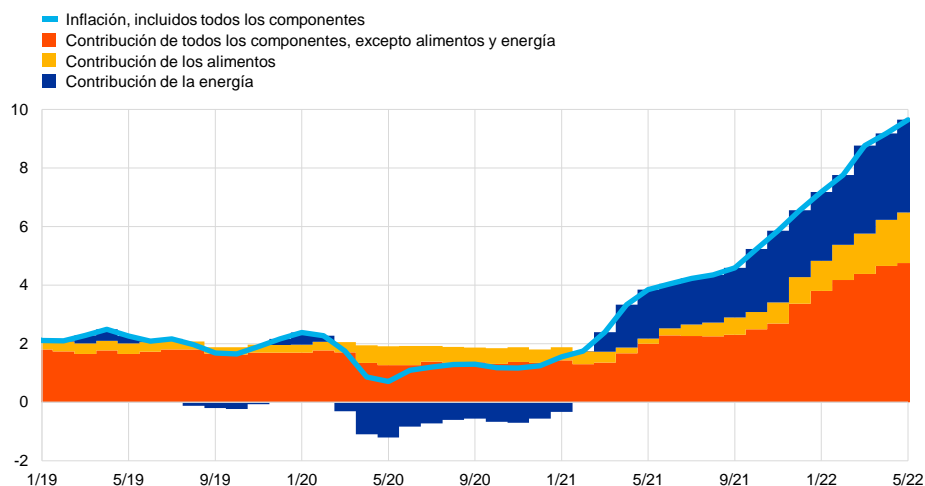
**Las presiones inflacionistas globales se están extendiendo a los servicios.** La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países de la OCDE aumentó hasta el 9,6 % en mayo (desde el 9,2 % de abril), impulsada

por la tasa de variación de los precios de la energía y los alimentos y, en menor medida, por la inflación subyacente (gráfico 2). La inflación se está extendiendo a los servicios en varias economías avanzadas como consecuencia del ascenso de los costes de los insumos y de la rotación de la demanda, que vuelve a centrarse en los servicios en detrimento de los bienes.

## Gráfico 2

### Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE, Haver Analytics y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022.

### Los precios del petróleo han descendido un 14 % desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio, ya que los mercados empezaron a descontar una desaceleración de la actividad económica real.

La reapertura gradual de la economía china y las restricciones de oferta existentes respaldaron los precios del petróleo, pero esto se vio contrarrestado por el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico. Estos factores también afectaron a los precios de otras materias primas. Tanto los precios de los metales como los de los alimentos son más bajos que antes de la invasión rusa de Ucrania. Los recientes avances en las negociaciones para establecer un corredor seguro para el transporte marítimo de cereales desde Ucrania se han traducido en un abaratamiento del trigo y del maíz desde la última reunión del Consejo de Gobierno. Los precios del gas se incrementaron de manera acusada (+119 %) a raíz de la escasez de oferta. Tras un período de caída de los precios de este combustible en Europa en un contexto de fuertes incrementos de sus existencias, el gas ha vuelto a encarecerse mucho últimamente en respuesta a una reducción de los flujos desde Rusia hasta Alemania.

### En Estados Unidos, el crecimiento económico se ralentizó de forma pronunciada en el segundo trimestre.

El gasto en consumo de mayo fue considerablemente inferior al previsto y el dato de abril se revisó a la baja. Asimismo, el índice de confianza de los consumidores de la Universidad de Michigan retrocedió en junio hasta su nivel más bajo desde que comenzó a registrarse en la década de 1950. Además, el mercado inmobiliario residencial muestra señales de desaceleración, y el número de viviendas iniciadas sorprendió a

la baja en mayo. En cambio, el mercado de trabajo sigue tensionado, y los consumidores continúan teniendo un exceso de ahorro que podría sostener el gasto en el futuro. En conjunto, los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento se han intensificado en un contexto de mayor incertidumbre. En términos nominales, la inflación general interanual medida por el IPC se incrementó hasta el 8,6 % en mayo y el 9,1 % en junio, por encima de las expectativas de los mercados. En tasas intermensuales, el IPC general avanzó hasta el 1 % en mayo y el 1,3 % en junio, situándose en niveles históricamente elevados. En lo que se refiere al riesgo de recesión, una encuesta a economistas realizada por el Wall Street Journal a finales de junio indicó una probabilidad del 44 % de que se produjera una recesión en los 12 meses siguientes.

**En China, el levantamiento de las medidas de contención del COVID-19 dio lugar a un repunte de la actividad económica en junio, pero el crecimiento subyacente continúa siendo débil y los riesgos a la baja, elevados.** A principios de junio se registró una pronunciada caída de los casos de COVID-19, por lo que volvieron a relajarse las medidas de contención. Como consecuencia, los indicadores de movilidad se aproximaron a sus niveles normales. Los datos cuantitativos mensuales sobre la actividad económica se recuperaron de manera parcial en mayo y se espera que sigan mejorando en junio, dado que el PMI de actividad compuesto registró ese mes un fuerte repunte que lo llevó a superar los niveles previos a la pandemia. De cara al futuro, se han anunciado medidas adicionales de apoyo fiscal que probablemente impulsarán el gasto en infraestructuras en el tercer trimestre. Con todo, se espera que el crecimiento del PIB de este año se mantenga significativamente por debajo del objetivo oficial del 5,5 % para 2022, lastrado, en parte, por la persistente debilidad del sector de la vivienda.

**En Japón, la inflación interanual medida por el IPC continúa por encima de la tasa objetivo establecida por el Banco de Japón.** El repunte de la inflación en abril reflejó la desaparición de los fuertes efectos base negativos relacionados con las tarifas de la telefonía móvil. En mayo, la inflación general permaneció sin cambios en el 2,5 %, sostenida por los elevados precios de la energía y los alimentos, mientras que la inflación subyacente aumentó solo ligeramente. La encuesta Tankan de junio señaló que las empresas pueden estar repercutiendo gradualmente en sus precios finales el aumento de los costes de los insumos. Pese a la creciente presión de los mercados, el Banco de Japón mantuvo su política de control de la curva de rendimientos. El grado de divergencia con los de otros bancos centrales principales incrementó las presiones depreciatorias sobre el yen, que alcanzó cotas que no se veían desde después de la crisis financiera asiática de 1997. No obstante, el Banco de Japón no ha señalado ningún cambio en la orientación de su política monetaria.

**En el Reino Unido, el ritmo de crecimiento sigue desacelerándose ante el deterioro del clima empresarial y el impacto negativo que la mayor inflación está teniendo sobre la demanda de los consumidores.** El dato mensual del PIB sorprendió a la baja en abril. Las ventas del comercio minorista también se redujeron y la confianza de los consumidores cayó hasta su mínimo histórico. La inflación general interanual medida por el IPC se incrementó hasta el 9,1 % en

mayo, y las presiones inflacionistas se han ido extendiendo al sector servicios. Los salarios reales experimentaron un pronunciado descenso y los indicadores coyunturales apuntan a un deterioro del clima empresarial. Es probable que el PIB del Reino Unido se haya contraído en el segundo trimestre.

**En Rusia, los datos recientes continúan indicando un deterioro de la situación económica.** El impacto de la guerra en la economía rusa empieza a generalizarse. En mayo, la producción industrial y las ventas del comercio minorista siguieron descendiendo, mientras que la producción de automóviles quedó prácticamente paralizada. Sin embargo, los datos del PIB del primer trimestre y los datos relativos a la cuenta corriente correspondientes al segundo trimestre pueden indicar un colapso en 2022 menos grave de lo que se preveía. La inflación general retrocedió hasta el 16 % a mediados de junio (desde el 18 % de abril y el 17 % de mayo), principalmente por la apreciación del rublo y la caída de la demanda de los consumidores. El 10 de junio, el Banco de Rusia recortó su tipo de interés oficial por cuarta vez hasta situarlo en el 9,5 % (frente al 11 % en mayo). Esto supuso el retorno al nivel fijado antes de la subida de emergencia —hasta el 20 %— aprobada en febrero a raíz de la invasión rusa de Ucrania y las consiguientes sanciones.

## 2 Actividad económica

*Después de registrar una tasa de crecimiento del 0,5 % en el primer trimestre de 2022, gracias a las contribuciones positivas de la demanda exterior neta y de las existencias, el avance del PIB real de la zona del euro en el segundo trimestre habría estado determinado por la reapertura de la economía. La reapertura ha impulsado la recuperación del consumo de servicios intensivos en contacto y el dinamismo de la actividad del sector turístico, que también es probable que respalden el crecimiento en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, la persistencia de factores adversos como la continuación de la guerra Rusia-Ucrania, la alta inflación, las disrupciones en las cadenas de suministro y el endurecimiento de las condiciones de financiación sigue lastrando el crecimiento<sup>2</sup>. Se prevé que la incertidumbre elevada, las presiones sobre los precios de las materias primas —en parte como consecuencia de la reducción del suministro de gas procedente de Rusia— y el endurecimiento de las condiciones de financiación moderen el gasto en consumo y de capital en los próximos trimestres. Además, un recorte adicional del suministro de gas de origen ruso, con la perspectiva del racionamiento de esta materia prima durante los meses de otoño y de invierno, podría debilitar considerablemente la actividad económica y provocar otras subidas de los precios de la energía. Sin embargo, el impacto de nuevas disrupciones en la oferta energética podría verse mitigado por la capacidad de resistencia del mercado de trabajo, el elevado volumen de ahorro acumulado y la adopción de medidas fiscales adicionales específicas.*

**El crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2022 habría estado determinado por la reapertura de la economía y la intensa actividad en el sector turístico, pese a la guerra en Ucrania, la alta inflación, el endurecimiento de las condiciones de financiación y la persistencia de la incertidumbre.**

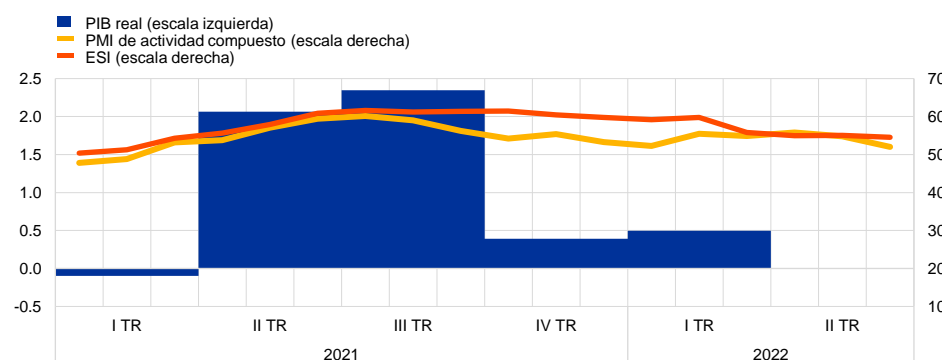
El PIB real de la zona del euro creció un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del año, gracias a las contribuciones positivas de la demanda exterior neta y de las existencias, mientras que la demanda interna se contrajo. Si se excluye Irlanda, el PIB de la zona del euro registró un avance intertrimestral del 0,3 %. En el segundo trimestre de 2022, el impacto favorable de la retirada de las restricciones relacionadas con la pandemia sobre la actividad de la zona del euro parece haberse visto contrarrestado con creces por la persistencia de factores adversos que afectaron al consumo y al gasto en inversión. Los nuevos datos disponibles respaldan estas observaciones. En los dos primeros meses del segundo trimestre, la producción industrial (excluida la construcción) alcanzó una cota ligeramente inferior a la observada en el primer trimestre, en consonancia con la contribución insignificante de las manufacturas al crecimiento. El índice de directores de compras (PMI) de actividad compuesto de la zona del euro se situó, en promedio, en 54,2 en el segundo trimestre, solo un poco por debajo del nivel

<sup>2</sup> Según la estimación de avance publicada por Eurostat el 29 de julio, el PIB real de la zona del euro creció un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2022. Esta estimación inesperadamente elevada, que no estaba disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de julio, parece sustentarse en una importante contribución de los servicios en el contexto de la reapertura económica, así como en la mayor debilidad del sector industrial.

registrado en el primero (gráfico 3). En junio, el PMI de actividad de las manufacturas indicó una contracción por primera vez desde junio de 2020, al caer por debajo de 50 (panel a del gráfico 4). Este descenso señalaba un debilitamiento de la actividad en el sector manufacturero, debido, en particular, a las fuertes disrupciones en las cadenas de suministro, a los precios elevados de las materias primas por la invasión rusa de Ucrania, y al aumento general de la incertidumbre. Además, el PMI de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas continuó descendiendo en junio, mientras que, según el PMI de plazos de entrega de proveedores, los cuellos de botella en la oferta siguieron siendo intensos ese mes, pero registraron una ligera disminución. En cambio, la actividad de los servicios se recuperó en el segundo trimestre de 2022 y se estima que continuará creciendo en el tercer trimestre. En abril, la producción en este sector se situó un 2,4 % por encima del nivel observado en el primer trimestre del año, como resultado de la rotación de la demanda de los bienes a los servicios que acompañó a la reapertura de la economía. En el segundo trimestre, el PMI de actividad de los servicios alcanzó un valor promedio de 55,6, lo que representa una leve mejora con respecto a la media del primer trimestre, pese a que en junio se moderó (panel b del gráfico 4). El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea disminuyó ligeramente en el citado mes, lo que señala una ralentización del crecimiento en el segundo trimestre (gráfico 3). Aunque la confianza empresarial mejoró en cierta medida en la industria y en los servicios, se deterioró en los sectores de comercio minorista y de la construcción. Como consecuencia de la preocupación persistente por la alta inflación en un contexto de incertidumbre elevada y de intensas disrupciones en las cadenas de suministro, la confianza de los consumidores volvió a caer en julio, hasta situarse por debajo de la observada al comienzo de la crisis del COVID-19, en abril de 2020<sup>3</sup>.

### Gráfico 3 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, Standard & Poor's Global Ratings 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 primer trimestre de 2022 para el PIB real, y a junio de 2022 para el PMI y el ESI.

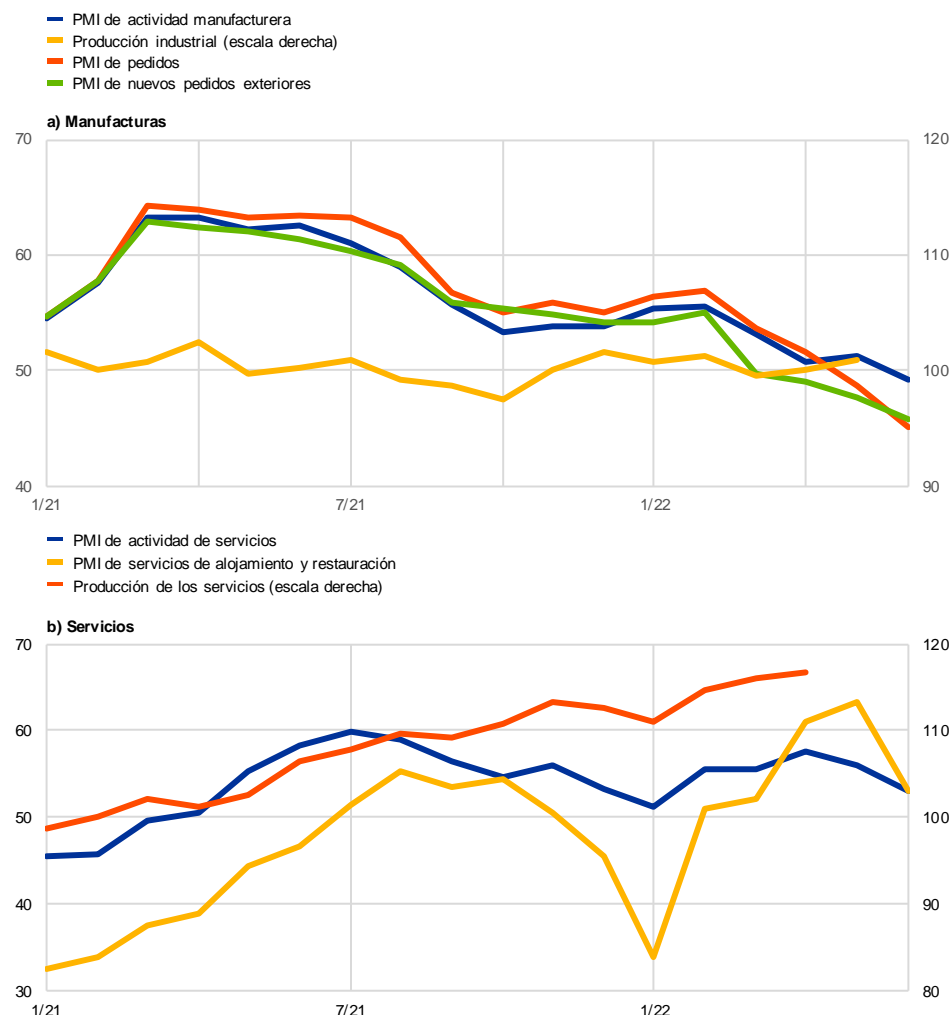
<sup>3</sup> El Flash Consumer Confidence Indicator, publicado el 20 de julio por la Comisión Europea, se situó en un nivel de -27.

**La actividad económica debería beneficiarse de la recuperación del consumo en los servicios intensivos en contacto, pero podrían persistir factores adversos.** La demanda de estos servicios se está viendo impulsada por la reapertura de la economía, que está favoreciendo al sector turístico, pero el encarecimiento de la energía y la incertidumbre elevada están lastrando la confianza de los consumidores y de las empresas. Los contactos del BCE en el sector no financiero esperan que los factores adversos actuales se vean contrarrestados, hasta cierto punto, por la reapertura de la economía, que ha estimulado la actividad de los servicios intensivos en contacto, en particular del turismo. Sin embargo, a estos contactos de las empresas, sobre todo del sector de comercio minorista, les sigue preocupando la futura evolución de la demanda, en particular tras el verano (recuadro 5). Aunque los riesgos para las perspectivas de crecimiento en los meses de otoño y de invierno son muy elevados, especialmente en un escenario de nuevos recortes de los suministros energéticos, se aprecian factores positivos que continúan sosteniendo la economía. La capacidad de resistencia del mercado de trabajo, el ahorro acumulado durante la pandemia y las medidas fiscales deberían contribuir a amortiguar el impacto del aumento de la inflación sobre la renta y el consumo. También se espera que los avances en la implementación del programa *Next Generation EU* (NGEU) impulsen la recuperación económica.



## Gráfico 4 Manufacturas y servicios

(escala izquierda: índice de difusión; escala derecha: índice, febrero de 2020 = 100)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022 para la producción industrial, a junio de 2022 para los PMI y a abril de 2022 para la producción de los servicios.

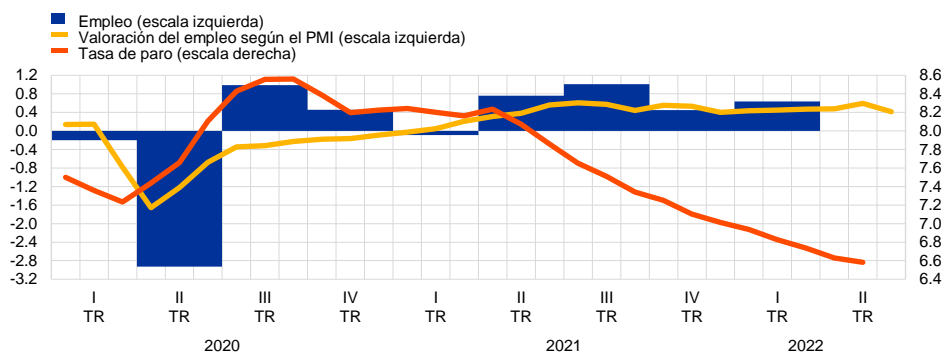
**El mercado de trabajo de la zona del euro sigue mejorando pese al impacto económico de la guerra en Ucrania.** La tasa de paro se situó en el 6,6 % en mayo de 2022, ligeramente por debajo de la de abril y unos 0,8 puntos porcentuales por debajo de la observada antes de la crisis pandémica en febrero de 2020 (gráfico 5). Se trata del menor nivel registrado desde la creación de la zona del euro, aunque conviene tener en cuenta que se sigue recurriendo a los programas de mantenimiento del empleo, si bien cada vez menos. El empleo total creció un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2022, tras registrar un avance del 0,4 % en el cuarto trimestre de 2021. Como resultado de la recuperación económica que siguió a la retirada de las restricciones relacionadas con la pandemia, el porcentaje de la población activa acogido a programas de mantenimiento del empleo se situó en el 1,1 % en marzo de 2022, frente a alrededor del 1,6 % en diciembre de 2021. Esta evolución también se refleja en el total de horas trabajadas que, pese a permanecer por debajo de los niveles prepandemia, se ha

incrementado hasta acercarse a esas cotas, sobre todo en los sectores industrial y de servicios de mercado.

### 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, Standard & Poor's Global Ratings y cálculos del BCE.

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

**Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo siguen apuntando a que el mercado laboral de la zona del euro muestra capacidad de resistencia en general.** En el segundo trimestre de 2022, el PMI compuesto de empleo se mantuvo, en líneas generales, en un nivel bastante similar al observado en el primer trimestre, lo que sugiere que el empleo volvió a crecer. Con todo, la caída registrada en junio, hasta un valor de 54,1 (1,8 puntos porcentuales menos que en mayo), indica una pérdida de dinamismo. El PMI de empleo permanece en terreno expansivo desde febrero de 2021. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, este indicador sigue apuntando a un crecimiento robusto del empleo en los servicios y las manufacturas.

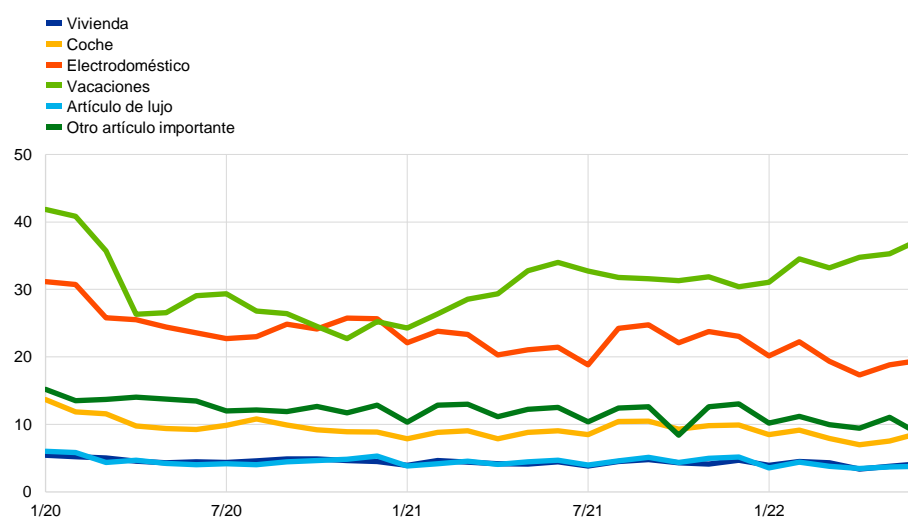
**El gasto de los hogares se está desplazando de los bienes a los servicios.** El consumo privado disminuyó un 0,4 % en el primer trimestre de 2022, y la demanda tanto de servicios como de bienes se contrajo. Es probable que el consumo de bienes por parte de los hogares haya mantenido su debilidad en el segundo trimestre, en un contexto de inflación alta, incertidumbre elevada y persistencia de cuellos de botella en las redes de producción y distribución del sector de bienes de consumo. Esta debilidad se sustenta en la evolución reciente de las ventas minoristas, que, en el período comprendido entre abril y mayo de 2022, se situaron, en promedio, un 0,8 % por debajo del nivel observado en el primer trimestre. Mientras tanto, las matriculaciones de automóviles en el segundo trimestre cayeron un 3 % con respecto al primer trimestre. La confianza de los consumidores continuó disminuyendo en el segundo trimestre y también en julio, debido a la preocupación persistente por la alta inflación y el deterioro de las expectativas económicas y financieras, en un entorno de incertidumbre elevada y de fuertes restricciones de oferta. Sin embargo, la demanda sigue recuperándose en el sector turístico. Con la retirada de las restricciones, el gasto de los hogares está retornando de los bienes a los servicios intensivos en contacto, lo que respalda la demanda a corto plazo. Los resultados de las encuestas de opinión de la Comisión Europea correspondientes a

junio sugerían que, pese a la disminución de la confianza, es probable que la demanda esperada de servicios de alojamiento, restauración y turismo y viajes favorezca el crecimiento del consumo privado, al menos durante el período estival<sup>4</sup>. Esto también se ve confirmado por la evidencia más reciente procedente de la encuesta sobre expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) del citado mes, que muestra que la prioridad de gasto de los hogares fueron las vacaciones, mientras que sus planes de realizar grandes compras (como coches y electrodomésticos) se mantuvieron contenidos (gráfico 6). Al mismo tiempo, el consumo también se está viendo apoyado, en parte, por el elevado volumen de ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia y por la continua fortaleza del mercado laboral, que está contribuyendo a sostener las rentas del trabajo en general. La tasa de ahorro de los hogares creció de forma marginal hasta situarse en el 15 % de la renta disponible en el primer trimestre de 2022, principalmente como resultado del impacto de las restricciones asociadas al COVID-19 y del aumento de la incertidumbre. De cara al futuro, es probable que el incremento del ahorro por motivos de precaución debido a la incertidumbre generada por la invasión rusa de Ucrania se compense con la utilización del ahorro por parte de los hogares para amortiguar, al menos parcialmente, los efectos negativos de la perturbación de los precios de la energía. Sin embargo, la distribución asimétrica de la capacidad de ahorro entre los hogares, las crecientes preocupaciones financieras y la incertidumbre relacionada podrían limitar la capacidad de dicho ahorro para proteger la recuperación en curso del consumo de la reciente escalada de los precios energéticos (recuadro 3).

### Gráfico 6

#### Planes de compra de los hogares para los siguientes doce meses

(porcentaje de encuestados)



Fuentes: Encuesta sobre expectativas de los consumidores y cálculos del BCE.  
Nota: La última observación corresponde a junio de 2022.

<sup>4</sup> Con todo, como muestra el panel b del gráfico 4, el PMI de servicios de alojamiento y restauración de junio señaló cierta moderación.

**La inversión empresarial habría crecido de forma contenida en el segundo trimestre de 2022.**

La inversión, excluida la construcción, disminuyó un 3,6 % en tasa intertrimestral en los tres primeros meses del año, debido a las fluctuaciones de la inversión en propiedad intelectual en Irlanda. Si se excluye ese país, la inversión de la zona del euro aumentó un 1,5 % en términos intertrimestrales, impulsada por el crecimiento en las cuatro mayores economías de la zona del euro, y gracias sobre todo al registrado en los segmentos de maquinaria y equipos no relacionados con el transporte. En el segundo trimestre, la producción industrial de bienes de equipo se recuperó parcialmente en mayo (+2,5 %, en tasa intermensual), tras registrar una caída sustancial en marzo (-3,5 %) y una contracción moderada en abril (-0,6 %). Con todo, aún se mantiene por debajo de su media del primer trimestre, lo que señala riesgos a la baja para la inversión empresarial. La evidencia procedente de las encuestas de junio apunta a un menor dinamismo, como consecuencia de la persistencia de disrupciones en las cadenas de suministro, de la incertidumbre elevada, de los altos costes de los insumos y de la ralentización de la demanda de bienes de equipo. En cuanto a las perspectivas futuras, es probable que los riesgos a la baja persistan en la segunda mitad del año. La creciente preocupación por un posible racionamiento del gas debido a la guerra de Rusia-Ucrania, junto con el endurecimiento de las condiciones de financiación y la mayor debilidad de la demanda final, probablemente reducirán también la demanda de inversión empresarial. No obstante, varios factores podrían sostener la inversión de las empresas y mitigar, en parte, las presiones a la baja: la disponibilidad de beneficios no distribuidos y de flujos de efectivo para las empresas; el continuo estímulo a la inversión a través de los desembolsos del NGEU, y las oportunidades de inversión proporcionadas por avances adicionales en las transiciones verde y digital de la economía ([artículo 1](#)).

**Es probable que el crecimiento de la inversión en vivienda se haya moderado en el segundo trimestre de 2022, lastrado por la intensificación de la incertidumbre y el debilitamiento de la demanda.**

Tras el aumento acusado de la inversión residencial en el primer trimestre de 2022, su ritmo de crecimiento se habría moderado sustancialmente en el segundo. Pese a la considerable actividad constructora en proyecto, como indica el incremento en el número de visados de obra nueva concedidos en los tres primeros meses del año, la producción del segmento de construcción de edificios en abril y mayo solo se situó un 0,1 % por encima del nivel registrado en el primer trimestre, en promedio. Los datos de las encuestas de opinión también apuntan a que la actividad se estaría moderando en un contexto de incremento de los factores adversos para la demanda. El indicador de la Comisión Europea sobre tendencias recientes de la actividad de la construcción se recuperó en junio, pero descendió en el segundo trimestre, en promedio, debido al menor apoyo de la demanda y de las condiciones financieras, así como a la escasez persistente de materiales y de mano de obra, que, no obstante, está disminuyendo. Según la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación, las expectativas de cifra de negocios a corto plazo de las empresas de construcción seguían siendo elevadas al principio del segundo trimestre, pero, cada vez en mayor medida, las compañías manifestaban su preocupación por el coste de los materiales, la captación de clientes y el acceso a la financiación. La encuesta de opinión de la Comisión Europea confirma una caída sustancial de la

demanda residencial, ya que, en el segundo trimestre, las intenciones de compra o de construcción de vivienda a corto plazo de los hogares registraron su mayor descenso en un solo trimestre, aunque se mantuvieron por encima de su media de largo plazo. En conjunto, puede que la incertidumbre elevada y el deterioro de las condiciones de financiación presionen adicionalmente a la baja la recuperación en curso de la inversión residencial.

**Las exportaciones de bienes crecieron de forma moderada en abril, pero las perspectivas a corto plazo han empeorado considerablemente.** En abril de 2022, las exportaciones nominales de bienes a países que no pertenecen a la zona del euro aumentaron con moderación, mientras que las importaciones de bienes de fuera de la zona registraron un crecimiento sustancial. El saldo de la balanza de bienes se tornó aún más deficitario a causa de la subida de los costes de las importaciones energéticas y del débil comportamiento de la actividad exportadora. Las exportaciones a Rusia continuaron disminuyendo en abril, tras reducirse a la mitad en marzo, debido al impacto de las sanciones internacionales. Los datos de alta frecuencia sobre comercio apuntan a una cierta disminución incipiente de los cuellos de botella en la oferta en el segundo trimestre con respecto al trimestre anterior, aunque las encuestas sugieren que probablemente las empresas seguirán afrontando disrupciones en sus cadenas de valor transfronterizas en el futuro próximo. Los indicadores adelantados señalan una ralentización de las exportaciones tanto de bienes como de servicios motivada por debilidades adicionales en las exportaciones de manufacturas y restricciones de capacidad en el sector turístico. El PMI de junio indica que los pedidos exteriores del sector manufacturero se adentraron más en terreno contractivo, mientras que, tras la recuperación observada en mayo, los de los servicios también volvieron a terreno contractivo. Después de registrar un fortalecimiento gradual hasta la primavera, los indicadores de turismo mostraron algunos signos de debilitamiento en junio, aunque todos ellos (salvo los vuelos) se mantuvieron por encima de los niveles previos a la pandemia.

**Los riesgos para las perspectivas económicas siguen apuntando a la baja.** Si bien los riesgos relacionados con la pandemia se mantienen contenidos a corto plazo, la guerra Rusia-Ucrania continúa representando un importante riesgo a la baja para el crecimiento. En concreto, una nueva disrupción en el suministro de energía a la zona del euro supondría una gran amenaza y podría traducirse en el racionamiento del gas para las empresas y los hogares. Asimismo, la guerra podría empeorar adicionalmente la confianza y agravar las restricciones de oferta, al tiempo que los costes de la energía y de los alimentos podrían mantenerse en niveles más altos de lo esperado de forma persistente.

### 3 Precios y costes

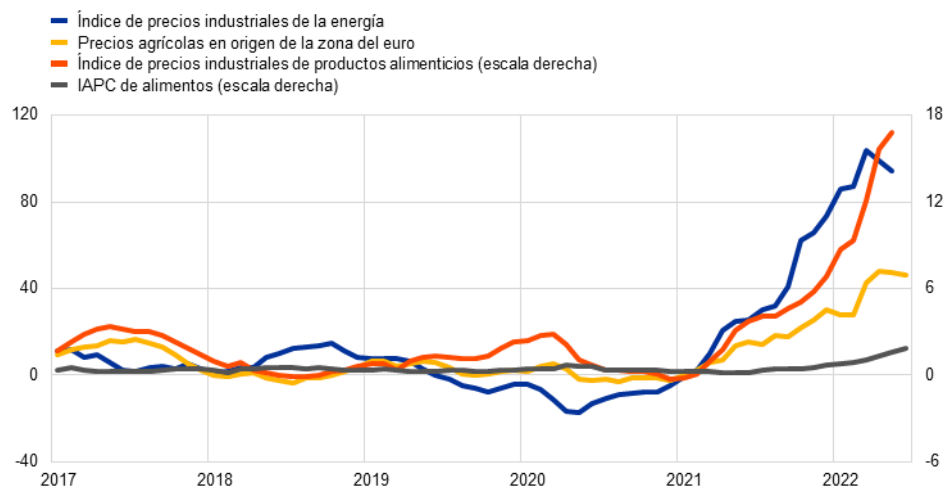
*La inflación siguió aumentando y en junio se situó en el 8,6 %. La fuerte subida de los precios de la energía volvió a ser el factor que más contribuyó a la inflación general. La inflación de los alimentos también continuó aumentando, como reflejo, en parte, de la importancia de Ucrania y de Rusia como productores de bienes agrícolas. La persistencia de cuellos de botella en la oferta de bienes industriales y la recuperación de la demanda, en especial en el sector servicios, también están contribuyendo a las elevadas tasas de inflación actuales. Las presiones inflacionistas se están propagando cada vez a más sectores, en parte debido al impacto indirecto de los altos costes de la energía en toda la economía. En consecuencia, la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han seguido aumentando. Es probable que la continuación de las presiones de los precios de la energía y de los alimentos y las presiones latentes en el proceso de formación de precios mantengan la inflación en niveles elevados durante algún tiempo. El aumento de las presiones inflacionistas se debe también a la depreciación del tipo de cambio del euro. A más largo plazo, si no se producen nuevas interrupciones, los costes de la energía deberían estabilizarse y los cuellos de botella en la oferta deberían atenuarse, lo que, junto con la normalización de la política monetaria en curso, respaldaría el retorno de la inflación al objetivo del BCE.*

**La inflación medida por el IAPC volvió a registrar un máximo histórico en junio.** El nuevo incremento —del 8,1 % en mayo al 8,6 % en junio— obedeció, principalmente, al aumento de la inflación de los alimentos. La tasa de variación interanual de los precios de consumo de la energía se incrementó solo ligeramente, aunque superó el 40 %, por lo que se mantuvo en un nivel excepcionalmente elevado y siguió representando en torno a la mitad de la inflación general. Los altos precios mayoristas del gas, del petróleo y de la electricidad, así como los elevados márgenes de refino y de distribución del combustible para transporte (particularmente del diésel), contribuyeron al alza de la inflación de la energía. La tasa de variación de los precios de los alimentos tanto elaborados como no elaborados creció de forma considerable, impulsada por los precios internacionales de las materias primas alimenticias y la subida de los precios agrícolas en origen de la zona del euro. Las presiones sobre los precios de los alimentos han reflejado cada vez más el encarecimiento de los costes de los insumos relacionados con la energía y los fertilizantes (gráfico 7).

## Gráfico 7

### Presión de los costes de los insumos energéticos y alimenticios

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

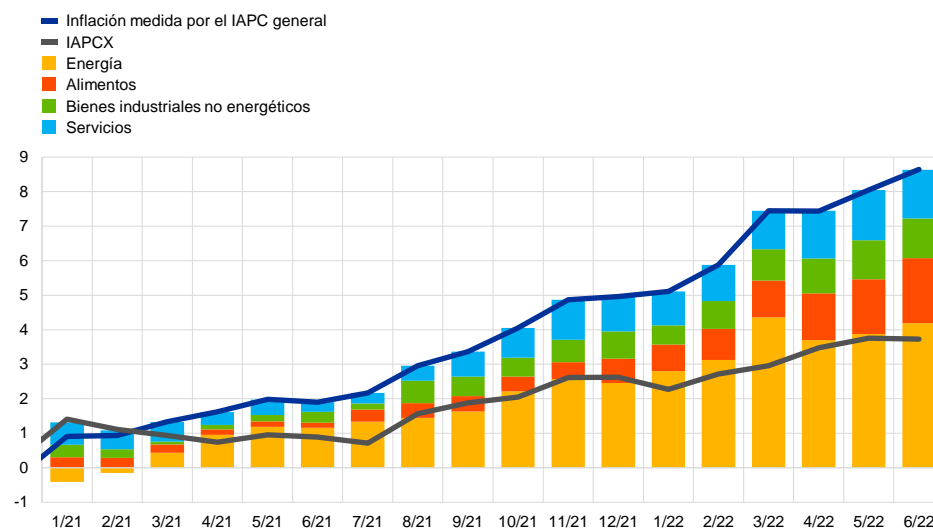
Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2022 para los precios agrícolas en origen de la zona del euro y a mayo de 2022 para los demás datos.

**La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), descendió levemente, hasta situarse en el 3,7 % en junio, debido a que el ligero incremento de la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos se vio compensado con creces por la moderación de la inflación de los servicios (gráfico 8).** También en este caso el aumento de los costes de los insumos derivado de la fuerte subida de los precios de la energía continuó siendo un factor destacado. La inflación de los bienes industriales no energéticos alcanzó un nuevo máximo, como consecuencia de la evolución de los bienes tanto duraderos como no duraderos. Una vez más, los precios de estos dos componentes se incrementaron de forma considerable en términos intermensuales, en un contexto de perturbaciones de oferta a escala mundial, que se habían intensificado en mayor medida como resultado de la guerra en Ucrania, y de los efectos indirectos de los elevados costes de la energía. La inflación de los servicios fue el único componente principal del IAPC que disminuyó, lo que reflejó, en parte, la introducción en Alemania del abono mensual de transporte público de 9 euros durante un tiempo limitado. Si se excluye el impacto de esta medida, la tasa de variación de los precios de los servicios continuó su dinámica alcista. Los principales determinantes de la inflación de los servicios siguen siendo el aumento de los costes de la energía, que afecta al transporte en particular; la acusada subida de los precios de los alimentos, que son un factor importante para los servicios de restauración, y los efectos de la reapertura, que han sido especialmente evidentes en componentes como el alojamiento.

## Gráfico 8

### 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 junio de 2022.

### En una gran variedad de indicadores de la inflación subyacente se superó el 3,5 % en junio (gráfico 9).

Algunos indicadores basados en la exclusión de componentes registraron un descenso, mientras que otros siguieron aumentando. Si bien se mantuvo en niveles elevados, la inflación medida por el IAPCX descendió ligeramente, desde el 3,8 % de mayo hasta el 3,7 % en junio. La inflación medida por el IAPCXX (que, además de la energía y los alimentos, excluye los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado) también registró un leve descenso y se situó en el 3,4 %. Por su parte, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos disminuyó hasta situarse en el 5,5 % en junio, y el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, aumentó desde el 3,9 % de mayo hasta el 4,5 % en junio. Es probable que el retroceso observado en algunos de los indicadores de la inflación subyacente se haya visto afectado por el impacto muy fuerte del abono mensual de transporte público de 9 euros en Alemania. Por último, el indicador de la inflación interna, que representa la evolución de los componentes con un menor contenido importador, ha superado el 3 %<sup>5</sup>. Al mismo tiempo, se mantiene la incertidumbre sobre el grado de persistencia de los niveles elevados de estos indicadores. Una gran parte del impulso al alza de la dinámica de la inflación subyacente puede atribuirse a los efectos indirectos de la fuerte subida de los precios de la energía y los alimentos, así como de la evolución excepcional del equilibrio entre oferta y demanda a raíz de la pandemia y la invasión rusa de Ucrania.

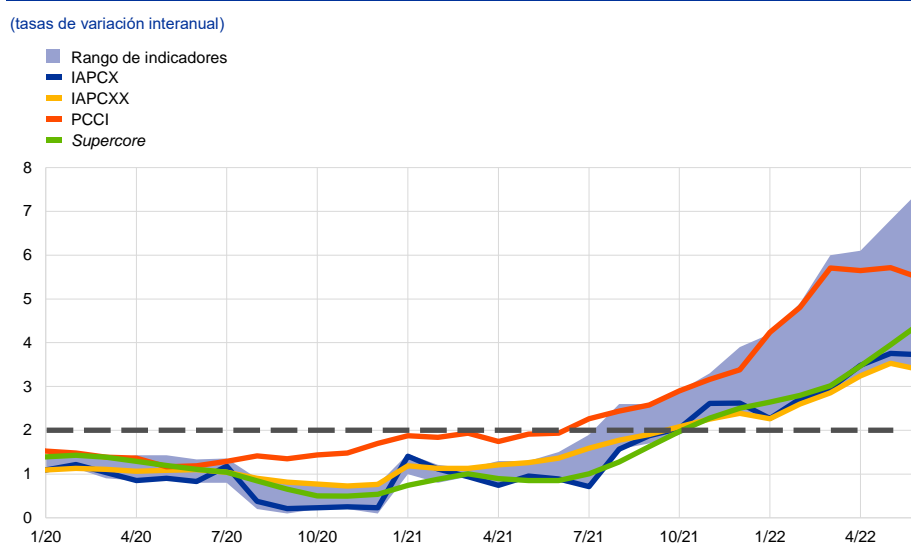
### Los últimos datos disponibles (correspondientes al primer trimestre de 2022) muestran que el crecimiento de los salarios negociados se situó en el 2,8 % en

<sup>5</sup> Véase el recuadro titulado «Un nuevo indicador de la inflación interna para la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.



**dicho trimestre.** El aumento con respecto a la tasa de crecimiento del 1,6 % registrada en el trimestre anterior se debió sobre todo a los pagos extraordinarios. Por lo que se refiere a los indicadores de los salarios reales, la tasa de crecimiento de la remuneración por hora y la de la remuneración por asalariado se situaron en el 1,2 % (frente al 1,3 % del trimestre anterior) y en el 4,5 % (3,8 % en el trimestre precedente), respectivamente. La discrepancia entre estos dos indicadores refleja las variaciones de las horas trabajadas por asalariado en respuesta a la evolución de la actividad y la desaparición gradual del impacto de los programas de mantenimiento del empleo. En adelante, la evolución de los salarios será un factor clave para la dinámica futura de la inflación subyacente.

**Gráfico 9**  
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

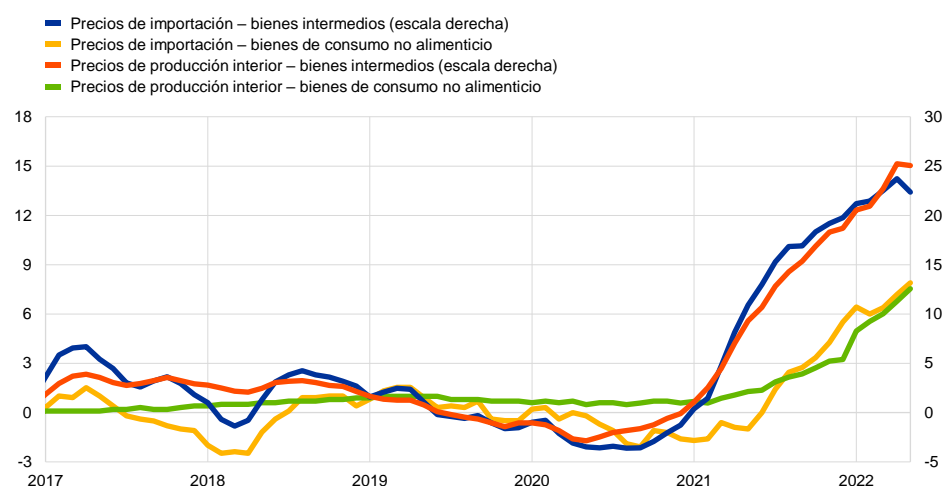
**Las presiones latentes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos han continuado creciendo en todas las fases del proceso de formación de precios (gráfico 10).**

Las presiones de los costes volvieron a registrar nuevos máximos históricos como consecuencia de las disrupciones en las cadenas de suministro, que se han intensificado otra vez a raíz de la guerra en Ucrania, y de las subidas de los precios internacionales de las materias primas, en particular de la energía, pero también de algunos metales. En las primeras fases del proceso de formación de precios de la inflación del componente de bienes industriales no energéticos del IAPC, la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores se redujo ligeramente hasta el 25 % en mayo de 2022, desde el 25,2 % del mes precedente. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes intermedios también disminuyó (22,4 % en mayo, frente al 23,7 % de abril). Asimismo, las presiones de los costes de los insumos fueron más prominentes en las fases posteriores del proceso de formación de precios, y la inflación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio

destinados a ventas interiores se elevó desde el 6,8 % en abril hasta el 7,5 % en mayo, nivel que volvió a ser excepcionalmente elevado si se compara con la tasa media interanual del 0,6 % correspondiente al período 2001-2019. La inflación de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio continuó creciendo también y alcanzó el 7,9 % en mayo. La diferencia entre la inflación de los precios de importación y la de los precios de producción interior obedece probablemente a que el euro continuó depreciándose. En conjunto, la evolución de los precios de importación y de producción de los bienes de consumo no alimenticio implica que es probable que las presiones sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC sigan siendo intensas a corto plazo. Esto también se refleja en los datos sobre las expectativas de precios de venta del sector manufacturero, que siguen siendo elevadas pese a haberse moderado en cierta medida en los dos últimos meses.

**Gráfico 10**  
Indicadores de las presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022.

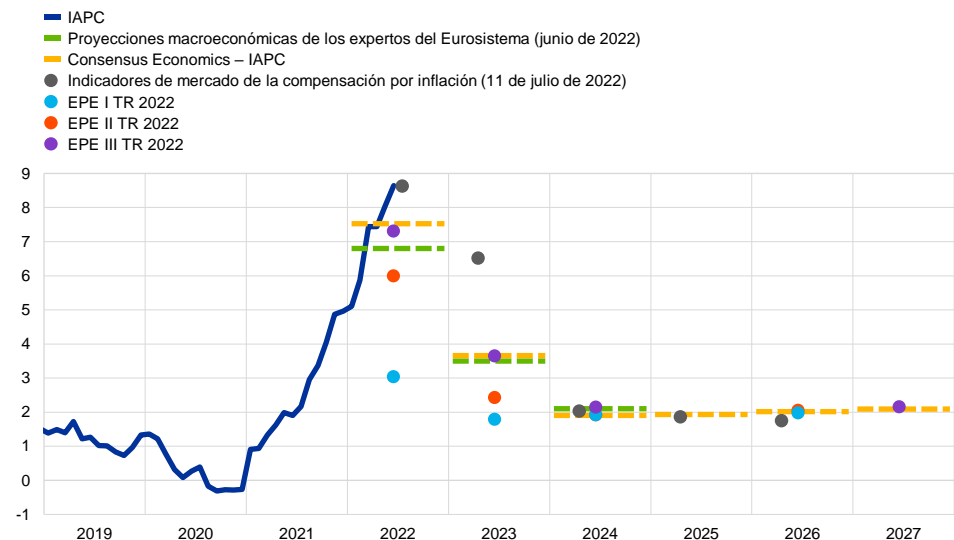
**Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo continuaron aumentando gradualmente y alcanzaron niveles próximos o ligeramente superiores al 2 %, mientras que los indicadores de mercado se redujeron de forma considerable tras la reunión del Consejo de Gobierno de junio (gráfico 11).** Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2022, las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2026) siguieron aumentando hasta situarse en el 2,2 %, mientras que las de Consensus Economics se situaron en el 2,1 %, frente al 1,9 % del trimestre anterior. Al mismo tiempo, en la EPE, la expectativa en cuanto a mediana y moda permaneció en el 2 %. En la última encuesta a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) del BCE, las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron sin variación en el 2 %. La encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE (CES, por sus siglas en inglés) también mostró que las expectativas de inflación a más largo plazo (a tres años) de los hogares aumentaron en junio, tras el ligero descenso observado en los dos meses

anteriores. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) sugieren ahora que la inflación puede retornar a niveles de alrededor del 2 % durante 2024, en lugar de a finales de 2025, como se preveía antes de la reunión. Estos indicadores empezaron a retroceder inmediatamente después de la decisión del Consejo de Gobierno de junio y siguieron disminuyendo en las semanas posteriores a la reunión, dado que se esperaba que las señales de desaceleración del crecimiento, junto con el endurecimiento de la política monetaria, redujesen las presiones inflacionistas en los próximos años. Los indicadores de la compensación por inflación a largo plazo también continuaron descendiendo en el período analizado. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años registró una caída de 18 puntos básicos y se situó en el 2,08 % el 20 de julio. Es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas de inflación reales de los participantes en el mercado, puesto que contienen primas de riesgo de inflación para compensar la incertidumbre con respecto a esta. En la actualidad, si bien se considera que buena parte de la revisión de las expectativas en estos indicadores refleja menores primas de riesgo de inflación, su elevada volatilidad sugiere que persiste un alto grado de incertidumbre en torno a las perspectivas de inflación de los participantes en el mercado.

### Gráfico 11

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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: La serie de los indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 11 de julio de 2022. La encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al tercer trimestre de 2022 se realizó entre el 1 y el 5 de julio de 2022. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones de Consensus Economics fue julio de 2022. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema fue el 24 de mayo de 2022.

**Los riesgos para las perspectivas de inflación siguen al alza y se han intensificado, particularmente a corto plazo.** A medio plazo, estos riesgos

incluyen una reducción duradera de la capacidad de producción de nuestra economía, unos precios de la energía y de los alimentos persistentemente altos, un aumento de las expectativas de inflación por encima de nuestro objetivo y subidas salariales mayores de lo previsto. Sin embargo, un debilitamiento de la demanda a medio plazo reduciría las presiones inflacionistas.

## Evolución de los mercados financieros

*Durante el período analizado (del 9 de junio al 20 de julio de 2022), los factores dominantes en la evolución de los mercados financieros fueron el impacto del endurecimiento en curso de la política monetaria en economías avanzadas y la creciente preocupación por una inminente desaceleración global. La pendiente de la curva forward del tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) mostró una elevada volatilidad. Los rendimientos soberanos a largo plazo se redujeron en un entorno de tipos de interés libres de riesgo más bajos; los diferenciales de la deuda soberana también disminuyeron, aunque exhibieron cierta volatilidad en el período considerado. Los mercados de renta variable de la zona del euro registraron pérdidas sustanciales, mientras que los diferenciales de los valores de renta fija privada se ampliaron, debido a las expectativas de endurecimiento de la política monetaria y a la mayor probabilidad de una desaceleración económica. El tipo de cambio efectivo del euro continuó depreciándose.*

**Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro mostraron una alta volatilidad en el período analizado, en un contexto de elevada incertidumbre sobre las perspectivas de inflación.** Durante dicho período, el €STR se situó, en promedio, en -58 puntos básicos, mientras que el exceso de liquidez se redujo en unos 180 mm de euros, hasta situarse en 4.437 mm de euros, como consecuencia de los reembolsos por importe de 74 mm de euros de la financiación obtenida en operaciones anteriores de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III). Al mismo tiempo, la curva *forward* de OIS (*overnight index swap*) basada en el tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) registró un desplazamiento al alza al comienzo del período considerado, debido, sobre todo, al aumento mayor de lo esperado del Índice de Precios de Consumo de Estados Unidos en mayo y al impacto del endurecimiento en curso de la política monetaria en varias economías de todo el mundo. Este incremento inicial se revirtió cuando la preocupación de los participantes en el mercado por una inminente desaceleración global pasó a un primer plano. Hacia el final del período considerado, el tipo OIS volvió a subir, después de que el Índice de Precios de Consumo de Estados Unidos registrara en junio un nuevo incremento por encima de lo esperado. En conjunto, al final del período analizado, en la curva *forward* de OIS se descontaba tímidamente una subida acumulada de unos 150 puntos básicos hasta el final de 2022 (frente a 138 puntos básicos el 9 de junio).

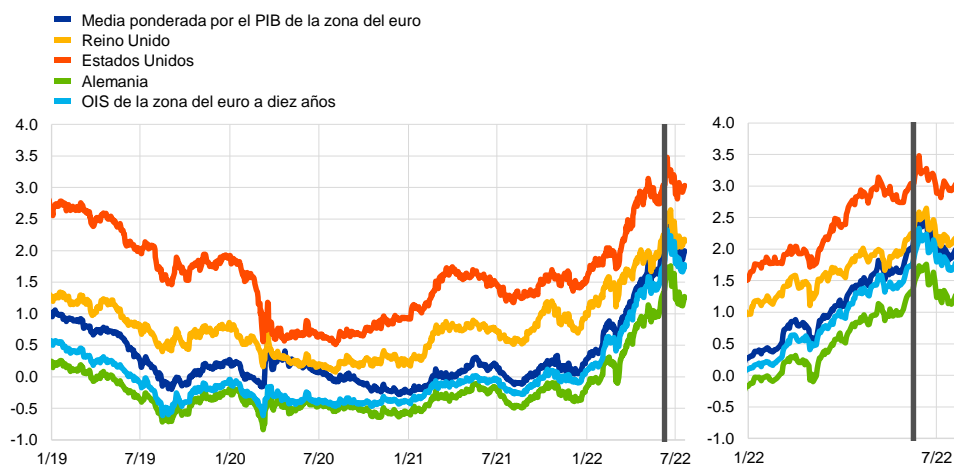
**Los rendimientos soberanos a largo plazo de la zona del euro se redujeron en un entorno de tipos de interés libres de riesgo a largo plazo más bajos y de disminución de los diferenciales de la deuda soberana (gráfico 12).** Durante el período analizado, el rendimiento medio de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el de la deuda soberana alemana al mismo plazo se redujo 17 puntos básicos y 18 puntos básicos, hasta situarse en el 1,99 % y el 1,26 %, respectivamente. Asimismo, los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido disminuyeron y se situaron en el 3,03 % y el 2,14 %, respectivamente. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la

zona del euro descendieron en torno a 11 puntos básicos y los diferenciales soberanos con respecto a los tipos de interés libres de riesgo también se redujeron, aunque mostraron cierta volatilidad durante el período de referencia. Cabe destacar que los diferenciales soberanos cayeron de forma ostensible después de que el Consejo de Gobierno anunciase el 15 de junio que actuaría con flexibilidad en la reinversión del principal de los valores del PEPP que fueran venciendo, con el fin de preservar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, y que aceleraría la finalización del diseño de un nuevo instrumento contra la fragmentación. En los últimos días del período considerado, los diferenciales soberanos de la zona del euro volvieron a situarse en niveles más elevados, en el contexto de la escalada de la crisis política en Italia. Por países, la mayor disminución de los diferenciales se observó en Grecia, donde el diferencial soberano a diez años se redujo en 55 puntos básicos durante el período analizado. La reducción de los diferenciales de la deuda soberana al mismo plazo de España y Francia fue menos pronunciada, de 1,5 puntos básicos y 4,5 puntos básicos, respectivamente. Aunque en el caso de Italia estos diferenciales también disminuyeron en 8 puntos básicos en total, su volatilidad aumentó hacia el final del período considerado como consecuencia de la crisis política interna.

### Gráfico 12

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 (9 de junio de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 20 de julio de 2022.

**Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron al acrecentarse los riesgos a la baja para las valoraciones de los bonos corporativos.** Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras con calificación de grado de inversión de la zona del euro se incrementaron en 17 puntos básicos, hasta los 87 puntos básicos, mientras que los de la deuda del sector financiero se ampliaron algo más, en 20 puntos básicos, hasta situarse en 113 puntos básicos. Las valoraciones de los mercados de bonos corporativos también disminuyeron, debido al pesimismo de los inversores sobre las perspectivas económicas. En consonancia con esta evolución, las estimaciones de

los modelos sobre los diferenciales de los valores de renta fija privada sugieren que la ampliación observada desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio probablemente refleje el mayor riesgo de impago y un nuevo deterioro de la percepción de riesgo de los inversores.

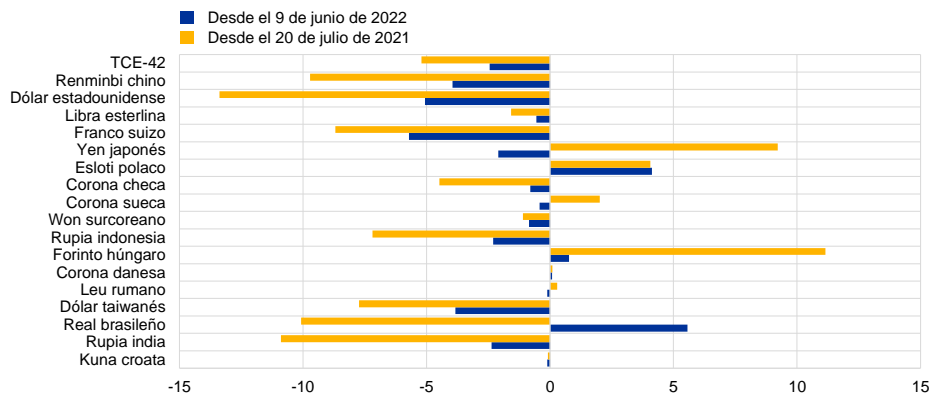
**Los mercados de renta variable de la zona del euro volvieron a registrar pérdidas, dado que el endurecimiento de la política monetaria y el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento global lastraron las cotizaciones.** Los precios de las acciones del sector bancario y de las sociedades no financieras de la zona del euro cayeron un 12,67 % y un 2,84 %, respectivamente, como resultado, sobre todo, del deterioro de la percepción de riesgo y de una nueva revisión a la baja de las expectativas de beneficios a largo plazo. Es probable que la caída más acusada de las cotizaciones bancarias obedezca al hecho de que muchas empresas europeas de gran tamaño tienen un carácter global, mientras que los bancos son mucho más sensibles a los ciclos económicos internos. Estos factores apuntan a que los participantes en el mercado perciben una mayor probabilidad de desaceleración de la economía mundial a raíz de los resultados peores de lo esperado de las últimas publicaciones de datos económicos. Además, esta percepción se ve acentuada en la zona del euro por la preocupación por las amenazas rusas de aplicar recortes adicionales en el suministro de gas. En Estados Unidos, el descenso de los precios de las acciones del sector bancario y de las sociedades no financieras fue más moderado, del 3,16 % y el 1,18 %, respectivamente.

**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 13).** Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 2,4 %. Esta evolución reflejó la pérdida de valor del euro frente al dólar estadounidense (5,1 %) —en un contexto de expectativas de un endurecimiento más rápido de la política monetaria por parte de la Reserva Federal estadounidense—, así como frente a las monedas de otras grandes economías, como el franco suizo (5,7 %), el yen japonés (2,1 %) y, en menor medida, la libra esterlina (0,6 %). El euro también se debilitó frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes, como el renminbi chino (3,9 %), pero se apreció frente al esloti polaco (4,1 %) y el forinto húngaro (0,8 %).

### Gráfico 13

#### 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 20 de julio de 2022.



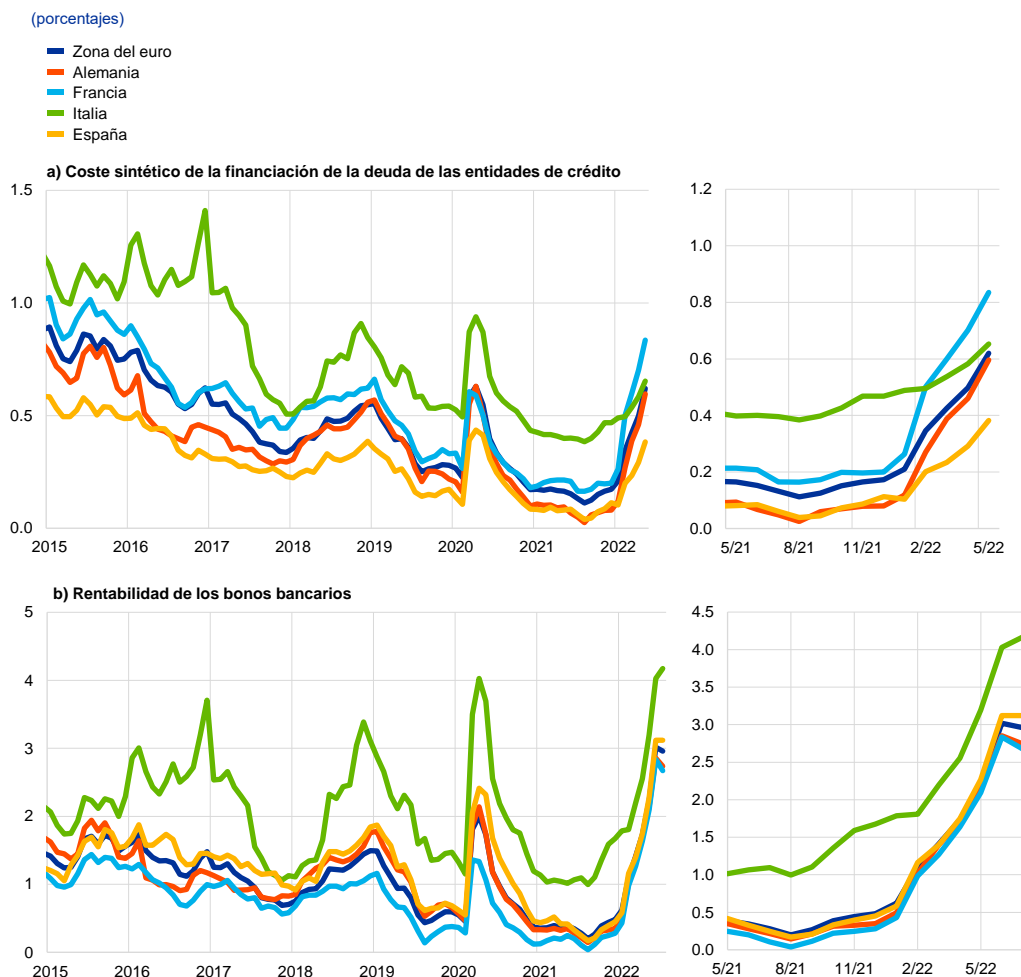
## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

*Las condiciones de financiación y de los préstamos de las entidades de crédito continuaron endureciéndose en mayo, y los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios concedidos a las empresas y a los hogares volvieron a incrementarse, reflejando la tendencia al alza de los tipos de mercado. No obstante, el crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares mantuvo su vigor. En el período comprendido entre el 9 de junio y el 20 de julio, el coste de la financiación de las sociedades no financieras mediante valores de renta fija y mediante acciones aumentó sustancialmente. Según la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los criterios de concesión aplicados a los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda se endurecieron de forma considerable en el segundo trimestre de 2022 ante la mayor preocupación de los bancos por los riesgos que afrontan sus clientes en el entorno de incertidumbre actual. La creación de dinero siguió normalizándose en mayo en un contexto de elevados precios de la energía, que han mermado la renta disponible, y de reducción de las compras de activos por parte del Eurosistema.*

**Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro continuaron incrementándose en mayo, dado que los tipos de mercado siguieron subiendo.** En mayo, el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro siguió la tendencia alcista que había comenzado en agosto de 2021 y, posteriormente, aumentó unos 50 puntos básicos (panel a del gráfico 14). Esta evolución se debió, fundamentalmente, a la mayor rentabilidad de los bonos bancarios (panel b del gráfico 14), pues los tipos de interés de los depósitos, que representan una gran parte de la financiación de los bancos de la zona del euro, han permanecido por el momento próximos a sus mínimos históricos. Las entidades de crédito siguen pudiendo aplicar tipos de interés negativos a una proporción significativa de los depósitos de las empresas y los hogares. Más recientemente, la rentabilidad de los bonos se ha estabilizado, dado que el deterioro de la percepción sobre las perspectivas económicas ha ejercido presión a la baja sobre los tipos de interés libres de riesgo.

## Gráfico 14

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 sintético 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 mayo de 2022 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 20 de julio de 2022 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

### Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares

**aumentaron de nuevo en mayo, y los tipos hipotecarios registraron la mayor variación intermensual de las dos últimas décadas.** El acusado incremento que

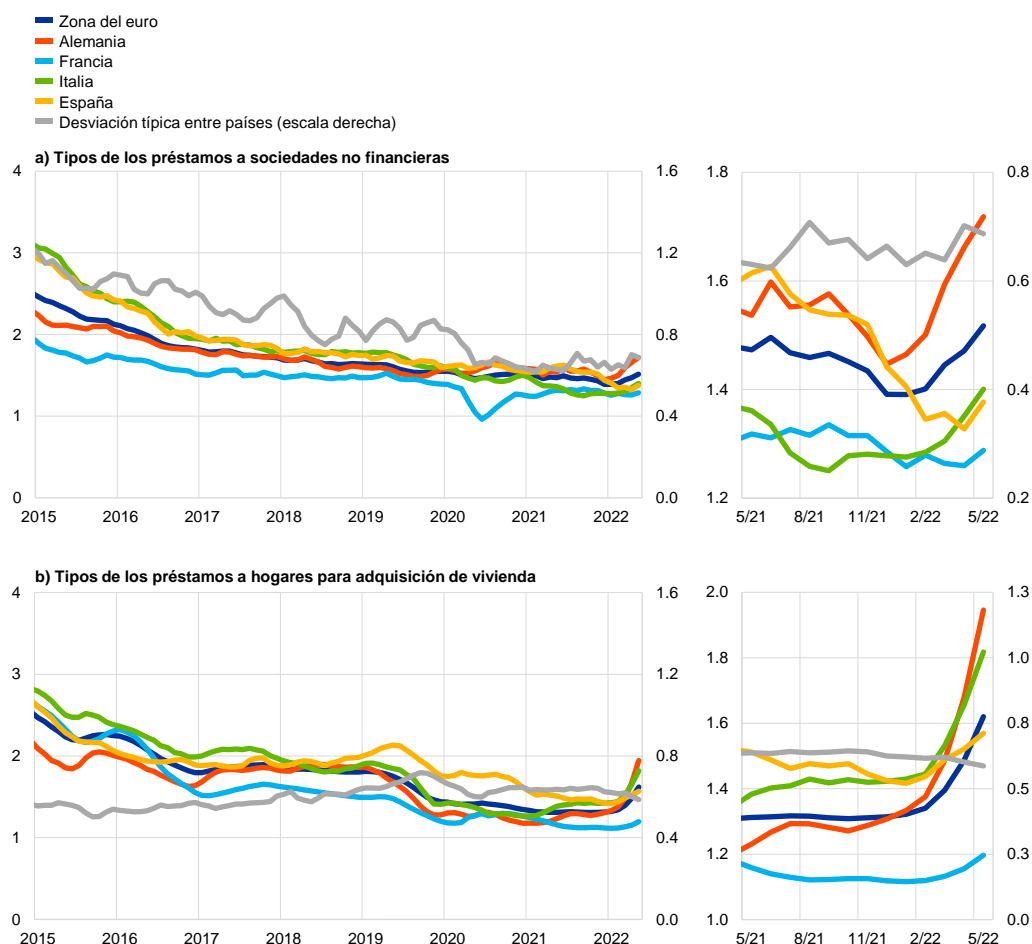
han registrado los tipos de interés libres de riesgo y los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro desde principios de 2022 ha impulsado al alza los tipos de interés de los préstamos (gráfico 15). En mayo, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda continuó acelerándose y se situó en el 1,78 %, tras un avance intermensual de 17 puntos básicos y un alza de 14 puntos básicos en abril. El tipo de interés aplicado a los préstamos a sociedades no financieras experimentó un ascenso más moderado, de 4 puntos básicos, y se situó en el 1,55 %. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros

permaneció prácticamente sin variación en los niveles prepandemia, lo que sugiere que las condiciones de la financiación bancaria para las pequeñas y medianas empresas no han empeorado en términos relativos. Además, la dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares se mantuvo contenida (paneles a y b del gráfico 15). Para los próximos meses, la evidencia disponible apunta a nuevas subidas de los tipos de interés del crédito. Así lo señala, por ejemplo, el marcado aumento de los índices de difusión. Estos índices, que se calculan a partir de microdatos, miden el número neto de entidades de crédito que están elevando los tipos de interés de los préstamos concedidos a las empresas y tienden a tener propiedades de indicador adelantado. Asimismo, las entidades siguieron endureciendo sus criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares, según se indica en la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#), lo que apunta a una contracción de la oferta de crédito en los próximos meses que puede traducirse en un aumento de los tipos de interés aplicados.

## Gráfico 15

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

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



Fuente: BCE.

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

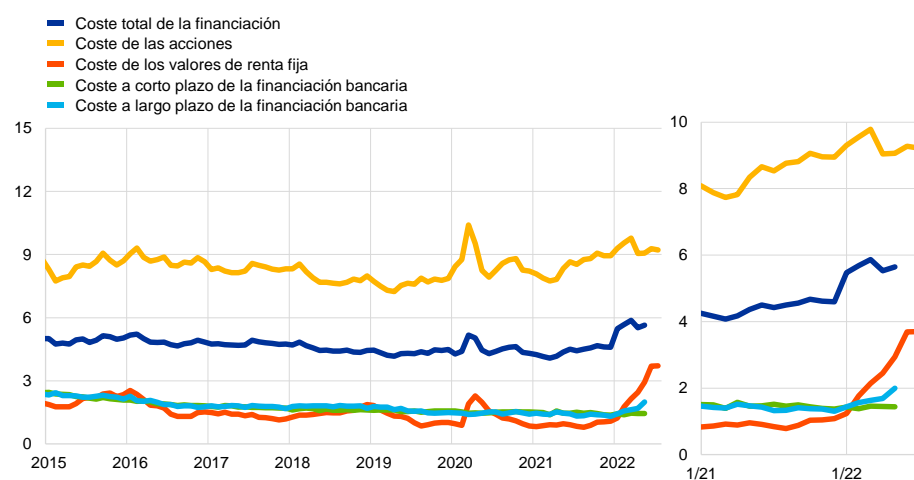
**En el período comprendido entre el 9 de junio y el 20 de julio de 2022, el coste de la financiación de las sociedades no financieras mediante valores de renta fija y mediante acciones se incrementó sustancialmente.** Debido al retraso en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, el coste total de la financiación de las sociedades no financieras —que incluye el coste de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones— solo se puede calcular hasta mayo de 2022, cuando aumentó hasta el 5,7 %, desde el 5,5 % de abril. Este aumento fue consecuencia del mayor coste de los valores de renta fija y de los préstamos bancarios a largo plazo (gráfico 16). Los datos de mayo de 2022 se acercaron al máximo registrado anteriormente en el año y se situaron muy por encima de los niveles observados en los dos años previos. En el período transcurrido desde el 9 de junio, el coste de los valores de renta fija y el de las acciones siguieron incrementándose, alrededor de 50 y de 30 puntos básicos,

respectivamente. El ligero descenso del tipo de interés libre de riesgo durante este período se vio compensado con creces por una ampliación significativa de los diferenciales de los bonos corporativos, especialmente en el segmento de alta rentabilidad. Asimismo, el aumento del coste de las acciones se debe a la mayor prima de riesgo de las acciones, dado que el deterioro de las perspectivas económicas mundiales y de la zona del euro se transmitió a la percepción de riesgos por parte de los mercados.

### Gráfico 16

#### 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.

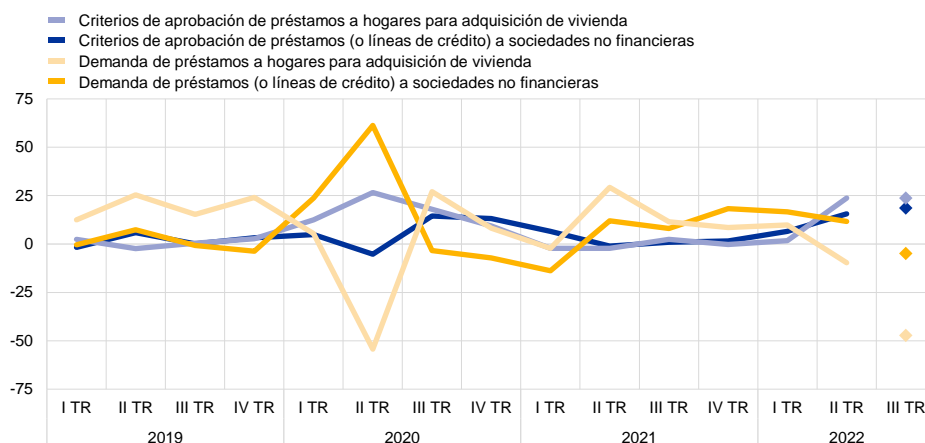
Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 20 de julio de 2022 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 15 de julio de 2022 para el coste de las acciones (datos semanales) y a mayo de 2022 para el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

**Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2022, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda se endurecieron sustancialmente en el segundo trimestre de 2022 (gráfico 17).** En un contexto de elevada incertidumbre en torno a las perspectivas económicas, de persistencia de disrupciones en las cadenas de suministro y de altos precios de la energía, los principales factores explicativos del endurecimiento de los criterios de concesión de crédito fueron la mayor percepción de riesgo y la menor tolerancia al riesgo. Dado que la orientación de la política monetaria es cada vez menos acomodaticia, las entidades de crédito de la zona del euro también señalaron que su coste de financiación y la menor disponibilidad de fondos habían contribuido al endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos. El endurecimiento de los criterios aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda fue considerablemente mayor que en el trimestre anterior y superior a la media histórica. Para el tercer trimestre de 2022, las entidades esperan que continúen endureciéndose los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda.

### Gráfico 17

#### 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 contestaron «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 respondieron que la demanda «ha aumentado considerablemente» y «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que contestaron que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» y «ha disminuido considerablemente». Los rombos indican las expectativas para el trimestre siguiente de las entidades de crédito que participaron en la última encuesta. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2022.

#### La demanda de préstamos para adquisición de vivienda disminuyó en el segundo trimestre de 2022, mientras que la demanda de préstamos por parte de las empresas continuó aumentando, aunque se espera que caiga en el tercer trimestre.

Las entidades señalaron que la demanda de préstamos por parte de las empresas estaba impulsada por las necesidades de financiación del capital circulante en un contexto de cuellos de botella en las cadenas de suministro y de incremento de los costes de los insumos. En cambio, la contribución de la demanda de préstamos para financiar la inversión en capital fijo a la demanda total de crédito de las empresas fue considerablemente negativa, lo que indica que estas podrían estar posponiendo la inversión en el entorno de incertidumbre actual. Además, las entidades declararon que la contribución positiva del nivel general de los tipos de interés a la demanda de préstamos fue más moderada que en el trimestre anterior. Señalaron que el retroceso de la demanda de crédito para adquisición de vivienda se debió a la menor confianza de los consumidores y al aumento del nivel general de los tipos de interés. Para el tercer trimestre de 2022, las entidades esperan que la demanda de préstamos a empresas disminuya y que la de crédito para adquisición de vivienda experimente un descenso más pronunciado que en el segundo trimestre.

**La encuesta también sugiere que el acceso de las entidades de crédito a la financiación mayorista se ha deteriorado.** Según las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas, el acceso a los mercados monetarios, a los de titulización y, en especial, a la financiación mediante la emisión de valores de renta fija se había deteriorado en el segundo trimestre de 2022, como consecuencia del

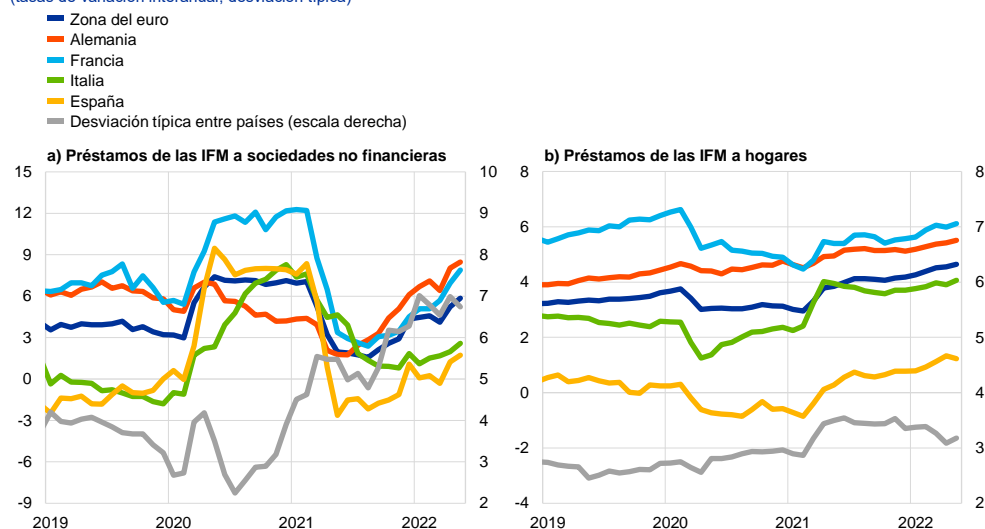
endurecimiento de las condiciones para los bancos en los mercados financieros en el contexto de la normalización de la política monetaria. En cambio, el acceso a la financiación minorista mejoró ligeramente en el mismo trimestre. Para el tercer trimestre, las entidades esperan un ligero empeoramiento del acceso a la financiación minorista y un deterioro adicional del acceso a la financiación de mercado, en particular mediante valores de renta fija.

**El crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares mantuvo su vigor.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se aceleró hasta el 5,8 % en mayo, tras el 5,2 % registrado en abril y el 4,1 % observado en marzo (panel a del gráfico 18). Esta evolución volvió a reflejar un importante efecto base, tras la reducción intermensual del volumen de crédito tanto en abril como en mayo de 2021. Los préstamos a más corto plazo contribuyeron considerablemente a dicho avance, debido a la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas de suministro y al incremento de los costes de los insumos, dos factores que intensifican la necesidad de capital circulante de las empresas. La resistencia del crecimiento de los préstamos también refleja, en cierta medida, un menor recurso a la emisión de valores de renta fija, ya que las condiciones de financiación en los mercados se endurecieron en mayor medida que las condiciones de la financiación bancaria. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo prácticamente sin variación en el 4,6 % en mayo (panel b del gráfico 18), respaldada por el vigor de los préstamos para adquisición de vivienda y por la recuperación de los préstamos para consumo, pues las oportunidades de gasto mejoraron con la reapertura de la economía. Como se indica en la [encuesta sobre las expectativas de los consumidores](#) del BCE, esta evolución podría estar relacionada también con las expectativas de los hogares de un endurecimiento del acceso al crédito y de un incremento de los costes de financiación nominales el próximo año.

## Gráfico 18

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nomenclatura 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 mayo de 2022.

### El ritmo de acumulación de depósitos continuó moderándose en mayo con respecto a los elevados niveles observados durante la pandemia (gráfico 19).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista disminuyó hasta el 7,7 % en mayo, en comparación con el 8,1 % de abril. La desaceleración se observó en los depósitos a la vista tanto de las empresas como de los hogares, dado que los mayores costes de los alimentos y de la energía han reducido los colchones de liquidez de las primeras y han limitado la capacidad para incrementar el ahorro de los segundos<sup>6</sup>. Al mismo tiempo, la elevada incertidumbre relacionada con la guerra en Ucrania y el deterioro de las perspectivas económicas continuaron respaldando la preferencia de las empresas y los hogares por la liquidez. En este contexto, las entradas de depósitos siguieron siendo cuantiosas en mayo, debido al incremento de los depósitos de los hogares. Los depósitos de las empresas y los hogares crecieron de forma dispar entre países, como consecuencia de las diferentes necesidades de liquidez y medidas nacionales de apoyo fiscal.

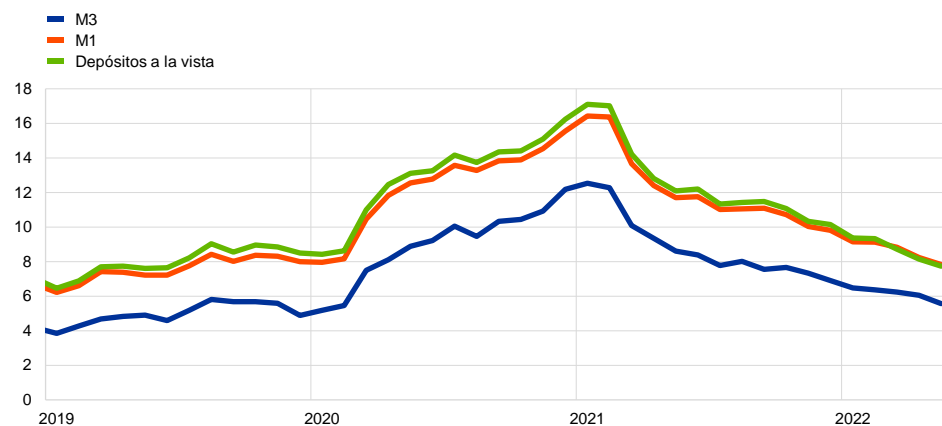
<sup>6</sup> Véase el recuadro titulado «El ahorro de los hogares durante la pandemia de COVID-19 y las implicaciones para la recuperación del consumo» en este Boletín Económico.



## Gráfico 19

### 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 mayo de 2022.

#### El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) retornó en mayo a su media de largo plazo.

La tasa de crecimiento interanual de M3 mantuvo su tendencia a la baja en mayo y descendió hasta el 5,6 % desde el 6,1 % registrado en abril (gráfico 19). Esta tasa interanual es acorde con la media registrada desde 1999, y la dinámica a más corto plazo apunta a una moderación más acusada. Por lo que se refiere a los componentes, el principal factor determinante del crecimiento de M3 continuó siendo el agregado monetario estrecho M1, como consecuencia, en gran medida, de la evolución de los depósitos a la vista. En cuanto a las contrapartidas, el crédito al sector privado siguió respaldando el crecimiento interanual de M3, mientras que la contribución positiva de las compras 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 volvió a disminuir, ya que estas compras se están reduciendo de manera gradual. Al mismo tiempo, el aumento de las salidas monetarias netas hacia el resto del mundo frenó el crecimiento monetario, debido principalmente a dos factores. Primero, el encarecimiento de los precios de la energía tuvo un efecto negativo sobre la dinámica de los depósitos y la balanza comercial de la zona del euro. Segundo, la actual incertidumbre y los diferenciales de rendimiento con varios países no pertenecientes a la zona del euro han restado atractivo a los activos de la zona del euro para los inversores internacionales.

# Recuadros

## 1 Flujos comerciales con Rusia desde el comienzo de su invasión de Ucrania

Maria Grazia Attinasi, Julia Doleschel, Rinalds Gerinovics, Vanessa Gunnella y Michele Mancini

**Las perturbaciones en la producción y el comercio de materias primas energéticas y agroalimentarias como consecuencia de la guerra han generado inquietud en torno a la seguridad del suministro global de energía y alimentos.**

Rusia es un importante exportador de materias primas energéticas y, al igual que Ucrania, también uno de los principales exportadores de materias primas agrícolas del mundo. En este recuadro, primero se hace balance de la evolución reciente de los flujos comerciales procedentes de las zonas afectadas por la guerra desde el inicio de esta. Para realizar un seguimiento de los flujos de las materias primas energéticas y agroalimentarias se utilizan datos del transporte marítimo de mercancías y de flujos de gas, que permiten evaluar los acontecimientos recientes con menor desfase que los datos comerciales facilitados por las autoridades aduaneras<sup>1</sup>. Después, se analiza la evolución de las importaciones rusas desde que estalló el conflicto. Sin embargo, como Rusia dejó de publicar datos comerciales oficiales de aduanas a partir del final de febrero de 2022, en el recuadro se examinan cifras aduaneras relativas a las exportaciones de una selección de socios comerciales de Rusia con el objetivo de aproximar las importaciones de este país. Por último, estos datos se usan para proporcionar un análisis empírico preliminar de los efectos de las sanciones sobre los flujos comerciales de Rusia.

**Las exportaciones rusas de petróleo por vía marítima se han recuperado en términos cuantitativos hasta acercarse a los niveles previos a la invasión en un contexto de descuentos históricamente elevados y cierto desvío de los flujos hacia grandes países asiáticos.** Tras la invasión de Ucrania, los envíos semanales de petróleo desde Rusia disminuyeron considerablemente (-15 %) al final de marzo de 2022 en comparación con su nivel del año anterior, afectados por las perturbaciones relacionadas con la guerra y la retirada voluntaria de algunas compañías energéticas y transportistas marítimos. Este descenso fue especialmente acusado en el caso de Estados Unidos (-60 %) y de la Unión Europea (-35 %). El precio del crudo ruso (tipo Ural) bajó al principio de la guerra y actualmente presenta un considerable descuento con relación al precio del Brent (-30 %) (gráfico A). Como consecuencia, y en un entorno de cierta volatilidad, en la primera semana de julio los flujos de petróleo se situaron cerca de su promedio de 2021 a pesar de haber caído de forma significativa en junio. El porcentaje procedente de Rusia en las importaciones totales de esta materia prima por parte de China y la India aumentó hasta el 11 % y el 14 %, respectivamente, al final de junio, desde el 6 % y el 2 %

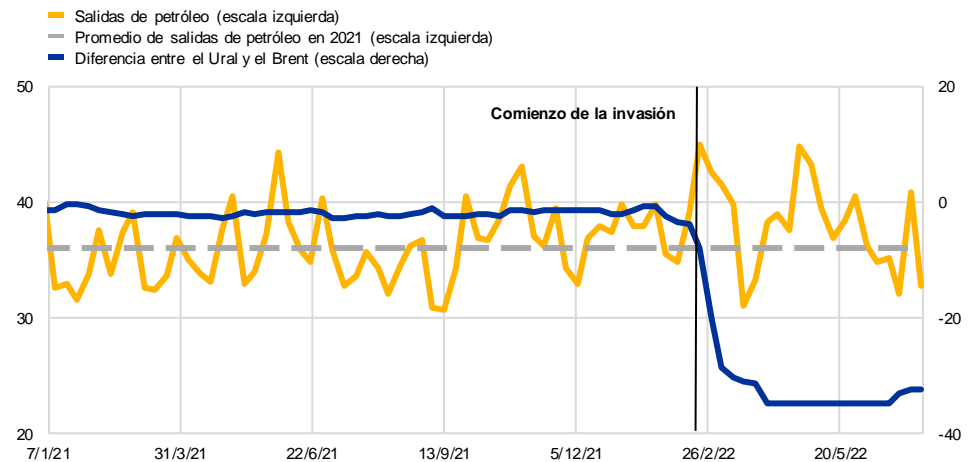
<sup>1</sup> Los datos sobre el tráfico de buques se recogen por medio de un sistema automático de identificación que registra y transmite la localización de los buques con fines de seguimiento y los facilita Refinitiv, mientras que los datos de flujos de gas los proporciona Bloomberg.

registrados antes de la guerra. En cambio, las exportaciones por mar a Estados Unidos y al Reino Unido desaparecieron poco después de que comenzara la contienda, ya que ambos países prohibieron las importaciones de petróleo de Rusia. La UE, por su parte, redujo sus importaciones de crudo ruso y está comprando más cantidades de este recurso a países del continente americano y de África (gráfico B)<sup>2</sup>.

### Gráfico A

#### Volumen de exportaciones de petróleo por vía marítima de Rusia y precios del crudo ruso en comparación con el Brent

(escala izquierda: millones de barriles por semana; escala derecha: diferencia en USD)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

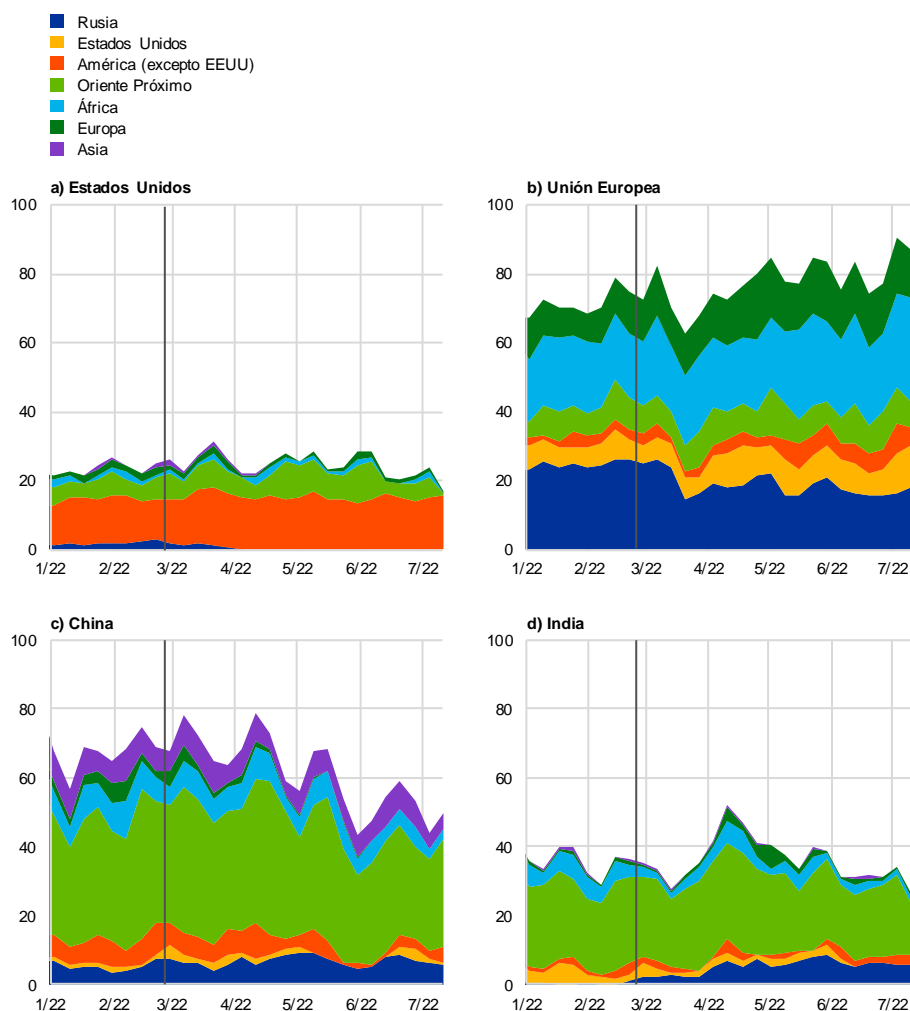
Notas: Las últimas observaciones corresponden al 15 de julio de 2022. El petróleo por vía marítima incluye el crudo y el fueloil.

<sup>2</sup> Tras el sexto paquete de sanciones impuesto por la UE, se prevé que a finales de 2022 sea plenamente efectiva la prohibición de importaciones de petróleo que afecta al 90 % de las importaciones de la UE con origen en Rusia (con una excepción temporal para el petróleo que se suministra por oleoducto). No obstante, algunas grandes empresas energéticas europeas ya habían suspendido sus operaciones y compras de crudo y productos petrolíferos tras la invasión. La UE también ha anunciado una nueva prohibición de servicios marítimos, en virtud de la cual las empresas europeas no podrán proporcionar seguros ni financiación a buques que transporten petróleo ruso, lo que dificultará las exportaciones a terceros países.

## Gráfico B

### Importaciones de petróleo por vía marítima, por origen

(millones de barriles por semana)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a la semana del 15 de julio de 2022. En el panel relativo a la Unión Europea, Europa incluye las importaciones intra-UE, pero excluye los flujos domésticos. En todos los paneles, Europa se refiere al continente europeo, excluida Rusia. El petróleo por vía marítima incluye el crudo y el fueloil.

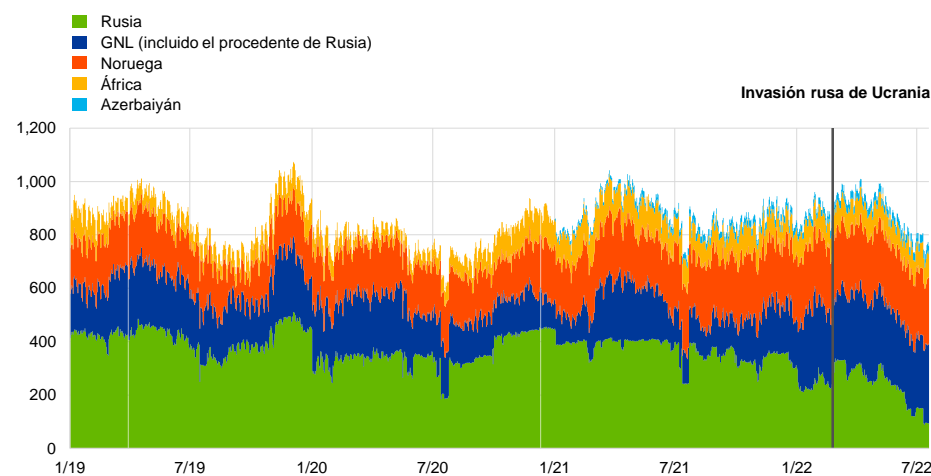
**Las exportaciones de gas ruso a la UE también se redujeron de manera significativa, y en la última semana de junio de 2022 se situaron en el 35 % de su nivel del año anterior (gráfico C).** En torno al cambio de año, los flujos de gas ruso a través de los gasoductos que discurren por Europa Central y Oriental disminuyeron sustancialmente en el contexto de las tensiones con Ucrania. Tras el comienzo de la guerra, siguieron siendo volátiles hasta que, recientemente, se cortó por completo el flujo de este combustible a Bulgaria, Dinamarca, Finlandia, Lituania, Países Bajos y Polonia y se produjeron cortes parciales del suministro o reducciones voluntarias en los casos de Austria, República Checa, Francia, Alemania, Italia y Eslovaquia. Como consecuencia, las importaciones totales de la UE de gas procedente de Rusia en la última semana de junio mostraban un

descenso del 65 % con respecto al año anterior<sup>3</sup>. El aumento de las importaciones de gas natural licuado (GNL)<sup>4</sup> y de los envíos de gas por gasoducto no procedentes de Rusia (gráfico C) compensaron parcialmente esta reducción, pero siguen existiendo riesgos para el suministro de gas a la UE<sup>5</sup>, dado que el nivel de almacenamiento de este combustible en la Unión Europea a principios de julio era inferior a la media del período 2015-2020<sup>6</sup>. En cuanto al gas ruso, se está desviando a rutas asiáticas.

### Gráfico C

#### Exportaciones de gas a la UE, por origen

(Millones de metros cúbicos al día)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al 19 de julio de 2022. El período considerado también incluye una suspensión total de los flujos de gas desde Rusia a través del gasoducto Nord Stream 1 relacionada con tareas de mantenimiento anual a partir del 14 de julio de 2022.

#### Las exportaciones por vía marítima de materias primas agrícolas con origen en Rusia disminuyeron al comienzo de la invasión, mientras que las procedentes de Ucrania han quedado paralizadas.

A escala global, Rusia y Ucrania representaron conjuntamente el 24 % de las exportaciones de trigo y el 14 % de las de maíz en 2021<sup>7</sup>. Desde que empezó la guerra, las exportaciones rusas de trigo por vía marítima han experimentado una volatilidad significativa, reflejo de las alteraciones logísticas del transporte, pero también de una contramedida de Rusia, que restringió temporalmente sus exportaciones de algunas materias primas agroalimentarias a países de la antigua Unión Soviética

<sup>3</sup> Sobre los efectos de la guerra en los mercados energéticos de la zona del euro, véase el recuadro titulado «El impacto de la guerra en Ucrania en los mercados energéticos de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

<sup>4</sup> Los datos de transporte marítimo de mercancías de Refinitiv muestran que los envíos de GNL ruso representan aproximadamente una quinta parte de las importaciones reales de GNL de la UE procedentes de fuera de la UE y que el porcentaje prácticamente no ha cambiado después del conflicto.

<sup>5</sup> Para una cuantificación de los efectos de la escasez de gas, véase A. Borin, F. P. Conteduca, E. Di Stefano, V. Gunnella, M. Mancini y L. Panon, «Quantitative assessment of the economic impact of the trade disruptions following the Russian invasion of Ukraine», *Occasional Paper Series*, Banca d'Italia, n.º 700, 2022.

<sup>6</sup> Véase «European natural gas imports», Bruegel, 20 de julio de 2022.

<sup>7</sup> Basado en datos aduaneros proporcionados por Trade Data Monitor.

pertenecientes a la Unión Económica Euroasiática para garantizar la seguridad alimentaria en la Federación Rusa<sup>8</sup>. Al final de junio, las exportaciones semanales por mar de trigo de Rusia se situaban en el 40 % del nivel del año anterior, en el contexto de una reorientación de más envíos hacia Egipto y Turquía<sup>9</sup>. Hasta hace poco, los envíos de cereales desde Ucrania han estado paralizados por el bloqueo total de los puertos del mar Negro, lo que ha agudizado la preocupación por la seguridad alimentaria global. Sin embargo, con el fin de contribuir a reducir esta presión a escala mundial, Ucrania y Rusia han llegado a un acuerdo para establecer un corredor marítimo seguro para el transporte de cereales desde puertos ucranianos que debería aliviar considerablemente la preocupación por la seguridad alimentaria de las economías emergentes<sup>10</sup>.

**La seguridad alimentaria puede estar en peligro en los países que son más dependientes de las exportaciones de alimentos de Rusia y de Ucrania, dada su capacidad limitada para diversificar los proveedores en el corto plazo.** Los datos de aduanas disponibles sobre comercio en términos nominales relativos a las importaciones globales de productos agroalimenticios (fertilizantes, soja, maíz y trigo) indican que existe cierta heterogeneidad entre países y regiones en cuanto a su exposición a las importaciones procedentes de Rusia y Ucrania (gráfico D). Las economías emergentes, en particular las de Asia central y de África, se encuentran entre las que presentan una mayor dependencia del suministro de cereales de Rusia y Ucrania. Además, un índice de diversificación del mercado de exportación sugiere que una mayor exposición a las importaciones suele estar asociada con una elevada concentración de los exportadores, lo que significa que la capacidad de estos países para encontrar proveedores alternativos podría estar limitada en el corto plazo<sup>11</sup>. La prohibición anunciada recientemente de las exportaciones de trigo de la India, el segundo mayor productor de este cereal del mundo, puede agravar en mayor medida la situación global del abastecimiento de alimentos, que ya se ha visto reducido por la guerra<sup>12</sup>. Aunque la prohibición india no afecta de manera sustancial a las importaciones de la zona del euro, sí contribuye al ascenso —hasta máximos históricos— de los precios del trigo a escala mundial<sup>13</sup>.

---

<sup>8</sup> Véanse «[Russia temporarily bans grain exports to ex-Soviet countries](#)», Reuters, 14 de marzo de 2022, y «[Russian Federation bans exports of wheat, maize and other cereals to Armenia, Kazakhstan and Kyrgyzstan until 30 June 2022](#)», Food Price Monitoring and Analysis, 15 de marzo de 2022.

<sup>9</sup> Sin embargo, se espera que las condiciones meteorológicas favorables para la actual cosecha den lugar a un incremento de los envíos de cereales.

<sup>10</sup> Véase «[Russia and Ukraine sign grain deal to avert global food crisis](#)», Financial Times, 22 de julio de 2022.

<sup>11</sup> El elevado precio de los fertilizantes puede poner en peligro la seguridad alimentaria al afectar a la producción agrícola en 2022 y 2023. La invasión rusa de Ucrania no ha hecho más que acentuar las limitaciones existentes en el suministro de fertilizantes, cuyos precios empezaron a subir ya en 2021 ante el encarecimiento de la energía. Véase «[Impacts and Repercussions of Price Increases on the Global Fertilizer Market](#)», USDA Foreign Agricultural Service, 30 de junio de 2022.

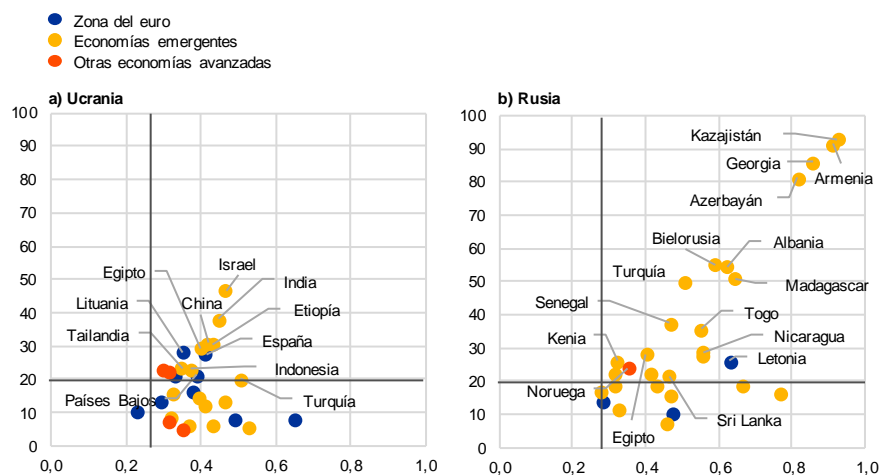
<sup>12</sup> Véase «[India Bans Wheat Exports Due to Domestic Supply Concerns](#)», USDA Foreign Agricultural Service, 19 de mayo de 2022.

<sup>13</sup> Véase el recuadro titulado «[El mercado aumento de la inflación de los alimentos en la zona del euro y el impacto de la guerra Rusia-Ucrania](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

## Gráfico D

### Concentración del mercado de cereales y dependencia importadora

(eje de ordenadas: porcentaje de las importaciones procedentes de Ucrania y Rusia; eje de abscisas: índice de Herfindahl-Hirschman, 2021)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

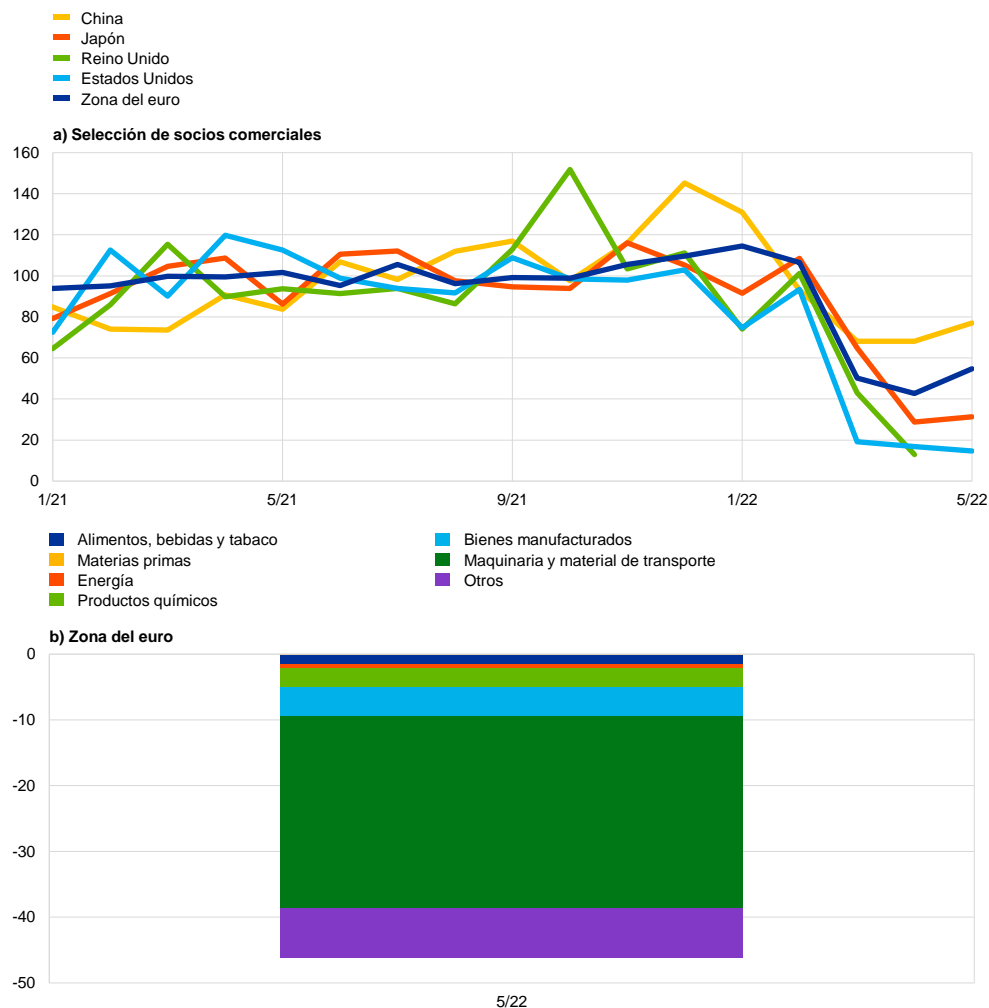
Notas: El índice de Hirschman-Herfindahl es una medida de la dispersión del valor del comercio entre los socios comerciales de un importador. Un país cuyas importaciones estén concentradas en muy pocos mercados tendrá un índice de un valor próximo a 1. De manera análoga, un país con una cartera comercial perfectamente diversificada tendrá un índice cercano a cero. Se ha aplicado un umbral mínimo de dependencia de las importaciones procedentes de Rusia del 5%. Puede considerarse que la zona a la derecha de la línea vertical y por debajo de la horizontal refleja una elevada concentración total de socios de importación y una gran dependencia de Rusia o Ucrania para las importaciones.

**En conjunto, las importaciones rusas de mercancías han menguado significativamente desde el comienzo de la guerra, sobre todo las procedentes de los países que han impuesto sanciones a Rusia.** Las cifras de aduanas indican que las exportaciones a Rusia han registrado un retroceso significativo en comparación con las registradas en 2021, ya que el comercio ruso se ha visto alterado por las consecuencias negativas —macroeconómicas y relacionadas con el transporte— del conflicto armado (panel a del gráfico E). La contracción es especialmente pronunciada en el caso de los países que han impuesto sanciones a Rusia (–85 % para Estados Unidos y –45 % para la zona del euro en mayo de 2022 en comparación con el nivel de 2021), aunque las exportaciones de los países que no han aprobado sanciones también siguen por debajo de su cota de 2021 (por ejemplo, –23 % en el caso de China).

## Gráfico E

### Exportaciones a Rusia

(panel a: índice, 2021 = 100; panel b: tasas de variación interanual de los valores de la zona del euro)



Fuentes: Trade Data Monitor, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones del panel a corresponden a mayo de 2022 (China, Japón, Estados Unidos y zona del euro) y a abril de 2022 (Reino Unido). El panel b muestra las exportaciones de la zona del euro a Rusia por sector.

**En el caso de la zona del euro, las exportaciones a Rusia de bienes sujetos a sanciones (por ejemplo, maquinaria y material de transporte) están determinando la contracción general de las exportaciones.** Desde la invasión rusa de Ucrania, la UE ha aprobado seis paquetes de sanciones contra Rusia, que incluyen sanciones a personas físicas y restricciones a medios de comunicación, así como a los sectores del transporte y financiero y al comercio<sup>14</sup>. Las medidas comerciales iniciales se impusieron sobre bienes y productos de uso militar que contribuyeran al fortalecimiento de Rusia en los ámbitos de la defensa, del transporte y tecnológico. Las restricciones más recientes se centran en los bienes de lujo (tanto importados como exportados) y otros bienes importados que generan ingresos para Rusia, incluidos el carbón y el petróleo. Si se analizan los flujos

<sup>14</sup> Para más detalles, véase «Medidas restrictivas de la UE contra Rusia por sus actos en Ucrania (desde 2014)», Consejo Europeo.



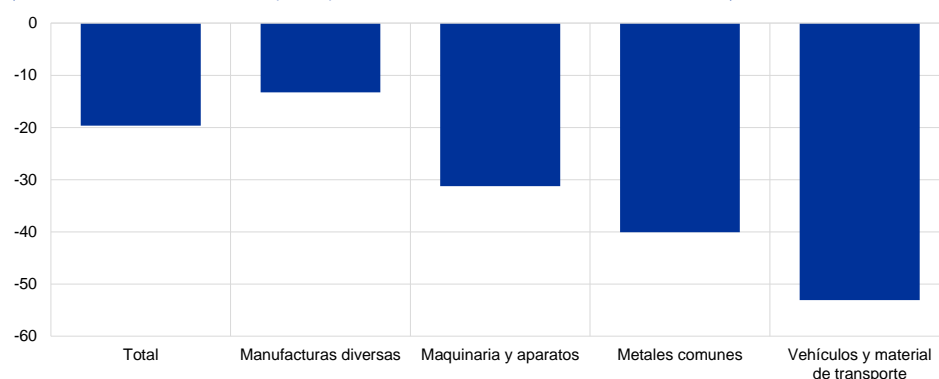
comerciales de la zona del euro con Rusia (panel b del gráfico E), se observa que la mayor parte del retroceso total se debe a la maquinaria y el material de transporte.

**Un análisis empírico sugiere que la primera ronda de sanciones en marzo de 2022 redujo las importaciones rusas en un 15 %, y que los productos objeto de sanciones fueron los más perjudicados.** Un análisis empírico —en el que se utiliza un método «de diferencias en diferencias» basado en una muestra de 59 países que son socios comerciales de Rusia y que abarca aproximadamente el 86 % de las importaciones totales de este país en 2021— confirma que, en marzo de 2022 y en comparación con el mes anterior, en el que las sanciones no estaban en vigor, las importaciones rusas desde países que habían impuesto sanciones fueron 20 puntos porcentuales más bajas que las procedentes de países que no las habían impuesto. El detalle de una selección de grupos de productos sugiere que el acceso de Rusia a bienes relevantes para la producción de equipamiento militar, como vehículos y maquinaria y aparatos, se vio dificultado significativamente en términos relativos (gráfico F). En conjunto, esto representa una disminución de aproximadamente el 15 % de las importaciones totales rusas en marzo como consecuencia de la primera ronda de sanciones.

### Gráfico F

#### Efecto de las sanciones sobre las importaciones rusas

(diferencias en diferencias; efecto en puntos porcentuales en marzo de 2022 frente a febrero de 2022)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: Las diferencias en diferencias se obtienen restando de la variación entre febrero y marzo de 2022 de las importaciones rusas procedentes de países que han impuesto sanciones la variación de las importaciones rusas procedentes de países que no las han impuesto. Para los países exportadores con una disponibilidad de datos limitada, los datos de exportaciones se indican a nivel de dos dígitos del Sistema Armonizado. Los países que no han impuesto sanciones son Argentina, Brasil, China, Costa Rica, Hong Kong, Islandia, India, Indonesia, Israel, Kazajistán, Malasia, México, Noruega, Perú, Filipinas, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Los países que han impuesto sanciones son Australia, Austria, Bélgica, Brunéi Darussalam, Bulgaria, Canadá, Chile, Colombia, Croacia, Chipre, República Checa, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Japón, Corea del Sur, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Marruecos, Países Bajos, Nueva Zelanda, Polonia, Portugal, Rumanía, Eslovaquia, Eslovenia, España, Suecia, Suiza, Taiwán, Reino Unido y Estados Unidos. Los sectores seleccionados representan aproximadamente el 60 % de las importaciones totales de Rusia.

## 2 Dinámica de la participación de las rentas salariales y efectos de segunda ronda sobre la inflación tras la escalada de los precios energéticos en la década de 1970 y actualmente

Niccolò Battistini, Helen Grapow, Elke Hahn y Michel Soudan

**En este recuadro se analizan la dinámica de la participación de las rentas salariales y los posibles efectos de segunda ronda sobre la inflación en períodos caracterizados por incrementos de los precios energéticos.**

En una región importadora neta de energía, como la zona del euro, el avance de la inflación de la energía causa un deterioro de la relación real de intercambio (la ratio entre los precios de exportación y los precios de importación) y, por lo tanto, reduce la renta que se utiliza para remunerar a los factores de producción internos. La participación de las rentas salariales (el porcentaje de la renta interna que se asigna al factor trabajo) puede servir como indicador de la capacidad de los trabajadores para resistir esas pérdidas de renta real, así como de la posibilidad de que se produzcan efectos de segunda ronda sobre los precios<sup>1</sup>. En el presente recuadro se analiza la dinámica de la participación de las rentas salariales y de la inflación en la zona del euro tras el ascenso de los precios energéticos observado a partir del segundo trimestre de 2021. Primero, el episodio actual se compara con otro caso muy conocido en el que se produjo una gran perturbación en los precios de la energía: el embargo de petróleo impuesto por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en octubre de 1973. Segundo, la evolución en la zona del euro se compara con la de Estados Unidos. Por último, mediante un análisis basado en modelos, se evalúa cómo ha cambiado la transmisión de las subidas de los precios de la energía a la inflación y, en particular, la aparición de efectos de segunda ronda, en comparación con la década de 1970.

**La participación de las rentas salariales refleja la interacción entre los salarios reales, la productividad y la relación real de intercambio.** Desde un punto de vista contable, la participación de las rentas salariales aumenta cuando se produce un incremento de los salarios reales (calculados como los salarios nominales por ocupado divididos por el deflactor del consumo privado), una disminución de la productividad del trabajo o un deterioro de la relación real de intercambio (aproximada por la ratio entre el deflactor del PIB y el deflactor del consumo

---

<sup>1</sup> La participación de las rentas salariales (calculada dividiendo los salarios nominales por el PIB nominal) proporciona una buena aproximación de los costes marginales reales de las empresas en la curva de Phillips neokeynesiana y, por consiguiente, es un determinante de la inflación importante en términos cuantitativos. Para más información sobre la relación entre la participación de las rentas salariales y la dinámica de la inflación, véase J. Galí y M. Gertler, «Inflation dynamics: A structural econometric analysis», *Journal of Monetary Economics*, vol. 44, n.º 2, octubre de 1999, pp. 195-222.

privado)<sup>2</sup>. En la medida en que los mayores precios de importación se transmiten a los precios de consumo, un empeoramiento de la relación real de intercambio causado por la energía reduce los salarios reales y podría desencadenar presiones para subir los salarios con el fin de proteger el poder adquisitivo de los trabajadores. Por lo tanto, el impacto del encarecimiento de la energía sobre la participación de las rentas salariales depende fundamentalmente de la reacción de las rentas del trabajo. A su vez, a igualdad de otros factores, la respuesta de estas últimas a los aumentos de los precios energéticos afectará a los costes laborales unitarios y al deflactor del PIB.

### **Las consecuencias del reciente deterioro de la relación real de intercambio para las rentas del trabajo y para el deflactor del PIB han sido limitadas en comparación con la experiencia de los años setenta.**

El incremento de los precios de la energía causó una fuerte caída de la relación real de intercambio en la zona del euro entre el segundo trimestre de 2021 y el primer trimestre de 2022, que dio lugar al mayor deterioro en cuatro trimestres de los últimos 40 años<sup>3</sup>. Con todo, la pérdida de renta representó solo una tercera parte, aproximadamente, de la provocada por el embargo de petróleo de la OPEP en el período transcurrido entre el cuarto trimestre de 1973 y el tercer trimestre de 1974<sup>4</sup>. Otra diferencia es que los salarios reales cayeron tras la reciente escalada de los precios de la energía, mientras que en los años setenta registraron un considerable ascenso<sup>5</sup>. En general, el menor deterioro de la relación real de intercambio y el retroceso de los salarios reales se tradujeron en un leve descenso de la participación de las rentas salariales, que contrasta con el considerable aumento que tuvo lugar tras el embargo de petróleo de la OPEP (panel a del gráfico A). Estas dinámicas tuvieron repercusiones en el perfil del deflactor del PIB, que en el episodio reciente se incrementó de forma moderada y por canales distintos (principalmente a través de los beneficios unitarios y los impuestos, y no vía los costes laborales unitarios), en comparación con lo ocurrido en los años setenta (panel b del gráfico A).

<sup>2</sup> Formalmente, la participación de las rentas salariales puede descomponerse como sigue:

$$\frac{W}{Y} = \frac{W}{E \cdot P^C} \cdot \frac{P^C}{P^Y} \cdot \frac{E}{Y^r}$$

donde  $W$  representa la remuneración de los asalariados (ajustada por la ratio entre ocupados y asalariados),  $Y$  el PIB nominal,  $E$  el número de ocupados,  $P^C$  el deflactor del consumo privado,  $P^Y$  el deflactor del PIB e  $Y^r$  el PIB real. Por lo tanto, la participación de las rentas salariales que figura en el lado izquierdo de la ecuación es el producto de las tres ratios del lado derecho, es decir, los salarios reales, la inversa de la relación real de intercambio y la inversa de la productividad del trabajo. Para un uso similar de la ratio del deflactor del consumo privado sobre el deflactor del PIB como aproximación de la relación real de intercambio, véase, por ejemplo, el artículo titulado «[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

<sup>3</sup> 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 valores en porcentaje del PIB. Sobre esta base, el deterioro de la relación real de intercambio redujo la renta interna en 1,6 puntos porcentuales del PIB entre el segundo trimestre de 2021 y el primer trimestre de 2022. Obsérvese que esta pérdida se refiere al efecto total de la relación real de intercambio sobre la renta, incluidos tanto el ascenso de los precios energéticos como otros componentes (p. ej., la depreciación del tipo de cambio). Para la metodología, véase el recuadro titulado «[Implicaciones del deterioro de la relación real de intercambio para la renta real y la balanza por cuenta corriente](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

<sup>4</sup> Los datos de la zona del euro anteriores a 1995 se han extraído de la Area Wide Model Database. Véase G. Fagan, J. Henry y R. Mestre, «[An area-wide model \(AWM\) for the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 42, BCE, enero de 2001.

<sup>5</sup> Cabe señalar que la reciente dinámica salarial puede estar distorsionada por el uso de programas de mantenimiento del empleo por parte de varios Gobiernos de la zona del euro para mitigar los efectos de la crisis del coronavirus (COVID-19) sobre las rentas de los trabajadores.

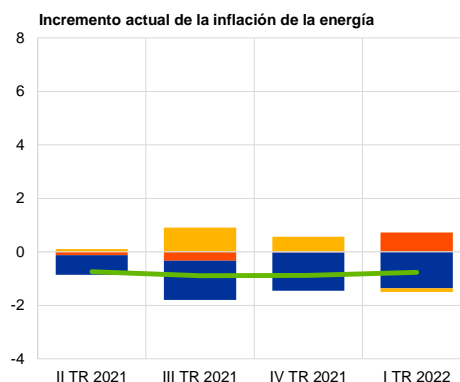
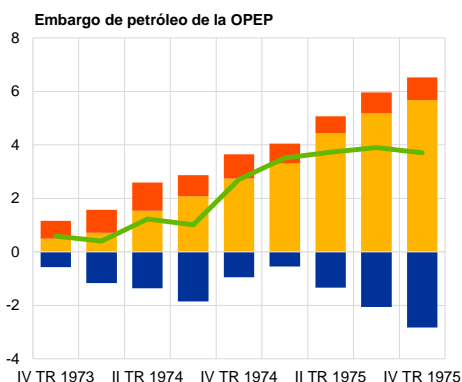
## Gráfico A

### Participación de las rentas salariales y deflactor del PIB en la zona del euro: década de 1970 frente a actualidad

#### a) Participación de las rentas salariales y sus componentes

(variaciones acumuladas, puntos porcentuales del PIB)

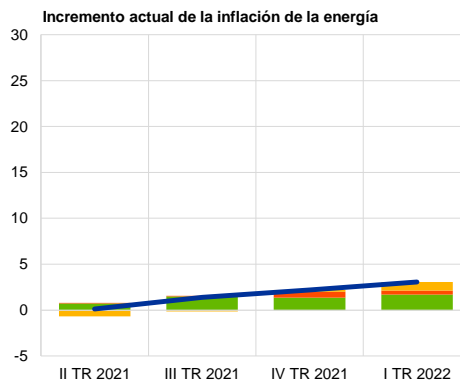
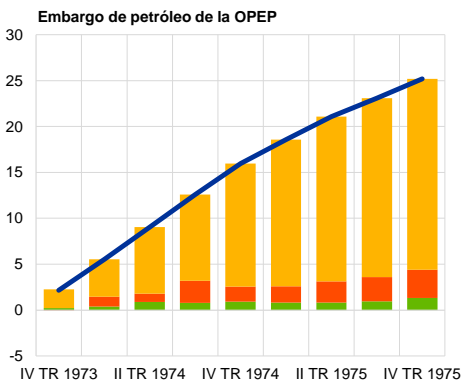
- Productividad (inversa)
- Salarios reales
- Relación real de intercambio (inversa)
- Participación de las rentas salariales



#### b) Deflactor del PIB y sus componentes

(variaciones acumuladas, puntos porcentuales)

- Costes laborales unitarios
- Beneficios unitarios
- Impuestos unitarios
- Deflactor del PIB



Fuentes: Eurostat, Area Wide Model Database del BCE y cálculos del BCE.

Notas: La productividad se mide como el PIB real dividido por el número de ocupados. Los salarios reales se definen como la remuneración de los asalariados (ajustada por la ratio entre ocupados y asalariados), dividida por el número de ocupados y por el deflactor del consumo privado. La relación real de intercambio se aproxima mediante la ratio entre el deflactor del PIB y el deflactor del consumo privado.

**La dinámica de la participación de las rentas salariales en Estados Unidos es similar a la de la zona del euro en el episodio actual, pero difiere notablemente de la de los años setenta.** En Estados Unidos, el aumento de los precios energéticos ha causado una pérdida de renta menor por el canal de la relación real de intercambio en el episodio actual (1,5 puntos porcentuales del PIB) que en la

década de 1970 (3 puntos porcentuales del PIB)<sup>6</sup>. En cambio, al contrario que en la zona del euro, la participación de las rentas salariales en Estados Unidos se redujo ligeramente tras el embargo de petróleo de la OPEP, debido sobre todo a las pérdidas en los salarios reales, mientras que actualmente la situación en ambas jurisdicciones es semejante (panel a del gráfico B). Los factores determinantes del deflactor del PIB en Estados Unidos en la coyuntura actual son similares a los de la experiencia de la década de 1970, aunque de menor magnitud, y el incremento de los beneficios unitarios ha desempeñado un papel fundamental en ambos episodios (panel b del gráfico B). En general, la experiencia estadounidense muestra que el deflactor del PIB puede aumentar de manera considerable como consecuencia de perturbaciones en los precios de la energía, pese a la prevalencia limitada de mecanismos de indexación salarial y, especialmente en la situación actual, a la reducida dependencia energética neta y a la sólida credibilidad de la política monetaria.

---

<sup>6</sup> Obsérvese que, en ambos episodios, la pérdida de renta causada por el deterioro de la relación real de intercambio es menor en Estados Unidos que en la zona del euro. Esto puede obedecer a la mayor dependencia energética de la zona del euro en comparación con Estados Unidos (véase, por ejemplo, M. Fosco y T. Klitgaard, «[Recycling Oil Revenue](#)», *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 14 de mayo de 2018). Esta brecha ha aumentado a lo largo de los últimos 20 años, ya que Estados Unidos ha pasado a ser significativamente más autosuficiente en términos energéticos, mientras que, en el caso de la zona del euro, la dependencia neta de la energía exterior ha aumentado, aunque permanece por debajo de los niveles de principios de la década de 1980 (véase el [sitio web de la US Energy Information Administration —EIA—](#)).

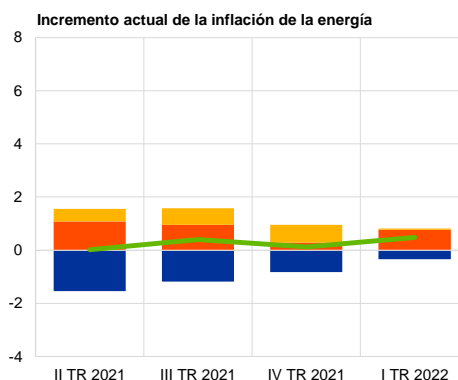
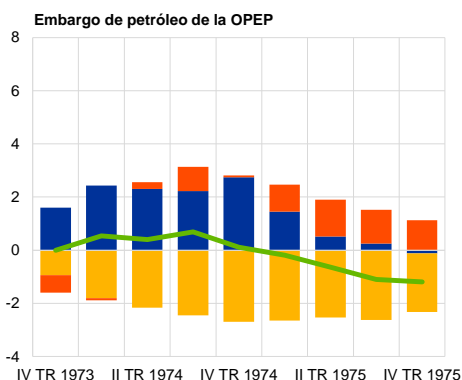
## Gráfico B

### Participación de las rentas salariales y deflactor del PIB en Estados Unidos: década de 1970 frente a actualidad

#### a) Participación de las rentas salariales y sus componentes

(variaciones acumuladas, puntos porcentuales del PIB)

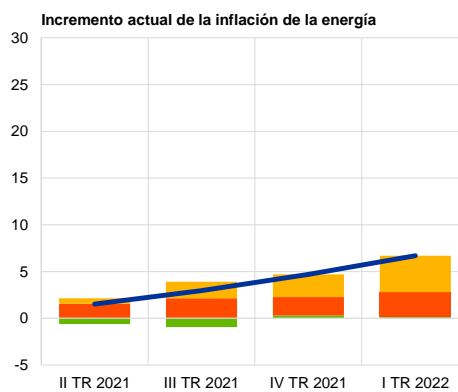
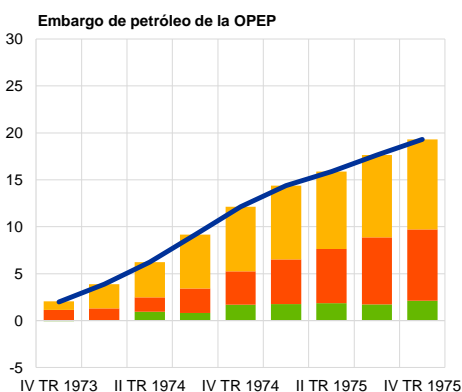
- Productividad (inversa)
- Salarios reales
- Relación real de intercambio (inversa)
- Participación de las rentas salariales



#### b) Deflactor del PIB y sus componentes

(variaciones acumuladas, puntos porcentuales)

- Costes laborales unitarios
- Beneficios unitarios
- Impuestos unitarios
- Deflactor del PIB



Fuentes: OCDE, Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos y cálculos del BCE.

Nota: Véanse las notas del gráfico A.

**Un modelo estructural permite identificar los efectos de segunda ronda del encarecimiento de la energía sobre la inflación.** Las perturbaciones en la oferta de petróleo, que son importantes factores determinantes de los precios energéticos, pueden afectar a los precios de consumo a través de efectos directos, indirectos y de segunda ronda<sup>7</sup>. Los efectos directos son aquellos que tienen una relación directa con componentes concretos del IAPC, mientras que los indirectos reflejan la transmisión de la perturbación a los precios de consumo a través de la cadena de

<sup>7</sup> Acerca de la taxonomía de los distintos efectos de las subidas de los precios de la energía sobre la inflación, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios del petróleo y su impacto sobre los precios de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2004.

producción y distribución. Los efectos de segunda ronda se producen cuando los agentes trasladan el impacto inflacionista de los efectos directos e indirectos a la fijación de salarios y precios, lo que puede dar lugar a una espiral de salarios y precios. La traslación de la perturbación en la oferta de petróleo a la inflación se analiza por medio de un modelo estructural<sup>8</sup> en dos pasos. En el primero, se separan los efectos directos del conjunto de efectos aproximándolos mediante la diferencia entre las respuestas del IAPC y del IAPC sin energía<sup>9</sup>. En el segundo, las respuestas del deflactor del PIB y de sus componentes se utilizan para determinar la magnitud y el origen de los efectos de segunda ronda. La comparación de los efectos indirectos y de segunda ronda combinados que se calculan en el primer paso del análisis con los efectos de segunda ronda capturados por medio del deflactor del PIB en el segundo paso permite extraer algunas conclusiones sobre los efectos indirectos. Las estimaciones del modelo para los años setenta y ochenta y para el período transcurrido desde la introducción del euro en 1999 aportan información sobre las diferencias que existen entre los dos períodos en cuanto a los mecanismos de transmisión de las perturbaciones en la oferta de petróleo a la inflación y a la aparición de efectos de segunda ronda.

**Los efectos de segunda ronda desempeñaron un papel fundamental en la transmisión de las perturbaciones en la oferta de petróleo a la inflación en los años setenta y ochenta, pero han sido prácticamente inexistentes, en promedio, en el período transcurrido desde la introducción del euro.**

En las décadas de 1970 y 1980, el impacto de una perturbación en la oferta de petróleo sobre la inflación medida por el IAPC se produjo con retraso, pero también fue elevado y persistente, sobre todo debido a los efectos indirectos y de segunda ronda combinados (panel a del gráfico C). En cambio, en el período transcurrido desde la introducción del euro, una perturbación de idéntica magnitud tuvo un impacto temprano pero reducido y transitorio sobre la inflación medida por el IAPC, repartido casi a partes iguales entre los efectos directos y la combinación de los efectos indirectos y de segunda ronda. En los años setenta y ochenta, el deflactor del PIB empezó a aumentar aproximadamente medio año después de la perturbación. Este incremento estuvo impulsado, en un primer momento, por los salarios nominales (medidos por la remuneración por asalariado) y posteriormente, un año después, también por los beneficios unitarios, y dio lugar a una espiral de salarios y precios (panel b del gráfico C). En cambio, desde 1999, ni los agentes que fijan los salarios ni los que fijan los precios han recuperado, en promedio, las pérdidas de renta real causadas por perturbaciones en la oferta de petróleo. Estos resultados también sugieren que, en los setenta y los ochenta, los efectos de segunda ronda explicaron la mayor parte de la persistencia del impacto de las perturbaciones en la oferta de petróleo sobre la inflación medida por el IAPC, mientras que los efectos indirectos

<sup>8</sup> Las funciones de impulso-respuesta se obtienen de una versión modificada del modelo desarrollado en E. Hahn, «How are wage developments passed through to prices in the euro area? Evidence from a BVAR model», *Applied Economics*, vol. 53, número 22, 2021. El modelo se amplió para identificar también una perturbación en la oferta de petróleo. El modelo se ha estimado por separado para el período transcurrido desde la introducción del euro (del primer trimestre de 1999 al cuarto trimestre de 2019, para excluir la crisis del COVID-19) y para el período entre el primer trimestre de 1973 y el cuarto trimestre de 1989, con el fin de reflejar las características de ambos períodos dadas los considerables cambios económicos, tanto estructurales como institucionales, que han tenido lugar desde principios de los setenta.

<sup>9</sup> Los datos del IAPC utilizados para los años anteriores a 1996 son estimaciones internas del BCE.

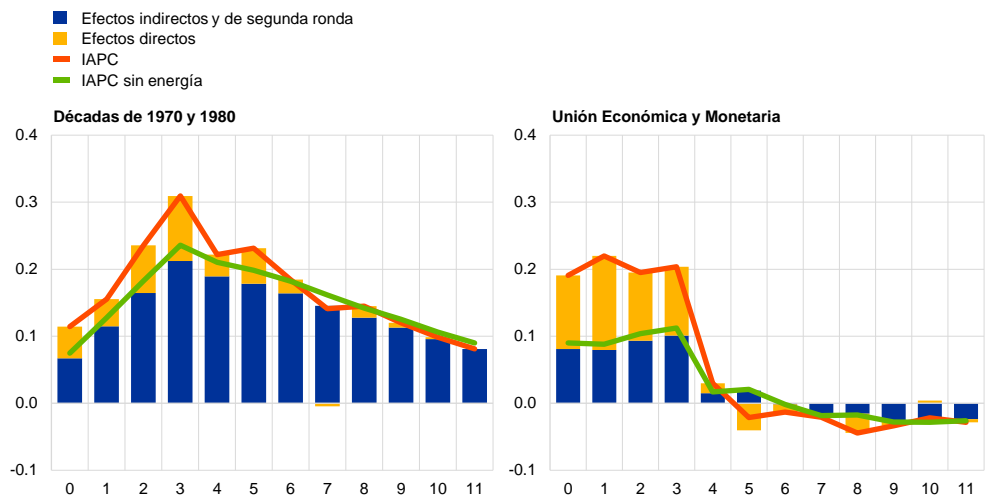
contribuyeron al incremento de esta en los primeros trimestres tras la perturbación. Dada la escasa evidencia de efectos de segunda ronda persistentes a partir de 1999, en los efectos combinados estimados predominaron los efectos indirectos. En consonancia con la perspectiva contable antes descrita, los resultados del modelo también indican que las perturbaciones en la oferta de petróleo provocaron un ascenso de la participación de las rentas salariales en los años setenta y ochenta, pero no durante el período transcurrido desde la introducción del euro.

### Gráfico C

#### Impacto de una perturbación en la oferta de petróleo: décadas de 1970 y 1980 frente a Unión Económica y Monetaria

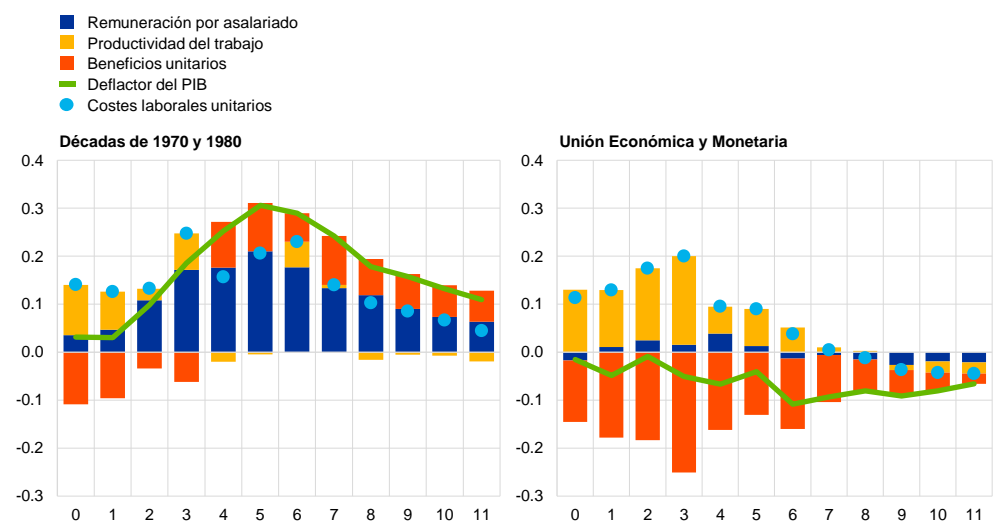
##### a) Efectos directos frente a efectos indirectos y de segunda ronda

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



##### b) Efectos de segunda ronda

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE, Area Wide Model Database del BCE y cálculos del BCE.

Notas: Estimaciones basadas en una versión modificada del modelo desarrollado en E. Hann, *op. cit.* (véase la nota 8 a pie de página). En ambos paneles, la perturbación en la oferta de petróleo se estandariza para reflejar un aumento del 10 % en los precios del crudo y el eje de abscisas muestra el número de trimestres desde la perturbación («0» indica el trimestre en el que esta se produjo). La muestra de la estimación abarca el período entre el primer trimestre de 1973 y el cuarto trimestre de 1989 en los paneles de la izquierda y el período entre el primer trimestre de 1999 y el cuarto trimestre de 2019 en los paneles de la derecha.



**En comparación con la década de 1970, en el periodo desde 1999 la participación de las rentas salariales y el deflactor del PIB han experimentado una evolución contenida y, en promedio, prácticamente no se han producido efectos de segunda ronda sobre la inflación como consecuencia de las subidas de los precios energéticos.** Tras la reciente escalada de los precios de la energía, el deflactor del PIB de la zona del euro subió considerablemente menos que el IAPC. En comparación con los años setenta, la evolución contenida de la participación de las rentas salariales y del deflactor del PIB puede obedecer a varios cambios económicos de largo plazo que afectan, entre otros aspectos, a la estructura de producción (p. ej., menor dependencia energética, mayor integración en las cadenas globales de valor), a las instituciones del mercado de trabajo (p. ej., menor prevalencia de la indexación salarial, menor afiliación sindical) y a la política monetaria (p. ej., una estrategia más clara para controlar la inflación)<sup>10</sup>. No obstante, una inflación elevada y persistente incrementa el riesgo de que se materialicen efectos de segunda ronda a través de subidas salariales y aumentos de los márgenes empresariales.

---

<sup>10</sup> Acerca de la indexación salarial, véanse M. Goldstein, «[Wage Indexation, Inflation, and the Labor Market](#)», *IMF Staff papers*, vol. 22, n.º 3, Fondo Monetario Internacional, enero de 1975; y, más recientemente, J. Bivens, «[Look to the 1990s, not the 1970s, for the right lessons to guide today's monetary policy](#)», *Working Economics Blog*, Economic Policy Institute, agosto de 2016; y J. Bivens, «[Corporate profits have contributed disproportionately to inflation. How should policymakers respond?](#)», *Working Economics Blog*, Economic Policy Institute, abril de 2022. Sobre política monetaria, véase M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. S. Gürkaynak y E. T. Swanson, «Convergence and anchoring of yield curves in the euro area», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 93, n.º 1, febrero de 2011, pp. 350-364. Con respecto a la interacción entre ambas, véase B. Hofmann, G. Peersman y R. Straub, «Time variation in U.S. wage dynamics», *Journal of Monetary Economics*, vol. 59, n.º 8, diciembre de 2012, pp. 769-783.

### 3 El ahorro de los hogares durante la pandemia de COVID-19 y las implicaciones para la recuperación del consumo

Maarten Dossche, Dimitris Georgarakos, Aleksandra Kolndrekaj y Francisco Tavares

En la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) se preguntó a los hogares por su comportamiento en términos de ahorro en 2020 y 2021 y los motivos de dicho comportamiento. En algunas preguntas específicas se preguntó a los hogares si habían ahorrado o desahorrado en 2020, cuánto y por qué motivo. Las respuestas a estas preguntas aportan información sobre los determinantes del aumento del ahorro registrado en los datos agregados de la zona del euro<sup>1</sup>.

Los datos revelan que durante la pandemia de coronavirus (COVID-19) la mayoría de los hogares no fue capaz de incrementar su ahorro. El gráfico A (panel a) muestra que la mayor parte de los hogares mantuvo la cantidad de ahorro acumulado en el transcurso de 2020 en el mismo nivel, mientras que alrededor del 20 % la aumentó y en torno al 16 % la redujo. Los factores explicativos de la evolución del ahorro de los hogares fueron diferentes entre ahorradores y desahorradores (panel b del gráfico A). Por una parte, quienes ahorraron citaron las restricciones relacionadas con el COVID-19/el miedo al contagio y los motivos de precaución como los factores más importantes<sup>2</sup>. Por otra parte, entre quienes desahorraron, la principal causa esgrimida para ello fue una pérdida de renta inesperada. Muchos desahorradores también señalaron que tuvieron que recurrir a sus ahorros por razones relacionadas con el COVID-19 (por ejemplo, para afrontar gastos adicionales). En conjunto, estos resultados son acordes con evidencia anterior que sugiere que el aumento de la ratio de ahorro agregada estuvo determinado principalmente por el ahorro involuntario debido a las restricciones relacionadas con el COVID-19 y el miedo al contagio, pero que los motivos de precaución también influyeron de manera significativa<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> El análisis se basa en las respuestas de los hogares en Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos y Bélgica.

<sup>2</sup> La importancia del motivo de precaución que se refleja en el panel b del gráfico A debería interpretarse como un límite superior a la hora de explicar el aumento de la ratio de ahorro agregada, dado que es probable que este motivo ya existiera antes de la pandemia (a diferencia de las razones relacionadas con el COVID-19).

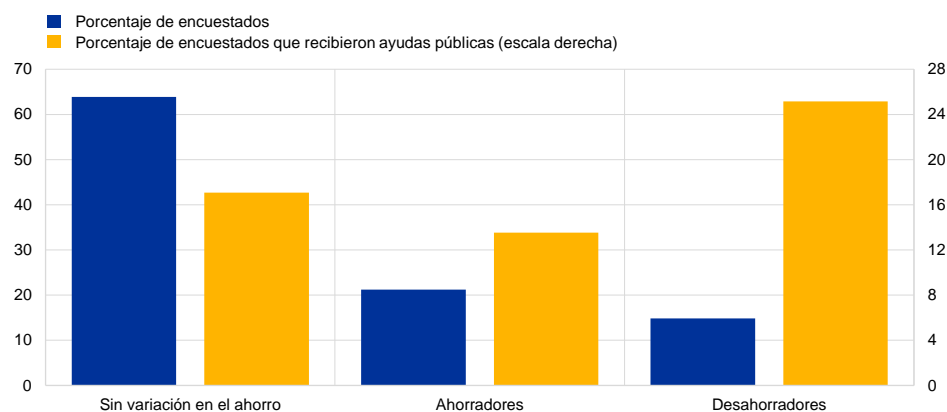
<sup>3</sup> Véase M. Dossche y S. Zlatanos, «El Covid-19 y el aumento del ahorro de los hogares: ¿por precaución o por obligación?», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2020.

## Gráfico A

### Ahorradores y desahorradores y motivos del ahorro o desahorro

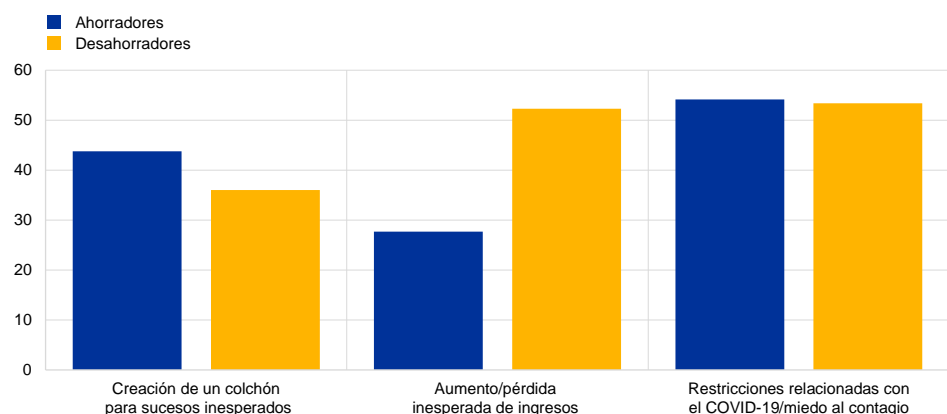
#### a) Ahorradores y desahorradores

(escala izquierda: porcentaje de encuestados; escala derecha: porcentaje de encuestados dentro del grupo específico)



#### b) Motivos del ahorro o desahorro

(porcentaje de ahorradores/desahorradores)



Fuentes: BCE (CES).

Notas: Datos ponderados. El panel b muestra el porcentaje de encuestados que indicó razones específicas (una o varias) como el principal determinante de su comportamiento en términos de ahorro.

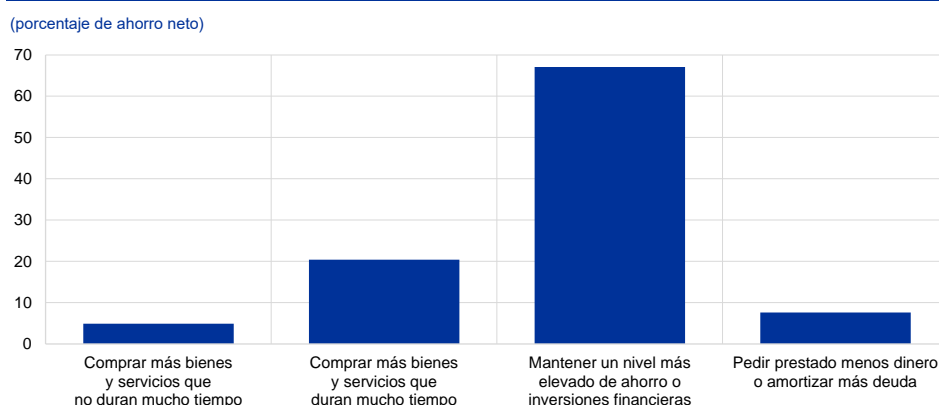
**En general, los desahorradores recibieron más ayudas públicas, experimentaron restricciones de liquidez en más casos y tuvieron una mayor propensión marginal al consumo que los ahorradores.** Si se combina la información anterior con la información procedente de los módulos ordinarios de la CES se puede esbozar el perfil económico de los hogares ahorradores y desahorradores. Se confirma que las ayudas públicas relacionadas con el COVID-19 se destinaron principalmente a hogares que tuvieron que recurrir a sus ahorros, debido a que la pandemia les afectó negativamente. Al mismo tiempo, los hogares que ahorraron sufrieron en general menos restricciones de liquidez y su propensión marginal al consumo fue inferior. Posiblemente, esto limitó la presión al alza sobre el consumo procedente de la esperada reversión del ahorro de este sector a medida que la pandemia empezó a remitir.

**No se preveía gastar el grueso del ahorro acumulado como consecuencia del COVID-19 hasta, como pronto, la primavera de 2022.** En marzo de 2021, en la encuesta se formularon dos preguntas específicas sobre el ahorro de los hogares:

i) ¿cuánto ha ahorrado (desahorrado) su hogar desde enero de 2020? y ii) ¿cómo prevé utilizar (actuar ante) el (menor) importe de ahorro o inversiones financieras que ha acumulado desde el comienzo de 2020? La combinación de las respuestas a estas preguntas permitió calcular el porcentaje de ahorro neto acumulado que los hogares preveían consumir el año siguiente (gráfico B). Los resultados pueden capturar también cierto ahorro que se está gastando en consumo ordinario previsto, en particular en compras de importe elevado. El gráfico B indica que, en marzo de 2021, los encuestados esperaban no gastar en los siguientes doce meses al menos el 74 % del exceso de ahorro neto acumulado desde enero de 2020, lo que moderó las expectativas de una demanda embalsada generalizada.

### Gráfico B

#### Asignación del ahorro neto en los próximos doce meses



Fuente: BCE (CES, marzo de 2021).

Notas: Datos ponderados. El ahorro neto es la diferencia entre el importe ahorrado y desahorrado desde enero de 2020. Las barras representan el porcentaje de ahorro neto asignado a cada una de las opciones.

#### También se preguntó a los hogares por su nivel de consumo en comparación con el período anterior al COVID-19.

En julio de 2021, en la CES se pidió a los participantes que compararan su nivel de consumo pasado (futuro) con los niveles prepandemia<sup>4</sup>. La mayoría de los hogares señaló que su consumo en los doce meses anteriores a julio de 2021 había sido similar a su consumo normal antes de la pandemia (panel a del gráfico C)<sup>5</sup>. Más del 30 % de los hogares indicó que su consumo había sido inferior al del período pre-COVID-19, mientras que menos del 15 % declaró que su consumo había sido superior. Estas respuestas fueron acordes con la caída observada en el consumo agregado con respecto al período prepandemia. El ajuste a la baja del gasto en relación con los niveles anteriores a la pandemia fue más evidente entre los hogares que habían ahorrado («ahorradores»), y más todavía entre los que habían alegado que las razones relacionadas con el COVID-19 —como las restricciones impuestas por el Gobierno o el miedo al contagio— habían sido el principal motivo que impulsó su ahorro durante la

<sup>4</sup> La pregunta retrospectiva fue: «¿Cuál de las siguientes afirmaciones describe mejor el consumo total de su hogar en bienes y servicios durante los últimos doce meses? Su hogar consumió más/ aproximadamente lo mismo/ menos de lo que solía consumir en promedio antes de la pandemia de COVID-19». En la pregunta a futuro se hacía referencia a los próximos doce meses.

<sup>5</sup> Los análisis agregados tampoco señalaron que hubiera mucho margen para dar un impulso adicional a la actual recuperación del consumo gracias a la demanda embalsada generalizada. Véase M. Dossche, G. Krustev y S. Zlatanos, «COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: actualización», *Boletín Económico*, número 5, BCE 2021.

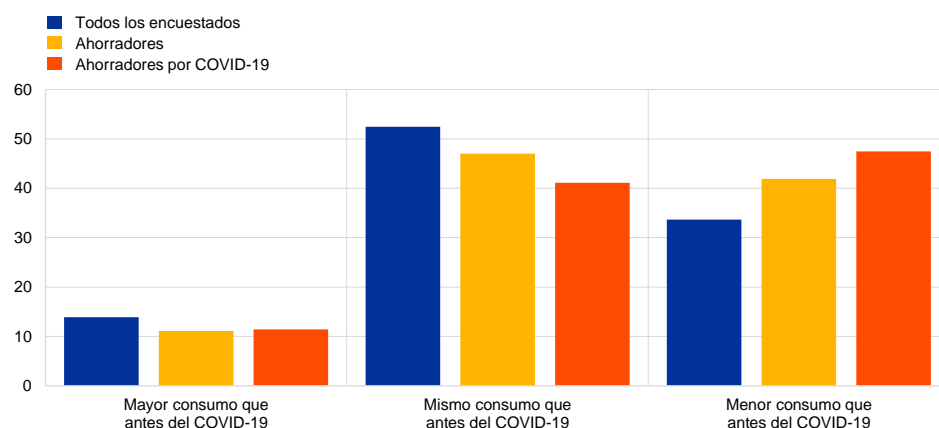
pandemia («ahorradores por COVID-19») (panel a del gráfico C). Esto corroboró el resultado de que una parte significativa del ahorro adicional se debía a hogares que habían tenido que reducir su consumo como consecuencia de las restricciones impuestas sobre diversos tipos de consumo («ahorro involuntario»).

### Gráfico C

#### Consumo en comparación con el período anterior al COVID-19

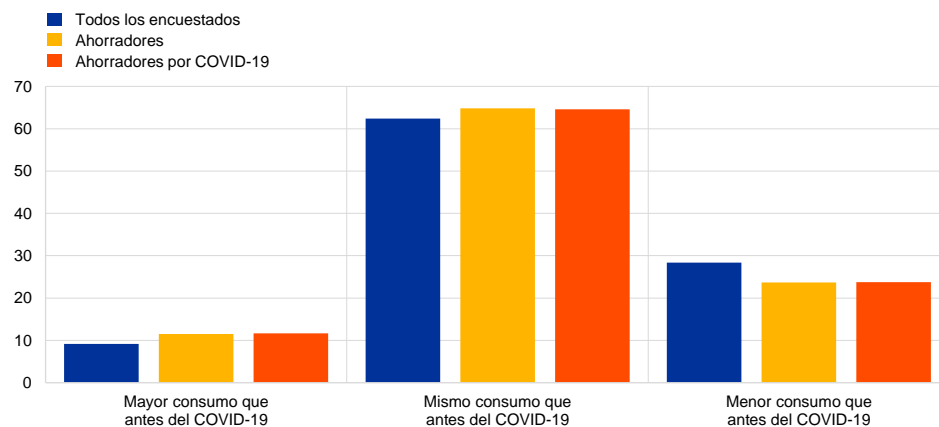
##### a) Consumo en los últimos doce meses

(porcentaje de encuestados dentro del grupo específico)



##### b) Consumo en los próximos doce meses

(porcentaje de encuestados dentro del grupo específico)



Fuente: BCE (CES, julio de 2021).

Notas: Datos ponderados. Para distinguir entre los distintos tipos de ahorradores se han utilizado las preguntas sobre ahorro de la CES de julio de 2021.

**Cuando se les preguntó por sus planes de gasto para el futuro, la mayoría de los consumidores esperaba recuperar sus niveles de consumo anteriores al COVID-19.** Además, el porcentaje de encuestados que indicaron que consumirían menos que en el período prepandemia fue superior al porcentaje de los que esperaban consumir más (panel b del gráfico C). Si bien la evidencia muestra que las restricciones impuestas por el Gobierno/el miedo al contagio favorecieron el ahorro, se esperaba que estos motivos vieran reducida su importancia, especialmente después del verano de 2021, cuando una parte significativa de la población comenzara a estar vacunada y los confinamientos fueran menos estrictos. Sin embargo, el hecho de que los hogares mantuviesen la cautela de cara a

aumentar su gasto después del verano de 2021 sugiere que continuaron teniendo fuertes motivos de precaución, como consecuencia, principalmente, de las preocupaciones financieras generadas por la pandemia y la incertidumbre imperante<sup>6</sup>. En conjunto, los resultados de la CES de julio de 2021 no sugerían que una demanda embalsada generalizada pudiera proporcionar un impulso inmediato al consumo agregado, especialmente si la preocupación de los hogares por sus finanzas no disminuía<sup>7</sup>. Dado que la encuesta se llevó a cabo a mediados de 2021, puede haber reflejado también las expectativas de una nueva ola de COVID-19, que, de hecho, en gran medida se ha producido.

**La concentración del ahorro relacionado con la pandemia en hogares específicos limita la medida en la que este ahorro puede amortiguar la reciente escalada de los precios de la energía.** Como se ha señalado anteriormente, los hogares que consiguieron ahorrar durante la pandemia de COVID-19 representan únicamente alrededor del 20 % de la población. Además, estos hogares, y sobre todo los ahorradores por COVID-19, están menos expuestos a las partidas de gasto más vinculadas a la energía que la media de los hogares (gráfico D). Estos resultados son acordes con otra evidencia procedente de la CES de que los hogares con mayor renta tienen a gastar una proporción menor de sus ingresos en partidas intensivas en energía<sup>8</sup>. La distribución del ahorro acumulado durante la pandemia de COVID-19 puede limitar, por tanto, la protección que este ahorro puede proporcionar a la actual recuperación del consumo frente al impacto adverso sobre el gasto del reciente repunte de los precios de la energía.

---

<sup>6</sup> Véase D. Christelis, D. Georgarakos, T. Jappelli y G. Kenny, «[The Covid-19 crisis and consumption: survey evidence from six EU countries](#)», *Working Paper Series*, n.º 2507, BCE, diciembre de 2020.

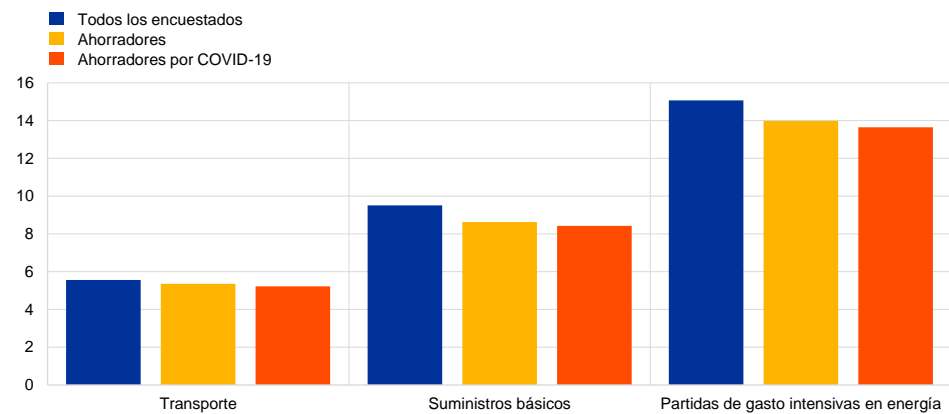
<sup>7</sup> La mayor limitación del margen para que la demanda embalsada generalizada diera un impulso inmediato al consumo agregado en la zona del euro a partir del verano de 2021 también resulta evidente si se comparan los datos de las cuentas nacionales para la zona del euro y Estados Unidos que están disponibles desde julio de 2021. Véase, por ejemplo, P. R. Lane, «[The euro area outlook and monetary policy](#)», presentación realizada en la conferencia «The ECB and its Watchers XXII», 17 de marzo de 2022.

<sup>8</sup> Véase N. Battistini, V. Di Nino, M. Dossche y A. Kolndrekaj, «[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

## Gráfico D

### Exposición a partidas de gasto intensivas en energía

(peso sobre la renta)



Fuente: BCE (CES).

Notas: Datos ponderados. La exposición energética se calcula como la ratio del gasto medio en transporte y suministros básicos sobre la renta neta total de los hogares en enero y abril de 2022.

## Cómo podría afectar la subida del precio del petróleo al producto potencial de la zona del euro

Julien Le Roux, Bela Szörfi y Marco Weißler

**El reciente aumento de los precios de la energía constituye una perturbación de oferta significativa, que, por tanto, podría afectar también al producto potencial de la economía de la zona del euro.** Sobre la base de los supuestos utilizados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2022, en el período comprendido entre 2022 y 2024, los precios del petróleo en dólares estadounidenses se situarían alrededor de un 40 % por encima de los niveles alcanzados en el período pre-COVID (2017-2019)<sup>1</sup>. En términos porcentuales, la subida de los precios del crudo desde 2019 es inferior a la registrada durante las perturbaciones de 1973 y 1979 (gráfico A)<sup>2</sup>. Además, el incremento observado entre 2003 y 2008 resultó ser de mayor magnitud que el actual. La naturaleza de la presente escalada del precio del petróleo —en gran medida una perturbación de oferta asociada a cuellos de botella en la oferta y a la guerra en Ucrania— es más comparable con las perturbaciones de la década de 1970 que con las de la década de 2000, cuando la demanda de petróleo influyó de forma relevante en la subida de los precios de los combustibles fósiles<sup>3</sup>. Dado que el repunte más reciente de los precios de la energía, y del petróleo en particular, refleja factores de oferta, también podría afectar al producto potencial y a la brecha de producción, con implicaciones para las presiones inflacionistas. En este recuadro se describen los canales de impacto y se utilizan elasticidades estimadas sobre la base de datos históricos para arrojar luz sobre los riesgos para el producto potencial derivados del actual encarecimiento de los precios de la energía.

---

<sup>1</sup> Véanse las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro](#), junio de 2022.

<sup>2</sup> El precio del barril de Brent registró un aumento del 168 % en 1974, al que siguió una subida del 51 % en 1979 y del 67 % en 1980. Las perturbaciones se desencadenaron por acontecimientos políticos que afectaron a los principales países productores de petróleo. Para comparaciones adicionales, véase «[Today's oil shock pales in comparison with those of yesteryear](#)», *The Economist*, 15 de marzo de 2022.

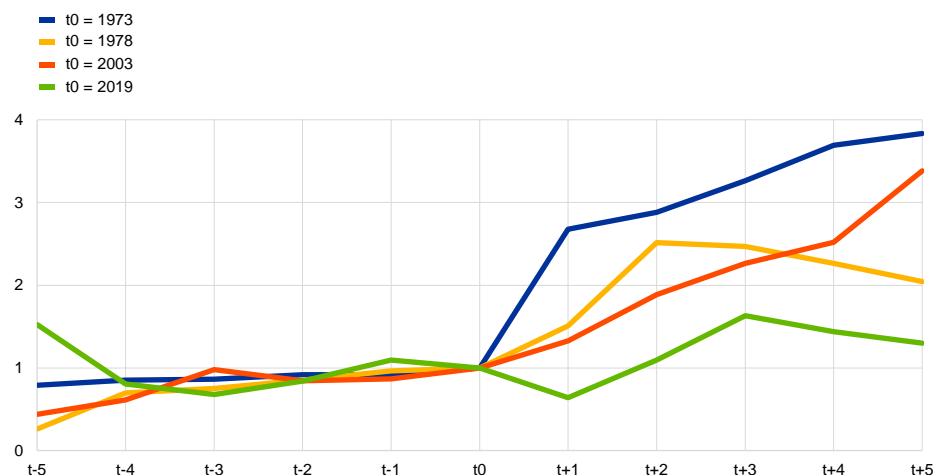
<sup>3</sup> Los factores de demanda asociados a la recuperación de la economía mundial tras la pandemia también han influido en el reciente incremento de los precios del petróleo. Para un desglose de los precios del crudo entre factores de demanda y de oferta, véase el artículo titulado «[Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.



## Gráfico A

### Variación anual relativa de los precios del crudo en dólares

(índice = 1 en el año anterior a la perturbación)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico muestra la variación relativa del precio del petróleo, expresado en dólares estadounidenses, durante los cinco años anteriores y posteriores a cada perturbación exógena, donde  $t_0$  es el año previo al repunte de los precios del crudo. Para la perturbación de 2020, el precio se basa en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2022, que se basan, a su vez, en los futuros sobre el precio del petróleo a 17 de mayo de 2022.

**En cuanto a los canales de impacto, la teoría económica sugiere que, en determinadas condiciones, las variaciones permanentes del precio del petróleo pueden mostrar una correlación negativa con cada uno de los determinantes del producto potencial<sup>4</sup>.** El *stock* de capital se ve afectado

principalmente por dos efectos opuestos. En primer lugar, el propio precio del petróleo como insumo en el proceso productivo puede considerarse un componente del coste de uso del capital y puede afectar a las decisiones de inversión. En segundo lugar, dicho precio guarda una correlación negativa con el grado de utilización del *stock* de capital y, por tanto, con la tasa de depreciación. En general, en ambos casos, si la elasticidad de la sustitución entre el petróleo y los demás insumos intermedios es superior a uno, existe una relación negativa entre los precios de dicha materia prima y el actual *stock* de capital y, por ende, el producto potencial. Una subida del precio del petróleo reduce la productividad total de los factores, dado que su mayor precio genera una obsolescencia de la tecnología de producción intensiva en esta materia prima y, en consecuencia, un descenso del valor añadido de la producción. Además, el aumento de los costes del transporte como consecuencia del encarecimiento del petróleo reduce el incentivo para la especialización, con la consiguiente caída del crecimiento de la productividad. El impacto del incremento de los precios de la energía sobre las tendencias del mercado de trabajo depende de la medida en la que las demandas salariales de los trabajadores se ajusten a ese incremento. La subida del precio de la energía aumenta inicialmente los costes y reduce los beneficios de las empresas si no se

<sup>4</sup> Las variaciones temporales del precio del petróleo no afectarían al producto potencial, sino, sobre todo, al ciclo económico. Sin embargo, un entorno de volatilidad de los precios del petróleo —aunque no se traduzca en un aumento generalizado de los precios— también puede tener un impacto en las decisiones de inversión y, como resultado, en el producto potencial. Véase A. Estrada y P. Hernández de Cos, «Oil prices and their impact on potential output», *Occasional Paper*, n.º 0902, Banco de España, 2009.

ajustan los salarios nominales. Para restablecer el empleo y la rentabilidad en sus niveles iniciales es necesaria una combinación de menores salarios nominales y mayores precios de producción. En todo caso, los salarios reales y la tasa de desempleo que no genera presiones salariales o inflacionistas (llamada «tasa de paro no aceleradora de la inflación» —NAIRU—) pueden verse afectados negativamente y alterar de forma permanente la oferta de trabajo.

**Sin embargo, no hay evidencia empírica clara de que las perturbaciones del precio del petróleo tengan un efecto duradero en el producto potencial.** Si bien Fuentes y Moder (2020) sugieren que el embargo de petróleo impuesto en 1973-1974 por la OPEP solo tuvo un efecto negativo sobre el producto potencial mundial en el primer año posterior a la perturbación, que se revirtió con rapidez en los años siguientes, algunos estudios han señalado ligeros efectos sobre el crecimiento del PIB real a largo plazo<sup>5</sup>. Blanchard y Galí (2008) concluyen, para un conjunto de países de la OCDE, que las perturbaciones del precio del petróleo han perdido importancia como fuente de fluctuaciones económicas desde la década de los setenta hasta la actualidad<sup>6</sup>. Sostienen que la causa es la mayor flexibilidad de los mercados de trabajo, la mejora de la política monetaria y el hecho de que esas economías son menos intensivas en petróleo que en los años setenta. Cuando la primera perturbación del precio del petróleo afectó a la economía mundial en 1973, era necesario aproximadamente un barril de crudo para generar 1.000 dólares de PIB a precios de 2010. Actualmente se precisa menos de la mitad de dicha cantidad de petróleo para generar el mismo nivel de PIB<sup>7</sup>. Para las economías de la zona del euro, es probable que esta disminución haya sido incluso mayor (gráfico B), pues su *mix* energético es mucho menos dependiente de los combustibles fósiles.

---

<sup>5</sup> Por una parte, véase el recuadro titulado «[Los efectos perdurables de crisis anteriores sobre la economía mundial](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020. Por otra, véanse, por ejemplo, M. R. Darby, «The Importance of Oil Price Changes in the 1970s World Inflation», NBER Chapters in *The International Transmission of Inflation*, 1983, pp. 232-272; y L. Kilian, «The Economic Effects of Energy Price Shocks», *Journal of Economic Literature*, vol. 46(4), 2008, pp. 871-909.

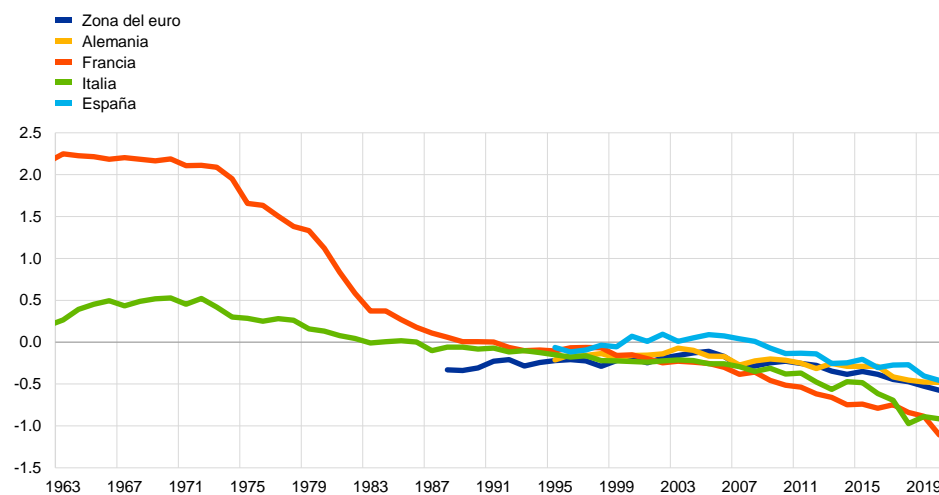
<sup>6</sup> O. J. Blanchard y J. Galí, «The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why are the 2000s so Different from the 1970s?», *Working Paper*, MIT Department of Economics, n.º 07-21, 2008.

<sup>7</sup> C. Rühl y T. Erker, «Oil Intensity: The curious relationship between oil and GDP», *M-RCBG Associate Working Paper Series*, n.º 164, Mossavar-Rahmani Center for Business and Government, Harvard University, 2021.

## Gráfico B

### Importaciones netas de combustibles fósiles

(kilogramos por 1.000 euros de PIB – expresado como logaritmo)



Fuentes: Eurostat, Insee, Istat y cálculos del BCE.

Nota: El gráfico muestra las importaciones netas de carbón, coque, briquetas, petróleo y productos derivados del petróleo y materiales relacionados, así como de gas natural y manufacturado, en relación con el PIB (kilogramos por 1.000 euros de PIB a precios de 2010).

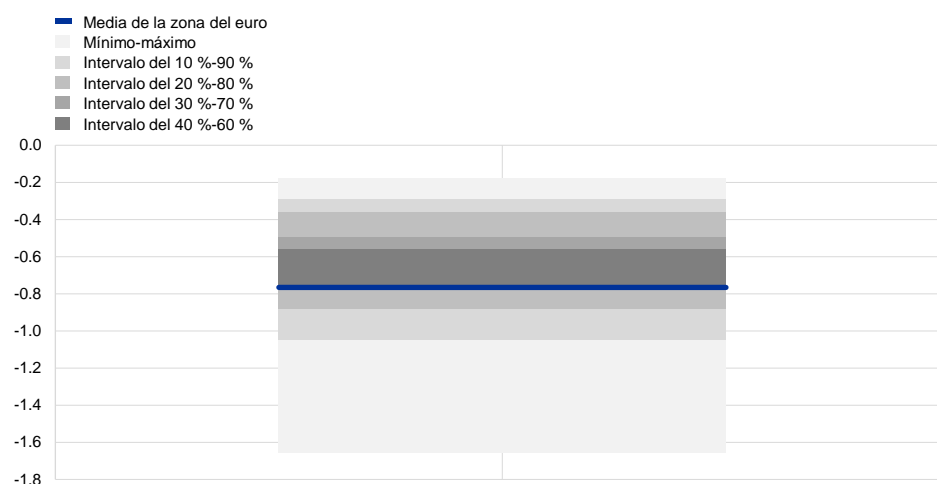
**Dado el actual aumento del precio del petróleo, se estima que la pérdida en el nivel de producto potencial de la zona del euro a medio plazo se situaría alrededor del 0,8 %.** De acuerdo con las elasticidades obtenidas de los modelos macroeconómicos utilizados para elaborar las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema, una subida de los precios del petróleo del 1 % implicaría un descenso del nivel de producto potencial de la zona del euro del -0,02 %, aproximadamente, a medio plazo. Suponiendo una perturbación permanente del precio del petróleo del 40 % —equivalente a la desviación del supuesto del precio del petróleo utilizado en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio 2022 en comparación con la media del período 2017-2020—, el nivel de producto potencial de la zona del euro se revisaría a la baja en un -0,8 % después de cuatro años (gráfico C). Esta perturbación es bastante limitada y debería analizarse en el contexto del incremento acumulado del producto potencial, que según las estimaciones de la Comisión Europea oscilaría en torno al 5,2 % para los próximos cuatro años. Además, parece que esta evaluación es acorde con otras estimaciones, puesto que trabajos anteriores del BCE sugieren una elasticidad a largo plazo del PIB a los precios del petróleo del -0,02 a escala mundial, que implicaría un efecto similar de la actual perturbación del precio del petróleo sobre el nivel del PIB a largo plazo<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> I. Schnabel, «*Reflation, not stagflation*», discurso inaugural en un encuentro virtual organizado por Goldman Sachs, Fráncfort del Meno, 17 de noviembre de 2021.

## Gráfico C

### Distribución del impacto del reciente aumento de los precios del petróleo sobre el nivel de producto potencial en los países de la zona del euro

(desviaciones porcentuales)



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

Notas: El escenario se basa en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2022, en desviación de un contrafactual en el que el precio del petróleo se fija en la media del período comprendido entre el cuarto trimestre de 2017 y el primer trimestre de 2019. Alrededor de la media de la zona del euro, las zonas sombreadas marcan los deciles del impacto de la actual perturbación del precio del petróleo sobre el nivel de producto potencial después de cuatro años, por país, para los 19 países de la zona del euro.

**Sin embargo, existe una incertidumbre considerable en torno a este análisis, sobre todo en relación con la persistencia de la perturbación y las respuestas de la política monetaria.** Por una parte, la magnitud de la perturbación se basa en los precios de los futuros para el período 2022-2024, que pueden ser muy volátiles. En consecuencia, las estimaciones de la magnitud de la pérdida de producto potencial pueden variar significativamente. Por otra parte, la respuesta de la política monetaria a las presiones inflacionistas provocadas por el encarecimiento de los precios del crudo puede mitigar parcialmente su persistencia y reducir el efecto a medio plazo sobre el producto potencial estabilizando el ciclo macroeconómico y anclando firmemente las expectativas de inflación, lo que limitaría los efectos de histéresis. Además, las actuales condiciones tecnológicas y económicas difieren considerablemente de las existentes durante episodios anteriores de perturbaciones del precio del petróleo. Esta situación puede significar que la tecnología de producción puede ajustarse con mayor celeridad a la variación de los precios de los insumos. En particular, para el transporte y el consumo energético de los hogares hay alternativas verdes viables que son mucho menos dependientes del petróleo<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> El aumento del precio del petróleo ha coincidido con un acusado incremento del precio del gas natural, y esto puede amplificar los efectos negativos de los precios del crudo sobre la actividad y el producto potencial al reducir significativamente, de hecho, las posibilidades de sustituir el uso de petróleo por gas.

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

Johannes Gareis, Friderike Kuik y Richard Morris

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos entre el BCE y representantes de 71 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar, principalmente, entre el 20 y el 29 de junio de 2022<sup>1</sup>.

**Los contactos describieron un crecimiento continuado de la actividad, aunque con una evolución bastante divergente tanto entre sectores como dentro de ellos.** Pese a las señales de debilitamiento de la demanda en algunos sectores, en los últimos meses la actividad general mostró mayor resiliencia de lo que muchos habían previsto habida cuenta de la incertidumbre generada por la guerra en Ucrania y el aumento de la inflación. La recuperación en los sectores que se beneficiaron de la relajación de las restricciones relacionadas con la pandemia fue especialmente dinámica —pese a verse moderada, en algunos casos, por la escasez de mano de obra— y, en general, superó las expectativas. Según los contactos, las reservas relacionadas con el turismo para la primavera y el verano habían alcanzado los niveles observados antes de la pandemia o los habían superado. También la demanda de los consumidores de prendas de vestir y otros artículos personales se recuperaba favorablemente en el marco de un retorno a patrones de gasto más normales. En cambio, los productores y establecimientos minoristas de alimentación señalaron cambios en el consumo en respuesta a la elevada inflación de los alimentos, con menos comidas fuera y más en casa, así como un desplazamiento del gasto hacia productos menos caros. También indicaron que la demanda de muchos artículos del hogar estaba cayendo debido a la escasa confianza de los consumidores y a la rotación prevista del consumo desde los bienes de consumo duradero hacia los servicios. Se apreciaban indicios de un debilitamiento de la demanda en la construcción, sobre todo en el sector residencial, en un contexto de incremento de los costes y de los tipos de interés, así como de elevada incertidumbre. Mientras tanto, la actividad manufacturera seguía, en gran medida, limitada por la oferta, con abultadas carteras de pedidos pendientes, a pesar de que muchos contactos mencionaron una caída de los nuevos pedidos.

**En cuanto a las perspectivas futuras, se observaban una incertidumbre y una preocupación generalizadas en torno a las perspectivas de la actividad, especialmente para después del verano.** Además de la desaceleración del mercado de la vivienda, numerosos contactos aludieron a un nivel muy bajo de confianza de los consumidores. Algunos (especialmente en los sectores de comercio minorista y de bienes de consumo) ya expresaban incertidumbre sobre las perspectivas del gasto en consumo para el tercer trimestre. Otros, aunque no apreciaban todavía señales de un deterioro de sus propias cifras, hicieron más

<sup>1</sup> Para consultar información más detallada sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase el artículo titulado «The ECB's dialogue with non-financial companies», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

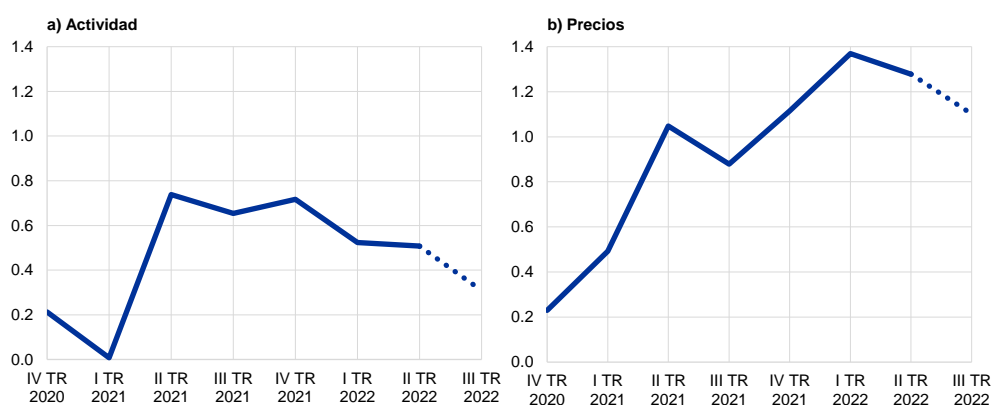
hincapié en la posibilidad de una recesión más avanzado el año. Se citaron varios factores que probablemente contribuirían a sostener la actividad en los meses siguientes, como la demanda embalsada (por ejemplo, de vacaciones), el ahorro acumulado, una disminución progresiva de las restricciones de oferta, las importantes carteras de pedidos pendientes y el deseo de muchas empresas de acumular más existencias. Sin embargo, algunos contactos señalaron que, con el tiempo, los hogares notarían cada vez más la mengua de sus recursos financieros causada por las subidas de precios. Asimismo, si el suministro de gas se redujera aún más, sin duda se materializarían escenarios bajistas.

**Los contactos describieron un crecimiento positivo y sostenido del empleo, que, sin embargo, se vio atenuado en determinados países y sectores por las dificultades para contratar y retener trabajadores.** La recuperación de los servicios de hostelería, viajes y entretenimiento fue el principal factor determinante de la expansión del empleo, según las agencias de contratación. Estas comunicaron también un aumento de la contratación indefinida en detrimento de la temporal, ya que los Gobiernos redujeron la realización de pruebas relacionadas con el COVID-19. Muchas empresas continuaron señalando dificultades para contratar y retener personal. Además, aunque estos problemas se referían fundamentalmente a los profesionales más cualificados (sobre todo en el ámbito de TI), en algunos países y sectores también se mencionó la escasez de trabajadores poco cualificados. En ese momento, no se consideraba que la afluencia de refugiados procedentes de Ucrania estuviera teniendo un impacto significativo en la oferta de mano de obra.

### 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 mostradas son las medias de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución de la actividad (ventas, producción y pedidos) y de los precios en el segundo trimestre de 2022. 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 al crecimiento normal. La línea discontinua representa las expectativas para el trimestre siguiente.

**Los contactos continuaron indicando una elevada magnitud y/o frecuencia de las subidas de los precios de venta, como consecuencia de la transmisión de las sustanciales presiones de costes a lo largo de la cadena de valor. El**

aumento de los costes de la energía y/o el transporte era el aspecto que más preocupaba al grueso de las empresas, aunque la mayoría de los insumos de materiales y componentes también siguieron encareciéndose, pese a que últimamente los precios de las materias primas presentaban una evolución más heterogénea. Los mercados energéticos descontaban primas de riesgo elevadas para el gas y la electricidad como consecuencia de la incertidumbre sobre el suministro de gas procedente de Rusia, a lo que se sumaba un aumento considerable de los márgenes de refino<sup>2</sup>. Muchas empresas todavía no habían repercutido en sus precios el reciente ascenso de los costes energéticos, que, a su vez, solo se estaba notando gradualmente a medida que iban expirando los contratos. Algunas eran reacias a celebrar nuevos contratos de cobertura a largo plazo —ya que consolidarían precios elevados—, aun cuando así sus bases de costes quedarían más expuestas a la volatilidad de los precios energéticos en el futuro. La traslación del aumento de los costes a los precios de venta se veía facilitada por el hecho de que casi todas las empresas estaban subiendo los precios en paralelo y, en el sector manufacturero en particular, los clientes concedían más importancia a la disponibilidad y la puntualidad de la entrega que al precio. Como consecuencia, en general muchas empresas podían mantener sus márgenes, o incluso incrementarlos, aunque esto era más complicado en sectores orientados al consumo en los que se afrontaba una competencia mayor. Con todo, también se observaron aumentos sustanciales de los precios de muchos bienes de consumo y servicios (alimentación, viajes, alojamiento, etc.), y esos ascensos fueron igualmente frecuentes en sectores (como las telecomunicaciones) en los que eran habituales las bajadas de precios. De cara al futuro, aunque la mayoría de los contactos preveían una tendencia similar de subida de los precios de venta en el tercer trimestre, algunos tenían más dudas en vista de la pérdida de dinamismo de la demanda, lo que apunta a una posible moderación de la tasa de incremento global.

**La mayoría de los contactos pensaban que las presiones salariales estaban aumentando progresivamente, aunque todavía había una incertidumbre considerable y disparidades entre países.** Las diferencias temporales de las negociaciones salariales, la longitud de los contratos vigentes y muchos elementos puntuales y *ad hoc* hacían que resultara difícil cuantificar el ritmo subyacente del crecimiento de los salarios. No obstante, aproximadamente tres cuartas partes de los contactos esperaban que las negociaciones salariales en curso o futuras se tradujeran en un mayor incremento en 2023 que en 2022, y la mayoría situaba el crecimiento salarial de 2022 entre el 2 % y el 4 %. Sin embargo, para muchos resultaba complicado dar una indicación cuantitativa en este momento. Un aspecto clave de muchas de las negociaciones salariales inminentes sería el equilibrio entre los elementos permanentes y los puntuales. También se observaban diferencias regionales significativas: las presiones salariales y el poder de negociación de los

---

<sup>2</sup> Los márgenes de refino han aumentado tanto para la gasolina como para el diésel, pero más en el caso de este último. La presión sobre los márgenes de refino es atribuible a una combinación de factores, en particular a la disminución de las exportaciones rusas de productos de refino de petróleo, pero también a la reducción de la capacidad de refino en todo el mundo (que se aceleró en los primeros momentos de la pandemia) en un contexto de recuperación de la demanda.

trabajadores eran considerablemente menores en los países o zonas que presentan tasas de desempleo elevadas de forma sostenida.



## 6 Expectativas de precios de venta entre las empresas de la zona del euro

Nicola Benatti, Renate Dreiskena, Annalisa Ferrando, Juan Ángel García y Carolina Miguel

**En este recuadro se analiza información reciente de las empresas de la zona del euro acerca de sus expectativas de precios de venta.** Las empresas son agentes económicos importantes para la dinámica de la inflación, dado que toman muchas decisiones que influyen en los resultados macroeconómicos, desde negociar salarios y fijar precios hasta decidir cuánto van a invertir y a cuántas personas van a tener en plantilla. Sin embargo, la información sobre sus prácticas de fijación de precios sigue siendo relativamente escasa si se compara con los datos sobre otros agentes económicos tanto en la zona del euro como en muchos otros países. Para contribuir a entender estas prácticas en las compañías de la zona del euro, en la encuesta más reciente sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) se introdujeron preguntas adicionales sobre las variaciones de los precios recientes (en los doce meses anteriores) y esperadas (en los doce meses siguientes) en cada empresa<sup>1</sup>. También se incluyeron preguntas sobre la importancia de distintos determinantes de esas expectativas de precios en los doce meses siguientes. En este recuadro se informa sobre las respuestas y se analizan las características de las empresas que son relevantes para comprender mejor esas expectativas.

**En consonancia con el reciente incremento de las presiones inflacionistas, las empresas de la zona del euro señalaron, en general, una subida de los precios de venta durante el último año.** Alrededor de tres cuartas partes de las compañías de la zona indicaron que sus precios de venta habían aumentado «un poco» (46 %) o «mucho» (26 %). Por su parte, la proporción de empresas cuyos precios se mantuvieron igual fue más reducida (22 %) y solo unas pocas comunicaron precios más bajos (4 %).

**Las empresas esperan que continúen las presiones al alza a corto plazo (gráfico A).** La gran mayoría de las compañías de la zona del euro también prevén que sus precios aumenten en el futuro (el 47 % «un poco» y el 28 % «mucho»), y una proporción menor espera que no varíen (18 %) o que bajen un poco (3 %). Las empresas de todos los tamaños esperan precios de venta más elevados en general.

---

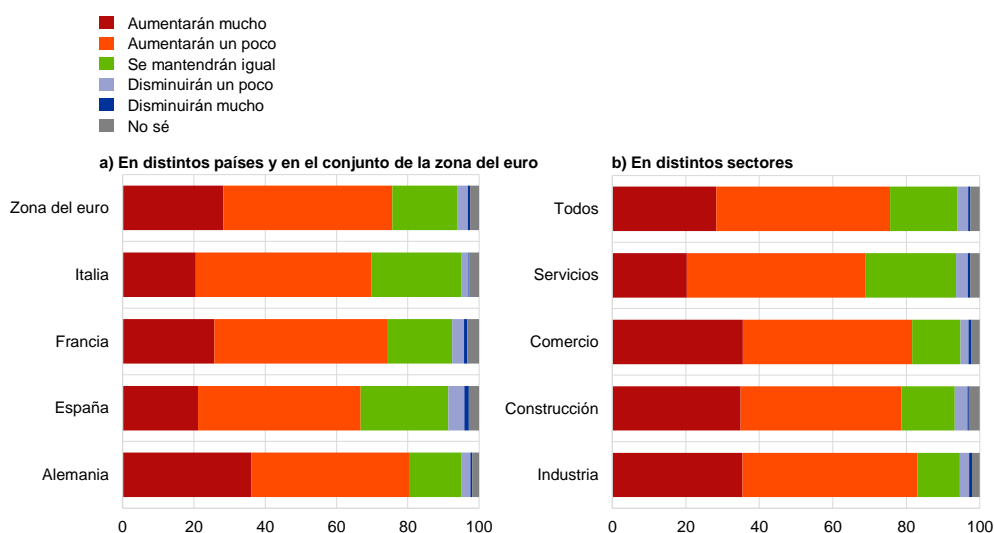
<sup>1</sup> Véase «[Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022](#)», BCE, junio de 2022.

## Gráfico A

Variaciones esperadas de los precios de venta en el conjunto de la zona del euro y en sus mayores economías, y en distintos sectores

PA2: De cara al futuro, considerando los mercados en los que vende sus principales productos o servicios, ¿qué cree que ocurrirá en los próximos doce meses con sus precios de venta?

(porcentaje de empresas encuestadas)



Fuente: BCE (Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022).

Nota: La base son todas las empresas.

**Entre las cuatro mayores economías de la zona del euro, las empresas de Alemania prevén mayores presiones al alza sobre los precios que las de los otros tres países.** Más de un tercio de las compañías alemanas esperan que sus precios suban «mucho» (36 %), mientras que en las otras grandes economías la proporción varía entre el 21 % (España e Italia) y el 26 % (Francia). En los cuatro países, las empresas que prevén que los precios aumenten «un poco» forman el grupo más grande (con porcentajes que oscilan entre el 44 % en Alemania y el 49 % en Francia e Italia), mientras que solo en torno a una cuarta parte de las compañías esperan que sus precios se mantengan igual o disminuyan (en una proporción que va desde el 18 % en Alemania hasta el 30 % en España).

**A nivel sectorial, se esperan precios de venta más elevados sobre todo en la industria, la construcción y el comercio, pero subidas más moderadas en los servicios.** Alrededor del 35 % de las compañías de los sectores industrial, de construcción y comercial esperan que sus precios aumenten «mucho», frente a solo el 20 % de las empresas de servicios. Asimismo, mientras que el 25 % de las que operan en las ramas de servicios indican que no prevén subir sus precios durante el próximo año, el porcentaje es significativamente menor en los demás sectores. Aunque no es posible trazar con precisión la relación entre los precios de las empresas y los principales subcomponentes del IAPC, los resultados de la encuesta sugieren la presencia de presiones inflacionistas más fuertes en el componente de bienes industriales no energéticos, mientras que el subcomponente de servicios podría contribuir a moderar el repunte general de la inflación.

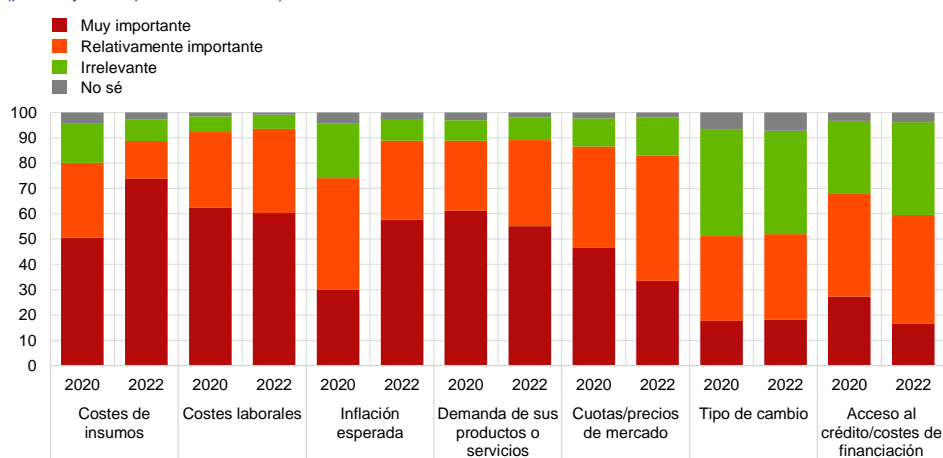
**Los costes de los insumos (tanto los materiales como la mano de obra) y la inflación esperada son los principales factores que explican las expectativas de precios de venta más altos entre las empresas de la zona del euro, seguidos de la demanda de sus productos y servicios.** Para entender mejor los factores que impulsan las variaciones esperadas en los precios, se pidió también a las empresas que indicaran los principales determinantes de sus expectativas de precios de venta en los doce meses siguientes (gráfico B). En consonancia con el aumento observado en los precios internacionales de los productos básicos y las materias primas, el coste de los insumos es el factor más importante que influye actualmente en las expectativas de precios de venta (considerado «muy importante» por el 74 % de las empresas), seguido de los costes laborales (60 %), la inflación esperada (58 %) y la demanda de sus productos y servicios (55 %). En cambio, factores como las cuotas de mercado/los precios de la competencia, el tipo de cambio, así como el acceso al crédito y los costes de financiación, desempeñan un papel mucho más limitado<sup>2</sup>.

### Gráfico B

Factores que influyen en los precios de venta de las empresas de la zona del euro: situación de 2022 comparada con la de 2020 (previa a la pandemia)

PA3: ¿Qué importancia espera que tengan los siguientes factores en la fijación o modificación de sus precios de venta en los próximos doce meses?

(porcentaje de empresas encuestadas)



Fuente: BCE (Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022).

Nota: La base son todas las empresas.

### La importancia percibida de los costes de los insumos y la inflación esperada como factores que determinan las expectativas de precios de venta ha

<sup>2</sup> Un análisis *probit* basado en las respuestas de cada empresa confirma la importancia relativa de los distintos factores que explican las subidas de los precios de venta esperadas en el futuro. Estos resultados están condicionados a diferencias sectoriales y nacionales, así como a características de las empresas (por ejemplo, tamaño, orientación exportadora) y a su posición financiera (anteriores incrementos de ventas y de beneficios). Por ejemplo, el impacto marginal estimado indica, aproximadamente, que un aumento de una desviación típica en la inflación esperada se asocia a un incremento de 12 puntos porcentuales en el porcentaje de compañías que elevan sus precios de venta. Las materias primas y otros costes de suministro son el factor que más influye en las decisiones de las empresas de incrementar los precios de venta en el futuro y contribuyen a aumentar en 25 puntos porcentuales el porcentaje de las que esperan subir sus precios. Los ascensos de los costes laborales y de los costes de financiación explican aumentos más moderados (3-4 puntos porcentuales) de la probabilidad de que las compañías fijen precios de venta más elevados.

**aumentado con respecto a 2020.** Antes de la pandemia de coronavirus (COVID-19), una encuesta SAFE anterior contenía preguntas similares sobre los factores que influyen en las expectativas de precios de venta de las empresas. Los cambios observados en la importancia relativa asignada a distintos factores en la encuesta actual en comparación con la anterior ofrecen información adicional sobre las mayores expectativas de precios de venta entre las compañías. A principios de 2020, antes de la pandemia, los costes laborales y de los insumos ya eran la principal fuente de presiones al alza sobre los precios de venta. Más concretamente, la proporción de empresas que consideran que los costes laborales son relevantes se ha mantenido en un nivel similar al de la encuesta anterior (alrededor del 60 % de las compañías indicaron que son «muy importantes»), mientras que la relevancia de los costes de los insumos ha seguido creciendo (hasta alcanzar el 74 %, desde el 50 %). El repunte significativo de la inflación desde 2020 parece haber influido en el papel que desempeña la inflación esperada en los precios de venta esperados, y el 58 % de las empresas indican ahora que es «muy importante» (frente al 30 % en 2020). En cambio, la evolución de la demanda de sus productos y servicios y de los precios de la competencia/cuota de mercado influye menos ahora que en 2020, mientras que el tipo de cambio y el acceso al crédito/costes de financiación continúan teniendo un peso muy limitado (en torno al 40 % de las compañías los consideran «irrelevantes»). Estas tendencias son, en líneas generales, similares en todos los tamaños de compañías, aunque los costes de los insumos y la inflación esperada parecen ser más relevantes para las grandes empresas que para las pequeñas y medianas, mientras que aparentemente sucede lo contrario con los costes de financiación.

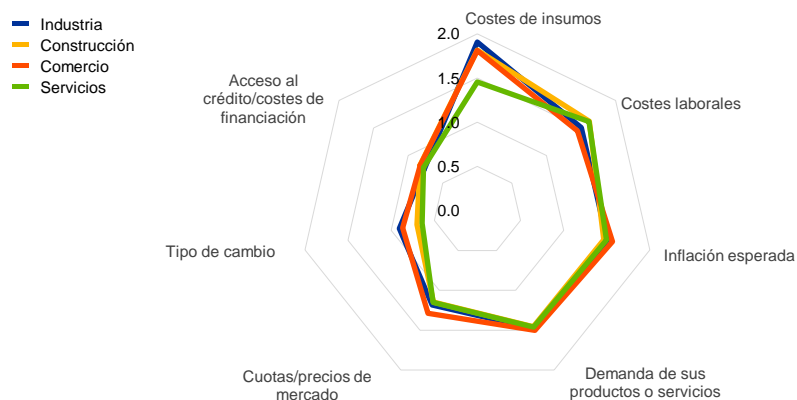
**La mayor importancia atribuida a los costes de los insumos ayuda a explicar por qué las expectativas de precios de venta son mayores en la industria, la construcción y el comercio que en los servicios (gráfico C).** Las empresas de los sectores industrial, de construcción y comercial asignan una importancia significativamente mayor al papel de los costes de los insumos que las de servicios. Esto subraya el fuerte impacto de la subida de los precios de los materiales y de las materias primas en los últimos meses en las ramas de actividad donde más materiales se utilizan, mientras que los sectores más intensivos en mano de obra —como los servicios, aunque también la construcción— otorgan una importancia ligeramente mayor a los costes laborales. A su vez, los otros dos factores importantes —la inflación esperada y la demanda de sus productos y servicios— se valoran de forma muy similar en los distintos sectores.

## Gráfico C

### Factores que influyen en los precios de venta en los distintos sectores

PA3: ¿Qué importancia espera que tengan los siguientes factores en la fijación o modificación de sus precios de venta en los próximos doce meses?

(índice)



Fuente: BCE (Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022).

Notas: El gráfico muestra la importancia que atribuyen las empresas a distintos factores que influyen en los precios de venta en los distintos sectores basándose en una escala de 0 a 2. Se asignan los siguientes valores a las respuestas: «irrelevante» = 0; «importante» = 1; «muy importante» = 2. La base son todas las empresas.

**Un análisis granular adicional proporciona información sobre el tipo de empresas que consideraron que la inflación esperada era particularmente importante para la fijación de los precios de venta futuros en 2022.** Para

entender mejor qué ha estado impulsando la creciente importancia de las expectativas de inflación que declararon las empresas encuestadas, en el análisis se comparan las que indican que la inflación esperada es «muy importante» (barras de color rojo oscuro del gráfico B) en las decisiones sobre precios con las que señalan que es «irrelevante» (barras verdes del gráfico B).

**Las empresas familiares y las que comunican incrementos de los precios de los insumos y de su carga financiera total están entre las empresas que consideran que la inflación esperada es un factor muy importante para fijar los precios de venta futuros.** El gráfico D muestra el impacto marginal de varias

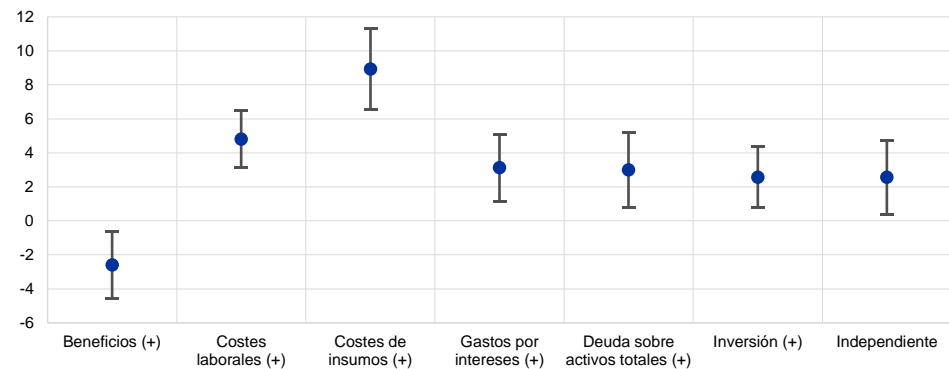
características de las empresas sobre la probabilidad de que indiquen que la inflación esperada es «muy importante», en función de diferencias de tamaño, sector y país. Las compañías que indicaron aumentos de los costes de los insumos y de los costes laborales en el período comprendido entre octubre de 2021 y marzo de 2022 son, respectivamente, 5 y 9 puntos porcentuales más propensas a considerar que la inflación esperada es un factor muy importante para los precios de venta futuros que las empresas que no señalaron esos incrementos. Esta evidencia puede sugerir que la mayor relevancia de los costes de los insumos y los laborales, así como de la inflación esperada, podría reflejar simplemente presiones inflacionistas. Las compañías con niveles más elevados de gastos por intereses y de apalancamiento también tendieron a considerar que la inflación esperada es muy importante para sus precios, aunque la diferencia es ligeramente inferior (3 puntos porcentuales). Asimismo, el análisis muestra que las empresas «independientes» (empresas familiares o empresarios individuales) son 3 puntos porcentuales más propensas a revisar sus decisiones de precios a causa de la inflación esperada. Por

último, también es más probable que las que aumentaron su inversión en capital fijo en los seis meses anteriores tengan en cuenta la inflación esperada. Por el contrario, esto es menos probable en el caso de las empresas más rentables, que posiblemente tengan más margen para mantener sus precios sin variaciones mediante la absorción de costes.

### Gráfico D

Impactos marginales de las características de las empresas sobre si estas consideran que la inflación esperada es un factor muy importante para la fijación de los precios de venta futuros

(efectos marginales medios con intervalos de confianza del 95 %; puntos porcentuales)



Fuente: BCE (Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2021 to March 2022).

Notas: Efecto marginal medio de un aumento de una desviación típica en la variable seleccionada sobre los precios de venta esperados en el futuro en función de regresiones *probit*. La variable dependiente es una variable ficticia (*dummy*) igual a 1 si las empresas indican que la inflación esperada es un factor «muy importante» en la fijación de los precios de venta futuros y a 0 si lo consideran «irrelevante». Las variables explicativas son tamaño; estructura de propiedad; cotizada/no cotizada; orientación exportadora; anteriores incrementos de la cifra de negocios, los beneficios, el apalancamiento, los gastos por intereses, los costes laborales, los costes de insumos, la inversión, el capital circulante y el empleo, y percepciones positivas de los cambios en las perspectivas económicas generales. También se incluyen variables ficticias de sector y de país.

## Respuesta de la política fiscal de los países de la zona del euro a la guerra en Ucrania y su impacto macroeconómico

Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier y Philip Muggenthaler

**En este recuadro se presenta un análisis cuantitativo de las medidas de política fiscal adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en respuesta a la guerra en Ucrania y de su impacto macroeconómico.** Las medidas fiscales discrecionales aplicadas por estos Gobiernos desde la invasión de Ucrania por parte de Rusia el 24 de febrero de 2022 persiguen tres objetivos principales: amortiguar el impacto de las subidas de los precios energéticos, aumentar las capacidades defensivas de los países de la zona y de Ucrania, y abordar la crisis de los refugiados. Algunos Gobiernos también han proporcionado apoyo de liquidez en forma de avales, aunque, en principio, sus saldos presupuestarios solo se verían afectados si dichos avales (pasivos contingentes) se ejecutaran<sup>1</sup>. Además, se han adoptado diversas iniciativas de apoyo a escala de la UE, como la ayuda directa proporcionada al Gobierno ucraniano. En este contexto, este recuadro se centra en las medidas de estímulo fiscal con un impacto directo en el saldo presupuestario de los países de la zona del euro. También incluye estimaciones sobre los efectos de dichas medidas en el crecimiento y la inflación de la zona del euro durante el período 2022-2024.

**Se estima que el apoyo fiscal discrecional proporcionado en la zona del euro en respuesta a la guerra en Ucrania —que se ha incluido en las proyecciones de referencia de los expertos del Eurosistema de junio de 2022— ascenderá a cerca del 1 % del PIB en 2022<sup>2</sup>.** Las nuevas medidas compensatorias introducidas para hacer frente al encarecimiento de la energía tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia representan tres cuartas partes del apoyo prestado (panel a del gráfico A). Cabe señalar que varios países de la zona del euro ya habían adoptado medidas para paliar la subida de los precios energéticos antes de la invasión<sup>3</sup>. El resto del apoyo relacionado con la guerra está asociado al gasto en defensa y la ayuda a los refugiados. Según las estimaciones, gran parte del respaldo fiscal, en particular el relacionado con el componente energético, se retirará a lo largo del período 2023-2024. Al mismo tiempo, se prevé un incremento más acusado del gasto en defensa para el final del horizonte de proyección. En conjunto, atendiendo a los planes de los Gobiernos cuando se elaboraron las proyecciones de junio de

<sup>1</sup> Varios países de la zona del euro han aprobado programas de avales específicos dirigidos a las empresas afectadas por la guerra o han permitido que estas empresas se beneficien de los importes presupuestados no dispuestos que se aprobaron en el contexto de la pandemia de COVID-19.

<sup>2</sup> Esta estimación se refiere a las medidas de política fiscal adoptadas hasta la fecha de cierre de los supuestos fiscales (24 de mayo de 2022). Para información más detallada, véanse las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2022](#).

<sup>3</sup> Se estima que estas medidas introducidas en 2021 representan alrededor del 0,2 % del PIB de la zona del euro. Parte de este apoyo se mantuvo en 2022, al tiempo que se aprobaron nuevas medidas entre el 1 de enero y el 24 de febrero de 2022. Teniendo en cuenta las medidas adoptadas después del 24 de febrero —que representan en torno al 0,65 % del PIB de la zona del euro (gráfico A)—, el respaldo fiscal total relacionado con la energía ascendería al 0,8 % del PIB en 2022.

2022, se espera que aproximadamente una tercera parte del estímulo se mantenga durante dicho horizonte. Los expertos del Eurosistema consideran que los riesgos para estos supuestos del escenario de referencia apuntan a un estímulo fiscal adicional, asociado en particular a la prórroga de las medidas compensatorias relacionadas con la energía<sup>4</sup>.

**En cuanto a la composición por instrumentos fiscales, la mayoría de las medidas relacionadas con la guerra se sitúan en el lado del gasto.** Más concretamente, la mayor parte de las medidas de respaldo fiscal de la zona del euro introducidas en respuesta a la guerra, con efectos en 2022, consisten en transferencias fiscales y subvenciones, así como en rebajas de impuestos indirectos (relacionados con la energía) (panel b del gráfico A). Actualmente se espera que, durante 2023-2024, el grueso del apoyo sea en forma de inversión pública, sobre todo gasto en defensa. Se estima que la mayoría de las medidas se financiarán mediante deuda y algunos importes se cubrirán con ingresos procedentes del régimen de comercio de derechos de emisión de la UE y con medidas compensatorias discrecionales relativamente limitadas<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> De hecho, desde la fecha de cierre de las proyecciones del Eurosistema de junio de 2022, varios Gobiernos ya han anunciado la prórroga y/o la introducción de nuevas medidas además de las consideradas en el escenario de referencia de las proyecciones. Asimismo, pueden materializarse riesgos de respuestas adicionales de política fiscal en un escenario bajista relacionado con el impacto económico de la guerra, como el presentado en el [recuadro 3](#) de las citadas proyecciones.

<sup>5</sup> Destaca el caso de Italia, donde se ha aprobado una medida discrecional destinada específicamente a compensar parte del apoyo relacionado con la energía. Se trata de un mecanismo de recuperación de fondos mediante la imposición (*claw-back tax*) de los beneficios de los productores de energía, esto es, un impuesto extraordinario del 25 % que gravará las ventas que aumentaron en más de 5 millones de euros, en términos netos, entre octubre de 2021 y abril de 2022 con respecto al año anterior, excluidos aquellos casos en los que el margen de beneficio registró un crecimiento inferior al 10 %.



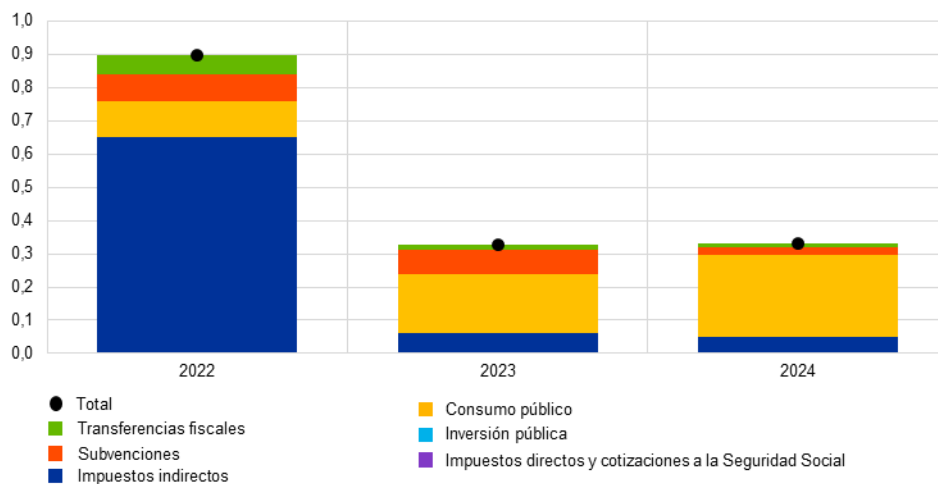
## Gráfico A

### Medidas fiscales adoptadas en la zona del euro relacionadas con la guerra en Ucrania

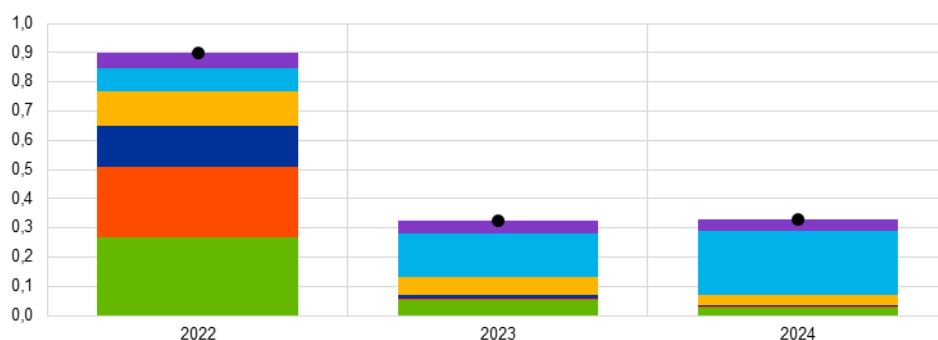
(porcentaje del PIB de la zona del euro)

- Apoyo fiscal total de carácter discrecional
- Medidas compensatorias relacionadas con la energía
- Gasto adicional en defensa
- Ayuda a los refugiados
- Otros gastos relacionados con la guerra

#### a) Por ámbito de actuación



#### b) Por tipo de instrumento fiscal



Fuentes: Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2022 y cálculos del BCE, basados en los cuestionarios fiscales del Grupo de Trabajo de Finanzas Públicas (WGPF, por sus siglas en inglés) del SEBC.

Notas: En el panel a, «Otros gastos relacionados con la guerra» incluye otras transferencias directas a Ucrania, la acumulación de reservas estratégicas de gas y ayudas a empresas distintas de las correspondientes a las tres categorías identificadas. En el panel b, en el que las medidas fiscales de la zona del euro relacionadas con la guerra en Ucrania se presentan por tipo de instrumento fiscal, «Transferencias fiscales» se refiere fundamentalmente al apoyo directo proporcionado por las Administraciones Públicas a los hogares y, en menor medida, a las transferencias de capital a las empresas. «Subvenciones» son pagos corrientes sin contrapartida que las Administraciones Públicas efectúan a los productores residentes (empresas), principalmente con el objetivo de reducir los precios de la energía. Las medidas fiscales se representan en términos de coste presupuestario (*ex ante*), en niveles y por años. Las medidas compensatorias de ámbito energético relacionadas con la guerra, referidas en general a las aprobadas con posterioridad al 24 de febrero de 2022, se aproximan aquí por las revisiones del coste presupuestario estimado con respecto a las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2022.

### Los expertos del Eurosistema han clasificado las medidas compensatorias relacionadas con la energía vigentes en 2022 atendiendo a cuatro criterios<sup>6</sup> (gráfico B):

<sup>6</sup> Cabe señalar que esta clasificación no es fácil de realizar en algunos casos, en los que se basa necesariamente en supuestos.

- **Clasificación en el presupuesto:** Las medidas por el lado del gasto tienen un peso algo mayor en términos de impacto presupuestario en la zona del euro en 2022 (cerca del 60 %) <sup>7</sup> y consisten sobre todo en transferencias fiscales a hogares y subvenciones a empresas. Este tipo de gasto puede estar vinculado al consumo de energía o adoptar la forma de un pago único a los hogares. En los países de la zona del euro en los que se ha establecido la congelación de precios de la energía, los Gobiernos conceden subvenciones o transferencias de capital a los proveedores de energía o compensaciones por otros cargos/tarifas de los servicios. Por el lado de los ingresos, las medidas están relacionadas principalmente con recortes de los impuestos energéticos (impuestos especiales) sobre la electricidad, el gas natural y los combustibles sólidos, y, en menor medida, con reducciones del IVA aplicado a los productos energéticos <sup>8</sup>. Además, los países de la zona del euro han rebajado otros impuestos o tarifas relacionados con el consumo de energía, como los recargos ambientales, las tarifas de red y otros cargos de servicio.
- **Beneficiarios.** La mayoría de las medidas aprobadas en 2022 están dirigidas a los hogares (ligeramente por encima del 70 % del impacto presupuestario total) <sup>9</sup>. Varios países también han proporcionado apoyo a empresas de los sectores más afectados, pero su impacto fiscal es más limitado.
- **Nivel de renta.** En términos de su impacto, en torno al 12 % de las medidas de la zona del euro se destinan a los hogares con rentas bajas (es decir, son medidas que incluyen criterios de renta claramente establecidos). Estas medidas focalizadas adoptan la forma de bonificaciones, bonos de descuento para electricidad o calefacción, y pagos únicos destinados a estos hogares. Se considera que alrededor del 54 % de todas las medidas son ayudas no vinculadas al nivel de renta para hogares, mientras que el 34 % restante consiste en transferencias a empresas y otras medidas que generalmente no van dirigidas a un nivel de renta determinado.
- **Consideraciones ambientales.** Atendiendo a la información disponible hasta ahora y en términos de impacto presupuestario, se estima que algo más del 1 % de las medidas adoptadas contribuyen de forma directa a impulsar la transición verde. En torno al 53 % podrían categorizarse como medidas de apoyo al consumo de combustibles fósiles a corto plazo, mientras que el otro 46 % son «ambientalmente neutras», incluidas aquellas difíciles de clasificar actualmente. Las rebajas de impuestos y las subvenciones a los combustibles fósiles no incentivan un uso eficiente de la energía ni la inversión en tecnologías de ahorro energético. Algunos países han introducido «medidas

<sup>7</sup> En el análisis desarrollado en este recuadro se consideran los datos agregados de la zona del euro, aunque se reconoce la existencia de diferencias por países.

<sup>8</sup> En cuanto al IVA, los Estados miembros de la UE pueden aplicar tipos reducidos a los productos energéticos siempre que cumplan los criterios mínimos establecidos en la Directiva del IVA de la UE (Directiva 2006/112/CE del Consejo, de 28 de noviembre de 2006, relativa al sistema común del impuesto sobre el valor añadido [DO L 347, 11.12.2006, p. 1]), y consulten al Comité del IVA. Por lo que se refiere a los impuestos especiales, los Estados miembros pueden rebajar sus tipos al mínimo fijado en la actual Directiva sobre fiscalidad de la energía.

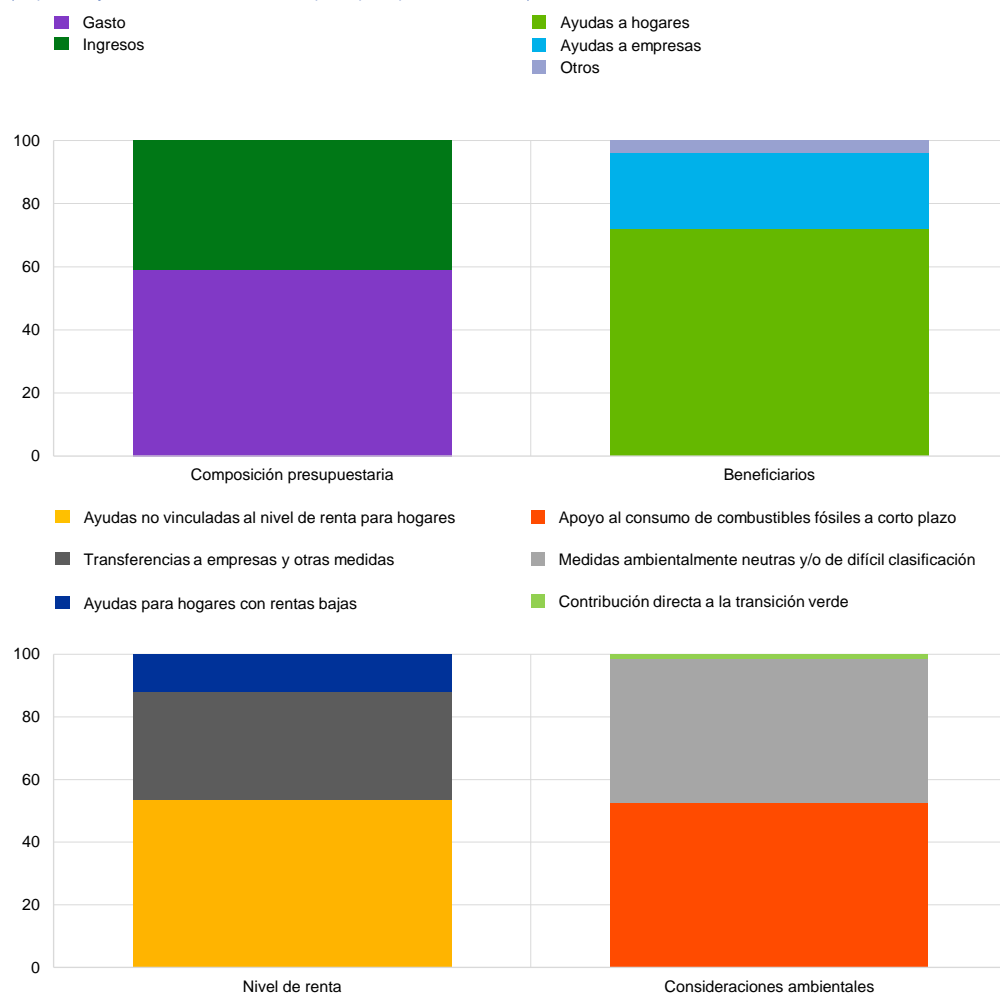
<sup>9</sup> Las reducciones del IVA se clasifican mayoritariamente como apoyo a los hogares.

verdes», como las subvenciones al transporte público o reducciones del IVA, así como subvenciones destinadas a fuentes de energía renovable.

### Gráfico B

#### Medidas fiscales adoptadas en la zona del euro para amortiguar el impacto de las subidas de los precios de la energía en 2022

(en porcentaje del total en función de su impacto presupuestario en 2022)



Fuentes: Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2022 y cálculos del BCE, basados en los cuestionarios fiscales del Grupo de Trabajo de Finanzas Públicas (WGPF, por sus siglas en inglés).

Notas: En la barra correspondiente a «Beneficiarios», la categoría «Otros» incluye, entre otros conceptos, la acumulación de reservas de gas y la recapitalización de empresas públicas. En la barra de «Nivel de renta», la categoría «ayudas para hogares con rentas bajas» representa las medidas que tienen por objetivo proporcionar un apoyo directo a los hogares atendiendo a criterios claros de renta. En la categoría «Transferencias a empresas y otras medidas», algunas medidas (en torno al 5 %) se refieren al respaldo proporcionado exclusivamente a sectores específicos, como el agrícola o el del transporte, que se caracterizan por tener una mayor proporción de trabajadores con salarios bajos en comparación con otros sectores.

**Además de las medidas adoptadas para paliar los efectos de los altos precios de la energía, la respuesta fiscal de la zona del euro a la guerra consiste principalmente en gasto en defensa y en ayuda a los refugiados.** El aumento del gasto en defensa en la zona del euro, que se ha incluido en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2022, refleja principalmente el gasto defensivo adicional anunciado en Alemania. Otros países de la zona del euro también han comunicado que prevén ampliar su capacidad militar y muchos de ellos se han referido al compromiso adquirido en el

marco de la OTAN de invertir en defensa el 2 % del PIB. Sin embargo, pocos han detallado sus planes. Por último, varios países han aprobado una partida de gasto adicional para abordar la crisis de los refugiados de Ucrania, que representa un porcentaje mayor del apoyo total prestado sobre todo en los países de Europa Central y Oriental.

**En cuanto al impacto macroeconómico de las medidas fiscales relacionadas con la guerra, se estima que estas incidirán positivamente en el crecimiento del PIB y reducirán de forma transitoria las presiones inflacionistas en 2022.**

Las simulaciones armonizadas por países basadas en modelos del BCE y del SEBC indican que, como consecuencia de las medidas asociadas a la guerra descritas anteriormente, el crecimiento del PIB de la zona del euro podría aumentar en unos 0,4 puntos porcentuales y la inflación medida por el IAPC disminuir (principalmente a través del descenso de la inflación de la energía) en algo menos de 0,4 puntos porcentuales en 2022 (gráfico C)<sup>10</sup>. Se estima que, en 2023, el impacto sobre el crecimiento desaparecerá, mientras que el efecto sobre la inflación se revertirá en gran medida. En términos acumulados durante el horizonte de proyección, el conjunto de medidas de estímulo adoptadas en respuesta a la guerra tendría un impacto de casi 0,4 puntos porcentuales sobre el crecimiento total y un efecto limitado de poco más de 0,1 puntos porcentuales sobre la inflación. Las simulaciones armonizadas están sujetas a incertidumbre. Así, el impacto en la inflación medida por el IAPC —que se transmite principalmente por el componente energético— dependerá del grado en que las subvenciones afecten a los precios de consumo, así como de otras respuestas de comportamiento motivadas por las características específicas de las medidas en cada país. El efecto sobre el crecimiento estará condicionado por la eficacia de las medidas para estimular el consumo a corto plazo y, en particular durante el período 2023-2024, por el efecto real del gasto en defensa, que actualmente se espera que se produzca sobre todo en forma de inversión pública<sup>11</sup>.

**De cara al futuro, en caso de que se requiera apoyo público adicional, los recursos financieros deberían utilizarse de forma eficiente.** Se deberían intensificar los esfuerzos para que las medidas compensatorias relacionadas con la energía cada vez se destinen más a los hogares más vulnerables<sup>12</sup>. Además, los incentivos deberían dirigirse a reducir el uso de combustibles fósiles y la dependencia energética de Rusia, al tiempo que se mantienen unas finanzas públicas saneadas.

<sup>10</sup> Para un análisis de los factores distintos de las medidas fiscales directas relacionadas con el impacto de la guerra en Ucrania sobre los mercados energéticos, véase el recuadro titulado «[El impacto de la guerra en Ucrania en los mercados energéticos de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022. En este recuadro también se presentan estimaciones a abril de 2022 relativas a la contribución de las medidas tributarias para reducir la inflación del componente energético del IAPC.

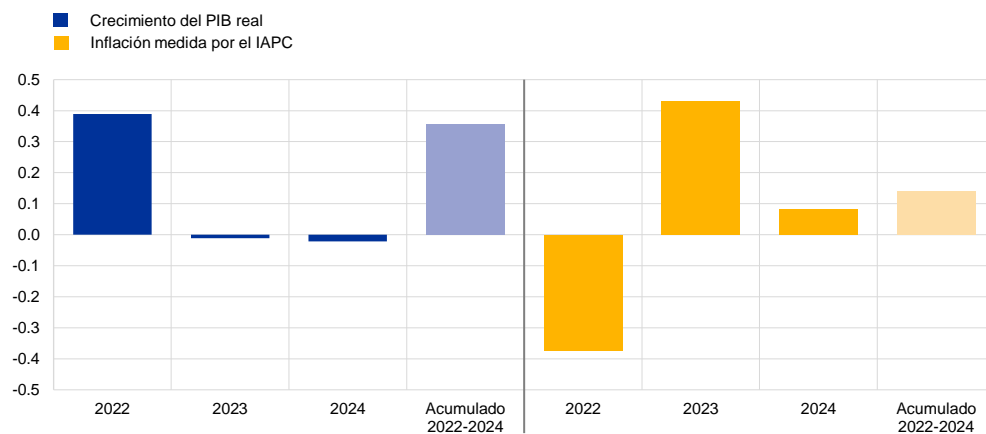
<sup>11</sup> Es posible que parte del gasto no se destine a inversión productiva, sino que se canalice a través de otros instrumentos fiscales, como los salarios públicos. Puede que tampoco se consuma en la producción interna de equipamiento militar, sino que la inversión pública podría incluir entregas de suministros militares desde el exterior. Por ello, los multiplicadores fiscales correspondientes pueden ser inferiores a los considerados en estas simulaciones.

<sup>12</sup> Véanse también las [recomendaciones](#) formuladas por la Comisión Europea en el contexto del Semestre Europeo de 2022: «Las políticas de apoyo deben ser temporales y estar dirigidas a los más vulnerables para que sean más eficaces, al tiempo que se mantienen los incentivos para reducir el consumo de combustibles fósiles y se limita su impacto presupuestario».

### Gráfico C

#### Efectos macroeconómicos del apoyo presupuestario relacionado con la guerra en Ucrania

(puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Las simulaciones se han llevado a cabo con los dos modelos utilizados habitualmente en los ejercicios de proyecciones del Eurosistema: el nuevo modelo multipaís (New Multi-Country Model, NMCM) del BCE y la plataforma basada en los modelos macroeconómicos de los bancos centrales nacionales (basic Model Elasticities [BMEs]). Las simulaciones solo tienen en cuenta las medidas fiscales que tienen un impacto presupuestario directo y no incluyen otras medidas públicas (regulatorias) cuyo coste directo puede ser asumido por el sector privado.

# Artículos

## 1 La recuperación de la inversión empresarial en la zona del euro: determinantes, oportunidades, retos y riesgos

Malin Andersson, Claudia Di Stefano, Yiqiao Sun y Francesca Vinci

### Introducción

**La pandemia de coronavirus (COVID-19) provocó una fuerte caída de la inversión empresarial en la zona del euro, a la que siguió un repunte significativo.** La inversión sin construcción (o «empresarial») —que en este artículo también se denomina «inversión»— se desplomó con la irrupción de la pandemia. Las empresas tuvieron dificultades para cubrir el capital circulante en su operativa diaria y retrasaron sus objetivos de inversión estratégica cuando las economías se colapsaron repentinamente en la primera mitad de 2020. Gracias al apoyo sustancial de las políticas monetaria y fiscal —que también evitaron que el colapso fuese mayor—, la inversión se ha recuperado en gran medida y se sitúa próxima a su nivel anterior a la pandemia<sup>1</sup>. Sin embargo, se ha enfrentado a una serie de factores adversos relacionados con los cuellos de botella en la oferta, el aumento de los costes de la energía y la elevada incertidumbre. Los riesgos para las perspectivas de inversión han crecido con la guerra de Rusia en Ucrania. A su vez, la pandemia ha acelerado el proceso de transformación estructural que se está produciendo en la economía de la zona del euro, poniendo de relieve las ventajas de la inversión digital y verde.

**Si se considera la inversión desde una perspectiva de medio plazo, la digitalización y la ecologización de la economía plantean oportunidades, retos y riesgos.** Entender las implicaciones de este doble proceso de transformación es fundamental, habida cuenta del importante papel que desempeña la inversión como motor del ciclo económico y determinante de la capacidad productiva de la economía<sup>2</sup>. En este artículo se hace balance de la dinámica actual de la inversión en la zona del euro y se examinan los factores que impulsan el actual proceso de transformación, así como sus consecuencias probables sobre la recuperación económica.

**El artículo se centra en estas cuestiones de carácter cíclico y estructural.** En la sección 2 se analiza la evolución de la inversión empresarial dos años después del estallido de la pandemia en la zona del euro. La sección 3 pone el foco en las oportunidades, los retos y los riesgos para la inversión derivados del proceso de

<sup>1</sup> Ajustado por la volatilidad estadística de la inversión en activos intangibles en Irlanda (véase recuadro 1).

<sup>2</sup> Véase el artículo titulado «[Business investment developments in the euro area since the crisis](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2016.

digitalización y ecologización de la economía de la zona del euro. Por último, en la sección 4 se presentan las conclusiones.

## Conclusiones

**La inversión empresarial de la zona del euro se desplomó durante la pandemia; el repunte ha sido significativo, aunque ha variado considerablemente entre países, empresas y tipos de inversión.** No obstante, la pandemia ha acelerado la adopción de tecnologías digitales como resultado del incremento del trabajo en remoto. La inversión verde del sector privado se está viendo impulsada por las políticas de transición ecológica y por los cambios en el comportamiento de las empresas en respuesta al crecimiento de los riesgos climáticos, así como por consideraciones de seguridad energética relacionadas con la guerra en Ucrania. Pese al respaldo de las políticas extraordinarias aplicadas, la inversión ha afrontado factores adversos en los dos últimos años, que también plantean claros riesgos para los que vienen por delante. La guerra ha intensificado los riesgos para las perspectivas de inversión a corto plazo en relación con las restricciones de oferta, los costes de producción y la incertidumbre. El ahorro empresarial ha ido superando a la inversión en una medida cada vez mayor, y sigue siendo incierto cuándo las empresas empezarán a invertir el ahorro acumulado.

**La recuperación sostenida de la inversión de la zona del euro depende en gran medida del difícil proceso de digitalización y de ecologización de la economía de la zona.** Esta doble transformación ha generado oportunidades de inversión durante la pandemia, pero las necesidades de inversión en estas áreas siguen siendo considerables y el gasto es aún insuficiente. Si bien el I+D y las nuevas tecnologías podrían impulsar la productividad de la zona del euro, particularmente como consecuencia de las posibles sinergias entre la inversión digital y la verde, persisten los retos en lo que respecta a la financiación, la regulación y los incentivos, que requieren políticas coordinadas.

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

## Garantizar la libertad de elección de pago: el acceso al efectivo en la zona del euro

Alejandro Zamora-Pérez

**El Eurosistema está comprometido con el principio de que todo ciudadano de la zona del euro debe poder decidir cómo realizar sus pagos cotidianos, con independencia del método de pago elegido, del lugar en el que resida o de sus conocimientos tecnológicos.** Según los datos más recientes del BCE, pese al descenso gradual de las operaciones en efectivo, este sigue siendo el instrumento de pago más utilizado entre los ciudadanos de la zona del euro para las operaciones cotidianas en el punto de venta y los pagos entre particulares. Además, el efectivo se utiliza con fines de ahorro y de liquidez, sobre todo en períodos de crisis o de incertidumbre. Para satisfacer la demanda de efectivo es necesario contar con una compleja infraestructura física en la que los bancos centrales y los intermediarios del sector privado participan en la distribución de los billetes y monedas a los ciudadanos y las empresas. No obstante, a tenor de lo observado en otras economías, una disminución del uso del efectivo para efectuar pagos puede traducirse en una reducción de los servicios de efectivo ofrecidos por las entidades de crédito. Esto, a su vez, puede dificultar o encarecer la retirada de efectivo, en particular para los grupos vulnerables o los residentes en áreas geográficas remotas que, en ocasiones, carecen de acceso a otros métodos de pago. Para evitar esta situación, el Eurosistema realiza un atento seguimiento de la evolución y el alcance de los servicios de efectivo en la zona del euro y analiza las medidas actuales para mitigar oportunamente cualquier deterioro de los servicios de efectivo. El Eurosistema desarrolla esta labor como parte de su responsabilidad de garantizar la libertad de elección de pago y el acceso al efectivo de todos los ciudadanos. En este artículo se analiza el acceso al efectivo (sección 1), las tendencias recientes en relación con los puntos de acceso al efectivo (sección 2), las formas de medir dicho acceso (sección 3) y las iniciativas para garantizarlo (sección 4).

### Conclusiones

**El Eurosistema se ha comprometido a garantizar el acceso al efectivo para preservar la libertad de elección de pago y la inclusión financiera de los ciudadanos de la zona del euro.** Según los datos más recientes del BCE, el efectivo es el medio de pago más habitual en las operaciones cotidianas en la zona del euro. Muchos ciudadanos lo utilizan como única opción de pago, ya sea por preferencia o porque carecen de acceso a medios de pago digitales. La reducción de la infraestructura del efectivo puede afectar al método de pago elegido por los ciudadanos y crear barreras a la inclusión financiera de grupos socialmente vulnerables. Para evitar estos problemas, el Eurosistema está desarrollando y utilizando un amplio conjunto de herramientas analíticas para definir, medir y evaluar el acceso al efectivo en esta época de cambios rápidos y profundos. Está siguiendo con mucha atención la evolución y las iniciativas emprendidas en economías en las



que el uso del efectivo ha disminuido de forma notable y algunas partes de la infraestructura del efectivo se han deteriorado. Además, el Eurosistema vigila aquellos aspectos que puedan ser motivo de preocupación y realiza un seguimiento de las nuevas iniciativas para abordar las deficiencias en el acceso al efectivo. En resumen, y en consonancia con los objetivos de su estrategia de efectivo, el Eurosistema trabaja para garantizar que este medio de pago continúe siendo ampliamente accesible en la zona del euro.

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

© Banco Central Europeo, 2022

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://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 20 de julio 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-22-005-ES-N (edición electrónica)