



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 7/2022



Índice

Índice	1
Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	8
2 Actividad económica	14
3 Precios y costes	22
4 Evolución de los mercados financieros	28
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	31
Recuadros	39
1 Cuellos de botella en la oferta y presiones inflacionistas en el comercio de bienes y el turismo en la zona del euro	39
2 Factores que explican la caída de la producción y la subida de precios en el sector de vehículos de motor	46
3 Efectos arrastre y crecimiento intratrimestral del PIB: estimaciones basadas en indicadores mensuales	55
4 El impacto del reciente aumento de la inflación en los hogares con rentas bajas	59
5 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	65
6 Análisis detallado de las expectativas de inflación de los consumidores – evidencia de la encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE	69
7 El papel de la oferta y la demanda en la inflación subyacente: descomposición por componentes de la inflación medida por el IAPCX	75
8 Vínculos de la zona del euro con Rusia: información reciente de la balanza de pagos	81
Artículos	87
1 La compartición de riesgos en la zona del euro: análisis del canal público y la pandemia de COVID-19	87

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

En su reunión del 27 de octubre de 2022, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 75 puntos básicos. Con esta tercera importante subida consecutiva de los tipos oficiales, ha logrado un avance considerable en la reversión de la orientación acomodaticia de la política monetaria. El Consejo de Gobierno adoptó esa decisión y prevé seguir incrementando los tipos de interés para asegurar el retorno oportuno de la inflación al objetivo del 2 % a medio plazo del BCE. Basará la senda futura de los tipos de interés oficiales en la evolución de las perspectivas de inflación y de la economía, siguiendo con su enfoque en el que las decisiones se adoptan en cada reunión.

La inflación sigue siendo excesivamente elevada y se mantendrá por encima del objetivo durante un período prolongado. En septiembre, la inflación en la zona del euro se situó en el 9,9 %. En los últimos meses, la escalada de los precios de la energía y de los alimentos, los cuellos de botella en la oferta y la recuperación de la demanda después de la pandemia han dado lugar a una generalización de las presiones sobre los precios y a un incremento de la inflación. La política monetaria del Consejo de Gobierno está orientada a reducir el apoyo a la demanda y proteger frente al riesgo de un desplazamiento persistente al alza de las expectativas de inflación.

El Consejo de Gobierno también decidió modificar las condiciones de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III). Durante la fase aguda de la pandemia este instrumento resultó fundamental para contrarrestar los riesgos a la baja para la estabilidad de precios. Actualmente, en vista del inesperado y extraordinario aumento de la inflación, es necesario recalibrarlo para que sea coherente con el proceso más amplio de normalización de la política monetaria y para que fortalezca la transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales a las condiciones de financiación bancaria. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió ajustar los tipos de interés aplicables a las TLTRO III a partir del 23 de noviembre de 2022 y ofrecer a las entidades de crédito fechas adicionales para los reembolsos anticipados voluntarios de esas operaciones. La recalibración de las condiciones de las TLTRO III contribuirá a la normalización de los costes de financiación de las entidades de crédito. La consiguiente normalización de las condiciones de financiación, a su vez, ejercerá presión a la baja sobre la inflación, lo que ayudará a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo. La recalibración también elimina desincentivos a los reembolsos anticipados voluntarios de los saldos vivos de las TLTRO III. Los reembolsos anticipados voluntarios reducirían el balance del Eurosistema y, con ello, contribuirían a la normalización de la política monetaria.

Por último, para alinear más estrechamente la remuneración de las reservas mínimas mantenidas por las entidades de crédito en el Eurosistema con las condiciones de los mercados monetarios, el Consejo de Gobierno decidió fijar la remuneración de las reservas mínimas en el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE.

Actividad económica

La actividad económica global se contrajo en el segundo trimestre de 2022, y los datos de las encuestas apuntan a que el ritmo de crecimiento seguirá siendo débil en el corto plazo. Aunque se observan algunos factores favorables para la economía mundial derivados de una relajación adicional de las presiones sobre las cadenas globales de suministro, como consecuencia de las mejoras en la oferta y del debilitamiento de la demanda, permanecen claramente los riesgos a la baja. Estos riesgos están asociados a la persistente incertidumbre geopolítica, en particular a la posibilidad de que se produzcan perturbaciones relacionadas con la injustificada guerra de Rusia contra Ucrania, y a un posible empeoramiento de la evolución del coronavirus (COVID-19) en otoño e invierno. Pese a la disminución de las presiones sobre las cadenas de suministro, el dinamismo del comercio mundial continúa siendo moderado, en un contexto de deterioro de las perspectivas económicas globales.

La actividad económica en la zona del euro se habría ralentizado considerablemente en el tercer trimestre de 2022 y el Consejo de Gobierno prevé que este debilitamiento se prolongue durante lo que queda de 2022 y a comienzos de 2023. Al reducir las rentas reales de las personas e impulsar al alza los costes para las empresas, la elevada inflación continúa frenando el gasto y la producción. Las graves disrupciones en el suministro de gas han empeorado aún más la situación, y la confianza tanto de los consumidores como de las empresas ha caído rápidamente, lo que también está incidiendo en la economía. La demanda de servicios se está moderando, tras el fuerte dinamismo registrado en trimestres anteriores cuando reabrieron los sectores más afectados por las restricciones relacionadas con la pandemia, y los indicadores de opinión sobre nuevos pedidos del sector manufacturero están descendiendo. Asimismo, la actividad económica mundial está creciendo más lentamente, en un contexto de persistente incertidumbre geopolítica, debido en especial a la guerra en Ucrania, y de endurecimiento de las condiciones de financiación. El deterioro de la relación real de intercambio, derivado de una subida de los precios de las importaciones más rápida que la de las exportaciones, está afectando a las rentas en la zona del euro.

El mercado de trabajo continuó mostrando un buen comportamiento en el tercer trimestre, y la tasa de desempleo se mantuvo en un mínimo histórico del 6,6 % en agosto. Aunque los indicadores coyunturales apuntan a que la creación de empleo todavía continuó en el tercer trimestre, el debilitamiento de la economía podría dar lugar a un ligero aumento del desempleo en el futuro.

Para limitar el riesgo de alimentar la inflación, las medidas de apoyo fiscal para proteger la economía del impacto de los elevados precios de la energía deberían ser temporales y enfocarse a los más vulnerables. Las autoridades deberían proporcionar incentivos para reducir el consumo energético e impulsar el suministro de energía. Paralelamente, los Gobiernos deberían aplicar políticas presupuestarias que muestren su compromiso con una reducción gradual de las elevadas ratios de deuda pública. Deberían diseñarse políticas estructurales para aumentar el potencial de crecimiento y la capacidad de suministro de la zona del euro e impulsar su resiliencia, lo que ayudaría a reducir las presiones inflacionistas a medio plazo. La rápida aplicación de los planes de inversión y de reformas estructurales en el marco del programa *Next Generation EU* contribuirá notablemente a estos objetivos.

Inflación

La inflación aumentó hasta el 9,9 % en septiembre, como consecuencia de los nuevos incrementos de todos los componentes. La tasa de variación de los precios de la energía, que se situó en el 40,7 %, siguió siendo el principal factor determinante de la inflación general, dada la creciente contribución de los precios del gas y de la electricidad. La inflación de los precios de los alimentos también continuó incrementándose, hasta situarse en el 11,8 %, debido a que los elevados costes de los insumos encarecieron la producción alimentaria.

Los cuellos de botella en la oferta se están moderando gradualmente, aunque su impacto retardado contribuye aún a la inflación. El impacto de la demanda embalsada, pese a ser cada vez menor, sigue impulsando al alza los precios en el sector servicios. La depreciación del euro ha contribuido a la acumulación de presiones inflacionistas.

Las presiones sobre los precios son evidentes en cada vez más sectores, en parte debido al impacto de los altos costes de la energía que se ha transmitido a toda la economía. Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido, por tanto, en niveles elevados. Entre estos indicadores, la inflación, excluidos la energía y los alimentos, siguió aumentando hasta situarse en el 4,8 % en septiembre.

Es probable que la fortaleza de los mercados de trabajo y ciertos efectos de recuperación para compensar el aumento de la inflación contribuyan al crecimiento de los salarios. Los nuevos datos y los recientes acuerdos salariales indican que el crecimiento de los salarios podría estar repuntando. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque las nuevas revisiones de algunos indicadores por encima del objetivo requieren un seguimiento continuo.

Evaluación de riesgos

Los nuevos datos confirman que los riesgos para las perspectivas de crecimiento económico están claramente orientados a la baja, en especial en el corto plazo. Una

duración prolongada de la guerra en Ucrania sigue constituyendo un riesgo significativo. La confianza podría deteriorarse más y las restricciones de oferta podrían volver a agravarse. Asimismo, los costes de la energía y de los alimentos podrían mantenerse en niveles persistentemente más elevados de lo esperado. El debilitamiento de la economía mundial podría representar un lastre adicional para el crecimiento de la zona del euro.

Los riesgos para las perspectivas de inflación se sitúan fundamentalmente al alza. El principal riesgo a corto plazo es un incremento adicional de los precios minoristas de la energía. A medio plazo, la inflación podría ser más elevada de lo esperado en caso de subidas de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias y una transmisión más intensa a los precios de consumo, de un empeoramiento persistente de la capacidad de producción de la economía de la zona del euro, de un aumento continuado de las expectativas de inflación por encima del objetivo del Consejo de Gobierno o de incrementos salariales mayores de lo previsto. En cambio, un descenso de los costes de la energía y un debilitamiento adicional de la demanda reducirían las presiones inflacionistas.

Condiciones financieras y monetarias

Los costes de financiación bancaria se están incrementando en respuesta a la subida de los tipos de interés de mercado. La financiación de las empresas y los hogares también es más cara. El crédito bancario a las empresas mantiene su vigor, dado que estas necesitan financiar los altos costes de producción y acumular existencias. Al mismo tiempo, la demanda de préstamos con fines de inversión ha seguido disminuyendo. Los préstamos a los hogares se están moderando, debido a que los criterios de concesión se han endurecido y la demanda ha disminuido en un contexto de subida de los tipos de interés y de bajo nivel de confianza de los consumidores.

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 tercer trimestre del año, dada la mayor preocupación de las entidades por el deterioro de las perspectivas económicas y los riesgos que afrontan sus clientes en el actual entorno. Las entidades prevén que sus criterios de concesión de préstamos sigan endureciéndose en el cuarto trimestre.

Conclusión

En síntesis, en su reunión del 27 de octubre de 2022, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 75 puntos básicos y prevé seguir incrementándolos para asegurar un retorno oportuno de la inflación a su objetivo a medio plazo. Con esta tercera importante subida consecutiva de los tipos oficiales, el Consejo de Gobierno ha logrado un avance considerable en la reversión de la orientación acomodaticia de la política monetaria. Las nuevas condiciones de

las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico también contribuirán al actual proceso de normalización de la política monetaria.

Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno relativas a los tipos de interés continuarán dependiendo de los datos y seguirán un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión. El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el ámbito de su mandato para asegurar que la inflación vuelva a situarse en su objetivo en el medio plazo.

Decisiones de política monetaria

El Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 75 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 aumentaron hasta el 2,00 %, el 2,25 % y el 1,50 %, respectivamente, con efectos a partir del 2 de noviembre de 2022.

El Consejo de Gobierno decidió recalibrar las condiciones de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) como parte de las medidas de política monetaria adoptadas para restablecer la estabilidad de precios a medio plazo. En vista de la evolución actual de la inflación y de sus perspectivas, es necesario adaptar algunos parámetros de las TLTRO III para reforzar la transmisión de los tipos de interés oficiales a las condiciones de financiación bancaria, de forma que estas operaciones contribuyan a la transmisión de la orientación de la política monetaria necesaria para asegurar el retorno oportuno de la inflación al objetivo del 2 % a medio plazo del BCE. Desde el 23 de noviembre de 2022 hasta la fecha de vencimiento o la fecha de reembolso anticipado de la operación TLTRO III vigente correspondiente, el tipo de interés aplicable a las operaciones TLTRO III se indexará al promedio durante ese período de los tipos de interés oficiales del BCE aplicables. El Consejo de Gobierno también decidió ofrecer a las entidades de crédito tres fechas adicionales para los reembolsos anticipados voluntarios. En todo caso, el Consejo de Gobierno 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 decidió fijar la remuneración de las reservas mínimas en el tipo de interés de la facilidad de depósito del Eurosistema. Esta modificación se aplicará desde el principio del período de mantenimiento de reservas que comienza el 21 de diciembre de 2022. Hasta ahora, dichas reservas se han remunerado al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE. Sin embargo, dadas las actuales condiciones del mercado y de liquidez, el tipo de interés de la facilidad de depósito refleja mejor el tipo al que se pueden invertir fondos en instrumentos del mercado monetario si no se mantienen como reservas mínimas, así como el tipo al que las entidades de crédito obtienen financiación en el mercado monetario para cumplir las exigencias de reservas mínimas.

El Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que vayan

venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comenzó a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de amplia liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria.

En lo que se refiere al programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEEP), 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 PEEP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

El Consejo de Gobierno continuará actuando con flexibilidad en la reinversión del principal de los valores de la cartera del PEEP que vayan venciendo, con el objetivo de contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria relacionados con la pandemia.

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 instrumento para la Protección de la Transmisión está disponible para contrarrestar dinámicas de mercado injustificadas y desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria a todos los países de la zona del euro, lo que permite al Consejo de Gobierno cumplir con mayor efectividad su mandato de mantener la estabilidad de precios.

1 Entorno exterior

La actividad económica global se contrajo en el segundo trimestre de 2022, y los datos de las encuestas apuntan a que el ritmo de crecimiento seguirá siendo débil en el corto plazo. Aunque se observan algunos factores favorables para la economía mundial derivados de una relajación adicional de las presiones sobre las cadenas globales de suministro, como consecuencia de las mejoras en la oferta y del debilitamiento de la demanda, permanecen los riesgos a la baja. Estos riesgos están asociados a la persistente incertidumbre geopolítica, en particular a la posibilidad de que se produzcan perturbaciones relacionadas con la guerra, y a un posible empeoramiento de la evolución del coronavirus (COVID-19) en otoño e invierno. Pese a la disminución de las presiones sobre las cadenas de suministro, el dinamismo del comercio mundial continúa siendo moderado en un contexto de deterioro de las perspectivas económicas globales. Aunque las presiones sobre la inflación general parecen estar alcanzando un máximo mundial, la persistente inflación subyacente, impulsada por la elevada tasa de variación de los precios de los servicios, sugiere que el retorno de la inflación hacia los objetivos será gradual.

El crecimiento mundial está desacelerándose en un entorno de creciente preocupación por una posible recesión. El PIB mundial (excluida la zona del euro) se redujo en el segundo trimestre, debido principalmente al retroceso de la actividad en China derivado de las restricciones asociadas a su política de COVID cero, a la caída del PIB de Rusia por la guerra y a una ligera contracción en Estados Unidos. No obstante, en conjunto, durante el tercer trimestre se observó un grado relativamente elevado de sincronización entre países en términos de moderación de los indicadores de actividad global, lo que apunta a un deterioro de las perspectivas para la segunda mitad de este año. El PMI global (excluida la zona del euro) de manufacturas siguió descendiendo en septiembre, manteniéndose justo por encima del valor neutral e indicando que el ritmo de crecimiento continuó siendo débil en el tercer trimestre. Aunque este índice repuntó levemente en el caso de las economías avanzadas, cayó a terreno contractivo en el de las emergentes.

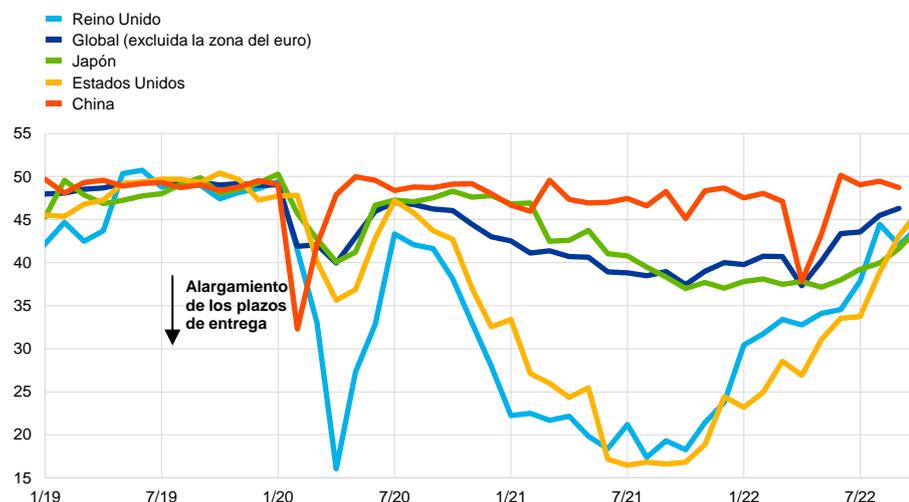
Se observan algunos factores favorables para la economía mundial derivados de la relajación adicional de las presiones sobre las cadenas globales de suministro. En septiembre, el PMI global de escasez de suministros mejoró por quinto mes consecutivo (gráfico 1). Las presiones de oferta disminuyeron para todos los bienes, y la diferencia entre sectores también se redujo. La relajación de los cuellos de botella en las cadenas de suministro se debe tanto a mejoras en la oferta como al debilitamiento de la demanda. No obstante, permanecen los riesgos a la baja, debido a la posibilidad de que se produzcan perturbaciones relacionadas con la guerra y un empeoramiento de la evolución del coronavirus (COVID-19) en otoño e invierno. Por otra parte, parece que las empresas se han adaptado al alargamiento de los plazos de entrega acumulando más existencias y reforzando la capacidad de resistencia de sus cadenas de suministro a perturbaciones. En septiembre, el PMI global (excluida la zona del euro) de existencias en relación con los nuevos pedidos se situó en su nivel más elevado desde 2009, excluido el período de la crisis del COVID-19 en 2020. En consecuencia, existe el riesgo de que

un nuevo empeoramiento de las perspectivas de demanda mundial se traduzca en un exceso de existencias más adelante.

Gráfico 1

PMI de plazos de entrega de proveedores

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022 (estimaciones de avance para el Reino Unido, Estados Unidos y Japón) y a septiembre de 2022 para China y Global (excluida la zona del euro).

Pese a la relajación de las presiones sobre las cadenas de suministro, el dinamismo del comercio mundial continúa siendo moderado, en un contexto de deterioro de las perspectivas económicas globales.

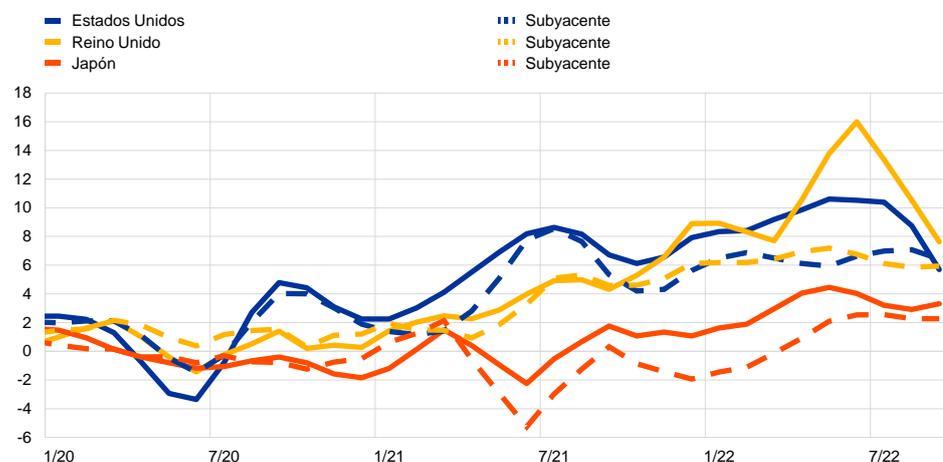
El comercio mundial (excluida la zona del euro) de mercancías no experimentó variaciones en agosto, después de aumentar en julio. El crecimiento continuado del comercio en las economías emergentes se vio compensado por la disminución de los flujos comerciales en las economías avanzadas, en particular en Estados Unidos. Al mismo tiempo, los datos más recientes apuntan a unas perspectivas débiles para el comercio mundial. En concreto, el PMI global (excluida la zona del euro) de actividad de las manufacturas correspondiente a septiembre y los índices sobre pedidos exteriores más recientes siguieron adentrándose en terreno negativo.

Las presiones inflacionistas mundiales siguen siendo muy elevadas. En los países de la OCDE, excluida Turquía, la inflación general interanual permaneció estable en agosto, en el 7,9 %, mientras que, excluidos la energía y los alimentos, aumentó de nuevo y se situó en el 5,3 %. Por otra parte, en todos los países persiste el ritmo de avance de la inflación subyacente, debido a la alta tasa de avance de los precios de los servicios (gráfico 2). Esta evolución contrasta con la de la inflación general, que está disminuyendo como resultado del descenso de los precios de la energía.

Gráfico 2

Inflación general y subyacente en Estados Unidos, Reino Unido y Japón

(tasas de variación intertrimestral anualizadas; inflación general y subyacente)



Fuentes: Bloomberg, Haver Analytics y cálculos del BCE.

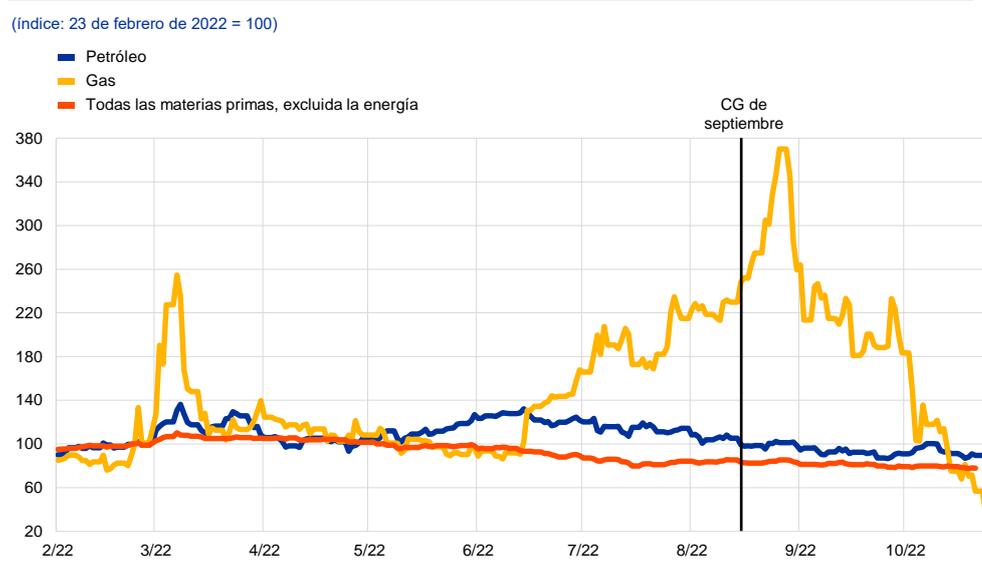
Notas: La inflación subyacente se refiere a la inflación de todos los componentes, excluidos la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022.

Los precios de las materias primas energéticas han disminuido desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, en un contexto de perspectivas económicas más sombrías y de una confluencia de factores en el mercado de gas. Los precios del petróleo se han mantenido prácticamente estables (+0,7 %) desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre porque la decisión de los países de la OPEP+ de recortar su oferta de crudo contrarrestó los efectos de la caída de la demanda derivada de la moderación del crecimiento económico mundial. El 5 de octubre, este cártel acordó recortar en dos millones de barriles diarios su objetivo de oferta de crudo a partir de noviembre en respuesta a la reciente tendencia a la baja de los precios de esta materia prima. No obstante, se espera que el impacto sobre la oferta real de la OPEP+ sea más limitado, ya que varios países no han sido capaces de cumplir sus objetivos de producción el último año. Asimismo, la incertidumbre en el mercado de crudo es significativa, en especial en relación con las perspectivas de oferta de petróleo ruso. Los países del G-7 tienen intención de aplicar un tope a los precios que establezca un máximo sobre el precio pagado por terceros por el petróleo ruso antes del 5 de diciembre, fecha en la que entrarán en vigor las sanciones de la Unión Europea que prohíben las importaciones de crudo ruso por vía marítima. En Europa, los precios del gas descendieron aproximadamente un 80 % en un entorno de moderación de la demanda de esta materia prima, debido a unas condiciones meteorológicas más cálidas de lo esperado y a las medidas propuestas por la UE para hacer frente a los elevados precios energéticos en la región, que incluyen un plan de ahorro de electricidad que también reduciría la demanda de gas. Los altos niveles de gas almacenado en la UE, el aumento de la producción de electricidad generada por energía eólica, la caída de la demanda de gas industrial y la mayor oferta de gas natural licuado y del enviado por gasoducto desde Noruega también han afectado a los precios al contado del gas, lo que ha contrarrestado los efectos del cierre total del gasoducto Nord Stream 1 por parte de Rusia. Con todo, la situación del mercado europeo de gas sigue siendo frágil. Cualquier factor que incremente la demanda de

esta materia prima, como un invierno más frío de lo esperado, se traduciría en una fuerte y persistente competencia por asegurar el suministro, lo que intensificaría las presiones sobre los precios. La incertidumbre en el mercado europeo de gas también se ve reflejada en la pronunciada pendiente de la curva de futuros en 2023, que prevé un precio medio del gas por encima de 130 euros/MWh, un nivel sustancialmente más elevado que el actual precio al contado.

La desaceleración económica mundial ha afectado adicionalmente a los precios de los metales y de los alimentos, pero persisten los riesgos por el lado de la oferta. Desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, los precios de las materias primas no energéticas han experimentado un ligero descenso (3,5 %), ya que tanto los precios de los metales como los de los alimentos han disminuido algo en un entorno de empeoramiento de las perspectivas de crecimiento económico. La moderación de las presiones sobre los precios alimenticios se vio favorecida también por la mejora de las perspectivas de oferta de algunos alimentos (como la soja y el café). Por el contrario, los cereales se han encarecido, ya que la evolución reciente de la guerra en Ucrania ha acrecentado la preocupación sobre si el corredor seguro establecido para las exportaciones de cereal de Ucrania en el Mar Negro podrá mantenerse.

Gráfico 3
Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Refinitiv, HWWI y cálculos del BCE.
Notas: «Gas» se refiere al precio del gas en el mercado TTF holandés. La línea vertical marca la fecha de la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre de 2022. Las últimas observaciones corresponden al 26 de septiembre de 2022 para el petróleo y el gas, y al 21 de septiembre de 2022 para las materias primas, excluida la energía.

En Estados Unidos, tras la contracción de la actividad observada en la primera mitad del año, se prevé que el crecimiento siga siendo moderado¹. El crecimiento intertrimestral del PIB real cayó un 0,1 % en el segundo trimestre, debido a la contribución negativa de las existencias y, en menor medida, de la

¹ El PIB real creció a una tasa interanual del 2,6 % en el tercer trimestre de 2022, según la estimación de avance publicada por el Bureau of Economic Analysis tras la reunión del Consejo de Gobierno, como reflejo, sobre todo, del repunte de la contribución de la demanda exterior neta.

inversión privada y del consumo público. Asimismo, el consumo privado disminuyó, ya que los altos niveles de inflación han afectado a las rentas reales desde principios del año. Aunque el mercado de trabajo muestra señales incipientes de enfriamiento, continúa tensionado, con un sólido aumento del empleo en septiembre y una tasa de paro todavía en niveles reducidos (3,5 %). Al mismo tiempo, la inflación sigue siendo elevada, dado el intenso avance de los precios de los servicios. La inflación general interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta el 8,2 % en septiembre, pues los precios de la energía continuaron descendiendo. Si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación interanual se incrementó de nuevo y se situó en el 6,6 %. De cara al futuro se espera que el crecimiento del PIB se mantenga contenido en un contexto de endurecimiento considerable de las condiciones crediticias, principalmente en respuesta a las decisiones del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de subir los tipos de interés oficiales, así como al deterioro general de las perspectivas económicas globales.

En China, el crecimiento del PIB se recuperó ligeramente en el tercer trimestre, pero los principales indicadores apuntan a una pérdida de impulso.

La economía creció un 3,9 % en el tercer trimestre de 2022, en términos tanto intertrimestrales como interanuales. Este repunte se produjo tras una pronunciada desaceleración en el segundo trimestre provocada por un fuerte brote de COVID-19 y por las severas medidas de contención asociadas. El avance del PIB se vio favorecido por una contribución positiva de la demanda exterior neta, así como por la recuperación de la inversión y el consumo, que se beneficiaron de las medidas de estímulo aplicadas por las autoridades y de la reapertura de la economía. No obstante, en relación con el dinamismo observado en septiembre, los principales indicadores mensuales ya están señalando una ralentización significativa del consumo, dado que el ritmo de crecimiento de las ventas minoristas también se desaceleró en agosto. La economía china sigue afrontando persistentes factores adversos derivados de la política de COVID cero que continúa vigente y de la prolongada debilidad del sector inmobiliario. En el XX Congreso del Partido Comunista chino se hizo hincapié en la continuidad en el cargo del presidente Xi y de sus políticas, y se puso el foco en la autosuficiencia por motivos económicos y de seguridad, así como en el fortalecimiento de los sectores de titularidad pública, al tiempo que se restó importancia al objetivo de crecimiento del PIB a toda costa.

En Japón, la actividad económica habría continuado recuperándose en el tercer trimestre, pese a algunos factores adversos.

Los datos de julio y agosto sugieren que el consumo privado, sobre todo en los servicios, resistió frente a la ola de COVID-19 del verano, respaldado por la demanda embalsada. Sin embargo, la recuperación podría verse obstaculizada por el impacto de las alzas más acusadas de los precios sobre el sentimiento de los consumidores. La inflación general se mantuvo en el 3 % en septiembre, el nivel más alto observado en unos 30 años (excluidos los períodos de subidas del IVA). El encarecimiento de los alimentos sigue siendo el principal factor impulsor de la inflación, reflejo del incremento de los precios internacionales de las materias primas y de la mayor debilidad del yen, así como de la aceleración de los precios de la energía. La inflación subyacente aumentó, pero permanece en niveles moderados (0,9 %). Las expectativas de

avance de la inflación de los hogares y de las empresas podrían indicar una transmisión gradual de las presiones de costes a los precios finales. Esto apunta a un posible cambio en el comportamiento de fijación de precios de las empresas, tradicionalmente precavido, un factor que ha lastrado la dinámica de los precios en este país en el pasado.

En el Reino Unido, el ritmo de crecimiento siguió debilitándose. En agosto, el crecimiento mensual del PIB, del -0,3 % en tasa intermensual, sorprendió a la baja, reflejando retrocesos de la actividad tanto en las manufacturas como en los servicios. La caída de las ventas minoristas y el hecho de que la confianza de los consumidores se situara en mínimos históricos volvieron a poner de manifiesto la debilidad de la demanda de consumo, mientras que los indicadores coyunturales también apuntaron a un deterioro del clima empresarial. La economía británica habría entrado en recesión en el tercer trimestre. La inflación de los precios de consumo se incrementó hasta el 10,1 % en septiembre, debido al alza de los precios de los alimentos y de las bebidas no alcohólicas. Ese mismo mes, la inflación subyacente aumentó hasta el 6,5 %, impulsada, en particular, por la subida de los precios en la hostelería y la restauración.

El empeoramiento de las perspectivas mundiales está lastrando las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes. Las encuestas apuntan a una disminución del producto en la mayoría de estas economías y los nuevos pedidos exteriores se redujeron, lo que sugiere que la actividad se deteriorará más ahora que las empresas manufactureras ya han atendido la mayor parte de sus pedidos pendientes. El endurecimiento de la política monetaria a escala global afecta a las condiciones financieras y frena la producción industrial en las economías emergentes, debido a que, en comparación con las avanzadas, tienen una proporción mayor de pasivos exteriores denominados en dólares estadounidenses y la facturación en esta moneda predomina más. En Rusia, los indicadores mensuales señalan una recesión prolongada, pero no una desaceleración adicional pronunciada. En agosto, la inflación general se redujo hasta el 14,3 %, lo que obedeció a la mayor fortaleza del tipo de cambio del rublo y a la caída de la demanda de consumo. En general, como consecuencia de las políticas aplicadas y de las mejores condiciones macroeconómicas (es decir, la existencia de menos vulnerabilidades), las economías emergentes han evitado hasta ahora las importantes turbulencias en los mercados observadas en episodios anteriores de endurecimiento de las políticas a escala global.

2 Actividad económica

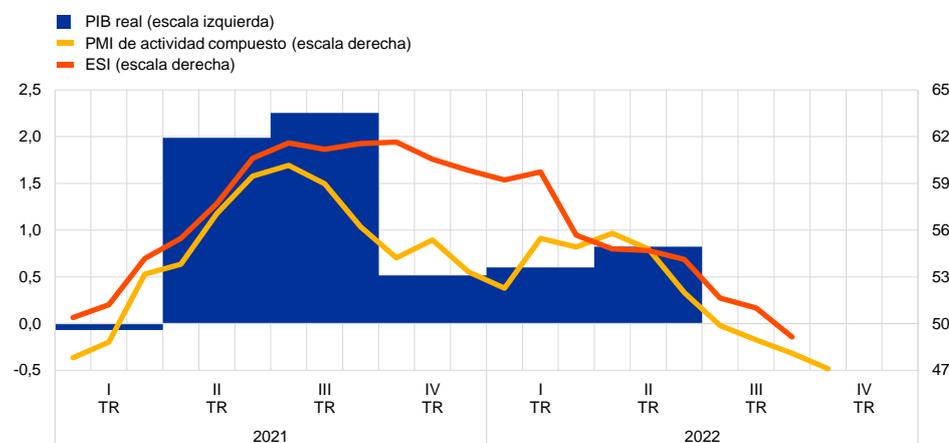
La elevada inflación sigue frenando el consumo y la producción al reducir el poder adquisitivo e impulsar al alza los costes de las empresas. Las graves disrupciones en el suministro de gas han empeorado aún más la situación, y la confianza ha caído rápidamente en los distintos sectores. Tras el fuerte dinamismo registrado en trimestres anteriores cuando reabrieron los sectores más afectados por las restricciones relacionadas con la pandemia, ahora la demanda de servicios se está ralentizando. Asimismo, en un contexto de persistente incertidumbre geopolítica y de endurecimiento de las condiciones de financiación, la actividad económica mundial está creciendo más lentamente. El deterioro de la relación real de intercambio está afectando a las rentas en la zona del euro, dado que los precios de las importaciones aumentan a un mayor ritmo que los de las exportaciones. Al mismo tiempo, aunque el mercado de trabajo sigue mostrando un buen comportamiento, el debilitamiento de la economía podría dar lugar a un ligero aumento del desempleo en el futuro. Los nuevos datos confirman que los riesgos para las perspectivas de crecimiento económico están claramente orientados a la baja, en especial en el corto plazo.

El producto de la zona del euro experimentó un crecimiento sólido en los dos primeros trimestres del año. Tras registrar una tasa de avance del 0,6 % en el primer trimestre de 2022, el PIB real volvió a avanzar con fuerza en el segundo trimestre, a un ritmo intertrimestral del 0,8 % (gráfico 4). La demanda interna y, aunque en menor medida, la demanda exterior neta contribuyeron de forma positiva al crecimiento, mientras que la variación de existencias tuvo un ligero efecto negativo. En cuanto a la producción, la expansión del producto se sustentó sobre todo en un fuerte incremento de los servicios de valor añadido. El producto aumentó de forma relativamente generalizada en todos los países de la zona del euro. Sin embargo, el crecimiento fue dispar, principalmente debido a que la reapertura de los servicios y el aumento del turismo afectó en distinto grado a los países de la zona. Además, la proximidad de la guerra en Ucrania —y las sanciones asociadas contra Rusia y Bielorrusia— tuvieron un impacto claramente adverso en el crecimiento de algunos países en el segundo trimestre.

Gráfico 4

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

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



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, S&P Global 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 segundo trimestre de 2022 para el «PIB real», a septiembre de 2022 para el «ESI» y a octubre de 2022 para el «PMI de actividad compuesto».

Se espera que la actividad económica se ralente sustancialmente en los próximos trimestres. El deterioro previsto de la dinámica de crecimiento obedece sobre todo a cuatro factores interrelacionados. Primero, la elevada inflación está frenando el gasto y la producción en el conjunto de la economía, y estos factores adversos se ven agravados por las disrupciones en el suministro de gas. Segundo, el fuerte repunte de la demanda de servicios observado en paralelo a la reapertura de la economía perderá impulso en los próximos meses. Tercero, el debilitamiento de la demanda mundial, además de una orientación más restrictiva de la política monetaria en muchas grandes economías, y el empeoramiento de la relación real de intercambio se traducirán en un menor apoyo a la economía de la zona del euro. Cuarto, la incertidumbre sigue siendo alta y la confianza está disminuyendo de manera acusada.

Los últimos datos económicos corroboran este debilitamiento. El modesto crecimiento esperado en el tercer trimestre fue resultado de un efecto arrastre positivo del segundo trimestre y de una dinámica negativa en el tercero². En los dos primeros meses del tercer trimestre, la producción industrial (excluida la construcción) fue un 0,5 % inferior a la registrada en el segundo. En el tercer trimestre, el PMI de actividad compuesto de la zona del euro se situó, en promedio, en 49,0, muy por debajo del nivel del segundo trimestre y en línea con la contracción de la actividad. El PMI siguió descendiendo hasta situarse en un valor de 47,1 en octubre. El reciente deterioro de las perspectivas de crecimiento refleja la evolución tanto de los servicios como de la industria, que se vio afectada por las disrupciones en las cadenas de suministro y los elevados precios de las materias primas a causa de la invasión rusa de Ucrania, y el consiguiente

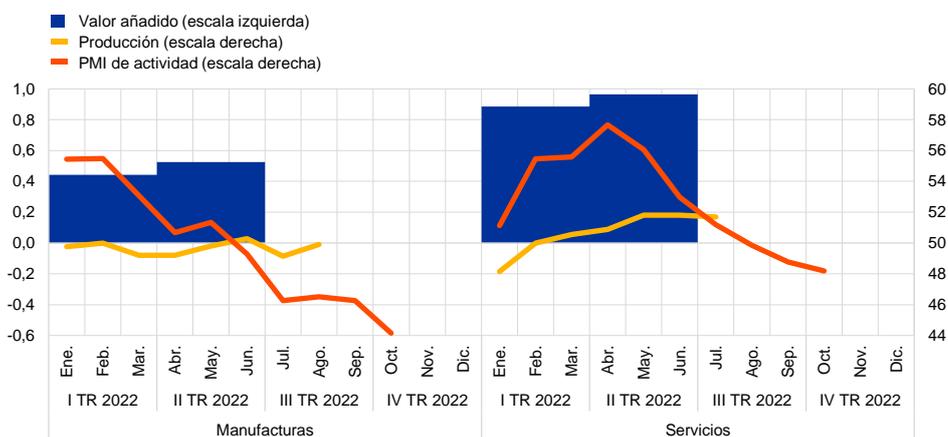
² Para información más detallada, véase el recuadro titulado «Efectos arrastre y crecimiento intratrimestral del PIB: estimaciones basadas en indicadores mensuales» en este Boletín Económico.

aumento de la incertidumbre global (gráfico 5). Los participantes en la última encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, realizada a principios de octubre, preveían tres trimestres consecutivos de contracción del producto a partir del tercer trimestre de este año³. Los nuevos datos sugieren que los riesgos para las perspectivas de crecimiento económico están claramente orientados a la baja, en especial en el corto plazo. Una cuestión más fundamental y que va más allá de consideraciones de corto plazo es que, en la coyuntura actual, es esencial aumentar el potencial de crecimiento y la capacidad de suministro de la zona del euro, así como impulsar su resiliencia. Unas políticas estructurales bien diseñadas contribuirán de forma notable a alcanzar estos objetivos. Un ejemplo sería una rápida aplicación de los planes de inversión y de reformas estructurales en el marco del programa *Next Generation EU*.

Gráfico 5

Valor añadido, producción y PMI de las manufacturas y los servicios

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice, febrero 2021 = 50, índice de difusión)



Fuentes: S&P Global, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2022 para el «Valor añadido» y a octubre de 2022 para el «PMI de actividad». En el panel de las «Manufacturas», la última observación corresponde a agosto de 2022 para «Producción», mientras que en el de «Servicios», la última observación para «Producción» se refiere a junio de 2022 (con una estimación para julio de 2022 basada en los datos nacionales publicados).

El mercado de trabajo de la zona del euro mantiene su vigor, pero está perdiendo algo de impulso.

La tasa de paro se situó en el 6,6 % en agosto de 2022, sin cambios con respecto a julio de 2022 y 0,8 puntos porcentuales por debajo de los niveles observados antes de la pandemia, en febrero de 2020 (gráfico 6). En términos intertrimestrales, el empleo total registró un avance del 0,4 % en el segundo trimestre, después de crecer un 0,6 % en el primero, básicamente en consonancia con la evolución de la actividad económica. Como resultado de la recuperación de la economía 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 fue del 0,7 % en el segundo trimestre de 2022, frente a alrededor del 1,3 % en el primer trimestre. El total de horas trabajadas en el segundo trimestre del año superó en un 0,4 % los niveles previos a la

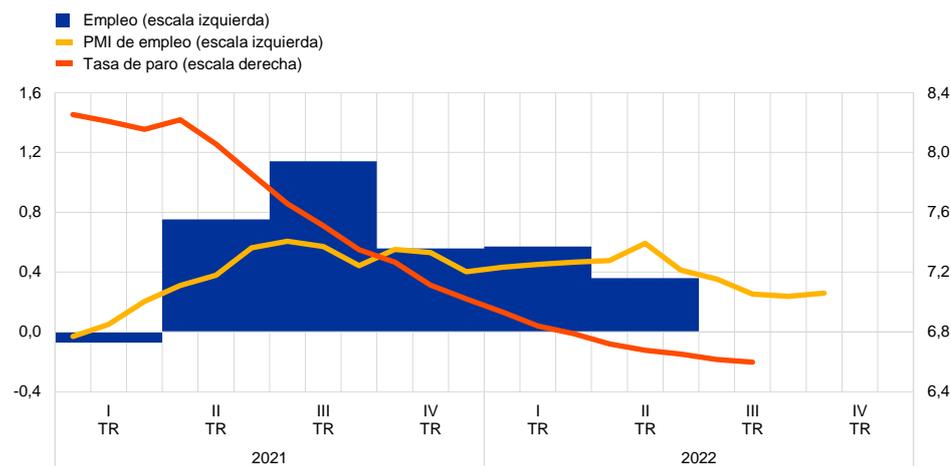
³ Véase «The Survey of Professional Forecasters – Third Quarter of 2022», BCE, Frankfurt am Main, 2022.

pandemia. Con todo, la recuperación de las horas trabajadas tras el levantamiento de las restricciones asociadas al coronavirus (COVID-19) sigue siendo muy heterogénea en las mayores economías de la zona del euro y en los principales sectores económicos⁴.

Gráfico 6

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

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



Fuentes: Eurostat, S&P Global 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 segundo trimestre de 2022 para «Empleo», a octubre de 2022 para «PMI de empleo» y a agosto de 2022 para «Tasa de paro».

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo siguen apuntando a que, en conjunto, el mercado laboral de la zona del euro muestra capacidad de resistencia, aunque con algunas señales de desaceleración. El PMI compuesto de empleo relativo al tercer trimestre se situó en 52,8, lo que sugería un crecimiento adicional del empleo con respecto al segundo trimestre. Sin embargo, este indicador alcanzó un máximo en mayo de 2022, y la evolución de los últimos meses señala una pérdida de impulso general. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, el PMI de empleo continúa apuntando a un crecimiento robusto del empleo en los servicios y las manufacturas, mientras que el sector de la construcción muestra señales de desaceleración.

Tras registrar un fuerte repunte del 1 % en el segundo trimestre de 2022, el crecimiento del consumo real de los hogares se habría moderado en el tercer trimestre, y se espera que siga debilitándose en el último trimestre del año.

Entre abril y junio, el gasto en servicios creció sustancialmente, con lo que el consumo general se aproximó al nivel previo a la pandemia. En cambio, en un contexto de aumento de la inflación, restricciones de oferta y elevada incertidumbre, el gasto en bienes de consumo tanto duraderos como no duraderos se redujo. Según las estimaciones, el crecimiento del consumo habría disminuido en el tercer trimestre, en un entorno de inflación e incertidumbre crecientes y debilitamiento de la demanda de bienes y servicios. Esta debilidad se refleja en la reciente evolución

⁴ Para más detalles, véase el recuadro titulado «El papel del empleo público durante la crisis del COVID-19», Boletín Económico, número 6, BCE, 2022.

de las ventas minoristas, que en julio y agosto de 2022 se situaron, en promedio, un 1,1 % por debajo del nivel del segundo trimestre. Además, pese al alza observada en las matriculaciones de automóviles en el tercer trimestre, estas se mantuvieron un 17 % por debajo de su nivel previo a la pandemia. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea aumentó en octubre, pero permaneció en valores muy próximos al mínimo histórico de septiembre y muy por debajo del observado en el segundo trimestre. Las previsiones de compras importantes de los hogares disminuyeron en septiembre, en consonancia con el deterioro de las expectativas económicas y financieras. Los resultados de la última encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) del BCE también sugieren que los planes de gasto en vacaciones de los hogares ya se habrían moderado en septiembre (panel a del gráfico 7) en el contexto de agotamiento del repunte de la economía que siguió a la retirada de las restricciones asociadas al COVID-19. Además, sus intenciones de gasto en grandes compras, como coches y electrodomésticos, se mantuvieron contenidas.

El ahorro de los hogares podría amortiguar parcialmente el impacto en el consumo de la reducción esperada de la renta real disponible. Aunque el ahorro acumulado por encima de los niveles observados en el cuarto trimestre de 2019 ascendía a unos 900 mm de euros en el segundo trimestre de 2022, la diferencia entre su componente líquido —es decir, los depósitos— en agosto de 2022 y el nivel de este en el cuarto trimestre de 2019 se cifraba en tan solo 360 mm de euros, aproximadamente⁵. Además, este ahorro se concentra en los grupos de rentas medias y altas, que destinan un porcentaje menor de sus ingresos a productos esenciales y, por lo tanto, están menos expuestos a la crisis del coste de la vida. En cambio, los hogares con rentas más bajas han acumulado menores colchones y puede que tengan que reducir su consumo y ahorro reales, o recurrir a lo ahorrado anteriormente —es decir, «desahorrar»—, en respuesta a las perturbaciones de los precios de la energía y los alimentos. Los hogares con rentas más bajas en particular consideran que las medidas de apoyo fiscal introducidas recientemente son inadecuadas, y se han vuelto más pesimistas sobre su consumo, mientras que ha aumentado el número de personas que prevé que no podrá pagar sus facturas de suministros básicos a tiempo⁶. En general, pese a los mayores incentivos para ahorrar debido al entorno de elevada incertidumbre, se espera que el consumo privado se vea respaldado en cierta medida por reducciones adicionales de los niveles de ahorro. La tasa de ahorro ya descendió desde el 15,2 % en el primer trimestre de 2022 hasta el 13,7 % en el segundo, y se prevé que siga cayendo en la segunda mitad del año, ya que aún permanece por encima de su media del 12,9 % del período 1999-2019.

⁵ Los cálculos del ahorro y los depósitos acumulados por encima de los niveles respectivos de ahorro y de flujos de depósitos del cuarto trimestre de 2019 no tienen en cuenta las tendencias subyacentes al alza de las variables nominales, incluidas las de los flujos de renta y de depósitos.

⁶ Para información más detallada, véase el recuadro titulado «[El impacto del reciente aumento de la inflación en los hogares con rentas bajas](#)» en este Boletín Económico.

Gráfico 7

Planes de gasto en vacaciones de los hogares para los siguientes doce meses y evolución del PMI de actividad, por grado de dependencia energética y sector

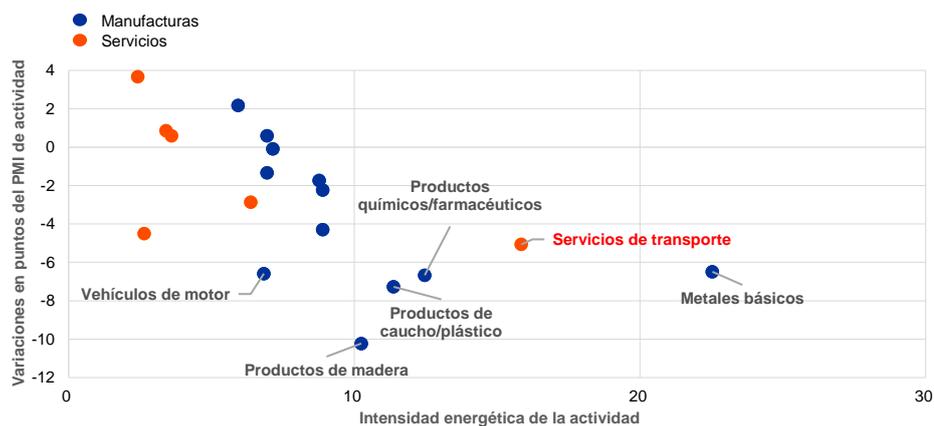
a) Planes de gasto en vacaciones para los siguientes doce meses

(porcentaje de encuestados)



b) Evolución del PMI de actividad, por grado de dependencia energética y sector

(porcentajes, variaciones en puntos del PMI de actividad entre el segundo trimestre y el tercer trimestre de 2022)



Fuentes: CES, S&P Global, OCDE y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022.

Tras registrar un crecimiento vigoroso en el primer semestre de 2022, se espera que la inversión empresarial se ralente significativamente en la segunda mitad del año. La inversión, excluida la construcción, creció un 0,8 % en tasa intertrimestral (excluida Irlanda) en el segundo trimestre, aunque se desaceleró con respecto a los dos trimestres anteriores⁷. El avance de la inversión en maquinaria y equipos se ralentizó de forma acusada en el segundo trimestre, pese al fortalecimiento de la inversión en material de transporte, que podría reflejar una disminución de los cuellos de botella en la oferta en este sector⁸. Con todo, los indicadores disponibles apuntan a una notable desaceleración de la inversión a partir del tercer trimestre. La tasa de crecimiento intertrimestral de la producción industrial de bienes de equipo cayó hasta situarse en torno al 0,4 % según los datos publicados hasta agosto. El PMI de nuevos pedidos de bienes de equipo también

⁷ Si se incluye Irlanda, la inversión, excluida la construcción, creció un 1,8 % en tasa intertrimestral, principalmente como consecuencia de la habitual volatilidad que presentan los productos de propiedad intelectual.

⁸ Para información más detallada, véase el recuadro titulado «Factores que explican la caída de la producción y la subida de precios en el sector de vehículos de motor» en este Boletín Económico.

descendió considerablemente en el tercer trimestre, lo que indica un deterioro de las perspectivas de cara al último trimestre del año. En la última encuesta telefónica a empresas (Corporate Telephone Survey o CTS, por sus siglas en inglés) del BCE, los encuestados sugirieron que la actual indecisión a la hora de invertir obedece a una combinación de incertidumbre elevada, altos precios de la energía y aumento de los costes de financiación⁹. Los PMI apuntan a que la actividad en los sectores más intensivos en energía ya se ha reducido de manera significativa (panel b del gráfico 7). Parece que la rentabilidad está disminuyendo, mientras que la incertidumbre —que suele ser un importante desincentivo para la inversión— ha aumentado sustancialmente desde el verano, como reflejan los indicadores de opinión de la Comisión Europea. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2022¹⁰ también apunta a un deterioro adicional de la demanda de préstamos para inversión en capital fijo en el tercer trimestre del año.

Es probable que, en el tercer trimestre de 2022, la inversión en vivienda disminuyera por segunda vez consecutiva. Tras registrar un descenso del 0,7 % en el segundo trimestre, la inversión residencial habría vuelto a caer en el tercer trimestre, según varios indicadores coyunturales. El número de visados de obra nueva —un indicador adelantado de la actividad de la construcción— se redujo en el segundo trimestre, lo que señala una disminución de los nuevos proyectos en preparación. La producción del segmento de construcción de edificios en julio y agosto se situó, en promedio, un 0,6 % por debajo del nivel observado en el segundo trimestre (gráfico 8). El PMI de actividad de la construcción residencial se adentró más en terreno contractivo, situándose de media en 44,4 en el tercer trimestre, frente a un valor de 48,3 en el segundo. Según una encuesta de la Comisión Europea, el índice de tendencias de la actividad de la construcción también siguió descendiendo en el tercer trimestre, debido fundamentalmente al retroceso de la demanda, el deterioro de las condiciones financieras y la creciente escasez de material. Las encuestas del BCE confirman el debilitamiento de la demanda de inversión residencial. En la CTS de octubre, los encuestados de las empresas de construcción señalaron una disminución de sus expectativas de actividad para los meses siguientes como consecuencia del endurecimiento de las condiciones de financiación, el aumento de los costes y la mayor incertidumbre. La CES de agosto también puso de relieve que la percepción positiva que los hogares tienen de la vivienda como inversión y sus expectativas de subidas de precios para este activo, en especial en el caso de los hogares con rentas más altas, habían empeorado desde principios de año. Por todos estos motivos, se espera que el debilitamiento de la demanda lastre considerablemente la inversión residencial en los próximos meses.

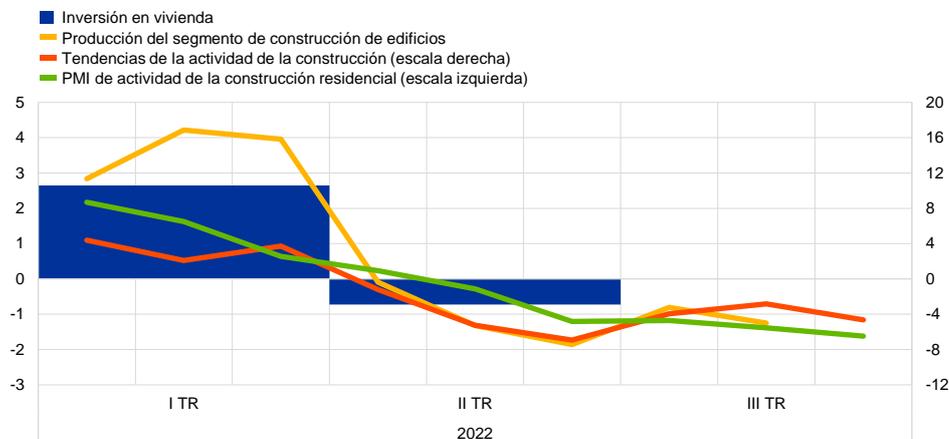
⁹ Véase el recuadro «[Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#)» en este Boletín Económico.

¹⁰ Véanse la sección 2.1 de la encuesta [October 2022 euro area Bank Lending Survey](#) del BCE y la sección 5 de este Boletín Económico.

Gráfico 8

Inversión en vivienda e indicadores coyunturales

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índices de difusión y variaciones intertrimestrales)



Fuentes: Eurostat, DG-ECFIN, S&P Global y cálculos del BCE.

Notas: El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2022 para «Inversión en vivienda», a agosto de 2022 para «Producción del segmento de construcción de edificios» y a septiembre de 2022 para «Tendencias de la actividad de la construcción» y para «PMI de actividad de la construcción residencial».

Las exportaciones de bienes repuntaron en agosto, pero las perspectivas a corto plazo han empeorado significativamente desde entonces.

En agosto de 2022, las exportaciones nominales de bienes a países que no pertenecen a la zona del euro aumentaron tras registrar una disminución en julio, mientras que las importaciones de bienes de fuera de la zona continuaron creciendo de forma sustancial. Después de estabilizarse en mayo y junio, el saldo de la balanza de bienes se tornó aún más deficitario en julio y agosto, debido sobre todo al rápido incremento de la factura de las importaciones energéticas. Los datos de alta frecuencia sobre comercio apuntan a una reducción adicional de los cuellos de botella en la oferta en el tercer trimestre de 2022¹¹. Los indicadores adelantados señalan una ralentización de las exportaciones tanto de bienes como de servicios motivada por la mayor debilidad de las exportaciones de manufacturas y una moderación del avance del consumo como consecuencia de la caída de las rentas reales. El PMI de septiembre indica que los pedidos exteriores del sector manufacturero se adentraron más en terreno contractivo, al tiempo que los de los servicios —después de registrar una recuperación incipiente en agosto— también apuntan a un nuevo debilitamiento. Tras la fortaleza exhibida en la temporada estival, los indicadores de turismo mostraron algunas señales de moderación en septiembre.

¹¹ Para información más detallada, véase el recuadro titulado «Cuellos de botella en la oferta y presiones inflacionistas en el comercio de bienes y el turismo en la zona del euro» en este Boletín Económico.

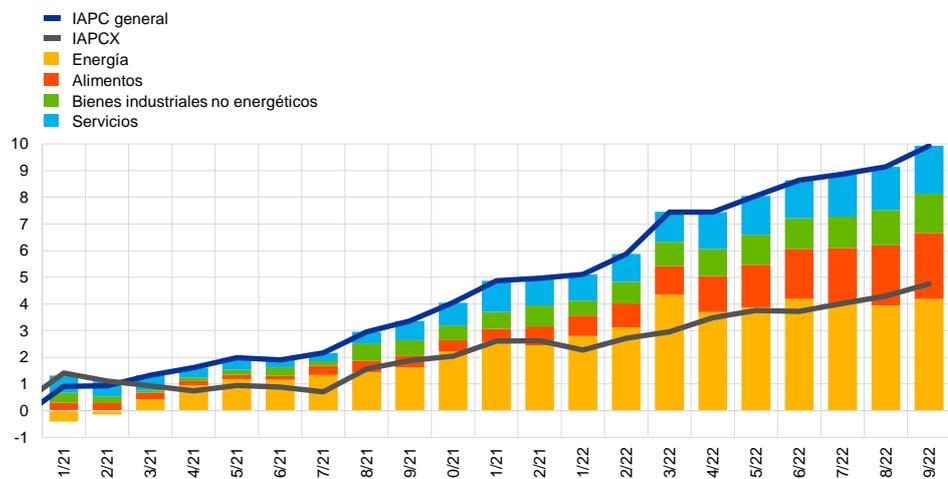
3 Precios y costes

La inflación aumentó hasta el 9,9 % en septiembre como consecuencia de los nuevos incrementos de todos los componentes. La tasa de variación de los precios de la energía, que se situó en el 40,7 %, siguió siendo el principal factor determinante de la inflación general, dada la creciente contribución de los precios del gas y de la electricidad. La inflación de los precios de los alimentos también continuó incrementándose, hasta situarse en el 11,8 %, debido a que los elevados costes de los insumos encarecieron la producción alimentaria. Los cuellos de botella en la oferta se están moderando gradualmente, aunque su impacto retardado contribuye aún a la inflación. El impacto de la demanda embalsada, pese a ser cada vez menor, sigue impulsando al alza los precios en el sector servicios. La depreciación del euro ha contribuido a la acumulación de presiones inflacionistas. Las presiones sobre los precios son evidentes en cada vez más sectores, en parte debido al impacto de los altos costes de la energía que se ha transmitido a toda la economía. Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido, por tanto, en niveles elevados. Entre estos indicadores, la inflación, excluidos la energía y los alimentos, siguió aumentando hasta situarse en el 4,8 % en septiembre.

La inflación medida por el IAPC se elevó hasta el 9,9 % en septiembre, desde el 9,1 % del mes anterior. Este notable incremento adicional estuvo impulsado por todos los componentes principales del IAPC. El componente energético siguió representando casi la mitad de la inflación general, y el de alimentos una cuarta parte, lo que implica que estos elementos más volátiles, cuyo peso en la cesta de consumo es de alrededor de un tercio, actualmente son los responsables de tres cuartas partes de la inflación medida por el IAPC general (gráfico 9).

Gráfico 9
Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

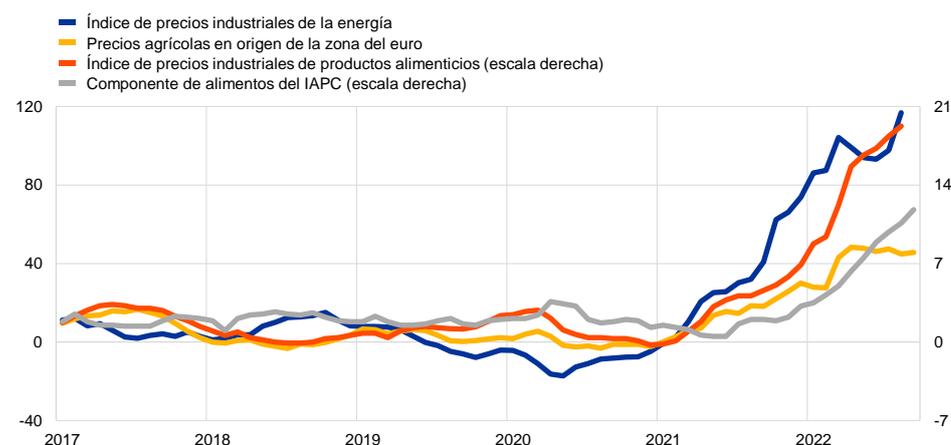
Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022.

La evolución de los precios de la energía está influida por distintos factores e incide, a su vez, en otros componentes del IAPC. La tasa de variación interanual del componente energético del IAPC volvió a incrementarse hasta situarse en el 40,7 %, tras dos meses consecutivos de descensos en julio y agosto. Desglosado por subcomponentes, este aumento se vio impulsado por la inflación de los precios del gas, que alcanzó el 72,2 % en septiembre (63,1 % en agosto), mientras que las tasas de crecimiento interanual de los precios de los combustibles para transporte privado y de la electricidad prácticamente no variaron en septiembre, permaneciendo en niveles elevados. Un factor extraordinario que explica la mayor tasa de avance interanual de la energía fue la supresión de determinadas medidas públicas de carácter temporal (como los descuentos en los combustibles para transporte en Alemania). Las tasas de variación interanual de los precios de producción de la energía aumentaron con fuerza hasta el 116,8 % en agosto, después de haberse mantenido algo más bajas entre mayo y julio. La inflación de los alimentos se incrementó sustancialmente, desde el 10,6 % en agosto hasta el 11,8 % en septiembre, como reflejo de la traslación de las presiones de costes acumuladas y del impacto de la sequía estival. Aunque el avance de la tasa de crecimiento interanual de los precios agrícolas en origen de la zona del euro fue relativamente reducido en septiembre, en comparación con los incrementos de principios de año, dicha tasa sigue siendo elevada. El ritmo de crecimiento de los precios de los fertilizantes volvió a repuntar tras el descenso que registró en el verano, ya que algunas fábricas de producción cerraron como consecuencia de los altos precios de la energía. Las presiones de los costes de los insumos sobre los precios de los alimentos quedaron patentes en la dinámica de los precios industriales de los productos alimenticios (gráfico 10).

Gráfico 10

Presión de los costes de los insumos energéticos y alimenticios sobre los precios del componente de alimentos del IAPC

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022 para los precios agrícolas en origen de la zona del euro y el componente de alimentos del IAPC y a agosto de 2022 para los demás indicadores.

La inflación medida por el IAPC sin energía ni alimentos (IAPCX), siguió avanzando en septiembre hasta situarse en el 4,8 %, como consecuencia de la

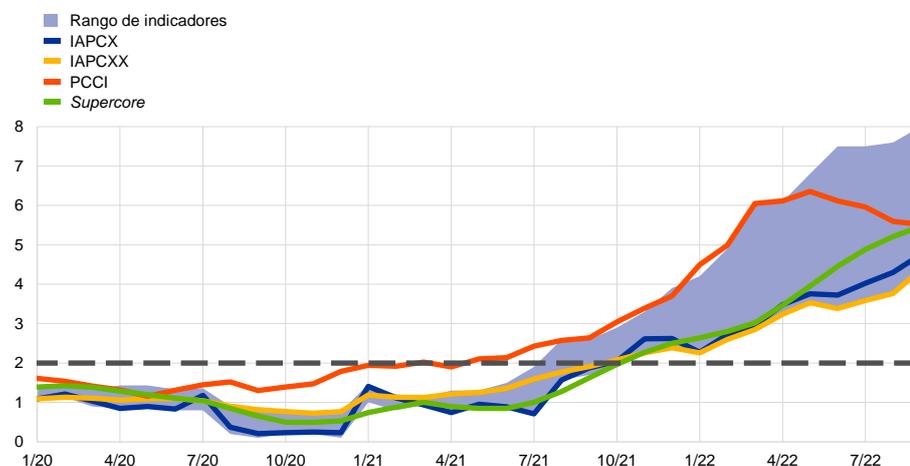
aceleración de las tasas de variación de los precios tanto de los bienes industriales no energéticos como de los servicios (gráfico 9). La inflación de los bienes industriales no energéticos siguió aumentando hasta alcanzar un máximo histórico del 5,5 %, impulsada por los precios de los bienes semiduraderos y los bienes de consumo no duradero. Aunque la tasa de variación de los precios de los bienes de consumo duradero se mantuvo sin cambios en una cota elevada, la dinámica intermensual se intensificó como consecuencia del fuerte encarecimiento de los automóviles y el mobiliario. La inflación de los servicios aumentó hasta el 4,3 % en septiembre (desde el 3,8 % en agosto), y las tasas correspondientes al transporte y servicios diversos fueron las que más repuntaron debido a factores de carácter extraordinario. En el caso de los servicios de transporte, la eliminación del abono de transporte público a 9 euros en Alemania fue la principal causa de este incremento, mientras que, en el de servicios diversos, los costes de la educación registraron el mayor avance debido a la supresión de los descuentos públicos sobre las tasas educativas introducidos en los Países Bajos durante la crisis del COVID-19.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente continuaron al alza en septiembre (gráfico 11). Ello se explica por la propagación de las presiones sobre los precios a cada vez más sectores y más componentes del IAPC. En septiembre, más de la mitad de los componentes del IAPC registraron tasas de inflación interanual superiores al 4 %. La inflación medida por el IAPCXX (que excluye del IAPCX las rúbricas más volátiles de servicios relacionados con turismo y viajes, así como los artículos de vestir y el calzado) se incrementó desde el 3,8 % hasta el 4,4 %. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, se elevó hasta el 5,5 %, frente al 5,2 % observado en agosto, mientras que el PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos, que se construye filtrando las perturbaciones a más corto plazo, pero incluye el componente energético, se redujo levemente hasta el 5,5 %. Mientras que el PCCI ha estado descendiendo desde mayo, lo que refleja la pérdida de fuerza de la dinámica mensual de la inflación energética, el PCCI sin energía se ha mantenido estable en torno al 4 % desde junio, para luego registrar un ligero retroceso en septiembre. Una gran parte de la dinámica de la inflación subyacente puede atribuirse a los efectos indirectos de la escalada de los precios de la energía y los alimentos, así como de la evolución excepcional del equilibrio entre oferta y demanda como consecuencia de la pandemia y la invasión rusa de Ucrania. La naturaleza sin precedentes de estos acontecimientos hace que resulte difícil determinar cuál será la persistencia de su impacto sobre los distintos indicadores de la inflación subyacente. Un factor clave para la evolución de la inflación subyacente son los salarios y los costes laborales. Los últimos datos disponibles (correspondientes al segundo trimestre de 2022) siguieron señalando un avance interanual relativamente moderado de los salarios negociados (2,4 %) y de los salarios reales, en los que el crecimiento de la remuneración por hora y el de la remuneración por asalariado se situaron en el 3,3 % y el 4,4 %, respectivamente, si bien este último se vio considerablemente distorsionado al alza debido al impacto de los programas de mantenimiento del empleo.

Gráfico 11

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX (IAPC sin energía ni alimentos); el IAPCXX (IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado); las medias recortadas al 10 % y al 30 %, y la mediana ponderada. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022.

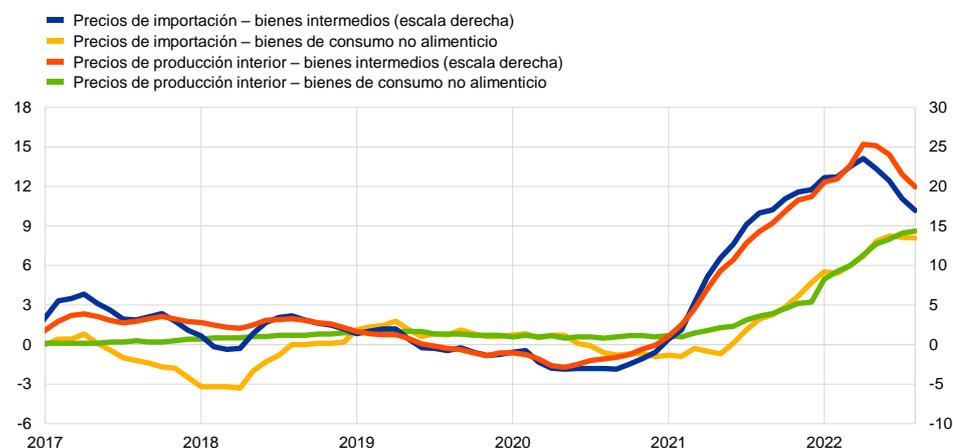
Las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos continúan siendo intensas, a pesar de la reciente moderación de la inflación en las fases iniciales del proceso de fijación de precios (gráfico 12).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, las tasas de crecimiento interanual de los precios de importación y de producción interior de los sectores de bienes intermedios descendieron por cuarto mes consecutivo, tras un año de persistentes ascensos. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de bienes intermedios se redujo en 1,5 puntos porcentuales (del 18,4 % en julio al 16,9 % en agosto) y los precios de producción interior retrocedieron 1,6 puntos porcentuales (del 21,5 % en julio al 19,9 % en agosto). Al mismo tiempo, la evolución en las primeras fases del proceso de formación de precios tiende a estar más influida por los precios energéticos, cuyos precios de importación volvieron a registrar un fuerte incremento en agosto. En las fases posteriores de ese proceso, las tasas de inflación de los precios de importación y de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio siguieron arrojando señales algo contradictorias: mientras que los precios de importación mostraron indicios de estabilización, la tasa de variación interanual de los precios de producción se elevó hasta un máximo histórico del 8,6 %.

Gráfico 12

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022.

Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron estables, en niveles próximos o ligeramente superiores al 2 %, y son acordes, en general, con los indicadores de mercado de la compensación por inflación (gráfico 13).

Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2022, los indicadores de las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2027) se han mantenido estables en el 2,2 %. Lo mismo cabe decir de las expectativas a más largo plazo (para 2027) recogidas en la encuesta de Consensus Economics de octubre, que siguieron situadas en el 2,1 %, y de las que refleja la encuesta a analistas de política monetaria (Survey of Monetary Analysts) del BCE de octubre (para 2026), que se mantuvieron en el 2 %. La encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE (CES, por sus siglas en inglés) de agosto también mostró que las expectativas de inflación a largo plazo (a tres años) permanecieron sin variación con respecto a julio¹². Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) siguieron sujetos a cierta volatilidad en el período considerado. Los plazos cortos continuaron mostrándose volátiles, también como consecuencia de la evolución del mercado energético, mientras que los plazos más largos fueron más estables. Estos indicadores sugieren ahora que la inflación puede retornar a niveles de alrededor del 2 % a finales de 2023, en lugar de en 2024, como se preveía antes de la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre. Sin embargo, los indicadores de la compensación por inflación a largo plazo registraron un leve ascenso durante el período analizado. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años subió 10 puntos básicos y se situó en el 2,3 %. Es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas de inflación

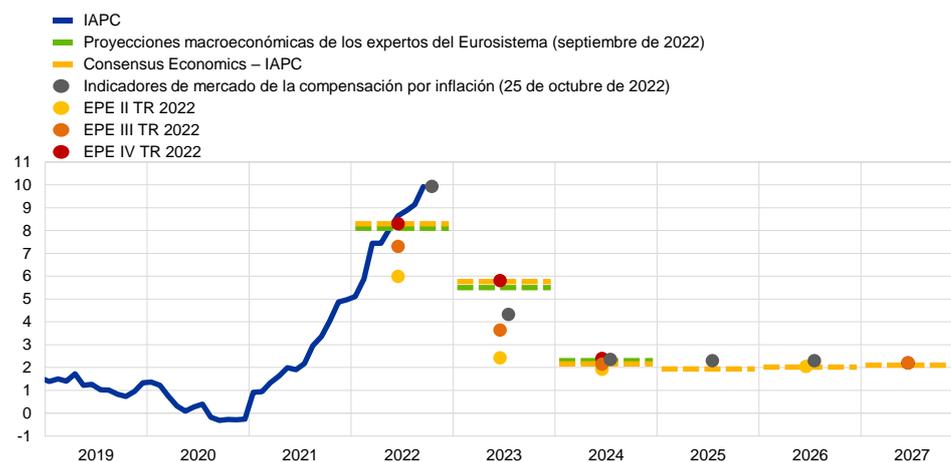
¹² Véase «Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – agosto de 2022», nota de prensa, 7 de octubre de 2022.

reales de los participantes en el mercado, puesto que contienen primas de riesgo de inflación que compensan la incertidumbre con respecto al alza de los precios.

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: La serie de 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 25 de octubre de 2022. La encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al cuarto trimestre de 2022 se realizó entre el 30 de septiembre y el 6 de octubre de 2022. La fecha límite de recepción de datos para las proyecciones a largo plazo de Consensus Economics fue octubre de 2022. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del BCE fue el 25 de agosto de 2022. Las últimas observaciones del IAPC corresponden a septiembre de 2022.

Los riesgos para las perspectivas de inflación se sitúan fundamentalmente al alza.

El principal riesgo a corto plazo es un incremento adicional de los precios minoristas de la energía. A medio plazo, la inflación podría ser más elevada de lo esperado en caso de subidas de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias y una transmisión más intensa a los precios de consumo, de un empeoramiento persistente de la capacidad de producción de la economía de la zona del euro, de un aumento continuado de las expectativas de inflación por encima del objetivo del BCE o de incrementos salariales mayores de lo previsto. En cambio, un descenso de los costes de la energía y un debilitamiento adicional de la demanda reducirían las presiones inflacionistas.

Evolución de los mercados financieros

Durante el período de referencia (del 8 de septiembre al 26 de octubre de 2022), los precios de los activos de la zona del euro siguieron mostrando volatilidad y los participantes en los mercados continuaron actualizando sus expectativas de subidas más rápidas y pronunciadas de los tipos de interés oficiales en la zona del euro y a escala global. La revisión de las expectativas quedó reflejada en los tipos de interés libres de riesgo a corto y a largo plazo de la zona del euro, que aumentaron durante el período considerado. Los rendimientos de la deuda soberana de la zona se incrementaron en línea con los tipos de interés libres de riesgo, por lo que los diferenciales soberanos apenas variaron, aunque exhibieron cierta volatilidad en algunos países. El alza de los tipos de interés y el deterioro de las perspectivas de crecimiento afectaron a los activos de riesgo de las empresas, de forma que los diferenciales de los valores de renta fija privada europeos se ampliaron y los precios de las acciones registraron niveles elevados de volatilidad y diferencias entre sectores. El tipo de cambio efectivo del euro se apreció en términos generales, aunque la revalorización frente al dólar estadounidense fue solo ligera.

Tras la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se incrementaron, ya que los participantes en los mercados revisaron sus expectativas de un endurecimiento más rápido y pronunciado de la política monetaria. Durante el período analizado, el tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en 57 puntos básicos, que fue la media ponderada de –8,5 puntos básicos entre el 8 y el 13 de septiembre, y 66 puntos básicos después del 14 de septiembre, es decir, tras la subida de los tipos de interés del BCE en septiembre. El exceso de liquidez aumentó en unos 86 mm de euros, hasta una cifra de 4.682 mm de euros. La curva *forward* de OIS (*overnight index swap*) —basada en el €STR— registró una volatilidad superior a la media. En conjunto, como la preocupación por la inflación de los participantes en los mercados se fue imponiendo sobre los crecientes temores de recesión, la curva *forward* de OIS reflejó cada vez más las expectativas de un endurecimiento más rápido y pronunciado de la política de tipos de interés del BCE. Al final del período de referencia, dicha curva descontaba subidas de tipos acumuladas de 134 puntos básicos al final de 2022, lo que implica un tipo de interés máximo de aproximadamente el 3 % a finales de 2023.

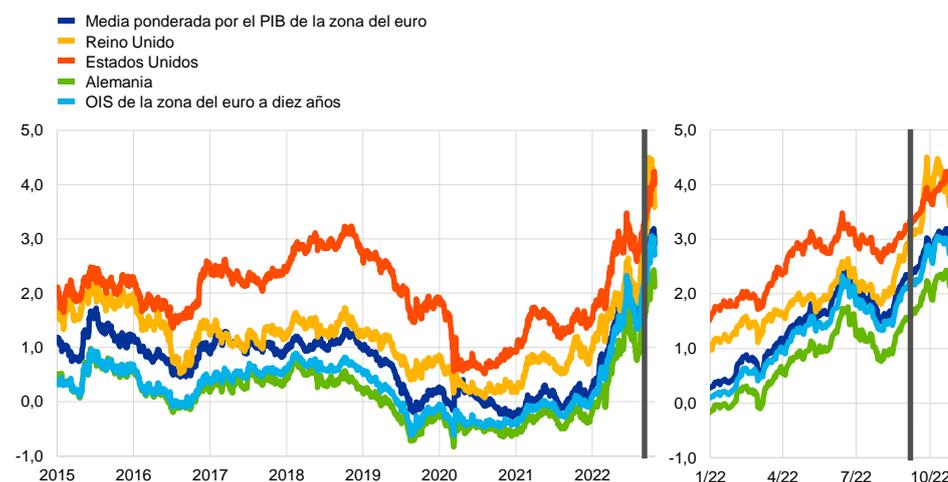
Los rendimientos de los bonos a largo plazo aumentaron en un entorno de reevaluación de los mercados de la senda futura esperada de la política monetaria (gráfico 14). Este aumento se produjo con fuertes oscilaciones intermedias, principalmente en respuesta a los datos macroeconómicos publicados y a la evolución de los precios de la energía, así como a las fluctuaciones que se registraron en los mercados en torno al anuncio de un nuevo paquete fiscal expansivo en el Reino Unido y la posterior intervención del Banco de Inglaterra. En conjunto, los rendimientos de los bonos a largo plazo de la zona del euro se elevaron considerablemente: el rendimiento medio de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó hasta situarse en

torno al 2,9 %, 48 puntos básicos por encima del nivel observado cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre. Del mismo modo, los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos, Reino Unido y Alemania registraron un aumento de 68, 42 y 40 puntos básicos y se situaron aproximadamente en el 4 %, el 3,6 % y el 2,1 %, respectivamente. Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro también mostraron mayor volatilidad, aunque en distinto grado en las diferentes jurisdicciones, pero básicamente reflejaron la evolución general de los tipos de interés libres de riesgo. En consecuencia, el diferencial medio entre el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el tipo OIS se mantuvo relativamente estable en torno al 0,20 %.

Gráfico 14

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 (8 de septiembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 26 de octubre de 2022.

Los diferenciales de los bonos corporativos se ampliaron ligeramente durante el período analizado en un contexto de aumento de los tipos de interés libres de riesgo, y los incrementos más pronunciados se observaron en el segmento de alta rentabilidad. Durante el período de referencia, la creciente preocupación acerca de una inminente desaceleración del crecimiento económico y una orientación de la política monetaria más restrictiva de lo esperado contribuyeron a un ligero incremento de los diferenciales. Los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad se ampliaron 49 puntos básicos, mientras que los de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión mostraron cierta capacidad de resistencia y aumentaron 22 puntos básicos.

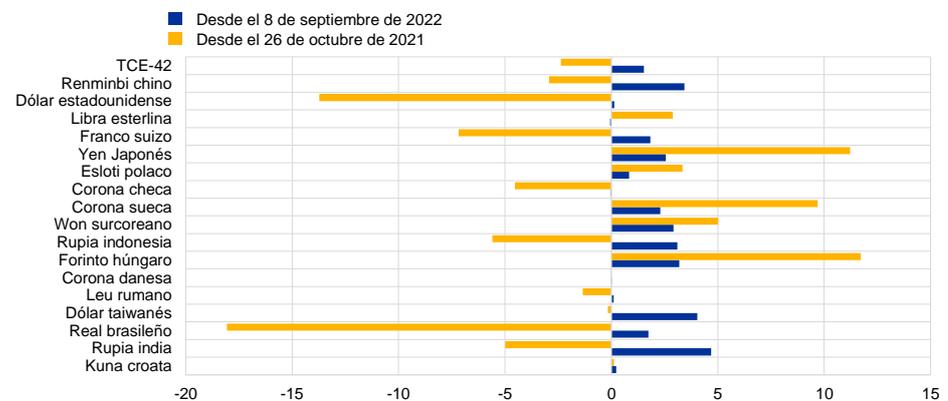
Los mercados bursátiles europeos registraron alzas durante el período considerado, pero continuaron exhibiendo una volatilidad elevada, debido a las incertidumbres macroeconómicas y a factores adversos. Aparte del impacto negativo de la subida de los tipos de interés libres de riesgo, los participantes en los

mercados también mostraron preocupación por la evolución de los resultados de las empresas y por la información que podría proporcionar sobre cómo estaban afrontando el incremento de los costes de la energía y de los tipos de interés. Aunque los participantes en los mercados esperaban que la subida de los tipos de interés incidiera negativamente en la mayoría de los sectores, no todos se vieron igualmente afectados, ya que, por ejemplo, el sector bancario podría beneficiarse a corto plazo de un incremento de sus márgenes de intermediación. Estas diferencias fueron evidentes en los precios de las acciones, que descendieron un 0,6 % en el caso de las sociedades no financieras, mientras que crecieron un 6,3 % en el de los bancos. En general, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se vieron favorecidas por la disminución de la prima de riesgo de las acciones (sección 5). La diferencia entre las sociedades no financieras y el sector bancario fue menos pronunciada en Estados Unidos, donde las cotizaciones experimentaron una caída del 4,3 % y el 1,3 %, respectivamente.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en general (gráfico 15). Durante el período analizado, 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 apreció un 1,5 %. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral, la moneda única apenas registró variaciones frente al dólar estadounidense y la libra esterlina, ya que se revalorizó un 0,1 % frente a la primera y se depreció un 0,1 % frente a la segunda, aunque con algunas fluctuaciones intermedias. El euro se fortaleció más frente a otras monedas de importantes economías avanzadas, entre ellas el yen japonés y el franco suizo, con una apreciación del 2,6 % y el 1,8 %, respectivamente. También se revalorizó en términos generales frente a las monedas de la mayor parte de las economías emergentes, entre ellas, el renminbi chino (un 3,4%), así como frente a las monedas de otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico 15
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 26 de octubre de 2022.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

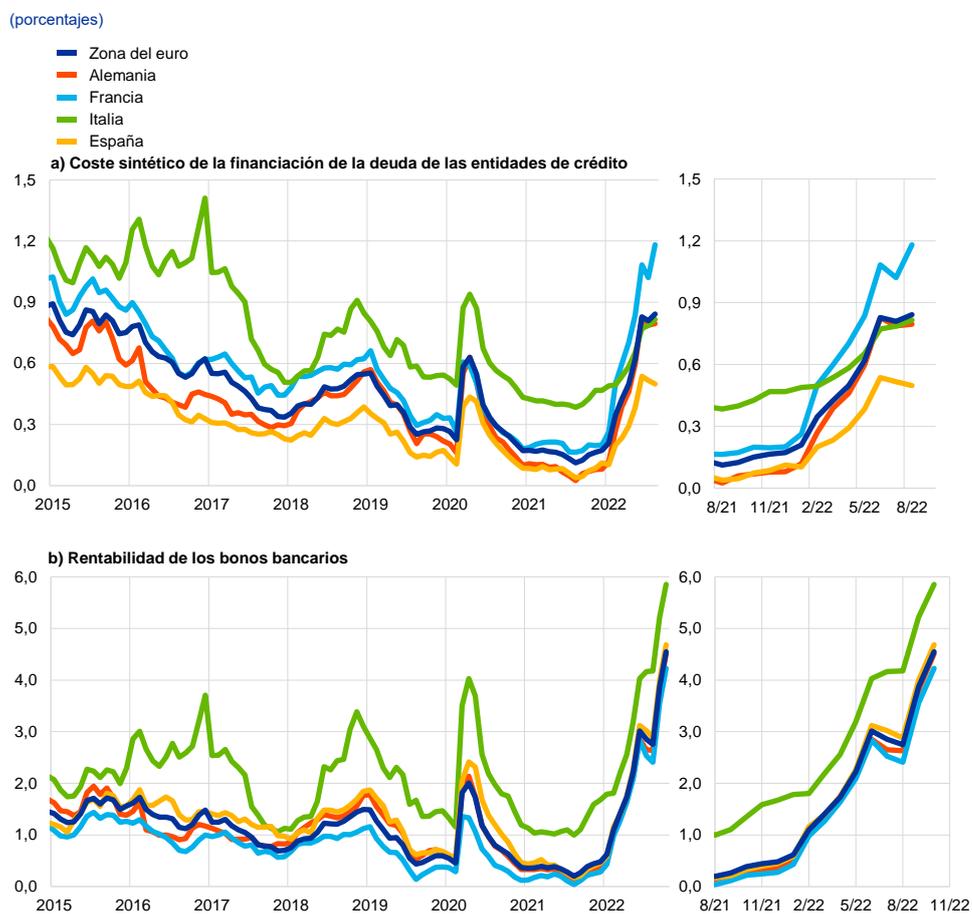
Los tipos de interés de los préstamos bancarios y los costes de financiación de las entidades de crédito han seguido aumentando, dado que continúa la normalización de la política monetaria. El crédito bancario concedido a las empresas mantuvo su vigor en septiembre, mientras que los préstamos a hogares se moderaron. El coste de la financiación mediante valores de renta fija y, en una medida mucho menor, el coste de la financiación mediante acciones, se incrementaron en el período comprendido entre el 8 de septiembre y el 26 de octubre. Según la última encuesta sobre préstamos bancarios, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares se endurecieron sustancialmente en el tercer trimestre de 2022, en un entorno de aumento de los riesgos a la baja para el crecimiento económico y de normalización progresiva de la política monetaria. El mayor crecimiento del agregado monetario amplio (M3) en septiembre obedeció a un factor técnico puntual sin el cual dicho crecimiento se habría moderado en comparación con agosto.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro han seguido aumentando, como consecuencia de las variaciones de los tipos de interés libres de riesgo y de mercado, dado que la normalización de la política monetaria continúa. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro mantuvo una tendencia al alza en agosto (panel a del gráfico 16). Hay dos factores que explican esta evolución. En primer lugar, con la normalización de la política monetaria, la rentabilidad de los bonos bancarios se ha incrementado significativamente, en línea con los tipos de interés libres de riesgo y de mercado, y ha alcanzado sus niveles máximos desde 2012 (panel b del gráfico 16). En segundo lugar, las recientes subidas de tipos de interés del BCE han dado a las entidades un incentivo para aumentar la remuneración de sus depósitos de clientes. La reciente recalibración de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) en respuesta al repunte inesperado y extraordinario de la inflación también contribuirá a la normalización de los costes de financiación de las entidades de crédito¹³. La consiguiente normalización de las condiciones de financiación para las empresas y los hogares, a su vez, ejercerá presión a la baja sobre la inflación, lo que ayudará a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo. En agosto, el tipo de interés de los depósitos aumentó hasta el 0,24 %, 10 puntos básicos por encima del nivel registrado antes de la primera subida en julio. En consonancia con las regularidades históricas, la transmisión de las recientes medidas de política monetaria a los depósitos se está produciendo con cierto retraso en comparación con la respuesta más inmediata de la rentabilidad de los bonos bancarios.

¹³ Véase la nota del prensa del BCE «[El BCE recalibra sus operaciones de financiación con objetivo específico para ayudar a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo](#)», de 27 de octubre de 2022.

Gráfico 16

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 la 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 agosto de 2022 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 26 de octubre de 2022 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares han seguido aumentando, a medida que las entidades endurecen su oferta de crédito. Desde febrero de 2022, los mayores costes de financiación de las entidades de crédito han impulsado al alza los tipos de interés de los préstamos en todos los países de la zona del euro (gráfico 17), mientras los criterios de concesión de crédito se han endurecido. El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda continuó subiendo en agosto hasta situarse en el 2,26 %, 95 puntos básicos por encima del nivel registrado a finales de 2021. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de agosto de 2022 sugieren que los consumidores esperan que los tipos de interés hipotecarios sigan elevándose en los doce meses siguientes, al tiempo que será más difícil obtener préstamos para vivienda. Asimismo, los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras aumentaron hasta el 1,86 % en agosto. El alza intermensual de 8 puntos básicos supone que los tipos

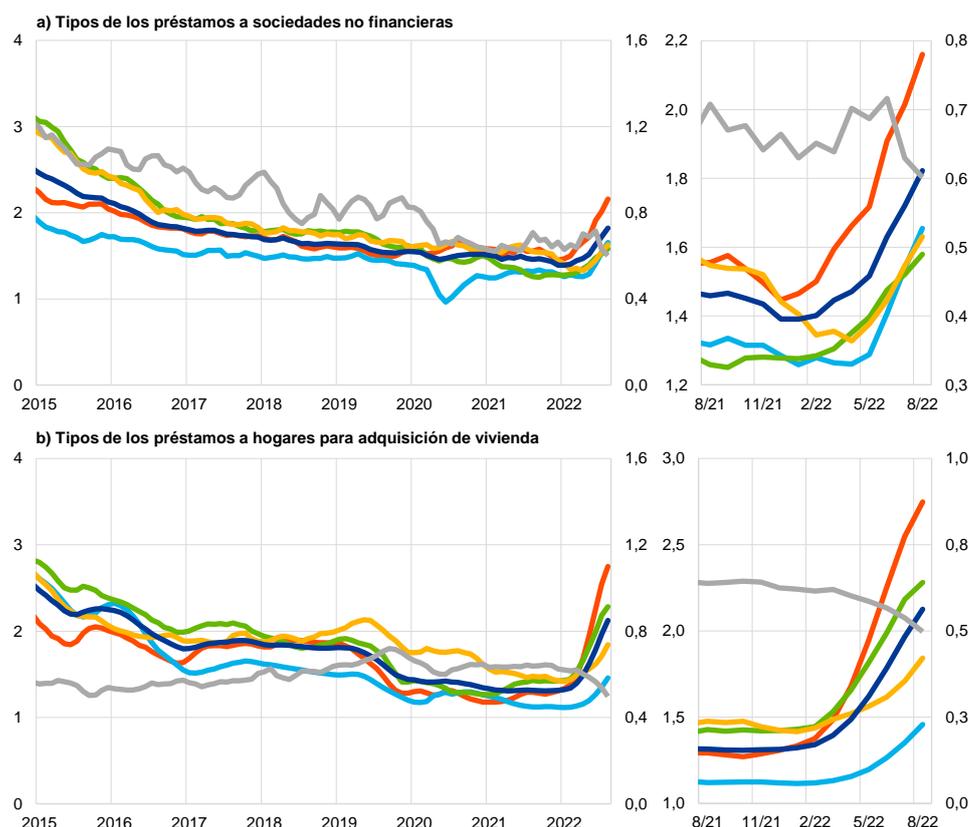
de interés de estos préstamos han acumulado un ascenso de 50 puntos básicos desde comienzos de 2022. Para los próximos meses, la evidencia disponible basada en los índices de difusión apunta a que es probable que los tipos de interés de los préstamos a empresas continúen al alza¹⁴. El diferencial de tipos entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se situó en niveles próximos a su media histórica, y la dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares disminuyó ligeramente, lo que sugiere que la transmisión del tono más restrictivo de la política monetaria del BCE está funcionando con fluidez por el momento (paneles a y b del gráfico 17).

Gráfico 17

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)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Desviación típica entre países (escala derecha)



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 agosto de 2022.

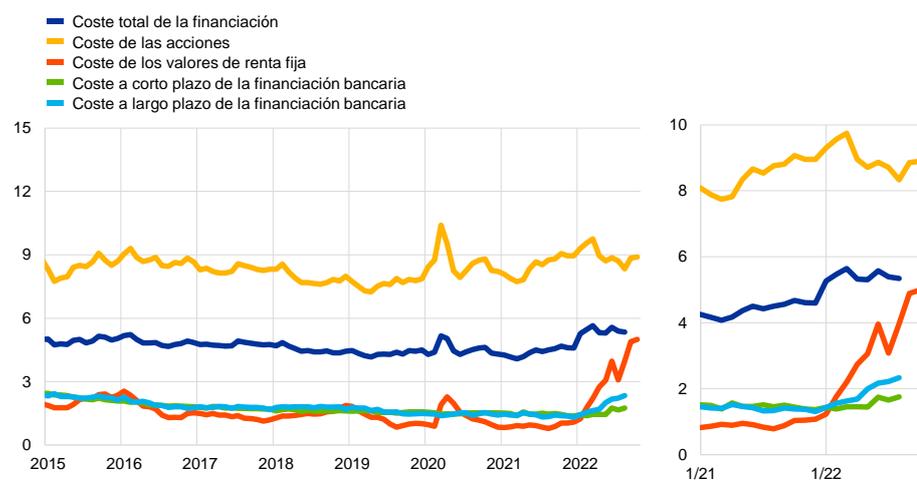
¹⁴ Estos índices, que se calculan a partir de microdatos, miden el número neto de entidades de crédito que están elevando los tipos de interés de los préstamos concedidos a las empresas y suelen tener propiedades de indicador adelantado.

En el período comprendido entre el 8 de septiembre y el 26 de octubre de 2022, el coste de la emisión de valores de renta fija de las sociedades no financieras se incrementó sustancialmente. Debido al desfase 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 agosto de 2022, cuando se situó en el 5,4 %, aproximadamente el mismo nivel que en el mes anterior. Esta evolución fue resultado de un incremento del coste de los valores de renta fija y de la financiación bancaria a corto y a largo plazo, que se compensó totalmente con un descenso del coste de las acciones, cuyo peso en el índice del coste total de la financiación es de alrededor del 50 %. A su vez, la caída del coste de las acciones fue atribuible a la disminución de su prima de riesgo, que contrarrestó con creces el impacto del aumento del tipo de interés libre de riesgo sobre dicho coste (gráfico 18). Los datos de agosto de 2022 se situaron algo por debajo del máximo registrado anteriormente en el año y muy por encima de los niveles observados en los dos años previos. Continuando con la tendencia al alza observada a principios de 2022, el coste de los valores de renta fija registró un nuevo incremento significativo, de alrededor de 70 puntos básicos, a partir del 8 de septiembre. Este ascenso se atribuye a un ajuste al alza del tipo de interés libre de riesgo, así como a la ampliación adicional de los diferenciales de los bonos corporativos, tanto en el segmento de grado de inversión como, sobre todo, en el de alta rentabilidad. El coste de las acciones experimentó un aumento más moderado, de unos 10 puntos básicos, dado que el impacto al alza del repunte del tipo de interés libre de riesgo se vio compensado, casi en su totalidad, por un descenso de la prima de riesgo de las acciones.

Gráfico 18

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.

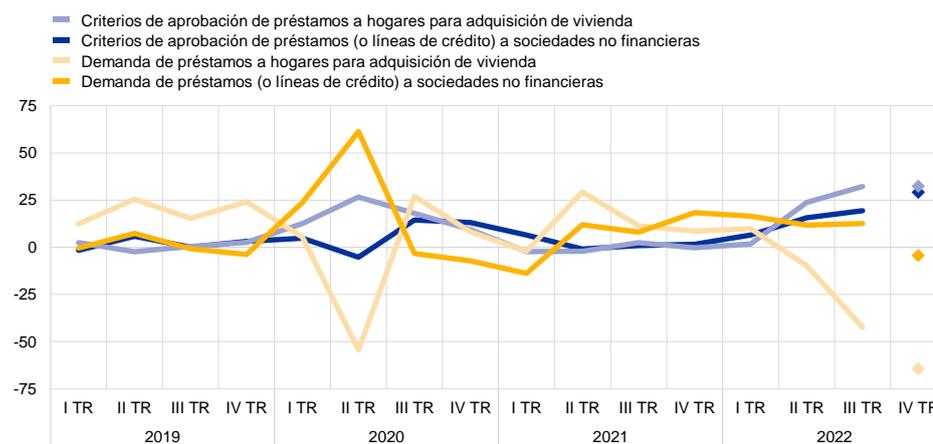
Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 26 de octubre de 2022 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 21 de octubre de 2022 para el coste de las acciones (datos semanales) y a agosto de 2022 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2022, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda se endurecieron sustancialmente en el tercer trimestre de 2022 (gráfico 19). En un contexto de desaceleración de la economía y de creciente temor a una recesión, los principales factores subyacentes a este endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito a estos dos sectores fueron los riesgos a la baja relacionados con el crecimiento económico y la menor tolerancia al riesgo de las entidades de crédito. En el entorno actual de progresiva normalización de la política monetaria, los bancos de la zona del euro indicaron que el coste de financiación y la disponibilidad de fondos también habían propiciado un endurecimiento de los citados criterios, que, en el caso de las empresas, fue más acusado que en encuestas anteriores. Las entidades esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda continúen endureciéndose en el cuarto trimestre de 2022.

Gráfico 19

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 tercer trimestre de 2022.

La demanda de préstamos por parte de las empresas se incrementó en el tercer trimestre de 2022, al elevarse los costes de los insumos y las necesidades de capital circulante, mientras que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda por parte de los hogares se redujo, en un contexto de aumento de los tipos de interés y de disminución de la confianza.

La demanda de préstamos de las empresas continuó sustentándose en las necesidades de financiación del capital circulante y el incremento de las existencias ante los elevados costes de los insumos, la contracción de la demanda y la persistencia de cuellos de botella en la oferta. La inversión en capital fijo volvió a tener un efecto moderador en la demanda de préstamos de las empresas, en línea

con la ralentización esperada de la inversión. En el contexto de la normalización de la política monetaria, la contribución del nivel general de los tipos de interés a la demanda de crédito pasó a ser negativa en el tercer trimestre. La sustancial reducción de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda se debió fundamentalmente al aumento del nivel general de los tipos de interés y a la menor confianza de los consumidores. Para el cuarto trimestre de 2022, las entidades esperan que la demanda de préstamos a empresas disminuya y que la de crédito para adquisición de vivienda experimente de nuevo un descenso notable.

La encuesta también sugiere que las actividades de intermediación crediticia de las entidades recibieron menos apoyo de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, dado el proceso de normalización de dicha política. Las entidades indicaron que el acceso a la financiación en los mercados minoristas, a los de titulización y, en particular, a los valores de renta fija a medio y a largo plazo se deterioró en el tercer trimestre de 2022, reflejo del endurecimiento de las condiciones para los bancos en los mercados financieros, dado el proceso de normalización de la política monetaria. Las entidades señalaron que los programas de compras de activos del BCE habían incidido negativamente en su situación de liquidez, en las condiciones de financiación en los mercados y en la rentabilidad en los seis meses anteriores, en el contexto de la finalización de las compras netas de activos. Durante este período, que en parte abarcó la fase en la que el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE todavía era negativo, las entidades de crédito indicaron que dicho tipo había tenido un efecto positivo, aunque reducido, en los volúmenes de crédito y un efecto negativo directo en la rentabilidad bancaria. Además, las entidades señalaron que las TLTRO III habían tenido un impacto positivo, pero más limitado, en su situación financiera y en los volúmenes de crédito concedido, y que, en términos netos, estas operaciones habían favorecido una relajación menos intensa de las condiciones aplicadas a los préstamos a empresas y hogares en comparación con la encuesta anterior.

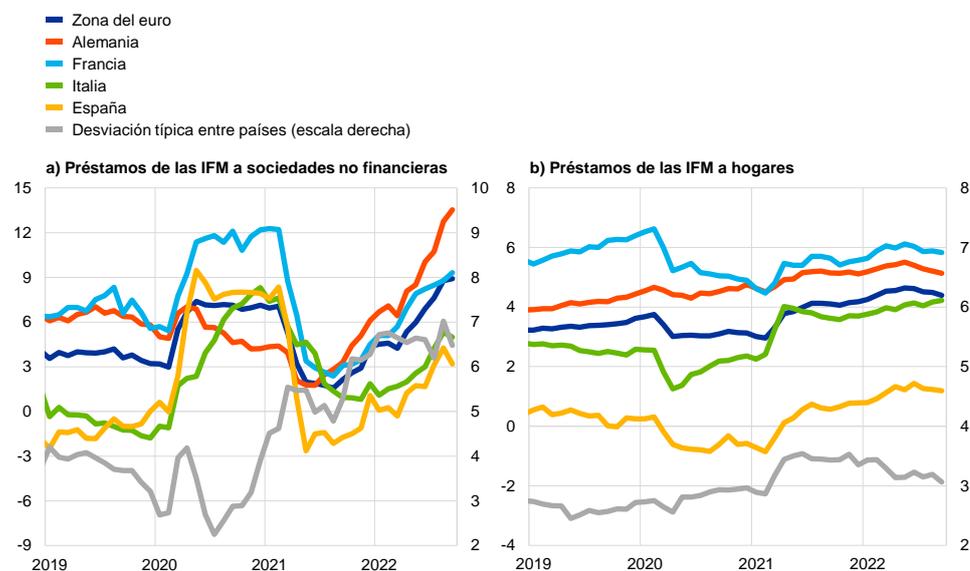
El crédito bancario concedido a las empresas mantuvo su vigor en septiembre, mientras que los préstamos a hogares se moderaron. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras aumentó hasta el 8,9 % en septiembre, desde el 8,8 % registrado en agosto, pese a que el flujo de crédito fue menor que en meses anteriores (panel a del gráfico 20). La vigorosa tasa de crecimiento de los préstamos a empresas refleja las elevadas necesidades de financiación de las existencias y del capital circulante y un menor recurso a la emisión de valores de renta fija, ya que los costes de financiación en los mercados se incrementaron en mayor medida que los de la financiación bancaria. Los préstamos a más corto plazo fueron los que más contribuyeron a dicho avance debido a la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas de suministro, a los elevados costes de los insumos y a la extraordinaria incertidumbre, tres factores que intensifican la necesidad de capital circulante de las empresas. La contribución de los préstamos a más largo plazo fue reducida, en línea con el debilitamiento de la inversión y el deterioro de la confianza empresarial. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares descendió hasta el 4,4 % en septiembre, desde el 4,5 % registrado en agosto (panel b del gráfico 20). Los préstamos para adquisición de vivienda disminuyeron, confirmando el punto de inflexión del crédito

hipotecario, dados el endurecimiento de los criterios de aprobación por parte de las entidades de crédito y el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda.

Gráfico 20

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 nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022.

El ritmo de acumulación de depósitos a la vista se moderó en septiembre en el contexto de normalización de la política monetaria.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista disminuyó notablemente, hasta el 5,6 %, en septiembre, desde el 6,8 % registrado en agosto (gráfico 21). Además, esta evolución está sobrevalorada debido a un factor técnico puntual, sin el cual la tasa de crecimiento interanual de septiembre habría sido inferior y se habría situado más cerca del 4,8 %¹⁵. El descenso se explica por la sustitución a gran escala de los depósitos a la vista por depósitos a plazo, debido a que estos últimos están mejor remunerados que los primeros para las empresas y los hogares ante el aumento de los tipos de interés oficiales. Los depósitos a la vista de las empresas y otras instituciones financieras (OIF) registraron salidas que se vieron acompañadas por fuertes entradas de fondos en los depósitos a plazo. Los hogares también mostraron interés en los depósitos a plazo, que registraron las mayores entradas de los diez últimos años, si bien continuaron incrementando también sus tenencias de depósitos a la vista. Es probable que las entradas en los depósitos de los hogares, en general, sigan obedeciendo a motivos de precaución. Al mismo tiempo, los

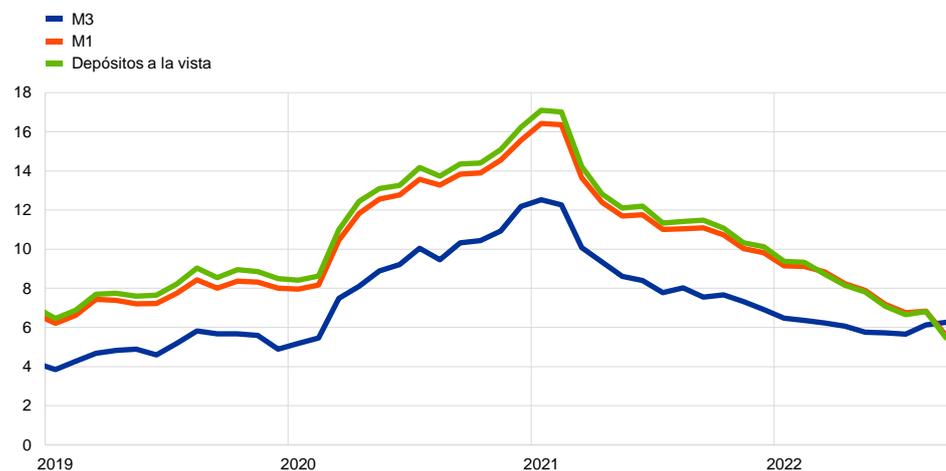
¹⁵ Las cifras de M3 correspondientes a septiembre de 2022 incluyen una abultada posición temporal del Eurosistema frente a una cámara de compensación, clasificada en el sector «instituciones financieras no monetarias (excluidas las empresas de seguros y los fondos de pensiones)». Todos los agregados en los que se engloban estos depósitos están inflados por este factor técnico puntual.

depósitos de las empresas y los hogares crecieron de forma dispar entre países, lo que apunta a las diferentes necesidades de liquidez y medidas fiscales nacionales.

Gráfico 21

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 septiembre de 2022.

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) aumentó en septiembre, aunque ello se debió a un factor técnico puntual, sin el cual este crecimiento se habría moderado con respecto a agosto.

La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 6,3 % en septiembre, desde el 6,1 % de agosto y el 5,7 % de julio (gráfico 21). Sin embargo, este repunte obedeció al factor técnico puntual mencionado en el párrafo anterior, que se revertirá el próximo mes. Sin tenerlo en cuenta, la tasa de crecimiento interanual de M3 habría disminuido hasta situarse en torno al 5,8 % en septiembre. Por lo que se refiere a los componentes, el desplazamiento hacia los depósitos a plazo en septiembre redujo significativamente la contribución de los depósitos a la vista —incluidos en el agregado estrecho M1— al crecimiento interanual de M3. Los depósitos a plazo —incluidos en el agregado monetario amplio—, que se beneficiaron de la sustitución entre carteras, aumentaron su aportación al crecimiento de M3 en comparación con el mes anterior. En cuanto a las contrapartidas, el crédito al sector privado fue de nuevo el que más contribuyó al crecimiento interanual de M3. La contribución anual 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 siguió disminuyendo, como consecuencia de la finalización de las compras netas de activos en julio de 2022. Al mismo tiempo, las salidas monetarias netas hacia el resto del mundo continuaron frenando el crecimiento del agregado monetario amplio, pues los elevados precios de la energía están teniendo un impacto negativo sobre la balanza comercial de la zona del euro.

Recuadros

1 Cuellos de botella en la oferta y presiones inflacionistas en el comercio de bienes y el turismo en la zona del euro

Tobias Schuler, Hannah-Maria Hildenbrand y Martina di Sano

En este recuadro se presenta un análisis de las tendencias recientes del comercio de bienes y del sector del turismo en la zona del euro, basado en los índices de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés). Estos dos sectores se han visto gravemente afectados por las consecuencias económicas de la pandemia de coronavirus (COVID-19). En el caso del comercio de bienes, el análisis de los autores pone de manifiesto que, históricamente, las presiones al alza sobre los precios de importación, en especial de los bienes intermedios, han estado precedidas por cuellos de botella en las cadenas de suministro. En estos momentos, dichas presiones están disminuyendo lentamente a medida que la demanda de exportaciones se debilita y las cadenas de suministro se ajustan. En lo que respecta al comercio de servicios, el repunte que experimentó durante el verano de 2022 la demanda de turismo tanto de dentro como de fuera de la zona del euro (este sector representa el 19 % de las exportaciones de servicios y ha sido uno de los más perjudicados por la pandemia) provocó un encarecimiento de los precios en el sector de turismo y ocio. La absorción de la demanda embalsada de viajes, la caída de las rentas reales, el aumento de la incertidumbre y el incremento de los precios pueden empezar a frenar la demanda total de servicios turísticos europeos en los próximos meses¹.

Los cuellos de botella en las cadenas de suministro del comercio de bienes están disminuyendo

Las presiones al alza sobre los precios de los insumos asociadas a los cuellos de botella en la oferta disminuyeron aparentemente a mediados de 2022, pero siguen siendo elevadas. Los índices PMI de pedidos exteriores del sector manufacturero, de plazos de entrega de los proveedores y de precios de insumos suelen estar muy correlacionados y anticipan de manera sistemática los puntos de inflexión. Históricamente, los cambios en los pedidos exteriores se han adelantado dos meses a las variaciones de los precios de los insumos, con un coeficiente de correlación de 0,70, mientras que los cambios en los plazos de entrega de los proveedores se han anticipado un mes a los movimientos en los precios de los insumos, con un coeficiente

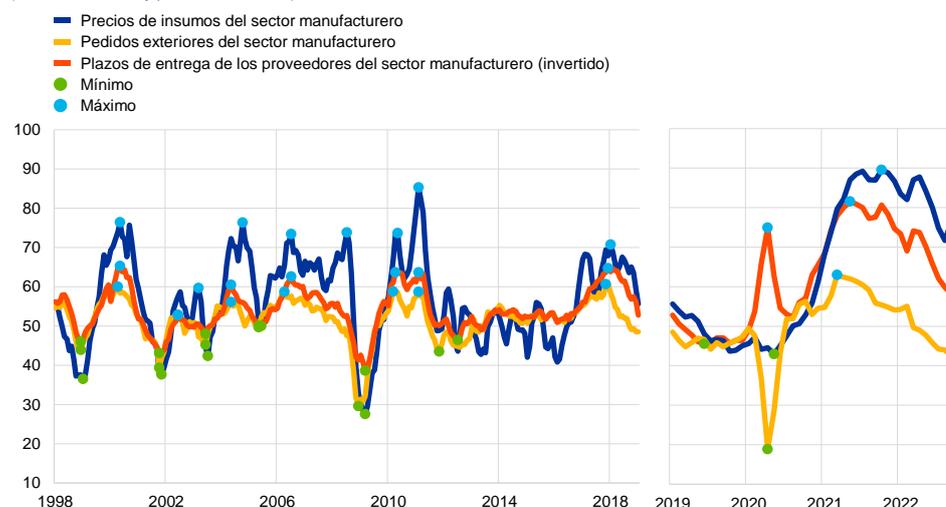
¹ Aunque no resulta sencillo establecer la correspondencia directa de las actividades turísticas en la balanza de pagos, su peso en las exportaciones totales de servicios podría haberse aproximado al 19 % en 2019. El turismo incluye los servicios de transporte de pasajeros y otros relacionados con los viajes, como alojamiento y restauración, con la excepción de las compras de bienes y servicios realizadas por temporeros y trabajadores transfronterizos temporales. Para más información, véase el recuadro titulado «El impacto de las medidas de confinamiento por el Covid-19 sobre el comercio de servicios de turismo y viajes», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2020.

de correlación de 0,84. Los puntos de inflexión de los pedidos exteriores y de los plazos de entrega de los proveedores preceden a los de los precios de los insumos en uno o dos meses en promedio (gráfico A)². A mediados de 2022, los plazos de entrega de los proveedores empezaron a reducirse, cayendo poco a poco con respecto a sus máximos históricos, pero siguieron siendo elevados. Tras este acortamiento de los plazos, las presiones sobre los precios de los insumos que indica el índice PMI correspondiente han disminuido ligeramente.

Gráfico A

Índices PMI del sector manufacturero de la zona del euro

(índice de difusión y puntos de inflexión)



Fuentes: S&P Global y cálculos del BCE.

Notas: Datos desestacionalizados. Los «pedidos exteriores del sector manufacturero» incluyen datos de dentro y de fuera de la zona del euro. Los «plazos de entrega de los proveedores del sector manufacturero» incluyen pedidos exteriores e interiores. Cabe señalar que el complemento se construye como un índice de difusión de 100; un valor más alto del complemento significa cuellos de botella en la oferta más intensos. «Mínimo» se refiere a los mínimos locales y «máximo», a los máximos locales en el comportamiento cíclico de las series. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022.

El avance de los precios de importación de los bienes intermedios procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro se ha ido desacelerando desde mediados de 2022.

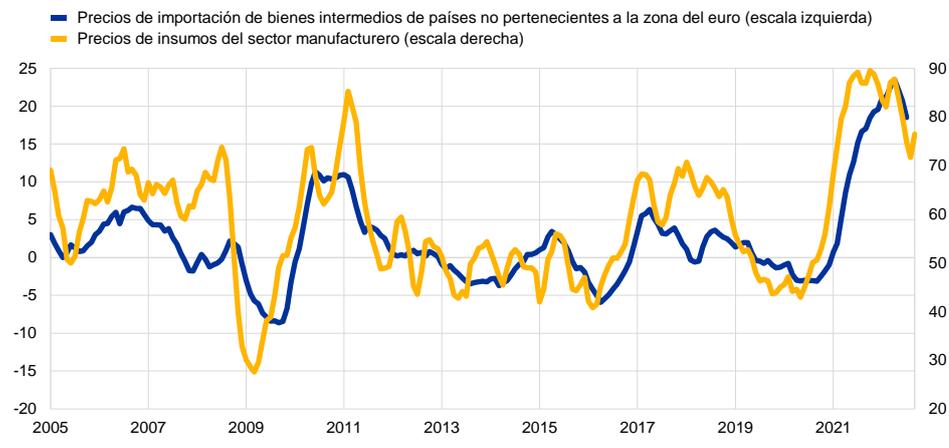
El índice PMI de precios totales de los insumos comenzó a descender a finales de 2021, aunque se mantiene en una cota elevada. Esta evolución sugiere que el crecimiento de los precios de importación de los bienes intermedios también puede ralentizarse algo, ya que estas dos variables suelen estar estrechamente relacionadas (gráfico B). Ambas presentan un coeficiente de correlación de 0,80 y el índice PMI anticipa en dos meses las variaciones de los precios de importación de los bienes intermedios. Con todo, el alto nivel del índice PMI de precios de insumos correspondiente a septiembre de 2022 y la persistente debilidad del euro apuntan a que las presiones inflacionistas continuarán siendo intensas en el sector manufacturero.

² En el gráfico A se han invertido las cifras sobre los «plazos de entrega de los proveedores del sector manufacturero» comunicadas con el fin de ilustrar su comovimiento con las demás series. En este caso, un número más alto indica un plazo de entrega más dilatado. Se ha destacado la evolución entre 2019 y 2022 dado que este recuadro se centra en las consecuencias económicas de la pandemia de COVID-19.

Gráfico B

PMI de precios de insumos frente a precios de importación de bienes intermedios

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



Fuentes: S&P Global, Eurostat y cálculos del BCE.

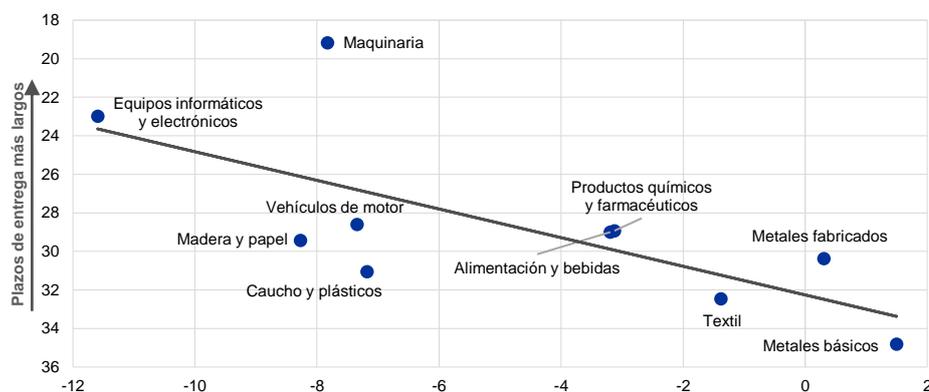
Notas: La correlación es de 0,84 con dos retardos. El índice PMI de precios de insumos es general, e incluye los precios internos y los precios de los insumos. La última observación corresponde a julio de 2022 para los precios de importación de bienes intermedios y a septiembre de 2022 para los precios de los insumos.

Los datos de comercio por sector sugieren que, a principios de 2022, los plazos de entrega más largos estaban asociados con un comportamiento débil de las exportaciones. Los sectores que registraron plazos medios de entrega de los proveedores más dilatados en el primer trimestre de 2022 experimentaron mayores descensos de sus exportaciones que en el mismo trimestre del año anterior (gráfico C). Este efecto queda ilustrado en la pendiente negativa del gráfico, que refleja un coeficiente de correlación de 0,70.

Gráfico C

Crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro y plazos de entrega de los proveedores, por sector, en el primer trimestre de 2022

(eje de abscisas: variaciones interanuales de las exportaciones del trimestre; eje de ordenadas: índice de difusión medio del trimestre)



Fuentes: Eurostat, S&P Global y cálculos del BCE.

Notas: R es 0,70. El índice de difusión del eje de ordenadas indica un aumento de los plazos de entrega en comparación con el mes anterior para los valores inferiores a 50 y una reducción de dichos plazos para los valores superiores a 50.

Dos de los sectores exportadores más afectados por los cuellos de botella en la oferta fueron el de equipos informáticos y electrónicos y el de maquinaria³.

El escaso dinamismo de las exportaciones de vehículos de motor en el primer trimestre de 2022 es reflejo del alargamiento de los plazos de entrega de componentes, en especial en el subsector del automóvil, mientras que dichos plazos se acortaron ligeramente en el sector de metales básicos⁴. En el segundo trimestre de 2022, los cuellos de botella en la oferta disminuyeron levemente y su importancia como variable explicativa del comportamiento de las exportaciones de los sectores en cuestión se redujo. En un contexto de disminución de los cuellos de botella, el crecimiento trimestral de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro pasó a ser positivo en el segundo trimestre para el sector de equipos informáticos y electrónicos y se estabilizó en el de maquinaria. Las exportaciones de madera y papel volvieron a descender, mientras que los cuellos de botella en la oferta comunicados se redujeron lentamente. La relajación más reciente de los cuellos de botella ha estado acompañada de una contracción de la demanda de bienes de consumo duradero, una moderación de la demanda de productos tecnológicos y una mejora de la oferta de bienes comerciables.

La recuperación del sector turístico se está ralentizando en un contexto de fuertes presiones inflacionistas

En cuanto a los servicios, el intenso dinamismo del sector de turismo y ocio observado durante la primavera y el verano ha empezado a debilitarse⁵. Las reservas, aproximadas por el PMI de nuevos pedidos, suelen anticipar con un adelanto medio de uno a dos meses los movimientos de los precios en el sector de turismo y ocio. Por lo general, los índices PMI utilizados para las series de precios son bastante estables en este sector —en comparación, por ejemplo, con el sector manufacturero, que es más volátil—, pese a algunas fluctuaciones registradas anteriormente debido a la mayor incertidumbre en torno a los viajes internacionales (gráfico D). A medida que el sector de turismo y ocio de la zona del euro se fue reabriendo después de cada ola de la pandemia de COVID-19, las presiones de costes de los insumos y una recuperación excepcionalmente intensa de la demanda de servicios de turismo y ocio impulsaron cada vez más al alza los precios de producción en este sector⁶.

³ Véase el recuadro titulado «El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021, que muestra la tendencia de elevada demanda de exportaciones que dio lugar a cuellos de botella más intensos en la fase inicial de la recuperación.

⁴ Véase el recuadro titulado «Factores que explican la caída de la producción y la subida de precios en el sector de vehículos de motor» en este *Boletín Económico*.

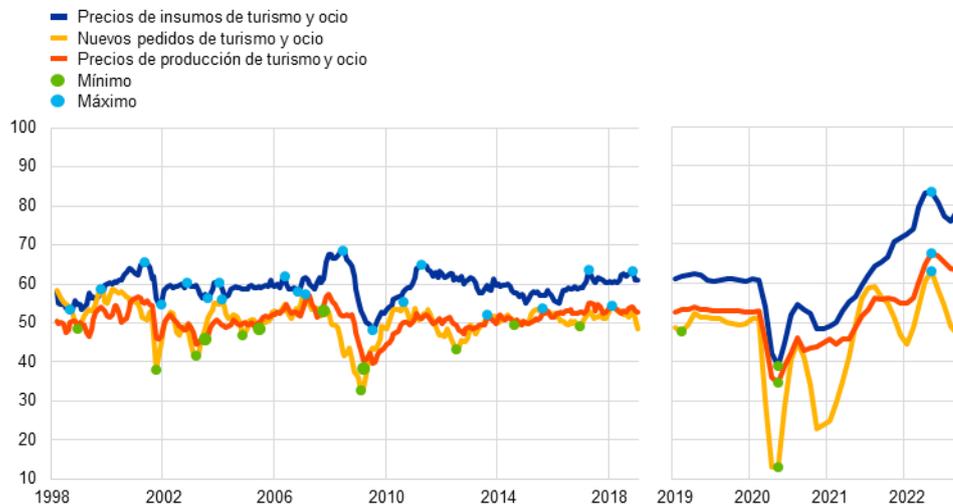
⁵ Además de los servicios turísticos, los PMI de turismo y ocio incluyen actividades de ocio, que por definición son internas.

⁶ Los datos sugieren que también los márgenes de beneficio están sometidos a presiones en este sector.

Gráfico D

PMI del sector de turismo y ocio de la UE

(media ponderada del índice de difusión y puntos de inflexión)



Fuentes: S&P Global y cálculos del BCE.

Notas: Las medias móviles ponderadas están desestacionalizadas. Los índices de difusión se refieren a la UE e incluyen pedidos tanto interiores como exteriores. «Mínimo» se refiere a los mínimos locales y «máximo», a los máximos locales en el comportamiento cíclico de las series. Solo se dispone de datos para la UE, no para la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022.

La energía es uno de los factores que determina la evolución de los precios de los insumos en el sector de turismo y ocio. Los precios de importación de la energía presentan una fuerte correlación con las fluctuaciones del índice PMI de precios de insumos, por lo que pueden considerarse un factor determinante del incremento de los precios de los insumos del sector de turismo y ocio (panel a del gráfico E)⁷. La evolución de los costes laborales en este sector está menos sincronizada con la del PMI de precios de insumos de turismo y ocio.

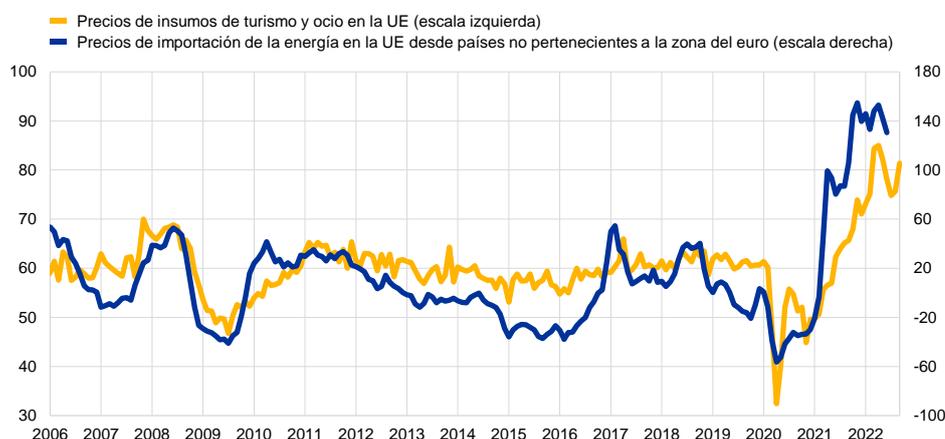
⁷ Para más detalles sobre la metodología de los PMI, véase el recuadro titulado «[Datos de las encuestas a los directores de compras sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción](#)», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2005.

Gráfico E

PMI de precios del sector de turismo y ocio de la UE frente a precios de la energía y del alojamiento

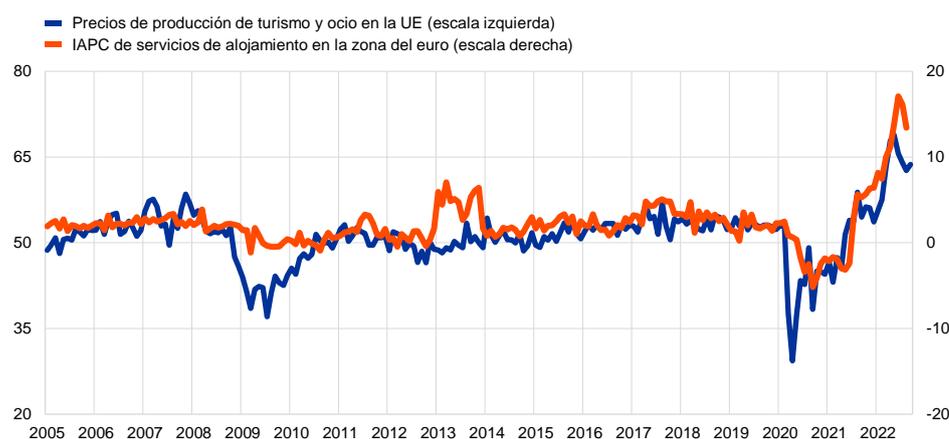
a) Precios de insumos de turismo y ocio y precios de importación de la energía

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



b) Precios de producción del turismo e IAPC de servicios de alojamiento

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



Fuentes: Eurostat para los precios de importación de la energía en la UE, IAPC para los servicios de alojamiento, S&P Global para las series de los PMI, y cálculos del BCE.

Notas: El coeficiente de correlación es 0,80 en el panel a y 0,70 con un adelanto de dos meses en el panel b. Los datos están desestacionalizados. La última observación corresponde a junio de 2022 para los precios de importación de la energía en la UE, a agosto de 2022 para el IAPC de servicios de alojamiento y a septiembre de 2022 para los PMI de precios de insumos y de producción del sector de turismo y ocio.

Los precios de producción del sector de turismo y ocio alcanzaron un máximo anteriormente en el año en curso, lo que sugiere que la dinámica de los precios de consumo de los servicios de alojamiento puede empezar a ralentizarse, aunque seguirá siendo fuerte. El IAPC de servicios de alojamiento suele presentar cierto retardo con respecto a las subidas de los precios de las actividades turísticas y de ocio comunicadas por los directores de compras (panel b del gráfico E). En el momento actual, ambas medidas indican que es posible que las presiones inflacionistas hayan alcanzado su máximo.

La absorción de la demanda embalsada de viajes, la caída de las rentas reales, el aumento de la incertidumbre y el ascenso de los precios pueden empezar a frenar la demanda de servicios turísticos y de ocio en los próximos meses.

Todos los indicadores mostrados en el gráfico D alcanzaron un máximo local en mayo de 2022 y han ido descendiendo en consonancia con las expectativas de retroceso de la demanda de las agencias de viajes. El deterioro de las perspectivas económicas ha estado acompañado de otros factores ya mencionados, como la reducción de la demanda embalsada de viajes, la caída de las rentas reales y el aumento de la incertidumbre. En general, esto apunta a presiones inflacionistas elevadas, pero en proceso de estabilización paulatina, en el sector de turismo y ocio.

2 Factores que explican la caída de la producción y la subida de precios en el sector de vehículos de motor

Roberto A. De Santis, Martina Di Sano, Vanessa Gunnella y Pedro Neves

En este recuadro se analizan los factores estructurales y cíclicos que explican el notable descenso de la producción de vehículos de motor en la zona del euro desde mediados de 2018 y el considerable aumento de los precios de los automóviles registrado recientemente. La producción de vehículos de motor de la zona experimentó una caída del 30,4 % entre junio de 2018 y agosto de 2022, de la que alrededor de un 10 % tuvo lugar antes del inicio de la pandemia y un 20 % después. Este patrón —común a las economías de mayor tamaño de la zona del euro— no se observó en otros países que también son importantes fabricantes internacionales de automóviles, como Corea del Sur, Estados Unidos y Japón, donde los niveles de producción fueron bastante estables antes de 2020 y la recuperación de la pandemia fue más rápida (gráfico A). En este recuadro se explica que la disminución de la producción de vehículos de motor y la subida de los precios de los automóviles pueden atribuirse a una combinación de factores relacionados con la introducción de pruebas de emisiones más estrictas en la UE en 2018, la nueva normativa de la UE sobre emisiones de dióxido de carbono (CO₂), la transición hacia automóviles más ecológicos, las disrupciones en las cadenas de suministro, el alza de los costes de la energía y, más recientemente, la incertidumbre asociada a la guerra en Ucrania¹. Los tres últimos factores han afectado más a la producción de automóviles de la zona del euro que a la de otras economías, debido a una participación relativamente mayor del sector automovilístico de la zona en las cadenas globales de suministro, a la mayor dependencia de la zona del euro del suministro energético de Rusia y al aumento de la incertidumbre generada por su cercanía a los países en guerra.

¹ Desde septiembre de 2018, todos los automóviles nuevos deben disponer de un certificado de conformidad con el [procedimiento de ensayo de vehículos ligeros armonizado a nivel mundial](#). Este test se utiliza para medir el consumo de combustible y las emisiones de CO₂ de los automóviles para uso privado, así como sus emisiones de otros contaminantes. Para más información sobre la normativa de emisiones de CO₂, véase el [Reglamento \(UE\) 2019/631](#) del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2019, por el que se establecen normas de comportamiento en materia de emisiones de CO₂ de los turismos nuevos y de los vehículos comerciales ligeros nuevos, y por el que se derogan los Reglamentos (CE) n.º 443/2009 y (UE) n.º 510/2011 (DO L 111, 25.4.2019, p. 13).

Gráfico A

Producción industrial de vehículos de motor en distintas economías

(índice: enero de 2018 = 100)



Fuentes: Eurostat, Reserva Federal, Ministerio de Economía, Comercio y Estadísticas de Japón, y Statistics Korea.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022.

La actividad en el sector de vehículos de motor empezó a disminuir a mediados de 2018 y obedeció a la caída de la demanda de automóviles con motor de combustión. La introducción de pruebas de emisiones más estrictas en la UE en 2018 y el acuerdo de la UE sobre objetivos de emisiones de CO₂ alcanzado en diciembre de ese año generaron un incentivo a favor de los coches híbridos y eléctricos en detrimento de los de motor de combustión. Antes de la pandemia, los fabricantes de la zona del euro habían intensificado sus esfuerzos por aumentar la producción local y las ventas de automóviles híbridos y eléctricos. No obstante, los precios relativamente más altos de estos vehículos frenaron la demanda, y los cambios que fue necesario hacer en las fábricas comportaron descensos de la producción. Asimismo, es probable que las expectativas de aplicación de normas sobre emisiones de los vehículos más estrictas propiciaran un aplazamiento de las compras, ya que los consumidores reorientaron sus preferencias hacia modelos híbridos y eléctricos, lo que redujo la demanda de vehículos de motor². Un modelo estructural de vectores autorregresivos confirma que la disminución de la producción de vehículos de motor entre 2018 y 2019 fue atribuible principalmente a la menor demanda de automóviles y a perturbaciones de oferta no relacionadas con la energía, como los costes de transporte y los efectos de las directivas y los reglamentos sobre la oferta (panel a del gráfico B).

La producción de automóviles se desplomó al inicio de la pandemia. Los confinamientos provocaron un descenso de la producción de vehículos de motor en el segundo trimestre de 2020. La producción se recuperó en el segundo semestre, pero al final de ese año todavía se situaba un 3,5 % por debajo de los niveles

² Las matriculaciones de automóviles se redujeron durante tres trimestres consecutivos a partir del cuarto trimestre de 2018, después de más de dos años con tasas de crecimiento intertrimestral positivas.

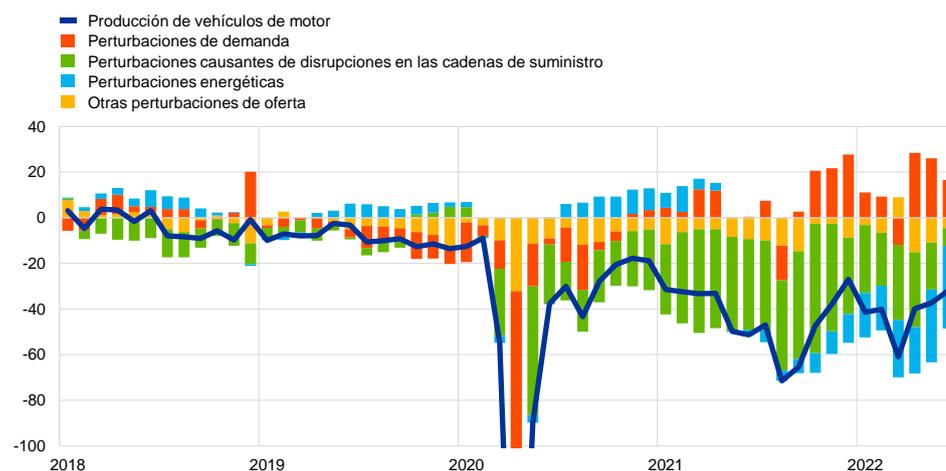
previos a la pandemia y un 10 %-15 % por debajo de la registrada antes de la introducción de la normativa de emisiones de la UE en 2018.

Gráfico B

Producción y variaciones de los precios de los automóviles: contribución de las perturbaciones

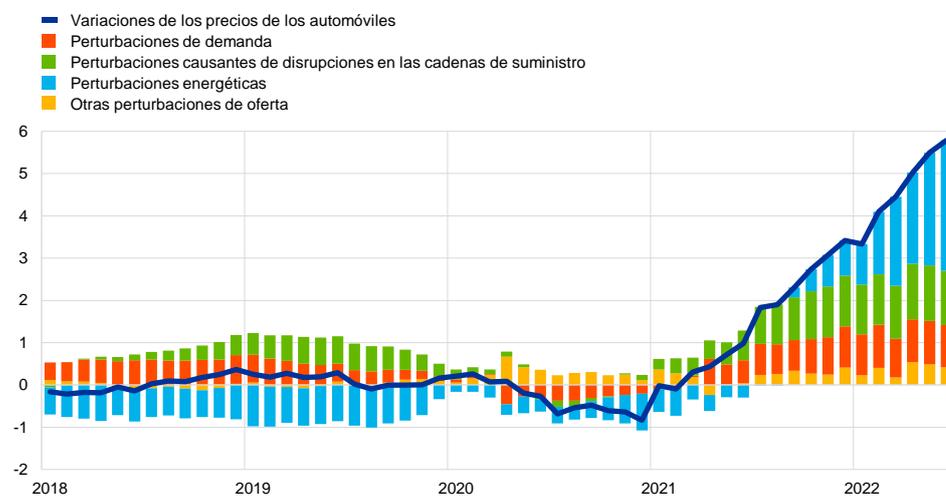
a) Producción de vehículos de motor

(desviación porcentual respecto a la tendencia)



b) Precios de los automóviles

(desviación interanual respecto a la tendencia en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, S&P Global y cálculos del BCE.

Notas: El modelo incluye la producción industrial de vehículos de motor, los precios de los automóviles, el índice de directores de compras (PMI) de plazos de entrega de los proveedores y los precios de la energía. Las perturbaciones se identifican utilizando restricciones de signo y restricciones adicionales sobre el efecto de algunas perturbaciones. Restricciones de signo sobre el impacto contemporáneo: las perturbaciones de demanda implican precios de los automóviles (+), producción de vehículos de motor (+), y PMI de plazos de entrega de los proveedores (-); las perturbaciones causantes de disrupciones en las cadenas de suministro implican precios de los automóviles (+), producción de vehículos de motor (-) y PMI de plazos de entrega de los proveedores (-); las perturbaciones energéticas implican precios de los automóviles (+), producción de vehículos de motor (-) y precios de la energía (+); otras perturbaciones de oferta implican precios de los automóviles (+) y producción de vehículos de motor (-). Las restricciones de signo no son suficientes, por sí solas, para identificar las tres perturbaciones de oferta diferentes. Se incluyen restricciones adicionales sobre el efecto de algunas perturbaciones para obtener un sistema ortogonal completo: la mayor contribución a los errores de predicción del PMI de plazos de entrega de los proveedores en abril de 2020 se atribuye a las perturbaciones causantes de disrupciones en las cadenas de suministro, y los precios de la energía en septiembre y octubre de 2021 se atribuyen a las perturbaciones energéticas. Para facilitar la visualización, el eje de ordenadas del panel a del gráfico no muestra por completo la evolución en abril de 2020. En ese período, las perturbaciones de demanda fueron las que más incidieron en la caída de la producción industrial, debido a los estrictos confinamientos. La contribución de las perturbaciones causantes de disrupciones en las cadenas de suministro también fue significativa, mientras que la de las perturbaciones energéticas fue mínima y negativa. Los valores más bajos (más altos) del PMI de plazos de entrega de los proveedores implican plazos de entrega más largos (más cortos). El período de la muestra abarca el período comprendido entre enero de 1999 y junio de 2022. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2022.

Desde principios de 2021, la producción de vehículos de motor se ha visto lastrada por las interrupciones en las cadenas de suministro y por las perturbaciones energéticas, que han compensado los efectos positivos de demanda derivados de la reapertura de la economía. En 2021 y 2022, la producción de vehículos de motor en la zona del euro ha resultado intensamente afectada por las interrupciones en las cadenas globales de suministro (panel a del gráfico B), en particular por el desabastecimiento de determinados semiconductores y por las dificultades logísticas en el sector de transporte³. Asimismo, durante estos dos años se ha registrado una escasez históricamente elevada de material y equipos⁴. La falta de chips y de otros componentes necesarios para el montaje de vehículos nuevos ha comportado una disminución de la oferta y explica la mayor parte de la caída de la producción observada a partir de mediados de 2021. Las interrupciones en las cadenas de suministro han afectado más a los fabricantes de automóviles de la zona del euro que a sus competidores, debido a la participación relativamente mayor del sector automovilístico de la zona en las cadenas globales de suministro. Además, las perturbaciones de oferta y las medidas de confinamiento fueron más severas en la zona del euro que en otras regiones⁵. Desde el verano de 2021, la extraordinaria subida de los costes de la energía también ha contribuido a la caída de la producción de vehículos de motor (panel a del gráfico B)⁶. Más recientemente, la incertidumbre relacionada con la guerra en Ucrania también ha reducido la demanda de bienes de consumo duradero como los vehículos de motor, como muestra la encuesta de opinión de la Comisión Europea⁷.

Los automóviles se han encarecido de forma considerable como consecuencia de las interrupciones en las cadenas de suministro, de los altos costes de la energía y, en menor medida, del aumento de la demanda. Desde la segunda mitad de 2021, la cantidad de automóviles nuevos que se han comercializado sin retrasos en el tiempo de entrega ha disminuido, debido fundamentalmente a la falta de chips, por lo que los consumidores han recurrido al mercado de vehículos de segunda mano⁸. Desde mediados de 2021, las restricciones de oferta y la creciente demanda de los consumidores asociada a la reapertura de la economía se tradujeron en subidas de precios inusualmente

³ Un incremento exógeno de la demanda alarga los plazos de entrega de los proveedores. No obstante, el aumento de la demanda de coches híbridos y eléctricos podría implicar un impacto aún mayor, ya que para fabricar estos vehículos se necesitan más semiconductores.

⁴ Para un análisis de los cuellos de botella en la oferta en el sector de manufacturas de la zona del euro, véase el recuadro titulado «[Las causas de las interrupciones en las cadenas de suministro y su impacto en el sector manufacturero de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2021.

⁵ Véase el recuadro titulado «[El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021.

⁶ Debido a la utilización de componentes intensivos en energía, el sector automovilístico ocupa una posición relativamente alta entre los sectores manufactureros por su consumo energético. Para un análisis de la intensidad y la dependencia energéticas del sector de vehículos de motor y de otros segmentos de las manufacturas, véase el recuadro titulado «[Dependencia del gas natural y riesgos para la actividad de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022.

⁷ Para un análisis de las implicaciones macroeconómicas de la incertidumbre generada por la guerra en Ucrania, véase el recuadro titulado «[El impacto de la invasión rusa de Ucrania sobre la actividad de la zona del euro a través del canal de la incertidumbre](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

⁸ La tasa de variación de los precios de los vehículos de motor se situó en el 6,9 % en agosto de 2022, mientras que la de los de segunda mano fue del 12,8 %.

pronunciadas, tanto de los automóviles nuevos como de los de segunda mano⁹. Posteriormente, los mayores costes derivados del alza de los precios de la energía también se trasladaron a los consumidores, y los aumentos de los precios de los automóviles se aceleraron hasta el 8,7 % en agosto de 2022. Si no se hubiesen producido estas disrupciones en las cadenas de suministro ni perturbaciones energéticas, las variaciones de los precios se habrían reducido a menos de la mitad de las observadas (panel b del gráfico B). La demanda agregada también contribuyó al encarecimiento de los automóviles, aunque en menor medida.

Las disrupciones de oferta y las perturbaciones en los precios de la energía han contribuido de manera fundamental a explicar la significativa disminución de las exportaciones reales y de las cuotas de exportación de la zona del euro en los últimos años.

La caída de la producción de vehículos de motor en la zona del euro también se refleja en sus exportaciones al resto del mundo (gráfico C), que en julio de 2022 se situaron en el 73 % de los niveles de enero de 2018¹⁰. El descenso de las exportaciones ha sido especialmente pronunciado desde mediados de 2021. La cuota de exportaciones reales de la zona ha descendido de forma acusada en 2021 y 2022, debido a que los exportadores se han visto afectados de manera particularmente intensa por los cuellos de botella en la oferta. No obstante, los fabricantes de automóviles de la zona han mantenido su cuota de mercado en términos nominales (panel a del gráfico D), lo que apunta a una subida relativamente pronunciada de los precios por parte de los exportadores, que estaría asociada a una reorientación de la producción hacia modelos más caros (panel b del gráfico D)¹¹. Esto es resultado, sobre todo, de un cambio composicional hacia los coches híbridos y eléctricos, cuyas exportaciones tienen un valor unitario mayor que el de los automóviles con motor de combustión¹².

⁹ Otro factor importante que ejerce presiones sobre los precios en el mercado de automóviles de segunda mano es el aplazamiento de las compras de vehículos nuevos relacionado con la transición hacia vehículos eléctricos más ecológicos. Aunque esto reduce la demanda de automóviles nuevos, el aumento sin precedentes de la demanda total observado tras la reapertura de la economía aún sigue presionando al alza los precios de los coches nuevos.

¹⁰ El pronunciado repunte de las exportaciones reales observado en junio se debe casi en su totalidad al fuerte aumento de las exportaciones de vehículos todoterreno (incluidos vehículos militares) de Eslovaquia a Ucrania (que representaron el 78 % del total de exportaciones de vehículos a países de fuera de la zona del euro) tras la eliminación de los impuestos y aranceles a las importaciones de vehículos a Ucrania.

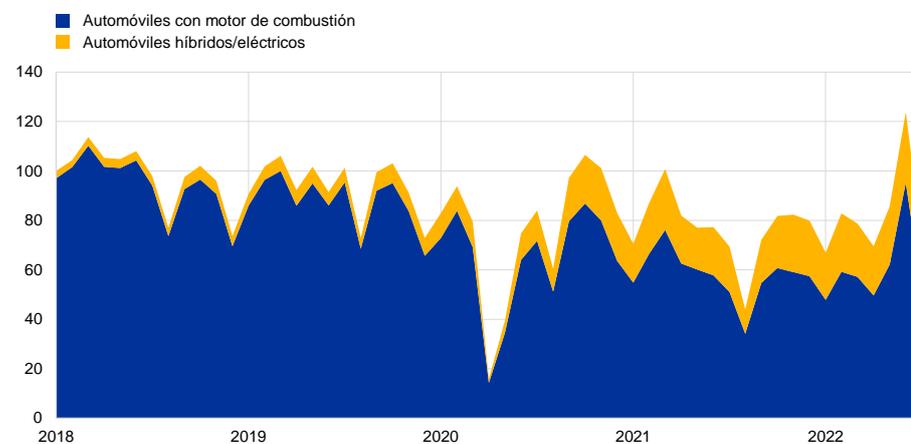
¹¹ La reciente depreciación del euro en términos efectivos y *frente al* dólar estadounidense puede haber contribuido en cierta medida al incremento de los precios de exportación en euros (y, a su vez, al aumento de las cuotas de exportación) —siempre que se haya producido cierta traslación del tipo de cambio— para la parte de los precios de exportación de vehículos que se fijan en la moneda del país de destino o en dólares, pero no para los precios de exportación fijados en euros (véase N. Chen, W. Chung y D. Novy, «Vehicle Currency Pricing and Exchange Rate Pass-Through», *Journal of the European Economic Association*, vol. 20, n.º 1, 2022, pp. 312-351). En 2021, algo menos de la mitad de las exportaciones a países no pertenecientes a la UE se facturaron en euros. Además, en el caso de las cuotas de exportación en términos nominales, el valor del denominador (es decir, el valor de las importaciones de todos los mercados de destino expresado en euros) debería aumentar ante una depreciación del euro, lo que reduciría las cuotas de exportación.

¹² Desde principios de 2021, el valor unitario de los coches híbridos y eléctricos ha sido aproximadamente un 70 % mayor que el de los automóviles con motor de combustión.

Gráfico C

Exportaciones de automóviles a países no pertenecientes a la zona del euro

(volúmenes; índice: enero de 2018 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

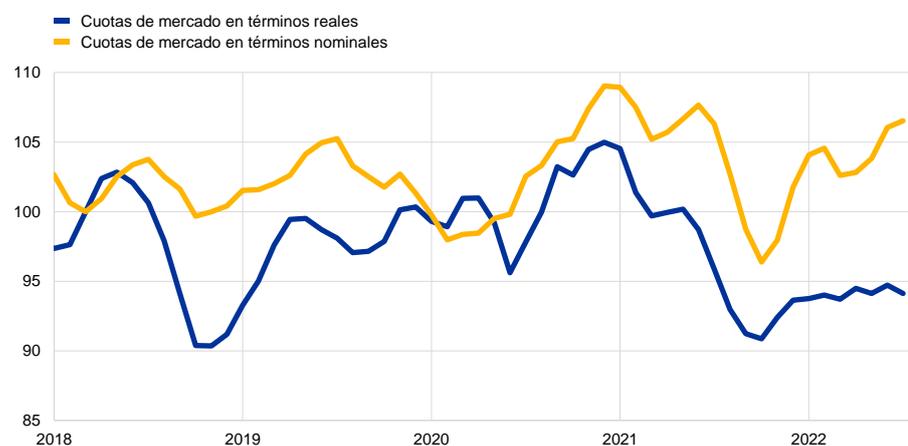
Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022.

Gráfico D

Cuotas de exportación de la zona del euro y valores unitarios de las exportaciones del sector automovilístico

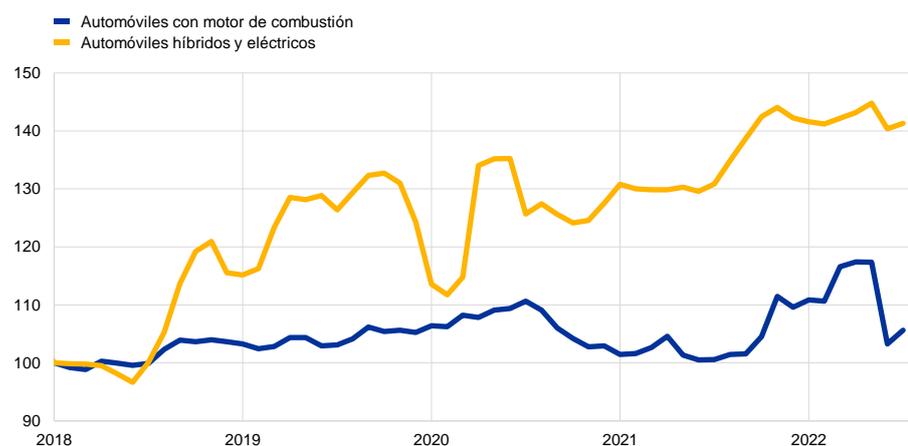
a) Cuotas de exportación del total de automóviles

(índice: I TR 2018 = 100; media móvil de tres meses)



b) Valores unitarios de las exportaciones

(índice: I TR 2018 = 100; media móvil de tres meses)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: Cuotas de exportación de los fabricantes de la zona del euro en el comercio mundial, excluida la zona del euro (aproximada por 83 socios comerciales). Los valores unitarios de las exportaciones se refieren a las exportaciones de automóviles fuera de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022.

Las matriculaciones de automóviles con motor de combustión han disminuido a medida que los vehículos ecológicos han cobrado mayor relevancia. Al igual que ha sucedido con la producción, por el lado de la demanda, las matriculaciones de automóviles para uso privado también han mostrado una tendencia negativa desde mediados de 2018 (gráfico E). Esta caída ha sido particularmente acusada en el caso de los vehículos con motor de combustión, con descenso de las matriculaciones del 58,4 % en el período transcurrido entre principios de 2018 y el segundo trimestre de 2022. Al mismo tiempo, la demanda de vehículos eléctricos ha ido aumentando con rapidez. En el segundo trimestre de este año, el 42,2 % del total de matriculaciones de automóviles para uso privado correspondió a coches híbridos o totalmente eléctricos, en comparación con un 5 % a mediados de 2018. Este incremento ha sido generalizado en todos los países de la zona del euro y

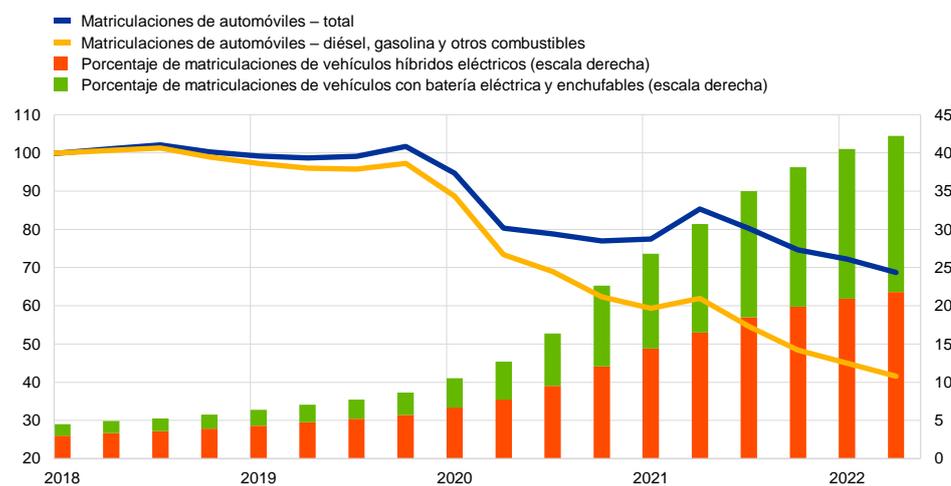
especialmente pronunciado en Finlandia, Países Bajos, Alemania e Italia. Aunque las cuotas de mercado de los coches híbridos y eléctricos se dispararon tras el estallido de la pandemia, ya se había observado un crecimiento notable de esta cuota en el tercer trimestre de 2018, tras la introducción de la legislación sobre emisiones de la UE, así como en el cuarto trimestre de 2019, antes del inicio de la pandemia.

Para los exportadores de la zona del euro, la transición ecológica es fundamental en sus esfuerzos por conservar cuota de mercado. Cuando la producción de vehículos híbridos y eléctricos repuntó, los fabricantes de la zona del euro también incrementaron los volúmenes de exportación a países de fuera de la zona, sobre todo durante el período de recuperación de la pandemia (gráfico C), y subieron más los precios de estos automóviles que los de los vehículos de motor de combustión (panel b del gráfico D)¹³. El fuerte avance de las exportaciones de coches híbridos y eléctricos y el crecimiento de sus cuotas de exportación contribuyeron a amortiguar parte de las pérdidas agregadas de dichas cuotas en la zona del euro. En términos nominales, las cuotas de exportación de automóviles híbridos y eléctricos de la zona del euro han aumentado sustancialmente, desde alrededor del 27 % de las exportaciones a países de fuera de la zona en enero de 2018 hasta el 45 % en julio de 2022. Sin embargo, es posible que, en un futuro próximo, otros competidores mundiales pongan a prueba la ventaja tecnológica relativa de la zona del euro en la producción de coches eléctricos.

Gráfico E

Porcentaje de vehículos híbridos y eléctricos y matriculaciones de automóviles por tipo de combustible

(escala izquierda: porcentajes; índice: I TR 2018 = 100; escala derecha: incrementos anualizados en puntos porcentuales)



Fuentes: Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se basan en una media móvil de cuatro trimestres de datos sin desestacionalizar. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2022.

Cabría esperar un aumento considerable de la producción de vehículos de motor con respecto a los bajos niveles actuales a medida que la transición

¹³ Los vehículos eléctricos e híbridos han contribuido hasta un 50 % a los valores unitarios de las exportaciones desde principios de 2022, pese a representar menos del 30 % de las exportaciones reales de automóviles de la zona del euro.

ecológica avance y los cuellos de botella en la oferta y las perturbaciones energéticas se reduzcan.

El nuevo equilibrio dependerá de las preferencias de los consumidores, de la importancia de otros medios de transporte y de la actual reubicación de la producción de vehículos fuera de la zona del euro, que probablemente refleje presiones para competir en los mercados internacionales. Con todo, la transición al nuevo equilibrio será progresiva, ya que la movilidad ecológica todavía requiere una inversión significativa en infraestructuras en la UE. Dado que la fabricación de vehículos eléctricos requiere menos componentes, menos trabajadores para su montaje y más ingenieros de *software*, la demanda de mano de obra se irá orientando gradualmente hacia una disminución de los trabajadores y hacia competencias diferentes. Desde el tercer trimestre de 2021, el empleo en la industria automovilística ha descendido de forma sustancial, lo que deberá ser objeto de un seguimiento estrecho para determinar si está relacionado con los factores mencionados, en concreto con la sucesiva reducción de la producción de automóviles observada durante los últimos años y el proceso de producción menos intensivo en trabajo, o con factores idiosincrásicos que revertirán con el tiempo.

3 Efectos arrastre y crecimiento intratrimestral del PIB: estimaciones basadas en indicadores mensuales¹

Magnus Forsells y Johannes Gareis

La tasa media de crecimiento anual del PIB real en un año dado refleja en parte la evolución del año anterior. La tasa de crecimiento anual del PIB real en un año específico viene determinada por la dinámica de crecimiento del PIB real no solo en ese año concreto, sino también en el anterior, lo que da lugar a un «efecto arrastre». El efecto arrastre muestra cuánto crecería el PIB anual si todas las tasas de avance trimestral en ese año fueran nulas. La dinámica de crecimiento en el año en cuestión puede calcularse simplemente por la diferencia entre la tasa de variación anual y el efecto arrastre. Este efecto es una métrica útil, puesto que ofrece información temprana sobre el crecimiento en el año actual en su conjunto².

De igual modo, la tasa de crecimiento trimestral del PIB real puede explicarse, en parte, por la evolución del trimestre anterior. Esto es especialmente útil en el entorno actual, en el que la evolución económica registra fluctuaciones acusadas y repentinas asociadas, en gran medida, a la guerra en Ucrania y a las consecuencias de la pandemia de coronavirus (COVID-19). En este recuadro se presentan estimaciones de los efectos arrastre y de las tasas de crecimiento intratrimestral de los últimos trimestres, así como las contribuciones respectivas de los principales sectores de la economía. En concreto, se estima una medida del PIB real mensual entre enero y septiembre de 2022 como una interpolación del PIB real trimestral observado, utilizando indicadores mensuales³. Los indicadores mensuales se usan hasta la última observación disponible y posteriormente se mantienen en el mismo nivel hasta el final del tercer trimestre. Este método permite estimar el efecto arrastre sobre la tasa de crecimiento del tercer trimestre y evaluar la dinámica de crecimiento dentro del mismo a partir de los últimos valores disponibles de los indicadores en ese trimestre. Por último, se adopta un enfoque sectorial para medir

¹ En este recuadro se incluyen datos publicados después de la fecha límite de recepción de los datos del texto principal (26 de octubre de 2022).

² Para una explicación más detallada del efecto arrastre sobre el crecimiento anual a partir de la evolución trimestral, véase, por ejemplo «El efecto arrastre sobre el crecimiento medio anual del PIB real», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2010.

³ El método de interpolación utilizado es una variante del método descrito en G.C. Chow y A. Lin, «Best Linear Unbiased Interpolation, Distribution, and Extrapolation of Time Series by Related Series», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 53, n.º 4, noviembre de 1971, pp. 372-375. En concreto, el modelo trata el PIB mensual como un componente no observado en un modelo de espacio de los estados y utiliza la ecuación de observaciones para asegurar que el PIB trimestral sea la suma de cada PIB mensual dentro de un trimestre dado. La ecuación de regresión que correlaciona el PIB mensual con los indicadores mensuales usados como variables se expresa en logaritmos, y se supone que el residuo de la regresión sigue un paseo aleatorio. Para un modelo relacionado para la zona del euro, véase «The monthly development of aggregate output in the euro area», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, mayo de 2020.

el PIB mensual utilizando la producción industrial, la producción de la construcción y un indicador de la producción de los servicios⁴.

En el tercer trimestre de 2022, los datos mensuales apuntan a que el efecto arrastre sobre el crecimiento procedente del trimestre anterior sería menor, pero positivo, al tiempo que es probable que la dinámica dentro del trimestre haya pasado a ser negativa. Las barras del gráfico A muestran el perfil del PIB real mensual estimado entre enero y septiembre de 2022. Las líneas horizontales amarillas representan los niveles de PIB trimestral observados en los tres trimestres que figuran en el gráfico. Por tanto, la diferencia entre la segunda y la primera línea del gráfico corresponde a la tasa de crecimiento trimestral observada del PIB real en el segundo trimestre de 2022 (0,8 %). La diferencia entre el nivel estimado del PIB real en marzo de 2022 (el último mes del primer trimestre) y la media del primer trimestre es el efecto arrastre estimado sobre el crecimiento del segundo trimestre (0,4 %). Es el crecimiento que se habría registrado en el segundo trimestre si el nivel del PIB se hubiera mantenido inalterado desde marzo a lo largo del segundo trimestre. Esto implica que la diferencia entre la media del segundo trimestre y el nivel de marzo es equivalente a la dinámica de crecimiento estimada dentro del segundo trimestre (0,4 %). Para el tercer trimestre de 2022, en el que el PIB creció un 0,2 % según la estimación preliminar de avance, se puede aplicar la misma descomposición del crecimiento. Si bien el efecto arrastre sobre el crecimiento del tercer trimestre sigue siendo positivo (0,3 %), la dinámica de crecimiento intratrimestral en ese trimestre pasó a ser negativa y se estima en el -0,1 %⁵.

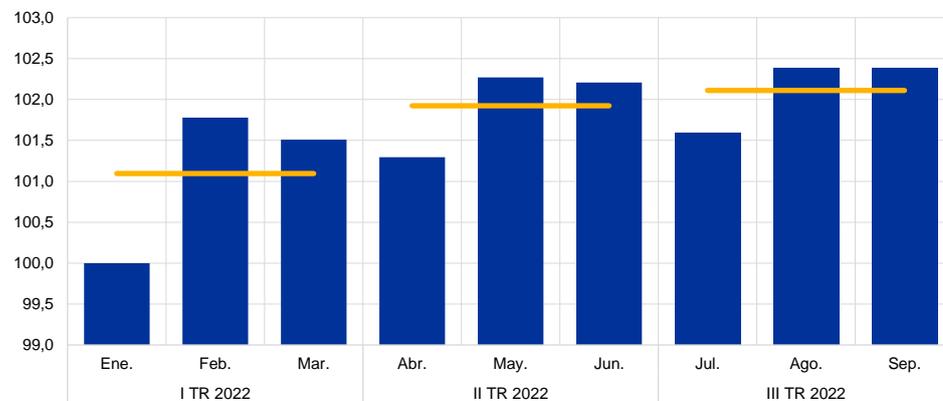
⁴ El indicador de la producción de los servicios se refiere a la producción de los servicios de la economía de mercado. Este indicador, que incluye las actividades de servicios más afectadas por la pandemia, como los servicios de hostelería, pero excluye los servicios comerciales y financieros, así como los de seguros, solo está disponible a partir de enero de 2015. A efectos de este análisis, se realiza su estimación retrospectiva hasta 2006 utilizando los datos históricos disponibles sobre la producción de los servicios.

⁵ Cabe señalar que las variables de entrada mensuales son inherentemente volátiles y susceptibles de revisión, lo que significa que los resultados presentados en este recuadro podrían cambiar en publicaciones de datos posteriores.

Gráfico A

PIB real de la zona del euro: niveles trimestrales y estimaciones mensuales

(índice: enero de 2022 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

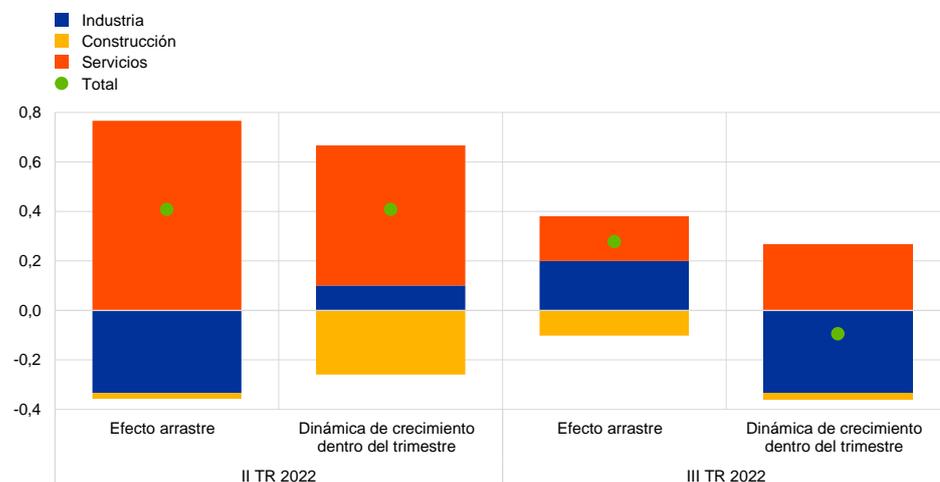
Notas: El gráfico muestra el perfil del PIB real mensual estimado entre enero y septiembre de 2022 sobre la base de una interpolación del PIB trimestral observado utilizando la producción industrial, de la construcción y de los servicios como variables explicativas. Los indicadores mensuales se usan hasta sus últimas observaciones disponibles en el tercer trimestre y se mantienen en el mismo nivel posteriormente hasta septiembre. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2022 para el PIB trimestral, a agosto de 2022 para la producción industrial y de la construcción, y a junio de 2022 para la producción de los servicios (las estimaciones para julio y agosto se basan en los datos nacionales disponibles).

Un desglose del crecimiento por sectores sugiere que la desaceleración del tercer trimestre es reflejo de un menor efecto arrastre y de un crecimiento intratrimestral heterogéneo en los servicios y la industria. El método descrito anteriormente permite realizar un análisis por sectores de la dinámica de crecimiento en los últimos trimestres. Aunque la industria resultó más afectada por el impacto de la guerra y la escasez de insumos, el sector servicios se vio impulsado por la reapertura tras la pandemia de los servicios que requieren una mayor interacción social. De hecho, los resultados muestran que tanto el efecto arrastre sobre el avance del segundo trimestre como la dinámica de crecimiento dentro de ese trimestre estuvieron determinados, en gran medida, por el sector servicios (gráfico B). Sin embargo, en el tercer trimestre, el vigor de los servicios se debilita, como se refleja no solo en la menor contribución de este sector al efecto arrastre sobre el avance del tercer trimestre, sino también en su menor aportación al crecimiento intratrimestral. Además, es probable que la actividad industrial lastre el avance dentro del tercer trimestre, como consecuencia del deterioro de la producción industrial, en promedio, en los dos primeros meses de dicho trimestre.

Gráfico B

Contribución sectorial estimada a los efectos arrastre y a la dinámica de crecimiento intratrimestral en el segundo y tercer trimestre de 2022

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la contribución sectorial que se obtiene del modelo al efecto arrastre y a la dinámica de crecimiento dentro del trimestre. Véanse las notas del gráfico A para obtener detalles sobre las estimaciones del PIB mensual.

Para concluir, los indicadores mensuales sugieren que la dinámica de la producción industrial continuó siendo débil en el tercer trimestre, mientras que el crecimiento del sector servicios disminuyó. Las estimaciones apuntan a que el producto se estancó hacia el final del segundo trimestre de 2022 y cayó a principios del tercer trimestre. El deterioro de la dinámica a corto plazo fue generalizado en todos los sectores, y tanto la industria como los servicios contribuyeron a la menor dinámica de crecimiento dentro del tercer trimestre. Esta evolución es acorde con la mayoría de las previsiones, incluidas las [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2022](#), que, en efecto, anticipan una ralentización de la actividad económica en el segundo semestre del año.

El impacto del reciente aumento de la inflación en los hogares con rentas bajas

Evangelos Charalampakis, Bruno Fagandini, Lukas Henkel y Chiara Osbat

Los efectos del reciente avance de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro son muy distintos para los hogares con rentas bajas y aquellos con rentas altas. En este recuadro se analiza cómo los elevados niveles de inflación observados recientemente afectan de manera distinta a los hogares con rentas bajas y con rentas altas en dos áreas principales: su tasa de inflación efectiva, como consecuencia de los distintos patrones de gasto, y su capacidad para amortiguar el encarecimiento del coste de la vida mediante el ahorro o el endeudamiento. La diferencia entre las tasas de inflación efectivas de los hogares que se sitúan en los quintiles de renta inferior y superior, calculadas con los datos de los patrones de consumo de los hogares, es la más amplia registrada desde 2006. Además, los hogares con rentas bajas consumen una proporción mayor de sus ingresos, ahorran menos y sufren más restricciones de liquidez que los de rentas altas, por lo que su margen para amortiguar aumentos acusados en su coste de vida a través del ahorro es menor.

Las cestas de consumo varían según los grupos de renta, y los hogares con rentas bajas gastan proporcionalmente más en bienes de primera necesidad. Los hogares con rentas bajas de la zona del euro destinan una proporción mayor de su gasto total en consumo a alimentos, electricidad, gas y calefacción, y una proporción menor a transporte¹, ocio, restaurantes y artículos del hogar que aquellos con rentas altas (gráfico A). Las cestas de consumo según el nivel de ingresos declaradas en la encuesta de presupuestos familiares (HBS, por sus siglas en inglés) de Eurostat permiten calcular las tasas de inflación efectivas por quintil de renta. Dado que el IAPC no recoge los «costes de la vivienda en propiedad», en este recuadro se han excluido del cálculo de las tasas de inflación efectivas por quintil tanto esos costes como los alquileres, con el fin de evitar distorsiones debidas a efectos de composición en la medición del coste de la vivienda por categorías de renta².

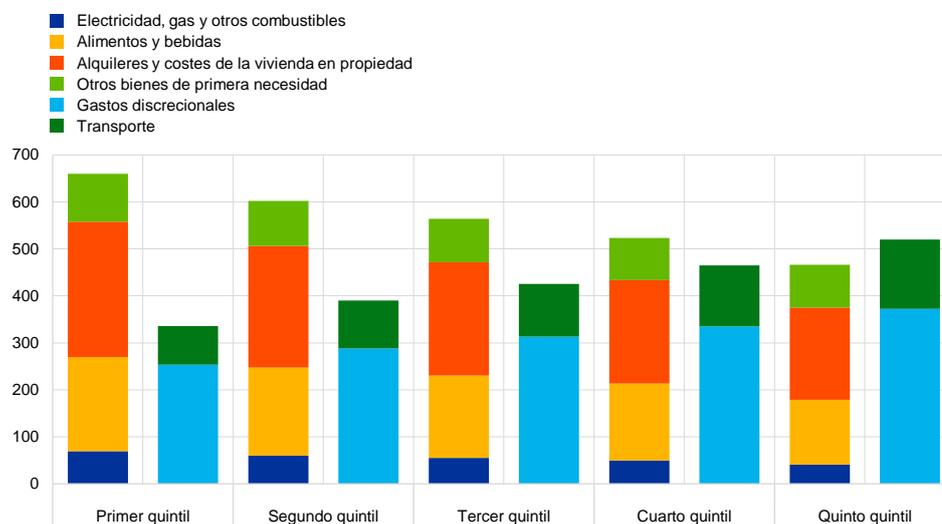
¹ En el gráfico A, «Transporte» incluye el gasto en vehículos de motor, carburantes para transporte (gasolina y diésel) y servicios de transporte (como vuelos nacionales e internacionales y viajes en tren). Por tanto, contiene algunos gastos esenciales —como el desplazamiento al y desde el lugar de trabajo— y otros discrecionales —como los vuelos por motivos de turismo—.

² Al calcular las tasas de inflación por quintil de renta, las ponderaciones brutas que figuran en la HBS no se utilizan directamente, sino que se ajustan en consonancia con la metodología para el IAPC. Dado que el IAPC no incluye la vivienda en propiedad, la partida «Alquileres y costes de la vivienda en propiedad» de la HBS queda excluida del cálculo. Además, las ponderaciones se ajustan de la siguiente manera: para la ponderación por quintil de una partida a nivel de dos dígitos de la clasificación del consumo individual por finalidad (COICOP), la diferencia entre la ponderación de esa partida utilizada para el cálculo del IAPC y la ponderación agregada de la partida según la HBS se suma en términos anuales. Asimismo, la partida «Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles» no se introduce como una serie a nivel de dos dígitos de la COICOP, sino que se utiliza la serie de tres dígitos (excluyendo alquileres y costes de la vivienda en propiedad). Para más información sobre la exclusión de los costes de la vivienda en propiedad del IAPC, véase Work stream on inflation measurement, «[Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 265, BCE, Fráncfort del Meno, septiembre de 2021.

Gráfico A

Cestas de consumo de la zona del euro en 2015, por quintil de renta

(peso en el gasto total, escalado a 1.000)



Fuentes: Encuesta de presupuestos familiares de Eurostat, ISTAT y cálculos del BCE.

Notas: «Otros bienes de primera necesidad» incluye gastos en sanidad, comunicaciones, educación, suministro de agua y otros servicios relacionados con la vivienda. «Gastos discrecionales» incluye vestido y calzado, muebles, artículos del hogar y artículos para el mantenimiento corriente, ocio y cultura, restaurantes y hoteles, otros bienes y servicios, y mantenimiento y reparación de la vivienda. Las barras están ordenadas por quintil de renta, situándose a la izquierda el quintil inferior.

La diferencia en la tasa de inflación efectiva entre los quintiles de renta inferior y superior es actualmente la más amplia registrada desde 2006.

Entre 2011 y noviembre de 2021, la brecha fue reducida en general, fluctuando entre $-0,25$ y $0,25$ puntos porcentuales, lo que también se debió al entorno de baja inflación. Sin embargo, entre septiembre de 2021 y septiembre de 2022 aumentó significativamente, desde $0,1$ hasta $1,9$ puntos porcentuales (gráfico B)³. La brecha de inflación entre los hogares más pobres y los más ricos obedece, sobre todo, a los precios de la energía y de los alimentos. La descomposición de esta brecha muestra que los precios de la «electricidad, gas y otros combustibles» y, cada vez más, los de los alimentos son los principales determinantes de la mayor inflación a la que se enfrentan los hogares con rentas bajas. No obstante, el incremento de los precios de la energía incorporado en el alza de los precios del transporte (que incluye gasolina y diésel, pero también vuelos por turismo) reduce esta brecha (gráfico C). Además, los hogares más ricos tienden a consumir variedades más caras de artículos que se encuentran dentro de la misma categoría de productos (por ejemplo, adquieren artículos de marca en vez de productos de marca blanca, que son más baratos). Estos hábitos de compra diferentes también ponen de relieve que los hogares con rentas altas disponen de otra vía para reducir su gasto (sustituir los productos caros por alternativas menos costosas), mientras que los hogares con rentas bajas ya suelen comprar variedades más baratas y, por tanto, tienen menos

³ Como ya se ha mencionado, las ponderaciones del gasto indicadas en la HBS incluyen gastos de la vivienda en propiedad (además de alquileres), que difieren significativamente entre grupos de renta. Dado que el IAPC no incluye los costes de la vivienda en propiedad, el método que se utiliza en este recuadro para calcular las tasas de inflación por grupo de renta excluye «Alquileres y costes de la vivienda en propiedad» de las cestas de consumo por quintil. Si se utilizaran las ponderaciones «brutas» que figuran en la HBS y no se tuvieran en cuenta los cambios en las ponderaciones del IAPC a lo largo del tiempo, esta brecha se elevaría a $2,3$ puntos porcentuales ($1,8$ puntos porcentuales incluyendo los costes de la vivienda) en septiembre de 2022.

capacidad para amortiguar el impacto de la inflación a través de la sustitución. Ahora bien, los cálculos del gráfico B no tienen en cuenta estas sustituciones.

Gráfico B

Diferencia de inflación entre los hogares situados en los quintiles de renta inferior y superior en la zona del euro

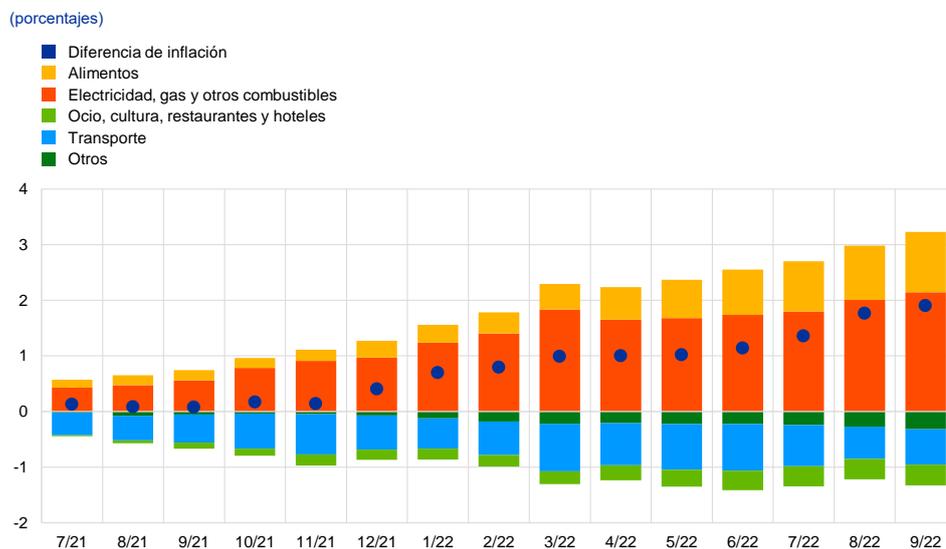


Fuentes: Encuesta de presupuestos familiares de Eurostat, ISTAT y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico B muestra la diferencia entre las tasas de inflación efectivas de los hogares con rentas bajas (primer quintil) y los hogares con rentas altas (quinto quintil). Las tasas de inflación por quintil se calculan en función de las cestas de consumo de cada quintil (gráfico A) excluyendo el gasto en «alquileres y costes de la vivienda en propiedad». Las ponderaciones basadas en la HBS se actualizan cada año en línea con las actualizaciones de las ponderaciones oficiales del IAPC.

Gráfico C

Descomposición de la diferencia de inflación entre los hogares situados en los quintiles de rentas inferior y superior



Fuentes: Encuesta de presupuestos familiares de Eurostat, ISTAT y cálculos del BCE.

Notas: La contribución de cada componente individual se calcula como la tasa de inflación a nivel del componente multiplicada por la diferencia de ponderación de ese componente en las cestas de consumo de cada quintil. Las tasas de inflación por quintil se calculan excluyendo el gasto en «alquileres y costes de la vivienda en propiedad». Las ponderaciones basadas en la HBS se actualizan cada año en línea con las actualizaciones de las ponderaciones oficiales del IAPC.

Los hogares con rentas bajas también tienen menos margen para amortiguar aumentos acusados en su coste de vida a través del ahorro. Estos hogares suelen consumir una proporción mayor de sus ingresos, ahorran menos y sufren

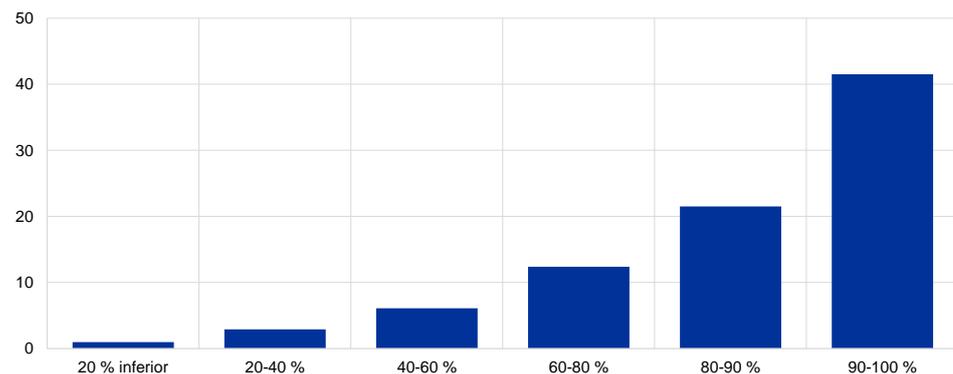
restricciones de liquidez con mayor frecuencia que los hogares con rentas altas. Los datos de la encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares (Household Finance and Consumption Survey, HFCS) de 2017 muestran que los hogares que se encuentran en la parte inferior de la distribución de la renta tienen el valor mediano más bajo de activos financieros líquidos, mientras que el más alto corresponde a los hogares que se sitúan en los percentiles de renta superiores (panel a del gráfico D). Esto significa que los hogares con rentas bajas poseen una capacidad menor para absorber aumentos pronunciados del coste de la vida causados por la inflación. Además, la tasa de ahorro mediana en porcentaje de la renta disponible de los hogares se incrementa en los quintiles de rentas más altas. Los hogares con rentas bajas desahorran, con una tasa de ahorro mediana del $-6,4\%$ en el quintil de renta inferior, mientras que los situados en el quintil de renta superior ahorran el $39,3\%$ (panel b del gráfico D).

Gráfico D

Activos financieros líquidos y tasas de ahorro de los hogares en la zona del euro

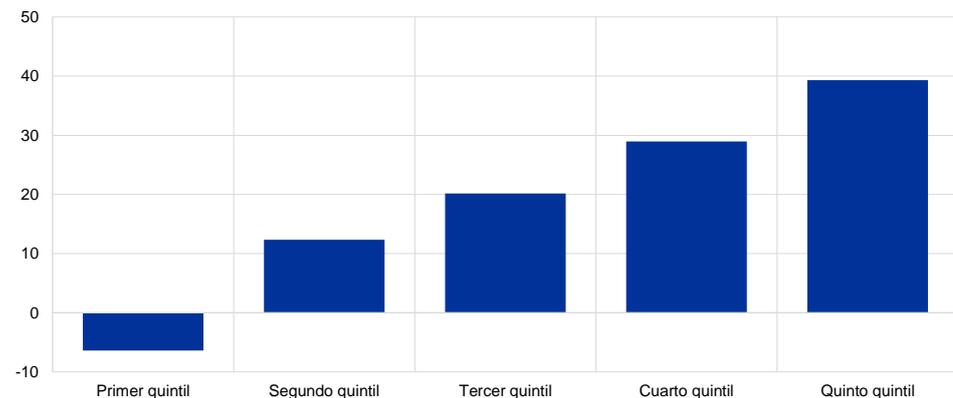
a) Activos financieros líquidos

(eje de abscisas: percentiles de renta; eje de ordenadas: valor mediano de los activos financieros líquidos en miles de euros)



b) Tasas de ahorro

(eje de abscisas: quintiles de renta; eje de ordenadas: tasa de ahorro en porcentaje de la renta disponible)



Fuentes: Encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares (HFCS, 2017) y datos experimentales de Eurostat de 2015.

Notas: Los activos financieros líquidos incluyen depósitos, fondos de inversión, bonos, valor de negocios privados (excluidos por cuenta propia), acciones cotizadas y cuentas gestionadas. Las medianas son condicionales y se calculan entre los hogares de la zona del euro que poseen cualquier tipo de activo financiero líquido (panel a). Las tasas de ahorro medianas se calculan en porcentaje de la renta disponible (panel b).

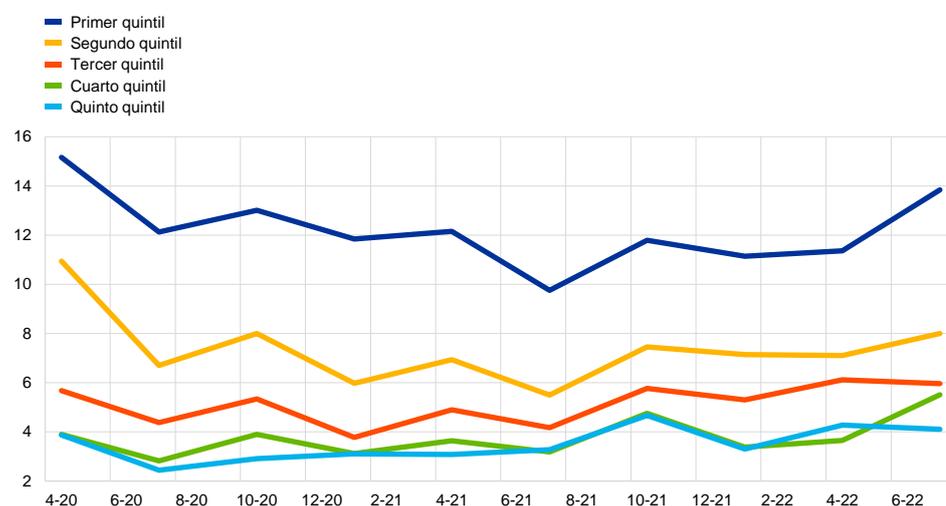
La mayor incidencia de las restricciones de liquidez en los hogares más pobres se refleja en el aumento de los hogares que prevén pagar con retraso

sus facturas de suministros básicos. La evidencia basada en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) indica que, para el mismo incremento del gasto en energía, el ahorro de los hogares situados en el quintil de renta inferior se reduce entre cinco y seis veces más que el de los hogares en el quintil de renta superior⁴. A este respecto, un dato importante del CES es que la proporción de consumidores que prevén pagar con retraso sus facturas de suministros básicos ha aumentado más en los hogares de rentas bajas que en los de rentas altas desde abril de 2020 (gráfico E). Este dato podría significar que la estabilidad financiera de los hogares con rentas bajas se ve incluso más amenazada, dadas las presiones inflacionistas sobre los precios de la energía y los alimentos.

Gráfico E

Proporción de consumidores que prevén pagar con retraso sus facturas de suministros básicos

(porcentaje de encuestados)



Fuentes: Encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico E muestra la proporción de participantes en la CES que prevén pagar con retraso sus facturas de suministros básicos en los tres meses inmediatamente siguientes a la fecha de la encuesta correspondiente (entre abril de 2020 y julio de 2022) en los cinco quintiles de renta.

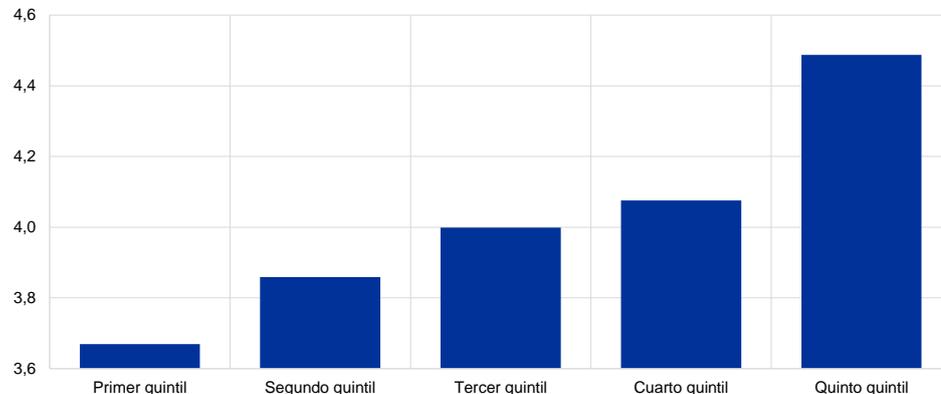
Los hogares con rentas bajas percibían que las recientes medidas públicas destinadas a suavizar el impacto del encarecimiento de la energía eran menos adecuadas de lo que consideraban los hogares con rentas altas. En la CES se preguntó a los encuestados hasta qué punto percibían que estas medidas eran suficientes para mantener su gasto esencial habitual en bienes y servicios. La puntuación media de la idoneidad de las medidas públicas era más baja en el quintil de renta inferior y más alta en el superior (gráfico F), lo que sugiere que hay margen para dirigir las medidas públicas con mayor eficacia a los hogares con rentas bajas.

⁴ Véase el artículo titulado «Energy prices and private consumption: what are the channels?», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

Gráfico F

Percepción de la idoneidad de las medidas públicas para hacer frente al encarecimiento de la energía

(percepción de la idoneidad de las medidas en una escala de 0 a 10)



Fuentes: Encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico F muestra la puntuación media de la idoneidad de las medidas públicas en los cinco quintiles de renta. La pregunta se formuló de la siguiente manera: «Muchos Gobiernos están tomando medidas actualmente para reducir la carga que supone el encarecimiento de la energía para los hogares. ¿Hasta qué punto considera que las medidas adoptadas en su país serán suficientes para mantener el gasto habitual de los hogares en bienes y servicios?». La pregunta se realizó en octubre de 2022. Escala: 0 = totalmente insuficiente, 10 = totalmente suficiente.

La inflación de los precios de la energía y los alimentos tiene importantes efectos distributivos en los hogares con rentas bajas y altas.

Los hogares con rentas bajas son más vulnerables a estas variaciones de precios, dado que destinan una proporción mayor de su gasto total en consumo a bienes de primera necesidad —como alimentos, electricidad, gas y calefacción—, tienden a ahorrar menos y sufren más restricciones de liquidez. Los Gobiernos de la zona del euro han adoptado medidas para amortiguar el impacto de la reciente inflación sobre los hogares, pero, por el momento, todos los grupos de renta (especialmente los hogares con rentas bajas) perciben que estas medidas son insuficientes. Este resultado indica que hay margen de mejora en la forma de dirigir las medidas de apoyo a los hogares con rentas bajas.

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

Gabe de Bondt, Evangelos Charalampakis, Friderike Kuik y Richard Morris

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos entre el BCE y representantes de 69 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar, principalmente, entre el 26 de septiembre y el 6 de octubre de 2022¹.

En términos agregados, los contactos señalaron una acusada ralentización de la actividad, en general acorde con un estancamiento, en el tercer trimestre.

Las menciones a una caída de las ventas y/o de la producción se concentraron sobre todo en el sector de bienes intermedios (en particular, en las ramas intensivas en energía) y en segmentos del sector de bienes de consumo (incluido, principalmente, equipamiento para el hogar). Esto se debió al aumento de los costes de producción y a la disminución aparente o prevista de la demanda de consumo final, dado que el gasto se desplazó de los bienes a los servicios, la elevada inflación mermó el poder adquisitivo y algunas empresas pasaron de reponer existencias a reducirlas. Pese a ello, muchos contactos del sector manufacturero (especialmente los productores de bienes de inversión, incluidos los vehículos de motor) indicaron que los volúmenes de producción se mantenían estables o estaban aumentando en un contexto de persistencia de abultadas carteras de pedidos pendientes y de disminución solo gradual de las restricciones de oferta. Los productores de energía señalaron una reducción sustancial del consumo industrial de gas y una mayor demanda de fuentes alternativas. La construcción residencial y el sector inmobiliario comercial también se estaban debilitando, como reflejo de los elevados costes de construcción y del alza de los tipos de interés, mientras que la inversión en infraestructuras mostraba mayor capacidad de resistencia. La mayoría de los contactos del sector servicios describieron un crecimiento continuado de la actividad, impulsado en parte por la economía digital y por la fuerte recuperación del turismo durante el verano, que podría haber sido incluso más intensa de no haberse visto frenada por la escasez de mano de obra. Los establecimientos minoristas y sus proveedores constataron de forma generalizada que los consumidores ahorraban adquiriendo productos de marcas inferiores o de menor coste, tanto en las compras de alimentos como en las del resto de bienes. Con todo, parece que esta práctica se centraba en las gamas de productos de valor bajo a medio, mientras que la demanda de productos de gama alta no pareció verse afectada.

De cara al futuro, los contactos preveían un deterioro adicional de la actividad, lo que se traduciría en una contracción en el cuarto trimestre. En los sectores en los que la actividad ya había registrado una contracción se esperaba, en general, que esta tendencia continuara en los próximos meses. En aquellos en los que las

¹ Para 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.

restricciones de oferta habían dado lugar a abultadas carteras de pedidos pendientes, se preveía que la producción se mantuviera en los niveles actuales o aumentara al menos hasta principios del año próximo, tras lo cual las perspectivas estaban sujetas a incertidumbre. Se esperaba que el turismo y los viajes siguieran recuperándose durante el invierno y el próximo verano, aunque a un ritmo menor que en los últimos trimestres. En otras ramas, pese a que muchos contactos afirmaron que la situación de las ventas y los pedidos de sus empresas era más favorable de lo esperado teniendo en cuenta el entorno geopolítico y económico mundial, existía preocupación sobre cómo afrontarían los proveedores y los clientes de menor tamaño el incremento de los costes, en particular de la energía. También preocupaba una contracción del gasto en consumo ante el encarecimiento del coste de la vida. Esto, por tanto, se estaba traduciendo en una «mayor vigilancia». Además, la posibilidad de que se produjera escasez o un racionamiento de energía durante el invierno representaba un riesgo de cola sustancial que, en general, no se había incorporado en el escenario base de los planes de negocio. La inmensa mayoría de los contactos indicaron que sus planes de negocio para el año próximo eran más bien prudentes, debido al entorno geopolítico y económico mundial extremadamente difícil y a las alusiones generalizadas a una recesión inminente. Así pues, en conjunto, se consideraba que las perspectivas para 2023 eran sombrías y muy inciertas.

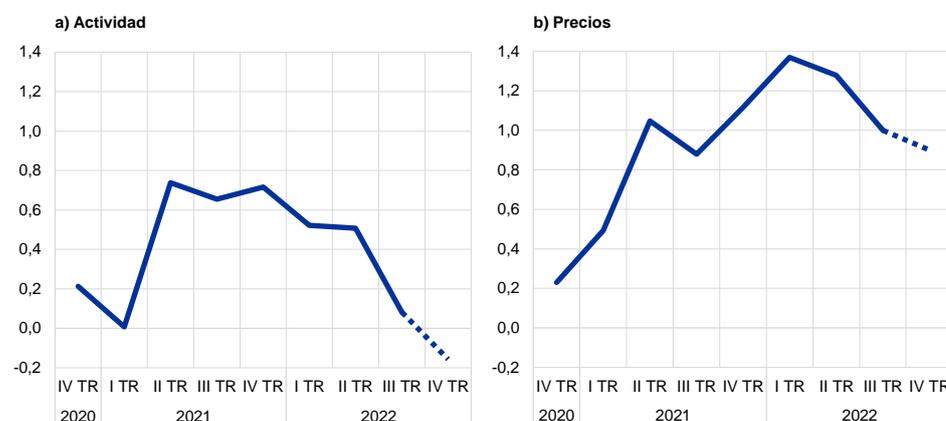
Los contactos señalaron que el crecimiento del empleo se había ralentizado ligeramente en un contexto de continuas tensiones en el mercado de trabajo.

Pese a la ralentización y las expectativas de deterioro de la actividad económica, la mayoría de los contactos preveían un impacto bastante débil en el empleo. Aunque algunas empresas habían empezado a mostrarse más vacilantes a la hora de contratar y unas pocas habían empezado a despedir trabajadores, la mayoría manifestó que no era probable que redujeran plantilla, ya que la experiencia reciente había demostrado la dificultad de encontrar, formar y retener a los empleados necesarios. A pesar de que la escasez de mano de obra y de personal cualificado había disminuido en algunas áreas, seguía siendo un reto para muchas empresas. Por su parte, las agencias de empleo apuntaron a un fuerte aumento sostenido de los contratos indefinidos, mientras que el crecimiento de la demanda de trabajadores temporales se había desacelerado en cierta medida.

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 que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos) y de los precios. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. La línea discontinua representa las expectativas para el trimestre siguiente.

La mayoría de los contactos indicó que la evolución de los precios seguía siendo vigorosa, pero que la tasa media de crecimiento se estaba moderando ligeramente porque los precios se habían estabilizado o habían disminuido en algunos sectores. Cabe destacar que los contactos de algunas ramas del sector de bienes intermedios habían observado un descenso de los precios desde máximos muy elevados en ciertos segmentos de productos. Los precios de algunas materias primas se habían estabilizado o habían estado cayendo en los últimos meses, si bien el efecto de estas dinámicas en los costes de los insumos a menudo fue reducido o se vio compensado con creces por la debilidad del tipo de cambio del euro y por el hecho de que muchos proveedores aún estaban trasladando anteriores subidas de costes (incluidos los de la energía). Los precios del transporte y la logística siguieron aumentando en general y, aunque las tarifas *spot* de flete habían descendido en algunas de las rutas principales, esto apenas se reflejó en los costes del transporte, ya que en su mayoría venían determinados por contratos a largo plazo. A su vez, el grado de traslación (directa o indirecta) del extraordinariamente pronunciado incremento de los precios del gas y la electricidad a los costes y los precios de venta de las empresas varió de forma considerable. Mientras que muchos contactos afirmaron que gran parte de la traslación del aumento de los costes ya se había producido en un entorno de fijación de precios más favorable de lo habitual, un porcentaje sustancial de estos señaló que el impacto en la base de costes de su empresa se dejaría sentir, sobre todo, o exclusivamente, en 2023 y posteriormente, conforme vencieran los contratos de cobertura y suministro de energía a largo plazo. Por lo tanto, en conjunto, la mayoría de los contactos aún percibía fuertes presiones de costes y seguía ajustando sus precios con más frecuencia o en mayor medida de lo habitual, mientras que se preveía solo una tímida desaceleración del ritmo de variación secuencial en el próximo o los dos próximos trimestres.

Las presiones salariales continuaron aumentando y se fueron convirtiendo cada vez más en un motivo adicional de preocupación acerca de los costes para muchas empresas. La mayor parte de los contactos todavía describía el crecimiento de los salarios en 2022 como contenido o modesto. En muchas empresas, los salarios aún estaban determinados en gran medida por los convenios colectivos suscritos en 2021 o con anterioridad. Varios contactos señalaron que se estaba abonando a los empleados pagos de carácter temporal para ayudarles a afrontar el encarecimiento del coste de la vida (especialmente en los casos en los que las negociaciones salariales aún no habían tenido lugar). No obstante, conforme fue transcurriendo el tiempo, se fue acentuando la tendencia a esperar que los convenios colectivos consolidaran aumentos permanentes. Entre los contactos que proporcionaron indicaciones cuantitativas sobre sus expectativas de crecimiento salarial, una gran mayoría consideraba probable que se produjeran incrementos del 4 % o más elevados (y en muchos casos sustancialmente superiores) en 2023. Aunque algunos creían que era adecuado ofrecer a sus empleados salarios más altos para compensarles por el encarecimiento del coste de la vida, a muchos les preocupaba el impacto del incremento de los costes laborales en la rentabilidad.

6 Análisis detallado de las expectativas de inflación de los consumidores – evidencia de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores

Lucyna Gornicka, Justus Meyer y Aidan Meyler

El fuerte incremento de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro durante los últimos 18 meses ha hecho que el seguimiento y la comprensión del comportamiento de las expectativas de inflación de los consumidores hayan adquirido una creciente importancia. En este recuadro se analiza la evolución de las expectativas de inflación de los consumidores¹ utilizando datos de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), que comenzó a realizarse en 2020². Se examinan los cambios en toda la distribución de las expectativas de alza de precios, prestando especial atención tanto a las expectativas medias como a las medianas, ya que estas dos medidas pueden diferir como consecuencia de asimetrías en las respuestas de los encuestados. Se presentan las conclusiones sobre las expectativas de inflación de los consumidores a uno y a tres años vista. Las primeras miden las expectativas a más corto plazo y suelen ser más sensibles a la evolución de la inflación actual que las expectativas a horizontes más largos. Las expectativas a tres años vista miden las expectativas de crecimiento de los precios a más medio plazo y, por consiguiente, reflejan mejor los riesgos potenciales de desanclaje de las expectativas con respecto al objetivo de inflación del banco central.

Después de que la inflación medida por el IAPC se situara por encima del 2 % en julio de 2021, las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores también empezaron a desplazarse al alza. Entre abril de 2020 —cuando comenzó a realizarse la CES— y julio de 2021, la tasa de variación de los precios fue relativamente baja y las percepciones y las expectativas de inflación de

¹ Las medidas de las expectativas de inflación varían en función de diversas dimensiones, como el agente al que se refieren (hogares/consumidores, empresas, expertos en previsión macroeconómica y mercados financieros); el tipo de medida (indicador de opinión o precios en los mercados financieros); y su horizonte (corto, medio o largo plazo). Las expectativas de inflación de los expertos en previsión y las de los mercados financieros representan las expectativas de los expertos en macroeconomía. Es probable que las expectativas de los hogares sean más heterogéneas, dependiendo de su conocimiento de la evolución macroeconómica. En este contexto, no conviene atribuir una relevancia excesiva a fluctuaciones relativamente pequeñas, pero los desplazamientos más claros sí ofrecen información importante.

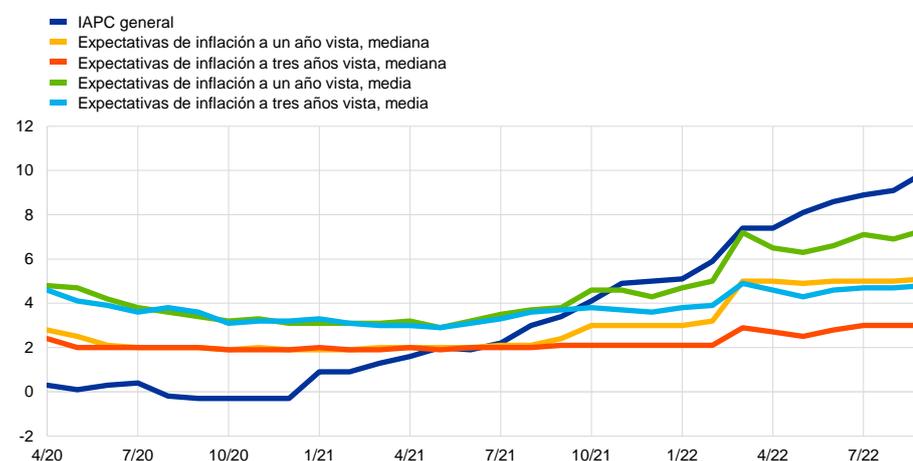
² La encuesta CES comenzó a realizarse en abril de 2020 y actualmente recaba con periodicidad mensual respuestas de más de 10.000 encuestados de las seis economías de mayor tamaño de la zona del euro (Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia y Países Bajos). Está administrada por el BCE y recopila, a través de internet, datos plenamente armonizados sobre las expectativas de los consumidores de una muestra representativa de la población que sirve de base. En la [página web](#) de la encuesta CES del BCE puede consultarse más información metodológica, una guía del usuario y los datos más recientes. También se ofrece información más detallada en «[ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 287, BCE, Fráncfort del Meno, diciembre de 2021, y en D. Georgarakos y G. Kenny (2022), «[Household spending and fiscal support during the COVID-19 pandemic: Insights from a new consumer survey](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 129, 2022, pp. 1-14.

los consumidores se mantuvieron bastante estables en torno al 2 % (gráfico A)³. Cuando la inflación medida por el IAPC se incrementó por encima del 2 % en el verano de 2021, las expectativas de inflación a más corto plazo también experimentaron un ascenso gradual⁴. Las expectativas a más medio plazo permanecieron prácticamente sin cambios hasta marzo de 2022, cuando su mediana a tres años vista se elevó hasta el 3 % tras la invasión rusa de Ucrania. Sin embargo, desde entonces se han mantenido relativamente estables, a pesar de las sustanciales subidas que ha seguido registrando la inflación general. Las expectativas medias de inflación, que son más sensibles a los valores atípicos, han fluctuado algo más.

Gráfico A

Media y mediana de las expectativas de inflación de los consumidores e inflación medida por el IAPC

(porcentajes; tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y Eurostat.

Notas: Estimaciones ponderadas. La mediana se calcula a partir de una interpolación lineal simétrica que tiene en cuenta el redondeo de las respuestas. Los valores medios se winsonrizan en los percentiles 2 y 98 de cada encuesta y cada país.

Las distribuciones de las expectativas de inflación de los consumidores se han desplazado hacia la derecha, pero la masa de la distribución en las colas no ha aumentado sustancialmente. En el gráfico B se presentan los histogramas de las expectativas de inflación a más corto plazo y a más medio plazo de los consumidores, en promedio para el período comprendido entre abril de 2020 y

³ Las expectativas de inflación de abril de 2020 fueron ligeramente elevadas, debido al aumento de la incertidumbre causado por la pandemia y los primeros confinamientos. Es un hecho estilizado conocido que las expectativas de inflación de los consumidores suelen ser más altas que las de los expertos en previsión macroeconómica. Esto obedece, en parte, a la tendencia de algunos consumidores a formular sus expectativas de inflación en números redondos (con frecuencia, múltiplos de cinco), especialmente cuando sienten más incertidumbre. Para un análisis más detallado, véase el artículo titulado «[Making sense of consumers' inflation perceptions and expectations – the role of \(un\)certainty](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2021.

⁴ En este recuadro no se examinan las diferencias entre países ni entre grupos sociodemográficos. Puede consultarse más información en la página web específica de la encuesta CES. En conjunto, aunque hay algunas diferencias concretas, el perfil general de la evolución de las percepciones y las expectativas agregadas es muy similar para los distintos subgrupos de población. Para un análisis reciente de las diferencias de sexo en las expectativas de inflación, véase V. Di Nino, A. Kolndrekaj y A. Meyler, «[What drives inflation expectations of women and men?](#)», *The ECB Blog*, 14 de septiembre de 2022.

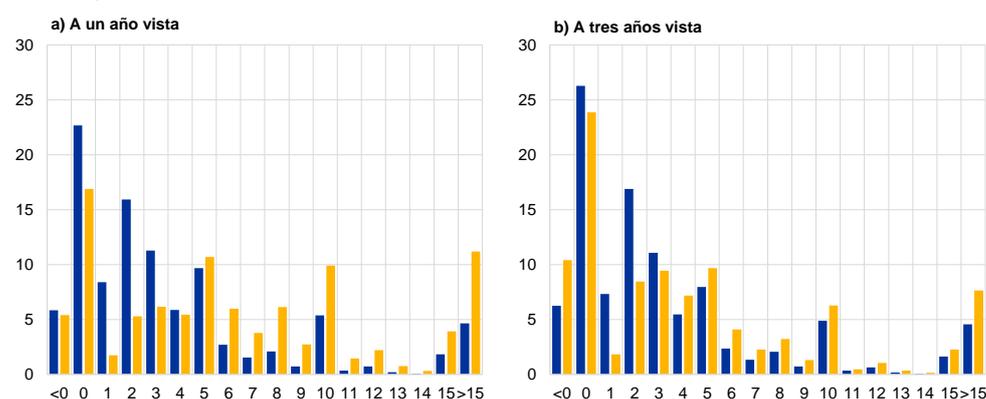
febrero de 2022 y en septiembre de 2022. Aunque cero continúa siendo la respuesta más frecuente, el número de encuestados que esperan una tasa de variación de los precios más alta ha aumentado con el tiempo. Entre abril de 2020 y febrero de 2022, la segunda y la tercera respuesta más frecuente sobre las expectativas de inflación tanto a más corto plazo como a más medio plazo fueron el 2 % y el 3 %. En cambio, en septiembre de 2022 pasaron a ser el 5 % y el 10 % para las expectativas a más corto plazo, y el 3 % y el 5 % para las expectativas a medio plazo⁵. Al mismo tiempo, los momentos más altos de la distribución de las expectativas que capturan movimientos de sus colas —como la curtosis y la asimetría— no se han desplazado hacia arriba sustancialmente desde que la inflación empezó a aumentar en julio de 2021. Esto sugiere que los desplazamientos al alza de las distribuciones de las expectativas no se han debido a un aumento de la masa de la distribución en las colas.

Gráfico B

Histograma de las expectativas de inflación de los consumidores

(porcentajes)

■ Abril de 2020-febrero de 2022
■ Septiembre de 2022



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: El gráfico muestra los histogramas de las expectativas de inflación a un año vista (panel a) y a tres años vista (panel b) en el periodo entre abril de 2020 y febrero de 2022 (es decir, antes de la invasión rusa de Ucrania) en promedio (barras azules), y en septiembre de 2022 (barras naranjas).

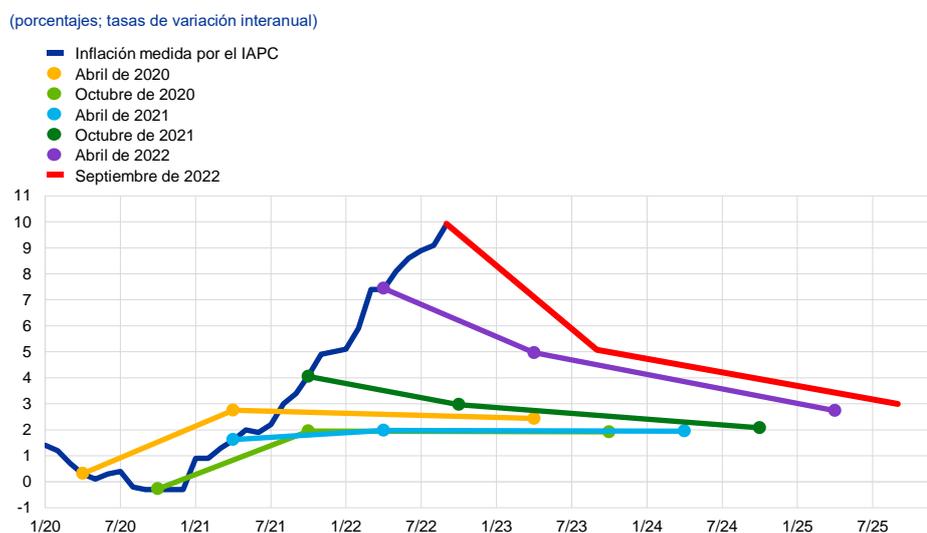
Aunque las percepciones de ascenso de los precios y las expectativas de inflación a corto plazo han aumentado, la estructura temporal de las expectativas de los consumidores ha mantenido una fuerte pendiente negativa.

La combinación de información sobre las expectativas de inflación de los consumidores a distintos horizontes permite representar su estructura temporal. En el gráfico C se observa que la estructura temporal de estas expectativas sigue presentando una pendiente claramente negativa. En otras palabras, los consumidores de la zona del euro continúan creyendo que el actual repunte de la inflación percibida tiene un componente transitorio significativo y esperan que, a medio plazo, la tasa de variación de los precios vuelva a acercarse a las cotas registradas en el pasado, aunque por encima del 2 %.

⁵ Una característica de las percepciones y las expectativas cuantitativas de inflación de los consumidores es que se acumulan en determinados valores, especialmente en los múltiplos de uno, cinco y diez. Esta característica se ha observado en datos de Estados Unidos, la zona del euro, Japón y Australia. Para un análisis reciente, véase Y. Haidari y G. Nolan, «[Sentiment, Uncertainty and Households' Inflation Expectations](#)», *Bulletin September 2022*, Reserve Bank of Australia, 2022.

Gráfico C

Estructura temporal de las expectativas medianas de inflación



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y Eurostat.

Notas: El gráfico muestra la evolución temporal de las expectativas medianas de inflación de los consumidores a diferentes horizontes. Las líneas se trazan combinando información sobre las expectativas de inflación a un año vista y a tres años vista para una selección de encuestas CES mensuales.

La sensibilidad de las expectativas de inflación a las percepciones de inflación ha aumentado ligeramente, pero continúa siendo perceptiblemente más baja para las expectativas a medio plazo. Una sensibilidad elevada de las expectativas de inflación a más largo plazo ante variaciones de la inflación actual (o de las percepciones de inflación) podría indicar riesgos potenciales de desanclaje de las expectativas, ya que implica que las perturbaciones que afectan a la inflación actual podrían alejar mucho las expectativas del objetivo del banco central⁶. El gráfico D muestra la sensibilidad estimada de las expectativas de inflación de los consumidores a revisiones de las percepciones de inflación, tanto a uno como a tres años vista⁷. Dicha sensibilidad ha aumentado levemente desde julio de 2020, y el desplazamiento al alza ha sido de una magnitud similar, en general, para las expectativas a más corto plazo y a más medio plazo. En consonancia con la evidencia histórica, la sensibilidad de las expectativas a más medio plazo continúa siendo ostensiblemente más baja que la de las expectativas a corto plazo⁸.

⁶ Para un análisis más detallado, véase E. Stanislawska y M. Paloviita, «Responsiveness of consumers' medium-term inflation expectations: evidence from a new euro area survey», *Bank of Finland Research Discussion Paper 10/2021*, Banco de Finlandia, 2021.

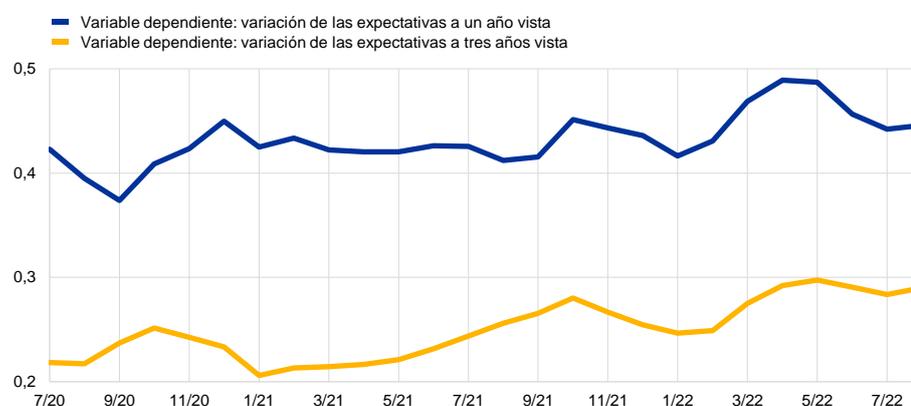
⁷ Para un análisis de datos de Estados Unidos, véase O. Armantier, L. Goldman, G. Koşar, G. Topa, W. van der Klaauw y J. C. Williams, «What Are Consumers' Inflation Expectations Telling Us Today?», *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 2022.

⁸ Se observan resultados cualitativamente similares en las regresiones de las expectativas de inflación a uno y a tres años vista que incluyen la inflación observada como variable explicativa.

Gráfico D

Percepciones de inflación en las regresiones de las expectativas de inflación a corto y medio plazo

(coeficiente de las revisiones de las percepciones de inflación)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: En este gráfico se representan estimaciones de los coeficientes de las revisiones de las percepciones de inflación obtenidos de regresiones de revisiones de las expectativas de inflación de los consumidores a un año vista (línea azul) y a tres años vista (línea naranja). Las regresiones a nivel de los encuestados se realizan en una ventana móvil de tres encuestas CES, controlando por los efectos fijos de país. En todas las regresiones, el coeficiente de las revisiones de las percepciones de inflación es estadísticamente significativo al nivel del 1 %.

La incertidumbre que sienten los consumidores sobre sus expectativas de inflación ha aumentado.

Una característica importante de la encuesta CES del BCE es que incluye una pregunta directa (probabilística) para conocer el grado de incertidumbre de los consumidores sobre sus expectativas de inflación⁹. En concreto, se pide a los consumidores que asignen probabilidades a que la inflación se sitúe en determinados intervalos¹⁰. Un indicador indirecto de la incertidumbre de los consumidores es la frecuencia con la que comunican sus percepciones y expectativas en múltiplos de cinco¹¹. El gráfico E ilustra que los indicadores directo e indirecto han evolucionado de manera muy correlacionada y presentan un perfil similar en forma de U durante el período entre abril de 2020 y septiembre de 2022. La incertidumbre era relativamente elevada en abril de 2020, al comienzo de la pandemia y de las medidas de confinamiento. Luego se redujo gradualmente durante 2020 y se mantuvo relativamente baja hasta aproximadamente julio de 2021, cuando empezó a incrementarse de nuevo. Inmediatamente después de la invasión rusa de Ucrania se produjo otro aumento de la incertidumbre, que ha seguido en cotas relativamente elevadas desde entonces. Hasta aquí.

⁹ Para un análisis y una comparación de las expectativas puntuales y las expectativas probabilísticas de los expertos en previsión, véase J. Engelberg, C. F. Manski y J. Williams, «[Comparing the Point Predictions and Subjective Probability Distributions of Professional Forecasters](#)», *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 27, n.º 1, 2009, pp. 30-41.

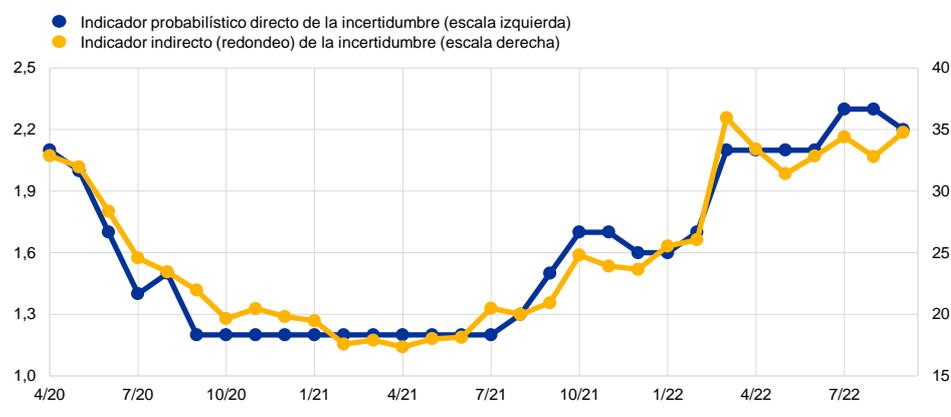
¹⁰ Entre abril de 2020 y junio de 2022, se utilizaron intervalos de 2 puntos porcentuales desde -8 % hasta +8 % (por ejemplo, 0 %-2 %, 2 %-4 %, etc.). En julio de 2022, el rango se amplió a desde -12 % hasta +12 %.

¹¹ El redondeo a múltiplos de cinco es uno de los motivos por los que las percepciones y las expectativas medias tienden a estar por encima de las percepciones y las expectativas medianas, y también puede contribuir a explicar por qué la brecha entre la media y la mediana puede incrementarse a medida que aumenta la incertidumbre sobre la inflación. Para un análisis más detallado del uso del redondeo como indicador de la incertidumbre en el contexto de las expectativas de inflación de los consumidores estadounidenses y de la zona del euro, véanse Reiche y Meyler (2022, *op. cit.*) y C. Binder, «[Measuring uncertainty based on rounding: New method and application to inflation expectations](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 90, 2017, pp. 1-12.

Gráfico E

Indicadores de la incertidumbre de los consumidores sobre sus expectativas de inflación a un año vista

(escala izquierda: puntos porcentuales; escala derecha: porcentaje de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: Este gráfico muestra: i) el indicador de base probabilística de la incertidumbre sobre las expectativas de inflación comunicada por los encuestados en promedio (línea azul), y ii) el porcentaje de respuestas formuladas en números redondos (múltiplos de cinco) sobre el total de respuestas (línea naranja) por encuesta CES (eje de abscisas).

En conclusión, aunque las expectativas de inflación de los consumidores han reaccionado al aumento de la tasa de variación de los precios y de la incertidumbre, la estructura temporal de dichas expectativas sigue presentando una fuerte pendiente negativa. La evolución de las expectativas de alza de precios no ha obedecido a un incremento de la masa de la distribución en las colas como tal, sino a un desplazamiento de la parte principal de la distribución, así como a una mayor tendencia a comunicar expectativas en números redondos múltiplos de cinco, que refleja una incertidumbre más pronunciada sobre las perspectivas de inflación. El desplazamiento al alza de las expectativas, el crecimiento de la incertidumbre en torno a ellas y el aumento de la sensibilidad de las expectativas a medio plazo ante la inflación actual percibida hacen necesario un estrecho seguimiento y un análisis continuos de las expectativas de inflación de los consumidores.

El papel de la oferta y la demanda en la inflación subyacente: descomposición por componentes de la inflación medida por el IAPCX

Eduardo Gonçalves y Gerrit Koester¹

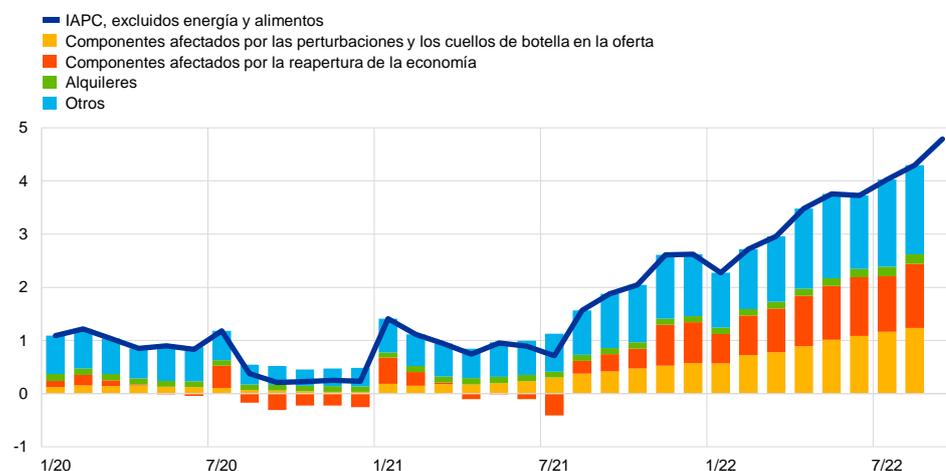
La inflación medida por el IAPC sin energía ni alimentos (IAPCX) siguió aumentando y se situó en el 4,8 % en septiembre de 2022, según la estimación de avance de Eurostat. La inflación general medida por el IAPC, que incluye también la energía y los alimentos, se elevó hasta el 10 % en septiembre. Estos dos componentes explican alrededor de dos tercios de este valor y el IAPCX aproximadamente un tercio. Factores tanto de oferta como de demanda influyeron de forma importante en el avance de la inflación medida por el IAPCX. La persistencia de los cuellos de botella en la oferta de bienes industriales y la escasez de insumos —así como de mano de obra debido, en parte, a los efectos de la pandemia de coronavirus (COVID-19)— se tradujeron en un incremento acusado de la inflación. Desde que se retiraron las restricciones asociadas a la pandemia, la recuperación de la demanda también ha contribuido a las elevadas tasas de inflación actuales, en especial en el sector servicios. Los componentes de la cesta del IAPC que anecdóticamente se han visto muy afectados por las disrupciones y los cuellos de botella en la oferta, y los componentes que más han acusado los efectos de la reapertura de la economía tras la pandemia aportaron, conjuntamente, en torno a la mitad —2,4 puntos porcentuales— de la inflación medida por el IAPCX de la zona del euro registrada en agosto de 2022, último mes para el que se dispone de información detallada (gráfico A). Sin embargo, esta descomposición *ad hoc* no recoge una parte sustancial de la inflación medida por el IAPCX, por lo que es necesario diferenciar con más precisión el papel que desempeñan los factores de oferta y de demanda en la inflación subyacente de la zona del euro. La política monetaria opera sobre todo a través del canal de la demanda, de modo que es importante analizar en qué medida la evolución de la inflación subyacente puede atribuirse a factores de oferta o de demanda.

¹ Los autores agradecen a Adam Shapiro su orientación y apoyo en la aplicación de su método a la zona del euro, y a Omiros Kouvas su ayuda en la labor de emparejamiento de los datos de precios y de actividad en la zona del euro.

Gráfico A

Descomposición del IAPCX de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los componentes afectados por las perturbaciones y los cuellos de botella en la oferta incluyen vehículos nuevos y de segunda mano, piezas de repuesto y accesorios para vehículos privados, y mobiliario y equipamiento del hogar (incluidos grandes electrodomésticos), y los afectados por la reapertura de la economía incluyen artículos de vestir y calzado, ocio y cultura, actividades recreativas; alojamiento, y vuelos nacionales e internacionales. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022 (estimación de avance) para el IAPCX y a agosto de 2022 para el resto.

La aplicación de un método desagregado para analizar la influencia de los factores de oferta y de demanda en cada componente del IAPCX puede ayudar a hacerse una idea del peso total de estos factores en la inflación medida por el IAPCX. Este marco de seguimiento de la inflación fue desarrollado originariamente para Estados Unidos por Adam Shapiro². La evolución de los precios y de la actividad se ve afectada por múltiples factores, algunos de los cuales han dado lugar a cambios inesperados en la oferta y otros a variaciones en la demanda. Para asignar un componente de la inflación medida por el IAPCX (por ejemplo, los vehículos de motor o los servicios de alojamiento) al conjunto de componentes determinados principalmente por factores de oferta o al conjunto de componentes determinados fundamentalmente por factores de demanda, este método se basa en el hecho de que una perturbación de oferta afecta a la actividad y a la inflación en direcciones opuestas, mientras que una perturbación de demanda lo hace en la misma dirección. Más concretamente, para asignar un componente de forma binaria a factores de oferta o de demanda, este método tiene en cuenta los errores cometidos por un modelo de series temporales en cada momento del tiempo: si los errores en los precios y la actividad son del mismo signo, el componente se clasifica como «determinado por la demanda», y en el caso contrario, como

² Véanse A. H. Shapiro, «How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?», *FRBSF Economic Letter*, n.º 2022-15, Federal Reserve Bank of San Francisco, 21 de junio de 2022, y A. H. Shapiro, «Decomposing Supply and Demand Driven Inflation», *Working Papers*, n.º 2022-18, Federal Reserve Bank of San Francisco, septiembre de 2022.

«determinado por la oferta»³. Solo se clasifican así los componentes que presentan errores estadísticamente significativos, mientras que aquellos en los que los cambios inesperados en los precios y la actividad no difieren de forma sustancial de las predicciones del modelo se clasifican como ambiguos⁴. Sobre la base de este método, cada mes, las distintas rúbricas del IAPCX se pueden clasificar como determinadas principalmente por la demanda (cuando los cambios inesperados en los precios y en la actividad van en la misma dirección), determinadas principalmente por la oferta (si estos cambios se mueven en dirección opuesta) o ambiguas. Una vez hecha esta clasificación, las contribuciones individuales de los componentes se suman (aplicando sus ponderaciones del consumo) para obtener una descomposición del IAPCX de cada mes⁵. Cabe destacar que este método es binario y no cuantifica la medida en que los factores de oferta y de demanda influyen en los niveles de los componentes. Así, por ejemplo, los factores de oferta también podrían incidir en la evolución de la inflación de un componente clasificado como determinado por la demanda.

Para efectuar esta descomposición es necesario recopilar datos de actividad y de inflación para cada rúbrica del IAPCX. Los índices de precios desestacionalizados de cada componente del IAPCX están disponibles de forma periódica con un nivel de desagregación adecuado (72 componentes del IAPCX unos 20 días después del final de cada mes), pero no se dispone con prontitud de los datos de actividad de los componentes correspondientes⁶. Esto complica el análisis comparativo con Estados Unidos, donde los datos de precios y de actividad están disponibles de forma simultánea para cada componente del deflactor del consumo privado (PCE, por sus siglas en inglés). Para subsanar este problema en lo que respecta al IAPCX, se usaron los índices de cifra de negocios como aproximación (*proxy*) del consumo, una vez desestacionalizados y deflactados⁷. A

³ Se estiman regresiones con una ventana móvil de diez años (desde enero de 2002) que incluyen datos mensuales sobre actividad y precios y doce retardos en un modelo de vectores autorregresivos (VAR, por sus siglas en inglés) estándar de dos ecuaciones. Si los residuos de las cantidades y de los precios en los últimos meses de cada ventana tienen el mismo signo, el componente en cuestión se clasifica como «determinado por la demanda», mientras que si son de signo contrario se clasifica como «determinado por la oferta». Cuando el residuo de las series de precios o de cantidades no difiere estadísticamente de cero, el componente se clasifica como «ambiguo» ese mes.

⁴ Para identificar estos casos ambiguos se sigue el método central de Shapiro y se clasifica como ambiguo el 20 % central de los residuos de las respectivas distribuciones de la muestra de regresiones. Para ello, los residuos del último mes mencionados anteriormente se comparan con todos los residuos obtenidos en esa ventana y se determina si se encuentran en el 20 % central de la distribución. En la especificación de referencia, los residuos de la muestra posteriores a 2020 se excluyen al realizar este análisis. Con todo, un análisis de robustez muestra que el componente ambiguo aumenta solo ligeramente cuando se incluyen también los resultados posteriores a 2020 y que los resultados globales no se ven afectados de forma sustancial.

⁵ Según la metodología de Shapiro, las contribuciones interanuales debidas a factores de oferta y de demanda se definen como el total acumulado de las contribuciones de oferta y de demanda de los últimos doce meses.

⁶ Basados en la clasificación COICOP a nivel de cuatro dígitos.

⁷ Eurostat facilita datos sobre la cifra de negocios en las estadísticas empresariales coyunturales (véase «[Short-term business statistics introduced](#)», *Statistics Explained*, Eurostat). Se utilizan datos sobre la cifra de negocios de los servicios (sts_setu_q) y del comercio minorista (sts_trtu_q). Las series de la cifra de negocios de los servicios se deflactan por el IAPC para analizar la evolución de la cifra de negocios en términos reales. Las series de la cifra de negocios del comercio minorista ya están disponibles deflactadas y sin deflactar.

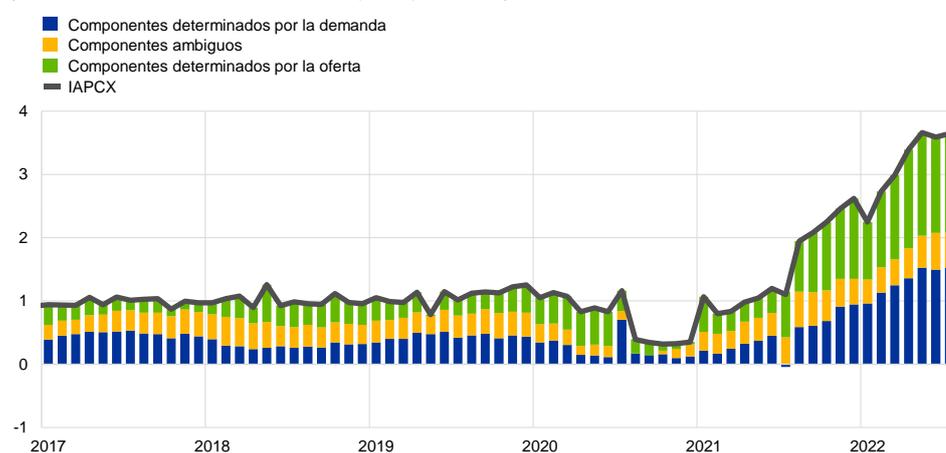
partir de ese ejercicio de emparejamiento se pueden obtener datos de precio-actividad para los 72 subcomponentes del IAPCX⁸.

La descomposición sugiere que, inicialmente, el avance de la inflación medida por el IAPCX de la zona del euro a partir del tercer trimestre de 2021 estuvo determinado principalmente por la oferta, pero la importancia de los factores de demanda ha ido aumentando de manera gradual a lo largo del tiempo. En los últimos meses, el peso de los factores de oferta y de demanda en la inflación medida por el IAPCX ha sido similar en términos generales (gráfico B). Los análisis de robustez realizados con las series del IAPCX a tipos impositivos constantes (para reflejar, por ejemplo, la reducción temporal del IVA en Alemania en la segunda mitad de 2020) producen resultados parecidos.

Gráfico B

Inflación medida por el IAPCX: descomposición en factores de demanda y oferta

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos desestacionalizados. Descomposición basada en el método desarrollado por Adam Shapiro. La inflación medida por el IAPCX refleja la suma de los componentes determinados por la demanda, de los determinados por la oferta y de los ambiguos, calculada como la suma móvil de las doce últimas contribuciones mensuales. Aunque se dispone de datos sobre precios para agosto de 2022, la última observación corresponde a julio de 2022, dado que las series de cifra de negocios utilizadas como aproximación (proxy) de la actividad se publican con cierto desfase.

Si se analizan los componentes principales de la inflación medida por el IAPCX, los factores de oferta han influido algo más en la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos desde principios de 2021 (gráfico C). Los cambios registrados tanto en la oferta como en la demanda han contribuido notablemente al avance de la inflación de estos bienes desde el otoño de 2021. Aunque las variaciones en la oferta no influyeron de forma significativa en la evolución de la inflación de este componente entre 2017 y 2020, en 2021 pasaron a ser su principal factor determinante, debido a los efectos de los cuellos de botella en la oferta. Desde finales de 2021, con la reapertura de la economía, los cambios en la demanda han adquirido una relevancia creciente, pero los factores de oferta

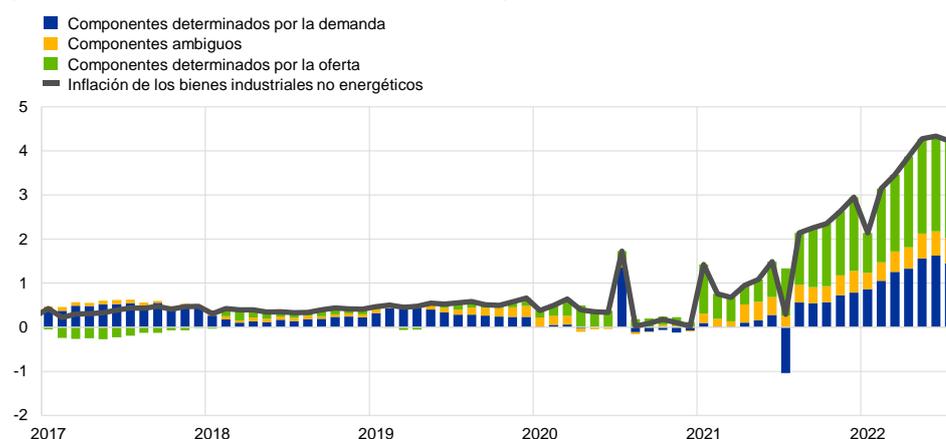
⁸ Cabe matizar que, en este análisis, los 72 componentes del IAPCX solo se pueden asociar a 45 series de la cifra de negocios (que están disponibles con suficiente prontitud), por lo que varias series del IAPCX (especialmente las de los bienes industriales no energéticos) se emparejan con una misma serie de la cifra de negocios. Este método de emparejamiento también se utiliza, por ejemplo, en «Patrones de consumo y problemas de medición de la inflación durante la pandemia de Covid-19», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2020.

siguen dominando. En cuanto a los componentes individuales, los que más contribuyen al crecimiento actual de los precios de los bienes industriales no energéticos —como los vehículos de motor y los grandes electrodomésticos— se clasifican como componentes determinados principalmente por la oferta, mientras que el aumento de los precios de los muebles, por ejemplo, se considera como determinado principalmente por la demanda.

Gráfico C

Descomposición de la inflación de los bienes industriales no energéticos

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

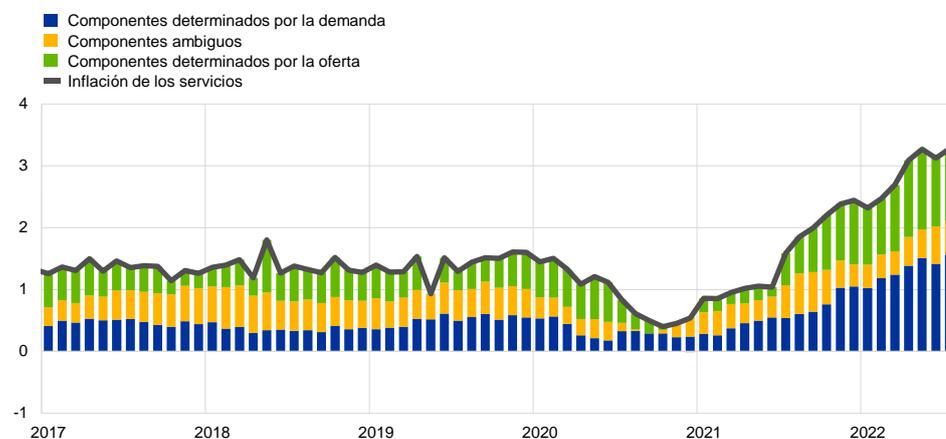
Notas: Datos desestacionalizados. Descomposición basada en el método desarrollado por Adam Shapiro. La inflación de los bienes industriales no energéticos refleja la suma de los componentes determinados por la demanda, de los determinados por la oferta y de los ambiguos, calculada como la suma móvil de las doce últimas contribuciones mensuales. Aunque se dispone de datos sobre precios para agosto de 2022, la última observación corresponde a julio de 2022, dado que las series de cifra de negocios utilizadas como aproximación (*proxy*) de la actividad se publican con cierto desfase.

El fuerte avance de la inflación de los servicios desde mediados de 2021 ha estado impulsado por factores tanto de demanda como de oferta, siendo los primeros más importantes para la inflación de los servicios que para la de los bienes industriales no energéticos (gráfico D). La aportación de los factores de oferta y de demanda a la inflación de los servicios tendió a ser similar, en general, entre 2017 y 2020, período en el que la tasa de variación de los precios de los servicios en la zona del euro fue bastante estable. Inicialmente, el acusado incremento de la inflación en este sector desde mediados de 2021 tuvo su origen sobre todo en factores de oferta. La contribución de los componentes determinados principalmente por la oferta creció con fuerza en la segunda mitad de 2021, pero después se mantuvo relativamente estable hasta mediados de 2022. El peso de los factores de demanda en la inflación de los servicios empezó a aumentar en los últimos meses de 2021, con la intensificación de los efectos de la reapertura de la economía, y continuó creciendo hasta mediados de 2022. Más recientemente, los componentes determinados principalmente por la demanda han adquirido un peso mayor en la inflación de los servicios que los componentes determinados principalmente por la oferta. Si se consideran los distintos componentes, aplicando el método desagregado se observa que la inflación de los precios de los paquetes turísticos y de los billetes de avión está impulsada sobre todo por la demanda, mientras que la de los servicios de mantenimiento y reparación de la vivienda se debe fundamentalmente a factores de oferta.

Gráfico D

Descomposición de la inflación de los servicios

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos desestacionalizados. Descomposición basada en el método desarrollado por Adam Shapiro. La inflación de los servicios refleja la suma de los componentes determinados por la demanda, de los determinados por la oferta y de los ambiguos, calculada como la suma móvil de las doce últimas contribuciones mensuales. Aunque se dispone de datos sobre precios para agosto de 2022, la última observación corresponde a julio de 2022, dado que las series de cifra de negocios utilizadas como aproximación (*proxy*) de la actividad se publican con cierto desfase.

El uso del método desagregado para descomponer la inflación medida por el IAPCX ayuda a ilustrar la influencia de los factores de oferta y de demanda en la inflación subyacente, pero cabe hacer algunas matizaciones importantes sobre este método.

Su principal ventaja es que permite clasificar cada componente del IAPCX como determinado principalmente por la demanda o por la oferta, con lo que los resultados son muy transparentes y se pueden contrastar con otra evidencia disponible sobre la evolución de la inflación de distintos componentes. Esta transparencia es particularmente valiosa en el actual entorno de gran incertidumbre acerca de los efectos de la pandemia y la guerra en Ucrania sobre los cambios en la actividad y en los precios. Con todo, se han de tener presentes algunas salvedades. Primero, existen distintas opciones para emparejar datos de precios y de actividad, lo que se ve complicado por la inexistencia de series separadas de cifra de negocios para todos los componentes del IAPCX (por lo que varios de estos componentes tienen que asociarse a la misma serie de cifra de negocios, en particular en el caso de la inflación de los bienes industriales no energéticos). Segundo, el método desagregado no permite cuantificar el peso de la oferta y de la demanda en cada componente. Esto podría introducir un sesgo si, por ejemplo, la influencia de los factores de oferta en los componentes clasificados como principalmente de demanda es mucho mayor, en promedio, que la de los factores de demanda en los componentes clasificados como principalmente de oferta. Además, es evidente que la evolución de las cantidades y los precios ha sido excepcional desde el comienzo de la pandemia y se ha visto influida por muchos factores especiales, lo que dificulta el desarrollo de un modelo fiable que sirva de base para realizar una clasificación basada en los signos que presenten sus errores.

8 Vínculos de la zona del euro con Rusia: información reciente de la balanza de pagos

Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris y Martin Schmitz

En este recuadro se analiza la evolución reciente de los vínculos comerciales y financieros entre la zona del euro y Rusia a partir de los datos de la balanza de pagos de la zona del euro. Los vínculos comerciales y financieros de la zona del euro con Rusia están en el punto de mira como consecuencia de la invasión rusa de Ucrania y de las posteriores sanciones impuestas a Rusia por la Unión Europea (UE), así como por Estados Unidos y otros países. En el recuadro se documenta cómo el déficit en máximos históricos que registra la balanza comercial entre la zona del euro y Rusia —que se debe al acusado encarecimiento de la energía importada y a la caída de las exportaciones por las sanciones de la UE— contribuyó a un importante cambio en el saldo global de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro. Asimismo, se documenta cómo los vínculos financieros bilaterales, que ya eran limitados antes de la invasión, se han visto afectados por las sanciones y por la volatilidad en los mercados financieros.

Balanza por cuenta corriente

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro frente a Rusia pasó de registrar un ligero superávit a contabilizar un déficit equivalente al 0,5 % del PIB entre el segundo trimestre de 2021 y el segundo trimestre de 2022, lo que contribuyó de manera significativa al pronunciado descenso del superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro durante el mismo período (gráfico A). Debido a la importancia de Rusia como exportador de productos energéticos y otras materias primas, la zona del euro ha mantenido tradicionalmente un déficit por cuenta corriente frente a este país. El déficit bilateral alcanzó su nivel más elevado en el período 2010-2014, cuando se situó, de media, en el 0,3 % del PIB de la zona como consecuencia de los altos precios energéticos. A partir de entonces, el déficit inició una tendencia a la baja, promediando un 0,1 % del PIB en el período 2015-2019, antes de convertirse en un ligero superávit en 2020, en consonancia con la reducción de las importaciones de productos energéticos durante la pandemia del coronavirus (COVID-19). Sin embargo, en el primer trimestre de 2022, el saldo de la balanza por cuenta corriente bilateral registró un déficit anual superior al 0,3 % del PIB por primera vez desde 2014. El déficit siguió aumentando hasta situarse en el 0,5 % del PIB en el segundo trimestre de 2022, lo que supone el mayor déficit de la zona del euro frente a Rusia de la historia y el segundo mayor déficit bilateral de la zona en ese trimestre, solo por detrás del contabilizado frente a China (que alcanzó el 1 % del PIB)¹. En conjunto, el empeoramiento del saldo de la balanza por cuenta corriente bilateral de la zona del euro frente a Rusia entre el segundo trimestre de 2021 y el segundo trimestre de

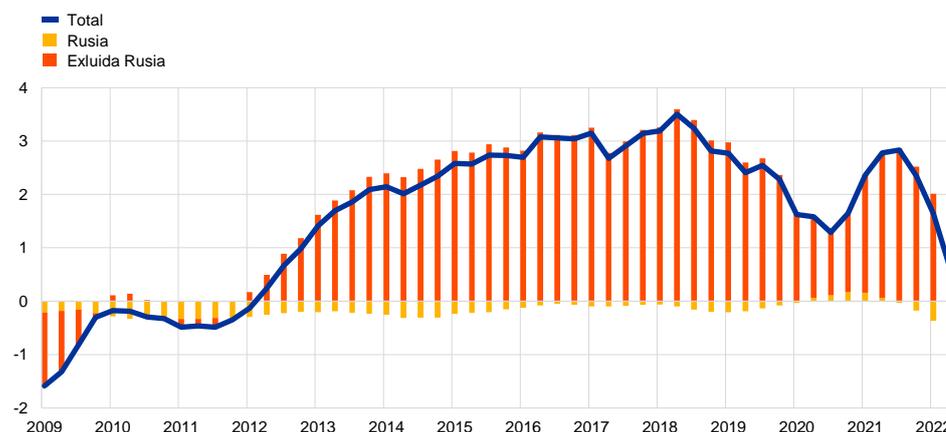
¹ Las series de las balanzas por cuenta corriente bilaterales de la zona del euro están disponibles desde 2008.

2022, que se cifra en 0,6 puntos porcentuales del PIB, representó en torno a una cuarta parte de la reducción total del superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro (del 2,8 % al 0,6 %) durante ese período.

Gráfico A

Balanza por cuenta corriente de la zona del euro

(flujos acumulados de cuatro trimestres, en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

El déficit por cuenta corriente frente a Rusia se incrementó, debido al mayor valor de las importaciones nominales, principalmente de los productos energéticos, y a la contracción de las exportaciones causada por las sanciones de la UE (gráfico B)².

Las importaciones de productos energéticos procedentes de Rusia fueron las que más contribuyeron al deterioro de la balanza por cuenta corriente bilateral, ya que alcanzaron un valor equivalente al 1% del PIB de la zona del euro en la primera mitad de 2022, casi el doble del registrado un año antes. Este ascenso se debió a la fuerte subida de los precios de la energía, que se tradujo en un incremento de las importaciones nominales a pesar de que se importaron menores cantidades desde Rusia: al final del segundo trimestre de 2022, las importaciones nominales de productos energéticos se situaban un 60 % por encima de los niveles medios de 2021, mientras que las importaciones reales eran un 16 % inferiores al promedio³. Además, el valor de las importaciones de bienes no energéticos y servicios procedentes de Rusia también creció en el primer semestre de 2022 en un contexto de subida de los precios. Al mismo tiempo, las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro a Rusia experimentaron un descenso pronunciado en la primera mitad de 2022 —afectadas por la aplicación de varios paquetes de sanciones de la UE contra Rusia tras su invasión de Ucrania—, con las exportaciones de los bienes objeto de dichas sanciones (por ejemplo,

² Véase [Consejo de la UE: Cómo funcionan las sanciones de la UE contra Rusia](#).

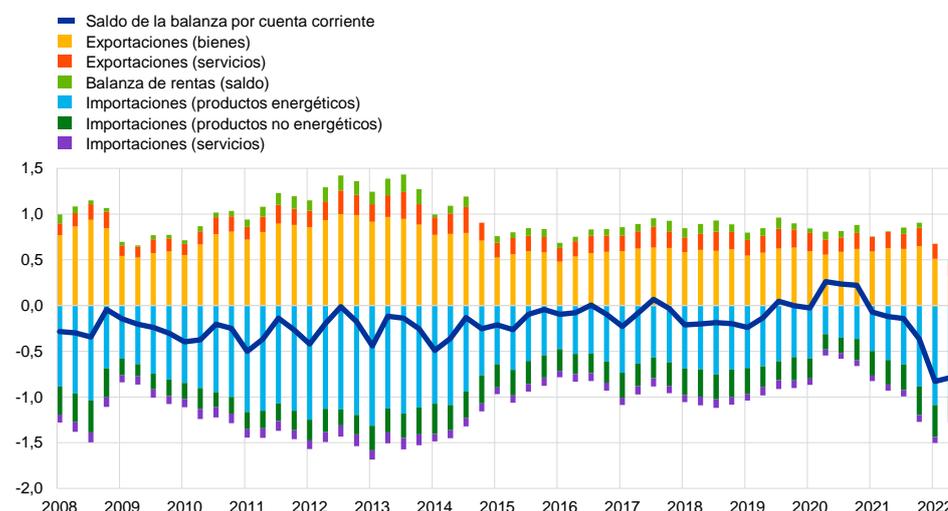
³ Los últimos datos mensuales de comercio de bienes muestran que las importaciones reales de la zona del euro de productos energéticos procedentes de Rusia han continuado disminuyendo de manera acusada, y que las importaciones reales de energía en agosto de 2022 se situaron un 30 % por debajo de los niveles medios de 2021.

maquinaria eléctrica y vehículos y material de transporte) a la cabeza de las caídas⁴. En particular, el valor de las exportaciones de bienes a Rusia se redujo casi a la mitad —desde un máximo de varios años de alrededor de 21 mm de euros en el último trimestre de 2021 hasta un mínimo histórico de aproximadamente 11 mm de euros en el segundo trimestre de 2022⁵— debido a una fuerte caída de las cantidades de bienes exportados. Las exportaciones de servicios de la zona del euro a Rusia ofrecen un panorama similar: los servicios de transporte y otros servicios empresariales registraron descensos considerables en la primera mitad de 2022, y las exportaciones de servicios de viajes a turistas rusos cayeron en el segundo trimestre de 2022 hasta un mínimo solo observado en 2020, cuando los desplazamientos transfronterizos estuvieron sujetos a estrictas restricciones como consecuencia de la pandemia.

Gráfico B

Balanza por cuenta corriente de la zona del euro frente a Rusia

(flujos trimestrales, en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Las importaciones de la zona del euro se representan con signo negativo. Los datos del comercio total de bienes son los publicados en las estadísticas de balanza de pagos del BCE, mientras que los datos del comercio de productos energéticos se basan en las estadísticas de comercio de Eurostat. La balanza de rentas incluye la balanza de rentas primarias (por ejemplo, remuneración de asalariados, dividendos e intereses) y la de rentas secundarias (por ejemplo, cooperación internacional y remesas de trabajadores).

Vínculos financieros

La exposición financiera de la zona del euro a Rusia antes de su invasión de Ucrania era relativamente limitada, siendo el componente más importante la

⁴ Para más información sobre el efecto de las sanciones sobre los flujos comerciales mundiales a Rusia, véase el recuadro titulado «Flujos comerciales con Rusia desde el comienzo de su invasión de Ucrania», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2022.

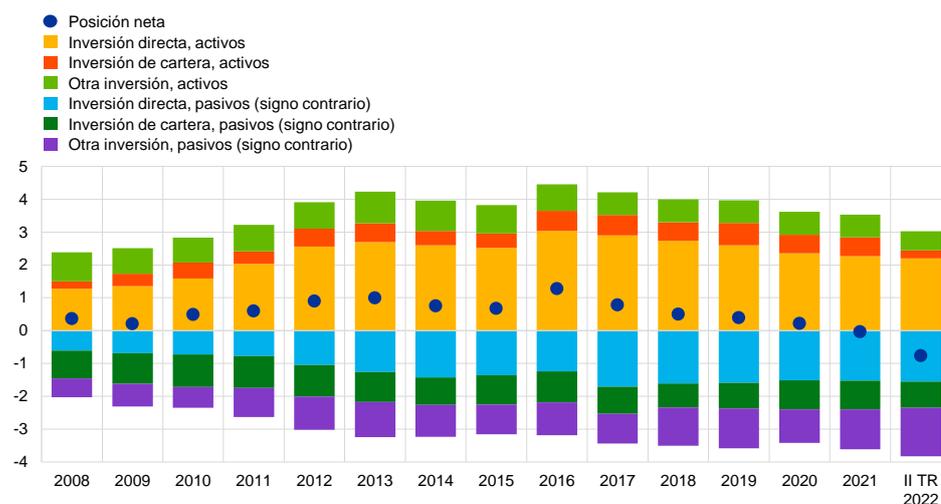
⁵ También se observaron disminuciones comparables del valor de las exportaciones de bienes de la zona del euro a Rusia a raíz de la crisis financiera de 2008 y de la invasión de Crimea en 2014, cuando las exportaciones de la zona del euro se redujeron casi a la mitad en comparación con los períodos precedentes. Con todo, la caída de las exportaciones en el primer semestre de 2022 es más pronunciada que en estos dos episodios anteriores, ya que el valor de las exportaciones de la zona del euro a Rusia descendió a la mitad —hasta alcanzar un mínimo histórico— en tan solo dos trimestres.

inversión extranjera directa (IED). Al final de 2021, los activos totales y los pasivos totales frente a Rusia representaban menos del 4 % del PIB de la zona, en contraste con casi el 250 % del PIB que suponían los activos y pasivos exteriores totales (gráfico C). La mayor proporción de la inversión bilateral correspondía a la IED⁶ (63 % y 42 % de los activos y pasivos totales, respectivamente), seguida por la otra inversión (19 % y 33 %) y la inversión de cartera (16 % y 24 %).

Gráfico C

Posición de inversión internacional de la zona del euro frente a Rusia

(datos de fin de período, en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Los pasivos de la zona del euro se muestran con signo negativo. Las posiciones bilaterales en derivados financieros no se indican por separado, ya que los datos solo están disponibles a partir de 2013 y estas posiciones representan una proporción reducida de los activos y pasivos bilaterales (menos del 0,1 % del PIB).

Las tenencias de activos rusos por parte de residentes en la zona del euro se han reducido desde el comienzo de la guerra, mientras que los pasivos frente a Rusia han aumentado debido al impacto de las sanciones de la UE.

Las tenencias de activos rusos por parte de residentes en la zona del euro disminuyeron un 10 % entre el final del cuarto trimestre de 2021 y el final del segundo trimestre de 2022. Este descenso obedeció, fundamentalmente, a la caída del valor de las tenencias de valores de inversión de cartera rusos en manos de residentes en la zona, que se redujo un 55 % durante este período, mientras que los activos de la otra inversión registraron una disminución del 12 %. Las posiciones de IED permanecieron prácticamente sin cambios como consecuencia de las variaciones del tipo de cambio del euro frente al rublo, que compensaron las desinversiones por parte de empresas de la zona del euro. Durante el mismo período, los pasivos de la zona del euro frente a Rusia crecieron un 11 %, debido, sobre todo, a un alza del 28 % de los pasivos de la otra inversión como resultado de las sanciones de la UE.

⁶ Las cifras bilaterales de IED de la zona del euro están muy influidas por la estructura de las empresas multinacionales, que suelen establecer sociedades de cartera en centros financieros de la zona del euro, lo que crea una imagen distorsionada del tamaño, la ubicación y los sectores económicos que participan en las relaciones de IED. En aproximadamente dos tercios de las relaciones bilaterales de IED entre Rusia y la zona del euro participan Chipre y los Países Bajos, con grandes posiciones bilaterales tanto en activos como en pasivos, lo que sugiere que entidades residentes en estos dos países de la zona del euro están haciendo de intermediarios en complejos entramados de IED.

En particular, las restricciones a los pagos a residentes rusos y la congelación de activos se tradujeron en un incremento de los depósitos de residentes rusos en entidades de crédito de la zona del euro, ya que se prohibió transferir a Rusia los fondos de estos residentes (por ejemplo, los generados por pagos de cupones bloqueados y los reembolsos de valores mantenidos en custodia en la zona del euro)⁷.

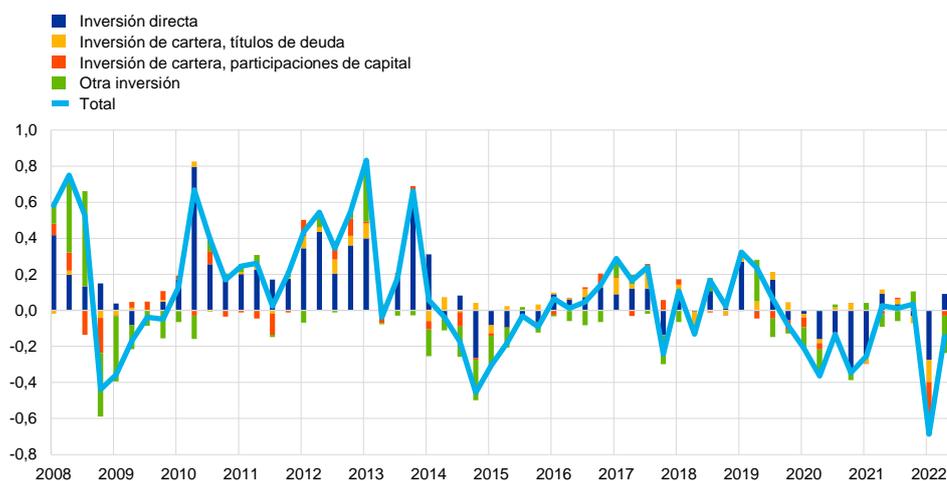
Tras la invasión rusa de Ucrania se produjo una desinversión generalizada en activos rusos por parte de los residentes en la zona del euro (véase gráfico D).

Aunque los inversores de la zona del euro ya habían comenzado a reducir su cartera de activos rusos después del estallido de la pandemia de COVID-19 en 2020 —lo que incidió, fundamentalmente, en la IED—, la desinversión en el primer semestre de 2022 también afectó a la inversión de cartera y a otra inversión. En el contexto de las turbulencias en los mercados financieros rusos tras la invasión de Ucrania por Rusia, los residentes en la zona del euro desinvertieron más de 10 mm de euros en participaciones de capital y títulos de deuda de la inversión de cartera. Varias empresas de la zona del euro también empezaron a cerrar y vender sus filiales rusas, lo que se tradujo en desinversiones netas en IED. Desde una perspectiva a más largo plazo, la actividad de los inversores de la zona del euro en activos rusos ya había sido bastante moderada durante la última década, debido, en particular, a sus desinversiones en estos activos a raíz de la anexión rusa de Crimea en 2014, que dio lugar a varios paquetes de sanciones de la UE.

Gráfico D

Compras netas de activos financieros rusos por parte de residentes en la zona del euro

(flujos trimestrales, en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

Nota: Una cifra positiva (negativa) indica adquisiciones (ventas) netas de instrumentos rusos por parte de inversores de la zona del euro.

⁷ Por ejemplo, las sanciones afectaron al balance del proveedor de servicios de infraestructura del mercado financiero Euroclear.

Artículos

1 La compartición de riesgos en la zona del euro: análisis del canal público y la pandemia de COVID-19

Jacopo Cimadomo

Introducción

La reforma de la arquitectura de la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha sido uno de los temas centrales del debate económico y sobre políticas que, recientemente, también ha estado determinado por los acontecimientos relacionados con la pandemia de coronavirus (COVID-19) y la guerra de Rusia en Ucrania. Este debate tiene dos dimensiones fundamentales. La primera se refiere a las medidas que puede adoptar un país para reducir la exposición a los riesgos económicos o para mitigar sus efectos (por ejemplo, eliminar las rigideces de precios y salarios, constituir colchones fiscales o reforzar la capacidad de resistencia macroeconómica). La segunda está relacionada con el concepto de compartición internacional de riesgos, que tiene que ver con los canales transfronterizos disponibles para proteger la renta disponible y el consumo nacionales frente a perturbaciones que inciden en el producto de un país concreto (en contraposición a perturbaciones que afectan a la zona del euro en su conjunto).

En este contexto, la compartición de riesgos es la capacidad de una economía para absorber perturbaciones específicas de un país protegiéndose de ellas en los mercados de capitales o amortiguando sus efectos a través del crédito o las transferencias fiscales. Cuando una economía resulta afectada por una perturbación específica de un país o se ve más afectada que otras por una perturbación común a un grupo de países, como una pandemia o una guerra, existen tres canales principales que pueden suavizar el impacto sobre la renta disponible y el consumo: el canal del capital, el canal del crédito y el canal fiscal. Los dos primeros son principalmente privados, mientras que el tercero es público. Los distintos canales pueden estar interrelacionados. Así, por ejemplo, pueden reforzarse mutuamente o actuar como sustitutos, es decir, uno de ellos puede adquirir mayor fuerza y reemplazar a otro en parte. Pueden operar a escala internacional, o entre regiones o estados federales de un país.

Por lo que respecta al primer canal, los efectos de una perturbación pueden amortiguarse si los hogares y las empresas del país afectado obtienen flujos de renta de otros países (o regiones) que no han sufrido la perturbación. Este canal suele denominarse canal del «capital», y fundamentalmente discurre a través de los ingresos procedentes de las tenencias de activos financieros en el

extranjero¹. Cuanto más profunda sea la integración financiera entre regiones, mayor será la fortaleza de este canal.

El segundo canal (el del «crédito») opera cuando los hogares y las empresas del país que sufre una perturbación adversa protegen su consumo recurriendo al ahorro existente en la economía nacional o al crédito de otros países. Ello incluye principalmente el crédito de intermediarios financieros (del propio país o de fuera), pero también de Gobiernos extranjeros o de instituciones europeas e internacionales (como la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional), que proporcionan préstamos al amparo de programas de ajuste económico o de otro tipo.

El tercer canal actúa cuando los efectos de la perturbación se atenúan mediante transferencias fiscales y suele denominarse canal «fiscal» o «presupuestario». Las transferencias proceden de un presupuesto central o federal. Este canal puede operar entre países o entre estados y regiones de un país. Hasta la puesta en marcha del programa *Next Generation EU* (NGEU), el canal presupuestario era muy reducido en la zona del euro. Los recursos se limitaban sobre todo a los fondos estructurales y de cohesión de la UE, que de hecho se desembolsan para promover la convergencia entre las economías nacionales, más que para lograr la estabilización. En Estados Unidos, sin embargo, se estima que este canal amortigua entre el 10 % y el 20 % de las perturbaciones adversas, debido al abultado presupuesto federal.

En este artículo se repasa la literatura sobre compartición de riesgos, se presentan algunas estimaciones sobre la operativa de este instrumento en la zona del euro durante los 25 últimos años, y por último se examinan algunas propuestas de reforma. Estas propuestas pueden contribuir a incrementar la compartición de riesgos en el ámbito fiscal en la zona del euro, que todavía está muy poco desarrollada. En el análisis se subraya que los mecanismos de compartición de riesgos entre los países de la zona del euro han funcionado peor que en Estados Unidos, sobre todo como consecuencia del menor grado de diversificación del riesgo a través de los mercados de capitales europeos.

Un análisis empírico señala una mejora de los mecanismos de compartición de riesgos desde que empezó la pandemia, es decir, entre 2020 y 2022, debido fundamentalmente a la mayor fortaleza del canal del crédito². Aunque no es posible identificar con exactitud los factores determinantes de este canal, la evidencia obtenida sugiere que el apoyo sin precedentes de las políticas redujo el riesgo de que los flujos financieros transfronterizos se interrumpieran

¹ Este canal incluye también las remesas de trabajadores de otros países o regiones, que en el caso de las grandes economías avanzadas suelen ser muy reducidas (esto es, suponen menos del 1 % del PIB), pero en el de las economías avanzadas de pequeño tamaño pueden ser más sustanciales (de hasta el 3 % del PIB aproximadamente). Véanse los [datos sobre migración y remesas del Banco Mundial](#).

² Véase J. Cimadomo, E. Gordo-Mora y A. Palazzo, «[Enhancing private and public risk sharing: lessons from the literature and reflections on the COVID-19 crisis](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 306, BCE, septiembre de 2022.

repentinamente, lo que evitó una grave disrupción en la compartición de riesgos a través de canales privados.

Evaluar la compartición de riesgos es primordial para los países de una unión monetaria, ya que las economías que la integran no pueden reaccionar a una perturbación idiosincrásica o al impacto de una perturbación común a través de una política monetaria autónoma o de un ajuste del tipo de cambio nominal.

Para potenciar la capacidad de la zona del euro para afrontar perturbaciones futuras es esencial constituir colchones fiscales nacionales y eliminar las rigideces estructurales, así como reforzar los canales privados y públicos de compartición de riesgos. Este es el argumento principal en el que se basan la mayoría de las propuestas para mejorar la arquitectura institucional de la UEM, algunas de las cuales se examinan en este artículo.

El artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se analizan contribuciones seleccionadas de la abundante literatura sobre compartición de riesgos. En la sección 3 se presenta nuestro análisis empírico. En la sección 4 se consideran algunas de las propuestas de reforma para mejorar la compartición de riesgos en la zona del euro a través de canales públicos, y en la sección 5 se recogen las conclusiones.

Conclusiones

En este artículo se ha analizado la literatura sobre la compartición de los riesgos que inciden en el consumo centrandó la atención en los resultados para la zona del euro, aunque también se presenta evidencia para países concretos. Según la literatura, la compartición de riesgos es más intensa en federaciones maduras, como Estados Unidos, que en la zona del euro. Los estudios considerados también sugieren que las perturbaciones que afectan al producto de países o estados concretos se ven amortiguadas principalmente a través de los canales del capital y del crédito, mientras que el canal fiscal tiende a ser menos importante en términos cuantitativos, en especial en la zona del euro, al menos hasta hace poco.

No obstante, durante la crisis del COVID-19, la compartición de riesgos en la zona del euro fue algo más intensa que en episodios como la crisis financiera global de 2008-2010. Ello podría deberse al apoyo fiscal proporcionado no solo por los Gobiernos nacionales, sino también por iniciativas conjuntas de la UE, en particular el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR). Desde el punto de vista normativo, estos resultados justificarían algún tipo de mecanismo común de compartición de riesgos a través de canales públicos en la zona del euro. Al mismo tiempo, para ello sería necesario encontrar el equilibrio adecuado entre instrumentos adicionales y centralizados de compartición de riesgos en la zona del euro y herramientas sólidas de reducción de riesgos, como la aplicación efectiva de reglas fiscales que anclen las expectativas de los mercados de contar con unas finanzas públicas saneadas.

En resumen, las conclusiones de este artículo sugieren que se debería avanzar con firmeza para completar la arquitectura de la UEM, lo que, a su vez, también reforzaría la compartición de riesgos. En efecto, avanzar de forma significativa hacia la culminación de la unión bancaria y de los mercados de capitales, y dar pasos hacia la unión fiscal, reforzaría el funcionamiento de los canales de compartición de riesgos y, por tanto, generaría ganancias de bienestar para los ciudadanos europeos.

[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

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 26 de octubre 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-22-007-ES-N (edición electrónica)