

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

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

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

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

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

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

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

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

Actividad económica

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

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

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

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

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

Inflación

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

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

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

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

Evaluación de riesgos

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

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

Condiciones financieras y monetarias

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

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

Conclusión

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

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

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

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

Decisiones de política monetaria

El Consejo de Gobierno decidió elevar los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito aumentarán hasta el 0,50 %, 0,75 % y 0,00 %, respectivamente, con efectos a partir del 27 de julio de 2022.

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

El Consejo de Gobierno aprobó el TPI. El Consejo de Gobierno consideró que el establecimiento del TPI era necesario para apoyar la transmisión efectiva de la política monetaria¹. En particular, mientras el Consejo de Gobierno sigue normalizando la política monetaria, el TPI asegurará la transmisión fluida de la orientación de dicha política a todos los países de la zona del euro. La unicidad de la política monetaria del Consejo de Gobierno es condición indispensable para que el BCE pueda cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios.

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

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

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

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

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

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

El Consejo de Gobierno seguirá vigilando las condiciones de financiación de las entidades de crédito y asegurando que el vencimiento de las operaciones de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) no obstaculice la transmisión fluida de su política monetaria. El Consejo de Gobierno también evaluará periódicamente la forma en que las operaciones de financiación con objetivo específico están contribuyendo a la orientación de su política monetaria.

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

1 Entorno exterior

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

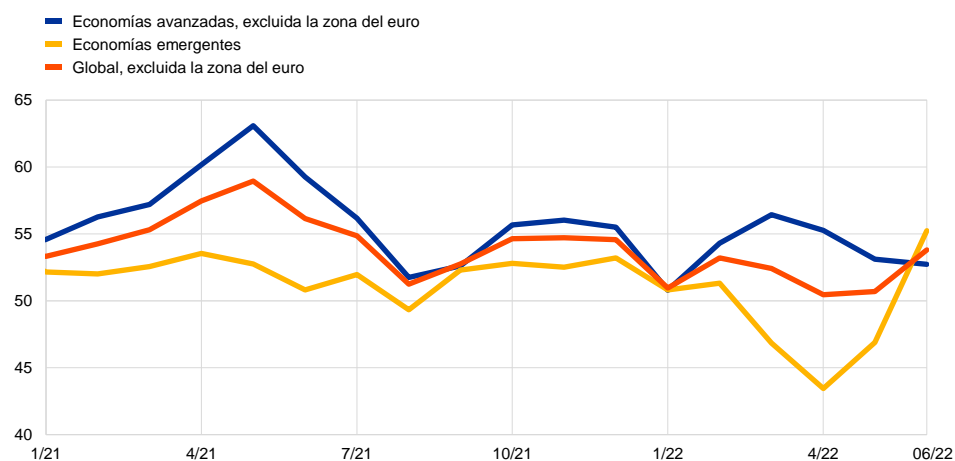
Los datos recientes sobre la actividad económica global apuntan a una moderación del crecimiento en un contexto de inflación alta y de normalización de la política monetaria en todo el mundo.

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

Gráfico 1

PMI de actividad compuesto

(Índices de difusión)



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

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

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

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

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

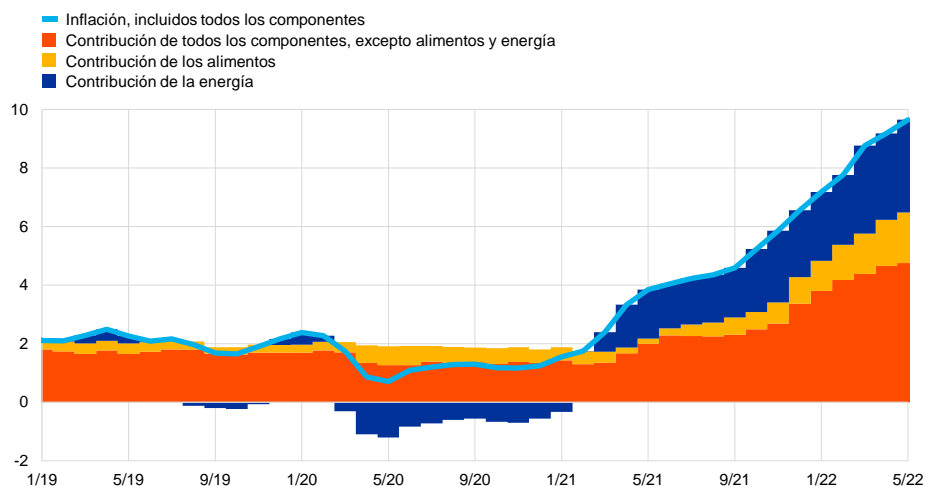
Las presiones inflacionistas globales se están extendiendo a los servicios. La inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países de la OCDE aumentó hasta el 9,6 % en mayo (desde el 9,2 % de abril), impulsada

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

Gráfico 2

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2 Actividad económica

Después de registrar una tasa de crecimiento del 0,5 % en el primer trimestre de 2022, gracias a las contribuciones positivas de la demanda exterior neta y de las existencias, el avance del PIB real de la zona del euro en el segundo trimestre habría estado determinado por la reapertura de la economía. La reapertura ha impulsado la recuperación del consumo de servicios intensivos en contacto y el dinamismo de la actividad del sector turístico, que también es probable que respalden el crecimiento en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, la persistencia de factores adversos como la continuación de la guerra Rusia-Ucrania, la alta inflación, las disrupciones en las cadenas de suministro y el endurecimiento de las condiciones de financiación sigue lastrando el crecimiento². Se prevé que la incertidumbre elevada, las presiones sobre los precios de las materias primas —en parte como consecuencia de la reducción del suministro de gas procedente de Rusia— y el endurecimiento de las condiciones de financiación moderen el gasto en consumo y de capital en los próximos trimestres. Además, un recorte adicional del suministro de gas de origen ruso, con la perspectiva del racionamiento de esta materia prima durante los meses de otoño y de invierno, podría debilitar considerablemente la actividad económica y provocar otras subidas de los precios de la energía. Sin embargo, el impacto de nuevas disrupciones en la oferta energética podría verse mitigado por la capacidad de resistencia del mercado de trabajo, el elevado volumen de ahorro acumulado y la adopción de medidas fiscales adicionales específicas.

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

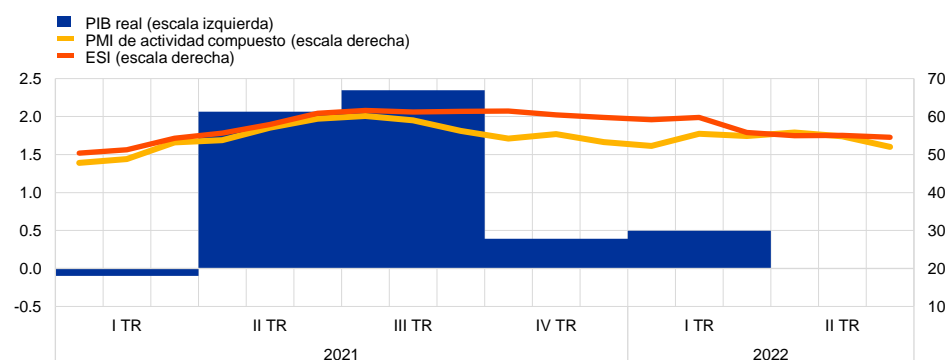
El PIB real de la zona del euro creció un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del año, gracias a las contribuciones positivas de la demanda exterior neta y de las existencias, mientras que la demanda interna se contrajo. Si se excluye Irlanda, el PIB de la zona del euro registró un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

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

registrado en el primero (gráfico 3). En junio, el PMI de actividad de las manufacturas indicó una contracción por primera vez desde junio de 2020, al caer por debajo de 50 (panel a del gráfico 4). Este descenso señalaba un debilitamiento de la actividad en el sector manufacturero, debido, en particular, a las fuertes disrupciones en las cadenas de suministro, a los precios elevados de las materias primas por la invasión rusa de Ucrania, y al aumento general de la incertidumbre. Además, el PMI de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas continuó descendiendo en junio, mientras que, según el PMI de plazos de entrega de proveedores, los cuellos de botella en la oferta siguieron siendo intensos ese mes, pero registraron una ligera disminución. En cambio, la actividad de los servicios se recuperó en el segundo trimestre de 2022 y se estima que continuará creciendo en el tercer trimestre. En abril, la producción en este sector se situó un 2,4 % por encima del nivel observado en el primer trimestre del año, como resultado de la rotación de la demanda de los bienes a los servicios que acompañó a la reapertura de la economía. En el segundo trimestre, el PMI de actividad de los servicios alcanzó un valor promedio de 55,6, lo que representa una leve mejora con respecto a la media del primer trimestre, pese a que en junio se moderó (panel b del gráfico 4). El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea disminuyó ligeramente en el citado mes, lo que señala una ralentización del crecimiento en el segundo trimestre (gráfico 3). Aunque la confianza empresarial mejoró en cierta medida en la industria y en los servicios, se deterioró en los sectores de comercio minorista y de la construcción. Como consecuencia de la preocupación persistente por la alta inflación en un contexto de incertidumbre elevada y de intensas disrupciones en las cadenas de suministro, la confianza de los consumidores volvió a caer en julio, hasta situarse por debajo de la observada al comienzo de la crisis del COVID-19, en abril de 2020³.

Gráfico 3
PIB real de la zona del euro, PMI de actividad compuesto y ESI

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



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

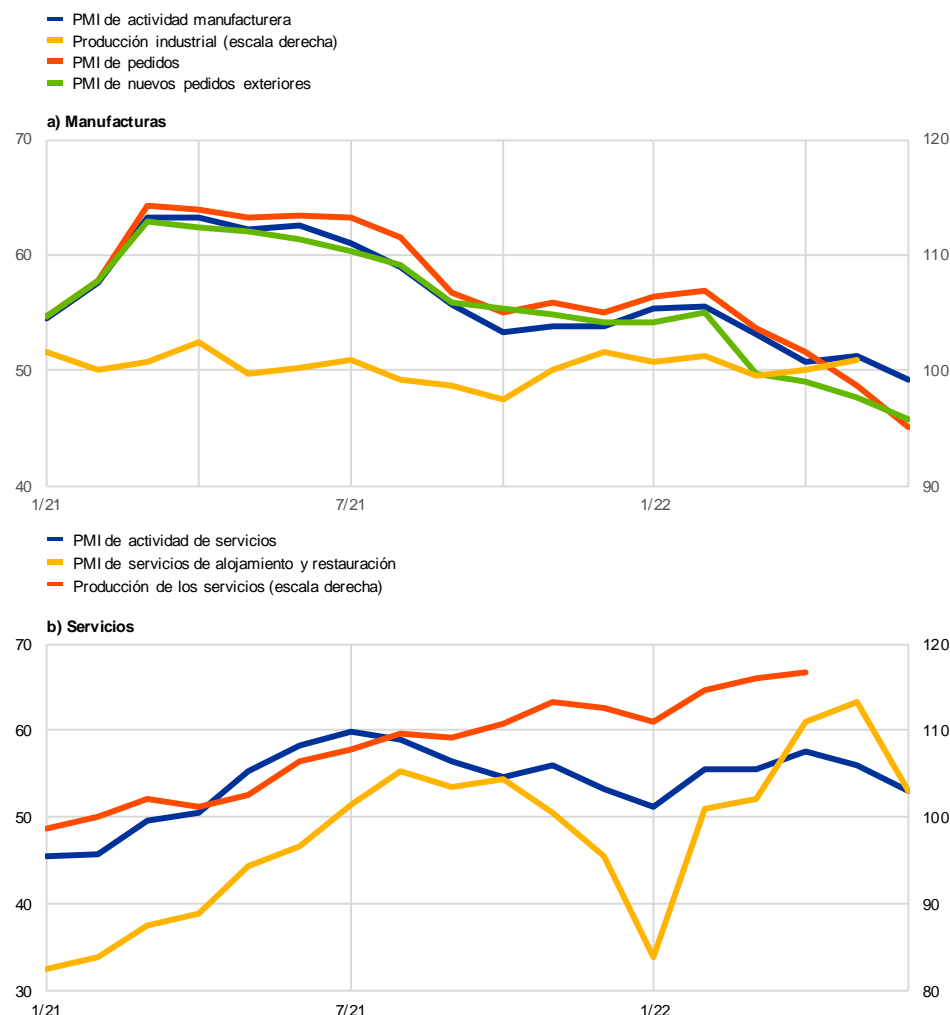
Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras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

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

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

Gráfico 4 Manufacturas y servicios

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



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

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

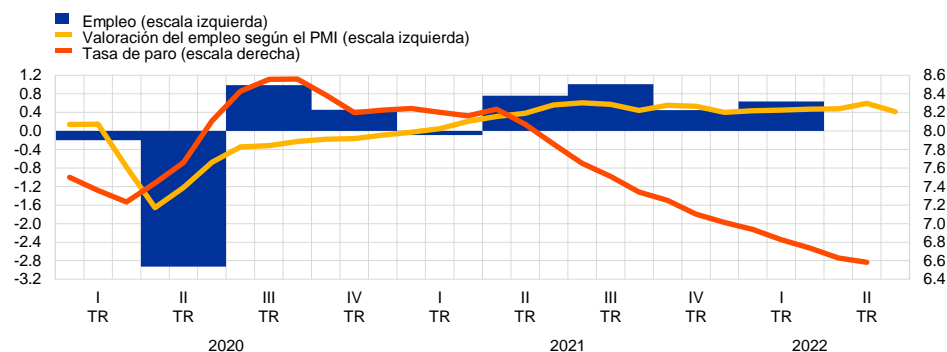
El mercado de trabajo de la zona del euro sigue mejorando pese al impacto económico de la guerra en Ucrania. La tasa de paro se situó en el 6,6 % en mayo de 2022, ligeramente por debajo de la de abril y unos 0,8 puntos porcentuales por debajo de la observada antes de la crisis pandémica en febrero de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

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

Gráfico 5

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

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



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

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

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

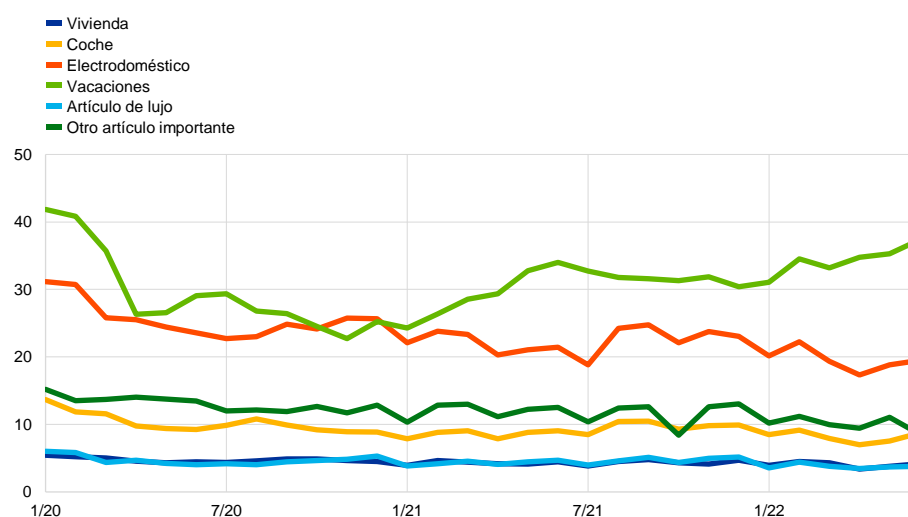
El gasto de los hogares se está desplazando de los bienes a los servicios. El consumo privado disminuyó un 0,4 % en el primer trimestre de 2022, y la demanda tanto de servicios como de bienes se contrajo. Es probable que el consumo de bienes por parte de los hogares haya mantenido su debilidad en el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

junio sugerían que, pese a la disminución de la confianza, es probable que la demanda esperada de servicios de alojamiento, restauración y turismo y viajes favorezca el crecimiento del consumo privado, al menos durante el período estival⁴. Esto también se ve confirmado por la evidencia más reciente procedente de la encuesta sobre expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) del citado mes, que muestra que la prioridad de gasto de los hogares fueron las vacaciones, mientras que sus planes de realizar grandes compras (como coches y electrodomésticos) se mantuvieron contenidos (gráfico 6). Al mismo tiempo, el consumo también se está viendo apoyado, en parte, por el elevado volumen de ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia y por la continua fortaleza del mercado laboral, que está contribuyendo a sostener las rentas del trabajo en general. La tasa de ahorro de los hogares creció de forma marginal hasta situarse en el 15 % de la renta disponible en el primer trimestre de 2022, principalmente como resultado del impacto de las restricciones asociadas al COVID-19 y del aumento de la incertidumbre. De cara al futuro, es probable que el incremento del ahorro por motivos de precaución debido a la incertidumbre generada por la invasión rusa de Ucrania se compense con la utilización del ahorro por parte de los hogares para amortiguar, al menos parcialmente, los efectos negativos de la perturbación de los precios de la energía. Sin embargo, la distribución asimétrica de la capacidad de ahorro entre los hogares, las crecientes preocupaciones financieras y la incertidumbre relacionada podrían limitar la capacidad de dicho ahorro para proteger la recuperación en curso del consumo de la reciente escalada de los precios energéticos (recuadro 3).

Gráfico 6

Planes de compra de los hogares para los siguientes doce meses

(porcentaje de encuestados)



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

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

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

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

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

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

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

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

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

3 Precios y costes

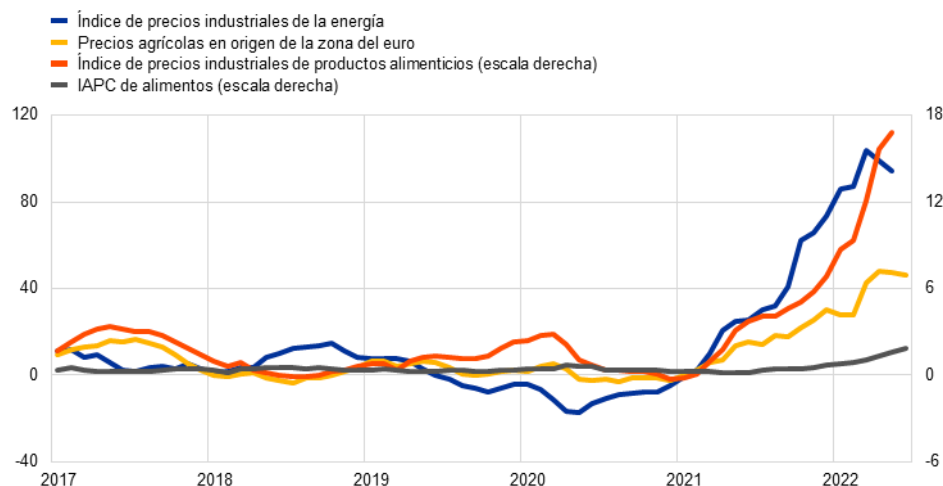
La inflación siguió aumentando y en junio se situó en el 8,6 %. La fuerte subida de los precios de la energía volvió a ser el factor que más contribuyó a la inflación general. La inflación de los alimentos también continuó aumentando, como reflejo, en parte, de la importancia de Ucrania y de Rusia como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

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

Gráfico 7

Presión de los costes de los insumos energéticos y alimenticios

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

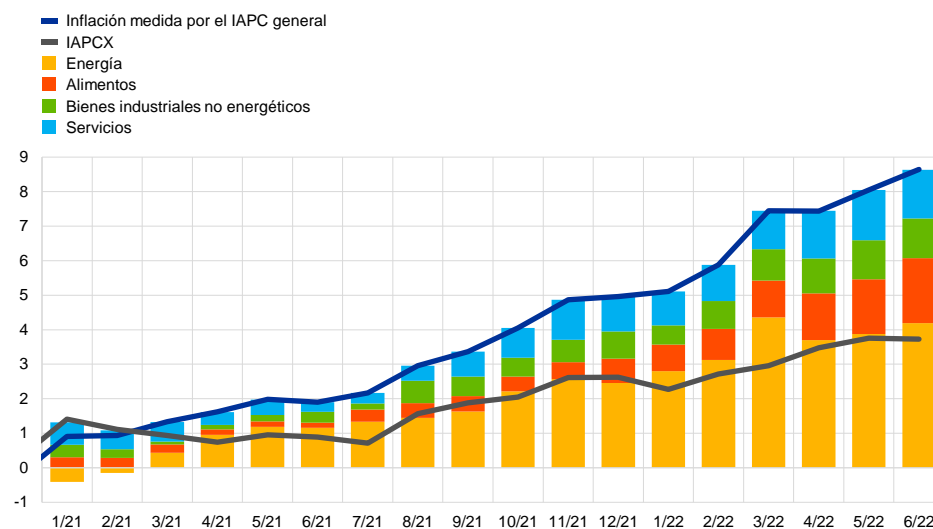
Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2022 para los precios agrícolas en origen de la zona del euro y a mayo de 2022 para los demás datos.

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

Gráfico 8

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2022.

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

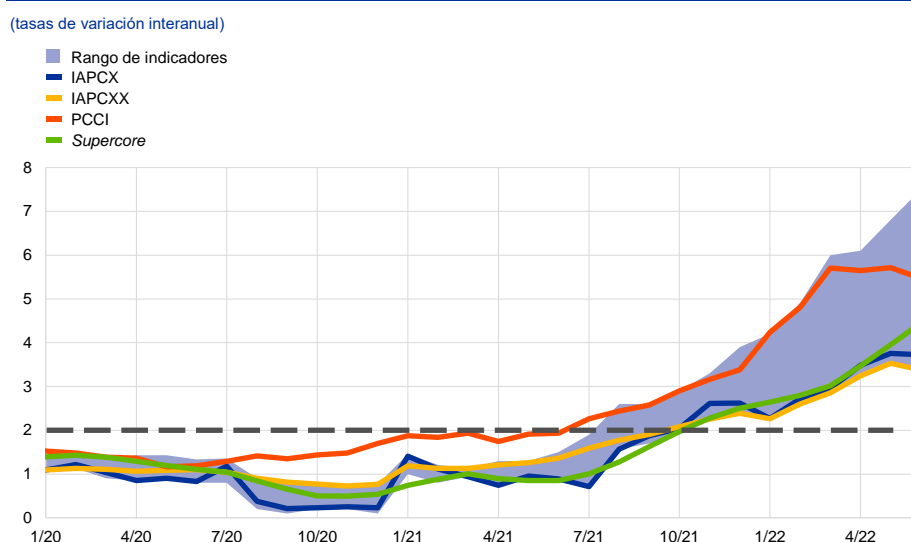
Algunos indicadores basados en la exclusión de componentes registraron un descenso, mientras que otros siguieron aumentando. Si bien se mantuvo en niveles elevados, la inflación medida por el IAPCX descendió ligeramente, desde el 3,8 % de mayo hasta el 3,7 % en junio. La inflación medida por el IAPCXX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

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

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

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

Gráfico 9
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

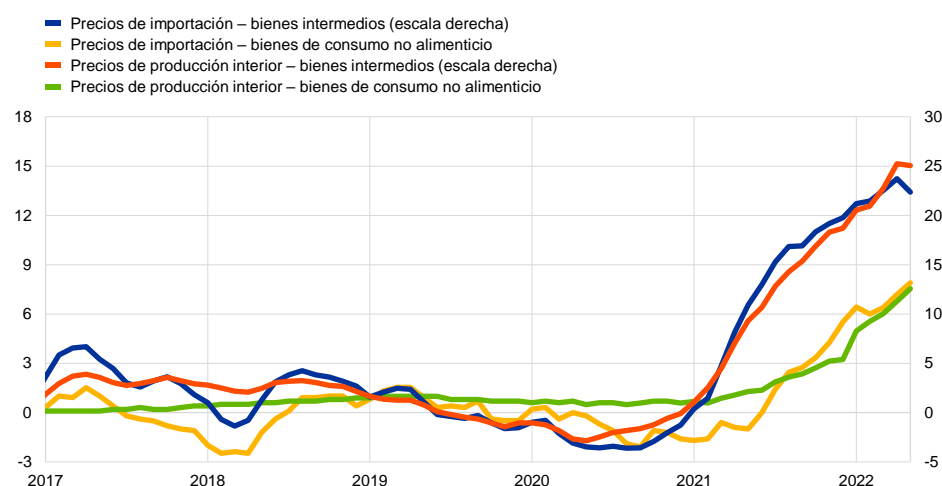
Las presiones latentes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos han continuado creciendo en todas las fases del proceso de formación de precios (gráfico 10).

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

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

Gráfico 10
Indicadores de las presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022.

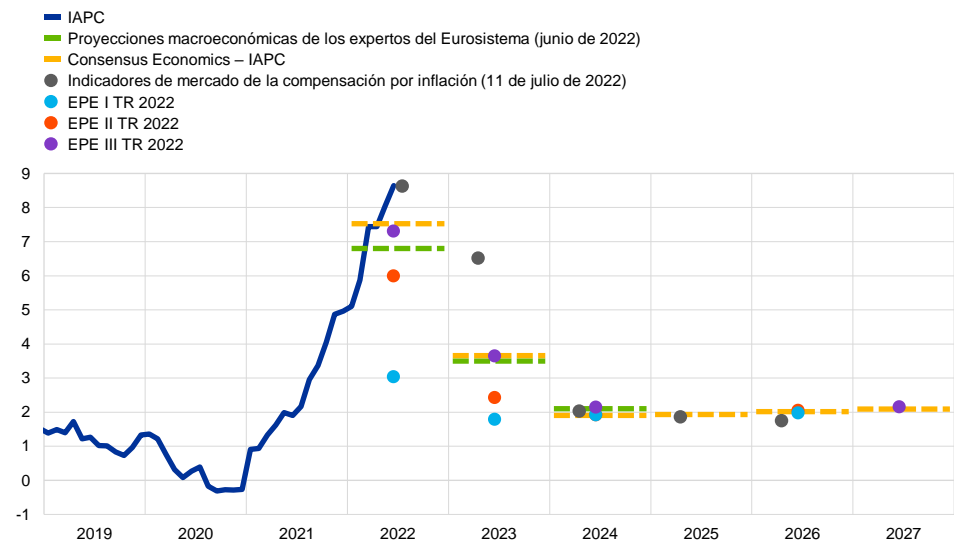
Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo continuaron aumentando gradualmente y alcanzaron niveles próximos o ligeramente superiores al 2 %, mientras que los indicadores de mercado se redujeron de forma considerable tras la reunión del Consejo de Gobierno de junio (gráfico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

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

Gráfico 11

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

(tasas de variación interanual)



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

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

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

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

Evolución de los mercados financieros

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

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

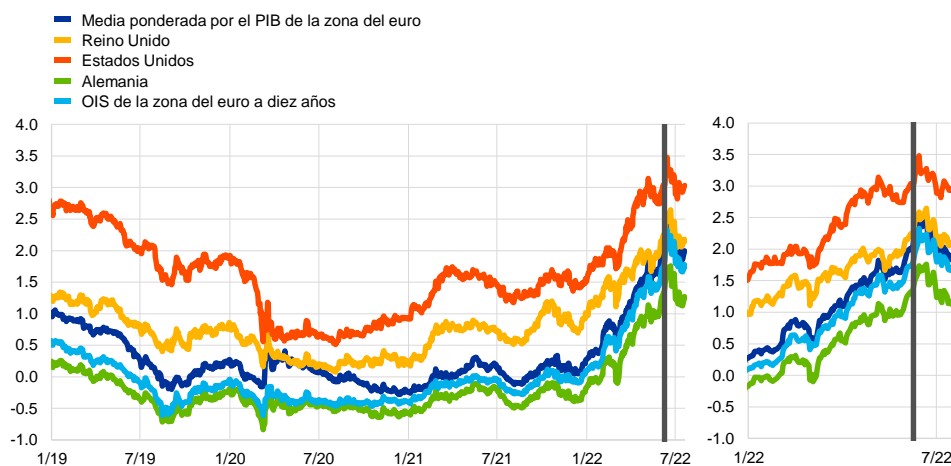
Los rendimientos soberanos a largo plazo de la zona del euro se redujeron en un entorno de tipos de interés libres de riesgo a largo plazo más bajos y de disminución de los diferenciales de la deuda soberana (gráfico 12). Durante el período analizado, el rendimiento medio de la deuda soberana a diez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

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

Gráfico 12

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (9 de junio de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 20 de julio de 2022.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se ampliaron al acrecentarse los riesgos a la baja para las valoraciones de los bonos corporativos. Los diferenciales de los valores de renta fija de las

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

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

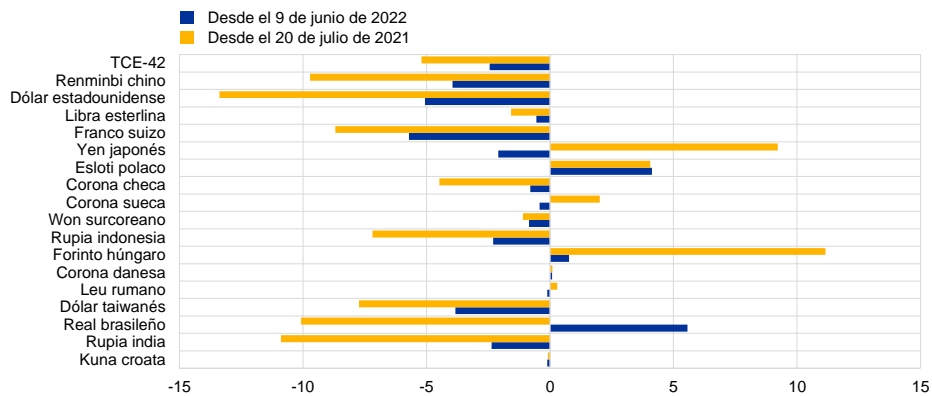
Los mercados de renta variable de la zona del euro volvieron a registrar pérdidas, dado que el endurecimiento de la política monetaria y el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento global lastraron las cotizaciones. Los precios de las acciones del sector bancario y de las sociedades no financieras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

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

Gráfico 13

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 20 de julio de 2022.

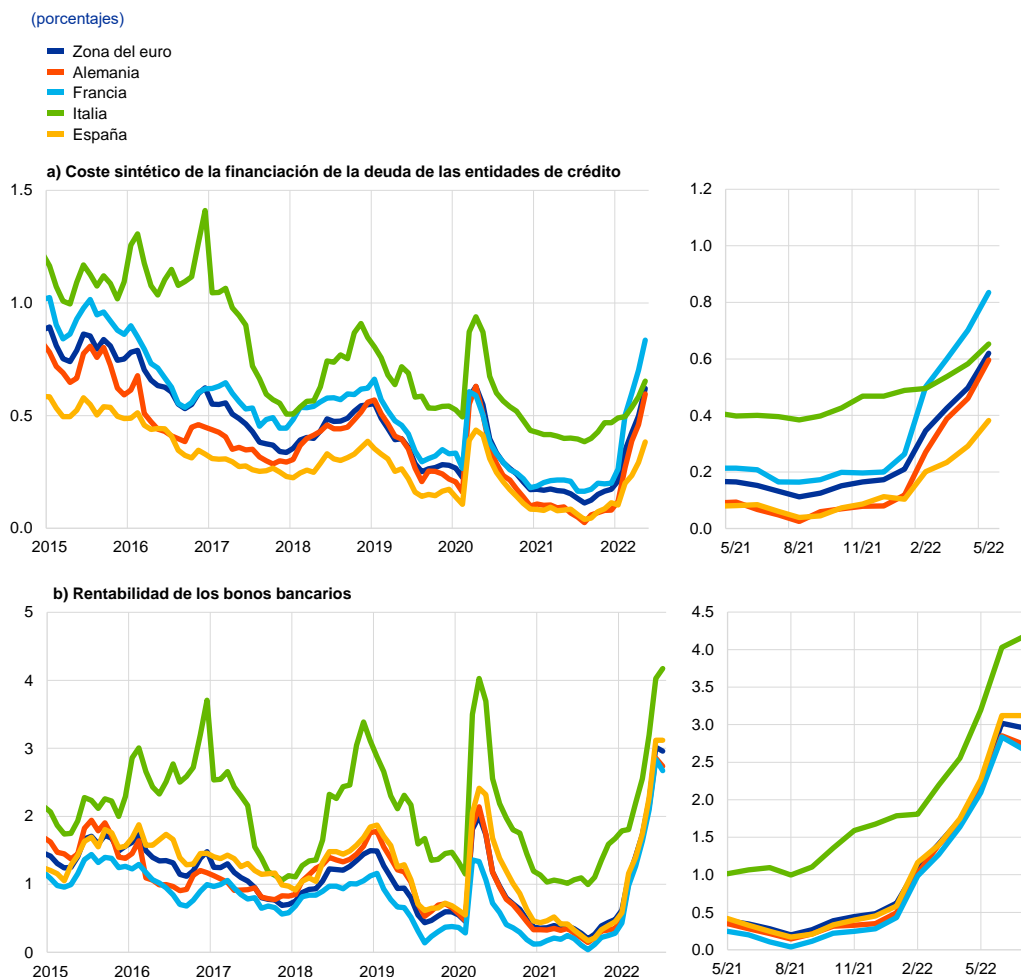
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

Gráfico 14

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



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

Notas: Los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como una media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 20 de julio de 2022 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

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

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

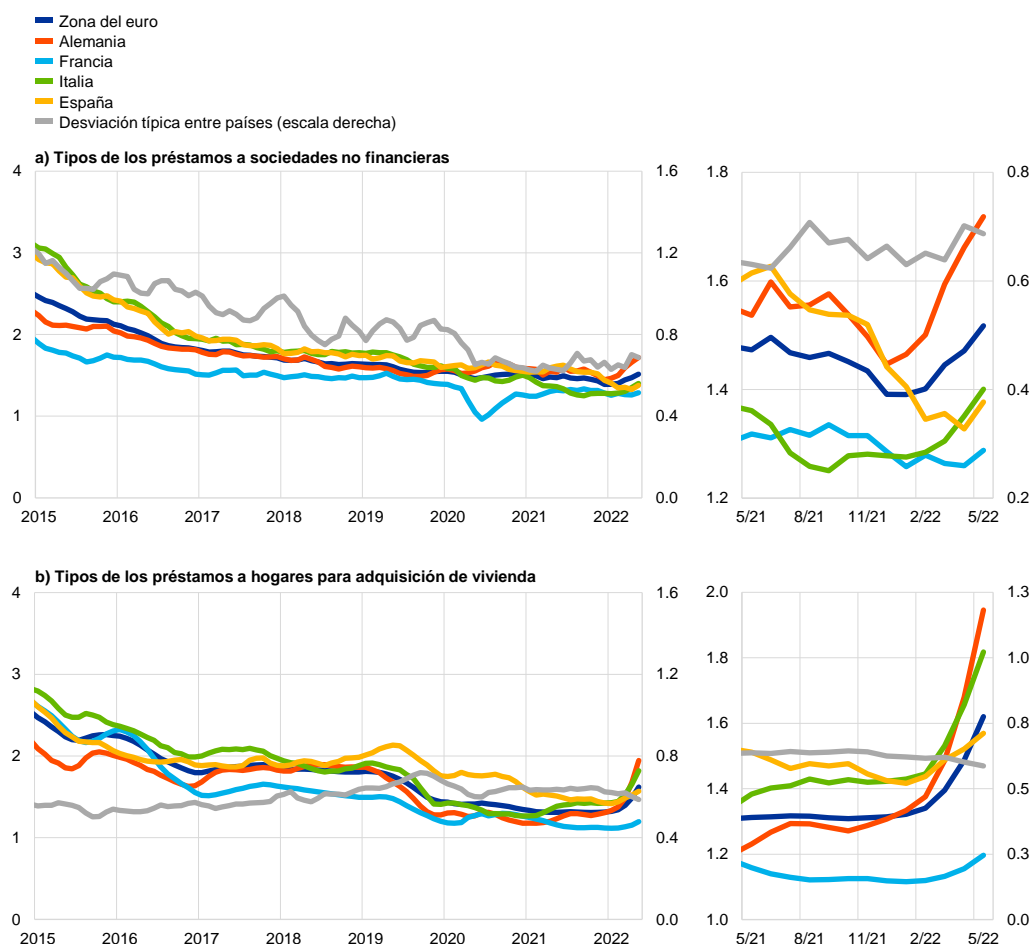
han registrado los tipos de interés libres de riesgo y los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro desde principios de 2022 ha impulsado al alza los tipos de interés de los préstamos (gráfico 15). En mayo, el tipo de interés sintético de los préstamos bancarios a hogares para adquisición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

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

Gráfico 15

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

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



Fuente: BCE.

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

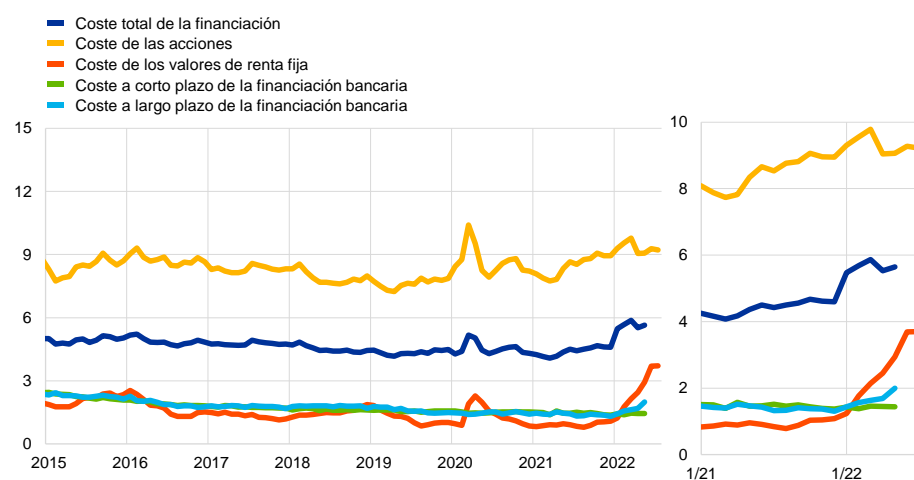
En el período comprendido entre el 9 de junio y el 20 de julio de 2022, el coste de la financiación de las sociedades no financieras mediante valores de renta fija y mediante acciones se incrementó sustancialmente. Debido al retraso en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria,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

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

Gráfico 16

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

(porcentajes)



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

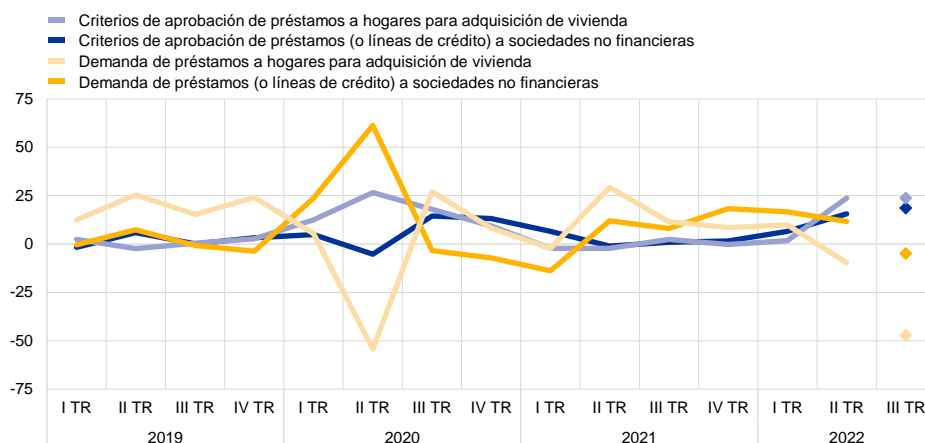
Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 20 de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

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

Gráfico 17

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

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



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

Notas: En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que contestaron «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que respondieron que la demanda «ha aumentado considerablemente» y «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que contestaron que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» y «ha disminuido considerablemente». Los rombos indican las expectativas para el trimestre siguiente de las entidades de crédito que participaron en la última encuesta. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2022.

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

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

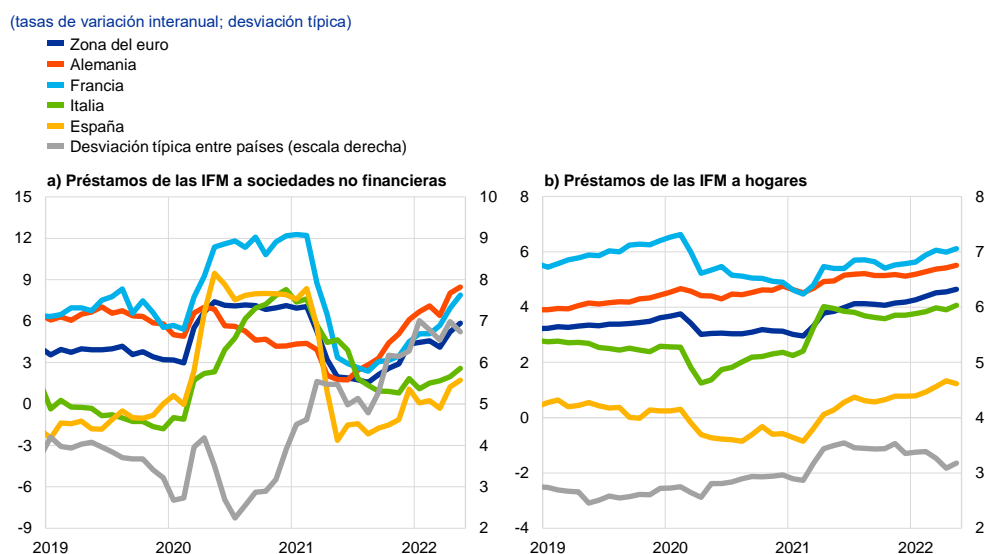
La encuesta también sugiere que el acceso de las entidades de crédito a la financiación mayorista se ha deteriorado. Según las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas, el acceso a los mercados monetarios, a los de titulización y, en especial, a la financiación mediante la emisión de valores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

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

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

Gráfico 18

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



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 mayo de 2022.

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

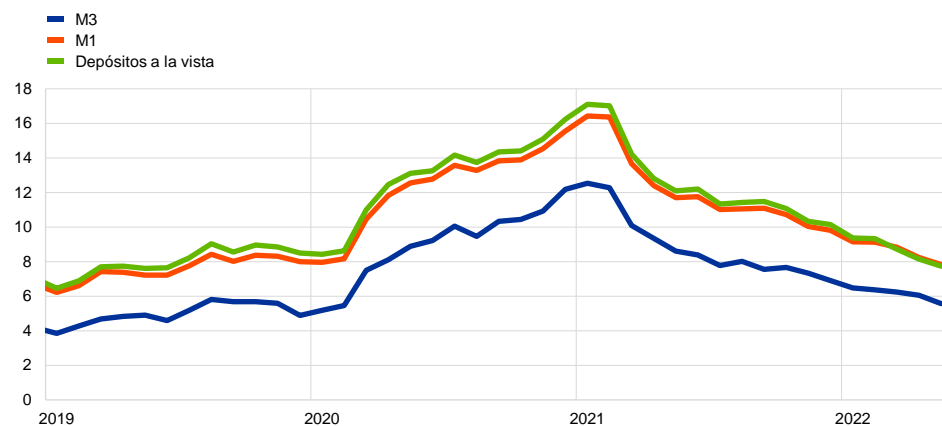
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista disminuyó hasta el 7,7 % en mayo, en comparación con el 8,1 % de abril. La desaceleración se observó en los depósitos a la vista tanto de las empresas como de los hogares, dado que los mayores costes de los alimentos y de la energía han reducido los colchones de liquidez de las primeras y han limitado la capacidad para incrementar el ahorro de los segundos⁶. Al mismo tiempo, la elevada incertidumbre relacionada con la guerra en Ucrania y el deterioro de las perspectivas económicas continuaron respaldando la preferencia de las empresas y los hogares por la liquidez. En este contexto, las entradas de depósitos siguieron siendo cuantiosas en mayo, debido al incremento de los depósitos de los hogares. Los depósitos de las empresas y los hogares crecieron de forma dispar entre países, como consecuencia de las diferentes necesidades de liquidez y medidas nacionales de apoyo fiscal.

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

Gráfico 19

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2022.

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

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