

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Rasgos básicos

El 8 de septiembre de 2022, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 75 puntos básicos. Este importante paso anticipa la transición desde el nivel muy acomodaticio de los tipos de interés oficiales vigente hacia niveles que asegurarán el retorno oportuno de la inflación al objetivo del 2 % a medio plazo del Consejo de Gobierno. Sobre la base de su evaluación actualizada, el Consejo de Gobierno espera incrementar los tipos de interés en las próximas reuniones para moderar la demanda y proteger frente al riesgo de un aumento persistente de las perspectivas de inflación. El Consejo de Gobierno reevaluará periódicamente la senda de su política a la luz de la nueva información y de la evolución de las perspectivas de inflación. Sus decisiones futuras relativas a los tipos de interés continuarán dependiendo de los datos y seguirán un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión.

El Consejo de Gobierno adoptó esta decisión, y espera volver a subir los tipos de interés, porque la inflación sigue siendo excesivamente elevada y es probable que se mantenga por encima del objetivo durante un período prolongado. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación alcanzó el 9,1 % en agosto. La fuerte subida de los precios de la energía y de los alimentos, las presiones de demanda en algunos sectores debido a la reapertura de la economía y los cuellos de botella en la oferta continúan impulsando la inflación. Las presiones sobre los precios han seguido intensificándose y extendiéndose al conjunto de la economía, y la inflación podría continuar avanzando en el corto plazo. A medida que los actuales determinantes de la inflación vayan desapareciendo con el tiempo y que la normalización de la política monetaria se transmita a la economía y a la fijación de precios, la inflación descenderá. De cara al futuro, los expertos del BCE han revisado significativamente al alza sus proyecciones de inflación y ahora esperan que se sitúe, en promedio, en el 8,1 % en 2022, el 5,5 % en 2023 y el 2,3 % en 2024.

Tras experimentar un rebote en el primer semestre de 2022, los últimos datos apuntan a una desaceleración sustancial del crecimiento económico de la zona del euro, y se espera un estancamiento de la economía durante los últimos meses del año y en el primer trimestre de 2023. Los precios muy elevados de la energía están reduciendo el poder adquisitivo de la renta de los ciudadanos y, aunque los cuellos de botella en la oferta están relajándose, siguen limitando la actividad económica. Por otra parte, la adversa situación geopolítica, especialmente la agresión injustificada de Rusia a Ucrania, está afectando a la confianza de las empresas y de los consumidores. Estas perspectivas se reflejan en las últimas proyecciones de los expertos sobre el crecimiento de la economía, que se han revisado notablemente a la baja para el resto de este año y para 2023. Los expertos esperan ahora que el crecimiento sea del 3,1 % en 2022, el 0,9 % en 2023 y el 1,9 % en 2024.

Las vulnerabilidades persistentes causadas por la pandemia siguen representando un riesgo para la transmisión fluida de la política monetaria. Por tanto, el Consejo de Gobierno seguirá reinvertiendo con flexibilidad el principal de los valores de la cartera del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que vayan venciendo, con el objetivo de contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión relacionados con la pandemia.

## Actividad económica

La alta inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras y la persistencia de factores adversos relacionados con la oferta están influyendo negativamente en la actividad económica en todo el mundo. Los datos procedentes de encuestas señalan una moderación generalizada de la actividad económica. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, las perspectivas de crecimiento mundial son moderadas, y se prevé que el PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumente un 2,9 % en 2022, un 3 % en 2023 y un 3,4 % en 2024. Estas perspectivas son peores que las indicadas en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2022 e implican que el ritmo de avance de la economía mundial será ligeramente inferior a su media de largo plazo este año y el siguiente, en un entorno de ralentización de la actividad económica tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Las perspectivas de mayor debilidad de la demanda y las mejoras en la oferta han contribuido a aliviar las presiones en las cadenas de suministro que, no obstante, aún persisten. En línea con las perspectivas de crecimiento global, las relativas al comercio mundial y a la demanda externa de la zona del euro también se han deteriorado en comparación con las proyecciones de junio. Las presiones inflacionistas globales siguen siendo elevadas y generalizadas en un contexto de subidas de los precios de las materias primas, persistencia de las restricciones de oferta, una demanda todavía relativamente sólida y tensiones en los mercados de trabajo, pero se espera que disminuyan a medida que los mercados de materias primas se estabilicen y el crecimiento se debilite. En un entorno de considerable incertidumbre, el balance de riesgos en torno a las proyecciones de referencia está orientado a la baja para el crecimiento mundial y al alza para la inflación global.

La economía de la zona del euro creció un 0,8 % en el segundo trimestre de 2022, debido principalmente al fuerte gasto de los consumidores en servicios que requieren mayor interacción social, como resultado de la retirada de las restricciones relacionadas con la pandemia. Durante el verano, dado que los ciudadanos viajaron más, los países con sectores turísticos importantes se beneficiaron especialmente. Al mismo tiempo, las empresas se han visto afectadas por los elevados costes de la energía y la continuación de los cuellos de botella en la oferta, si bien estos se han ido relajando de manera gradual. Aunque el auge del turismo ha contribuido al crecimiento económico durante el tercer trimestre, el Consejo de Gobierno espera que la economía se ralentice sustancialmente durante el resto de este año. Ello se debe a cuatro razones principales. En primer lugar, la elevada inflación está frenando el gasto y la producción en el conjunto de la economía, y estos factores adversos se ven agravados por las disruptpciones en el suministro de gas. En

segundo lugar, el fuerte repunte de la demanda de servicios relacionado con la reapertura de la economía perderá impulso en los próximos meses. En tercer lugar, el debilitamiento de la demanda mundial, también en el contexto de una orientación más restrictiva de la política monetaria en muchas grandes economías, y el empeoramiento de la relación real de intercambio, se traducirán en un menor apoyo a la economía de la zona del euro. En cuarto lugar, la incertidumbre sigue siendo alta y la confianza se está deteriorando de manera acusada.

Al mismo tiempo, el mercado de trabajo ha mantenido su fortaleza, respaldando la actividad económica. El empleo aumentó en más de 600.000 personas en el segundo trimestre de 2022 y la tasa de desempleo se situó en un mínimo histórico del 6,6 % en julio. El total de horas trabajadas se incrementó de nuevo en un 0,6 % ese segundo trimestre y ha superado sus niveles anteriores a la pandemia. A más largo plazo es probable que la ralentización de la economía se traduzca en un incremento de la tasa de desempleo.

El escenario de referencia para la zona del euro de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022 se basa en los supuestos de que la demanda de gas se verá atenuada por los altos precios y las medidas de ahorro de energía por motivos de precaución (tras el reciente acuerdo de la UE de reducir la demanda de gas hasta un 15 %) y de que no será necesario un racionamiento importante del gas. No obstante, se considera que serán necesarios algunos recortes de la producción durante el invierno en los países que tienen una fuerte dependencia de las importaciones de gas natural ruso y que corren el riesgo de sufrir escasez de suministros. Aunque los cuellos de botella en la oferta se han reducido recientemente a un ritmo algo más rápido de lo esperado, siguen lastrando la actividad y se estima que se disiparán gradualmente. A medio plazo, a medida que se reequilibren los mercados de la energía, disminuya la incertidumbre, se resuelvan los cuellos de botella en la oferta y mejoren las rentas reales, se espera que el crecimiento repunte, pese a unas condiciones de financiación menos favorables. De acuerdo con las proyecciones, el mercado de trabajo se debilitará como consecuencia de la ralentización de la actividad económica, aunque, en general, seguirá mostrando bastante capacidad de resistencia. En conjunto, según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, el crecimiento anual del PIB real se situará, en promedio, en el 3,1 % en 2022, se desacelerará de forma acusada hasta el 0,9 % en 2023 y repuntará hasta el 1,9 % en 2024. En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosystema de junio de 2022, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales para 2022, tras las sorpresas positivas observadas en el primer semestre del año, y a la baja en 1,2 puntos porcentuales para 2023 y 0,2 puntos porcentuales para 2024, debido principalmente al impacto de las disruptiones en el suministro de energía, al aumento de la inflación y a la consiguiente caída de la confianza.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, el saldo presupuestario de la zona del euro mejorará de forma continuada hasta 2024, aunque algo menos de lo previsto en las proyecciones de junio. Sin embargo, las proyecciones fiscales continúan sujetas a una elevada incertidumbre,

relacionada fundamentalmente con la guerra en Ucrania y con la evolución de los mercados energéticos, que podrían hacer que los Gobiernos adopten medidas adicionales de estímulo fiscal. Tales medidas han tenido por objeto, en gran parte, contrarrestar el encarecimiento del coste de la vida para los consumidores, en particular en lo que respecta a la energía, y también financiar las nuevas capacidades de defensa y ayudar a los refugiados de la guerra de Rusia en Ucrania. No obstante, de acuerdo con las proyecciones, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro seguirá reduciéndose —desde el 5,1 % del PIB en 2021 hasta el 3,8 % en 2022, y después hasta el 2,7 % al final del horizonte de proyección—. Tras la fuerte relajación en respuesta a la crisis del coronavirus (COVID-19) en 2020, la orientación de la política fiscal se endureció en 2021 y se prevé que continúe haciéndolo levemente, en particular en 2023, y que sea neutral en 2024. En un contexto de mayor incertidumbre y de riesgos a la baja para las perspectivas económicas como consecuencia de la guerra en Ucrania, así como de subidas de los precios de la energía y de persistencia de las perturbaciones en las cadenas de suministro, el 23 de mayo de 2022 la Comisión Europea recomendó prorrogar la aplicación de la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento hasta el final de 2023. Esto permitiría adaptar las políticas fiscales a cambios en las circunstancias si fuera necesario. Al mismo tiempo, dado que los desequilibrios presupuestarios continúan por encima de sus niveles prepandémicos y que la inflación se mantiene excepcionalmente alta, la política fiscal ha de ser cada vez más selectiva y focalizada para evitar agravar las presiones inflacionistas a medio plazo y, al mismo tiempo, asegurar la sostenibilidad fiscal en ese mismo horizonte.

Las medidas de apoyo fiscal para amortiguar el impacto del encarecimiento de los precios de la energía deben ser temporales y estar dirigidas a los hogares y las empresas más vulnerables a fin de limitar el riesgo de intensificar las presiones inflacionistas, mejorar la eficiencia del gasto público y mantener la sostenibilidad de la deuda. Las políticas estructurales deben tener como objetivo aumentar el crecimiento potencial de la zona del euro y respaldar su capacidad de resistencia.

## Inflación

La inflación siguió aumentando y en agosto se situó en el 9,1 %. La tasa de variación de los precios de la energía se mantuvo en un nivel extremadamente elevado, el 38,3 %, y volvió a ser el componente que más contribuyó a la inflación general. Los indicadores de mercado sugieren que, a corto plazo, los precios del petróleo se moderarán, mientras que los precios mayoristas del gas continuarán siendo extraordinariamente altos. La inflación de los precios de los alimentos también se incrementó en agosto, hasta el 10,6 %, lo que en parte refleja la subida de los costes de los bienes intermedios relacionados con la energía, disruptores en el comercio de materias primas alimenticias y unas condiciones meteorológicas adversas. Aunque los cuellos de botella en la oferta se han ido moderando, siguen trasladándose paulatinamente a los precios de consumo y están ejerciendo presiones al alza sobre la inflación, al igual que la recuperación de la demanda en el sector servicios. La depreciación del euro también ha contribuido a la acumulación

de presiones inflacionistas. Las presiones sobre los precios se están propagando cada vez a más sectores, en parte debido al impacto de los altos costes de la energía en toda la economía. En consecuencia, los indicadores de la inflación subyacente permanecen en cotas elevadas y las últimas proyecciones de los expertos prevén que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se situará en el 3,9 % en 2022, el 3,4 % en 2023 y el 2,3 % en 2024. Es probable que la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo y ciertos efectos de recuperación para compensar la mayor inflación contribuyan al crecimiento de los salarios. Al mismo tiempo, los nuevos datos y los recientes acuerdos salariales indican que, en general, la evolución de los salarios sigue siendo contenida. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque las revisiones recientes de algunos indicadores por encima del objetivo requieren un seguimiento continuo.

La inflación continúa registrando fuertes aumentos como consecuencia de nuevas e importantes perturbaciones de oferta, que están transmitiéndose a los precios de consumo a un ritmo más rápido que en el pasado. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, la inflación general medida por el IAPC se mantendrá por encima del 9 % durante el resto de 2022, debido a los precios extremadamente altos de la energía y de las materias primas alimenticias, así como a las presiones al alza relacionadas con la reapertura de la economía, la escasez de oferta y las tensiones en los mercados de trabajo. El descenso esperado de la inflación desde una media del 8,1 % en 2022 hasta el 5,5 % en 2023 y el 2,3 % en 2024 refleja principalmente una acusada caída de la inflación de los precios de la energía y de los alimentos debido a efectos de base negativos y al supuesto de disminución de los precios de las materias primas, en línea con los precios de los futuros. Se considera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantendrá en niveles altos sin precedentes hasta mediados de 2023, pero también se espera que posteriormente descienda a medida que se atenúen los efectos de la reapertura de la economía y que se reduzcan los cuellos de botella en la oferta y las presiones sobre los costes de los bienes intermedios energéticos. Se prevé que la inflación general se mantendrá por encima del objetivo del BCE del 2 % en 2024, como consecuencia de los efectos retardados de los elevados precios de la energía sobre los componentes no energéticos de la inflación, de la reciente depreciación del euro, de la solidez de los mercados de trabajo y de algunos efectos de la compensación por inflación sobre los salarios, que se espera que crezcan a tasas muy superiores a sus medias históricas. En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, la inflación general se ha revisado sustancialmente al alza para 2022 (en 1,3 puntos porcentuales) y 2023 (2 puntos porcentuales), y ligeramente al alza para 2024 (0,2 puntos porcentuales). Esto obedece a datos recientes distintos de lo esperado, a fuertes aumentos en los supuestos de precios mayoristas del gas y de la electricidad, a un crecimiento más vigoroso de los salarios y a la reciente depreciación del tipo de cambio del euro. Estos efectos compensan con creces el impacto a la baja derivado del reciente descenso de los precios de las materias primas alimenticias, de la menor severidad de los cuellos de botella en la oferta con respecto a lo contemplado anteriormente y del debilitamiento de las perspectivas de crecimiento.

## Evaluación de riesgos

En un contexto de desaceleración de la economía mundial, los riesgos para el crecimiento están orientados principalmente a la baja, en particular en el corto plazo. Como se refleja en el escenario bajista de las proyecciones de los expertos, una duración prolongada de la guerra en Ucrania sigue constituyendo un riesgo significativo para el crecimiento, en particular si las empresas y los hogares tuvieran que hacer frente a un racionamiento del suministro energético. En tal situación, la confianza podría deteriorarse más y las restricciones de oferta podrían volver a agravarse. Asimismo, los costes de la energía y de los alimentos podrían mantenerse en niveles persistentemente más elevados de lo esperado. Un nuevo empeoramiento de las perspectivas económicas mundiales podría representar un lastre adicional para la demanda externa de la zona del euro.

Los riesgos para las perspectivas de inflación se sitúan fundamentalmente al alza. Al igual que para el crecimiento, el principal riesgo a corto plazo es una disrupción mayor en el suministro de energía. A medio plazo, la inflación podría ser más elevada de lo esperado como consecuencia de un empeoramiento persistente de la capacidad de producción de la economía de la zona del euro, de nuevas subidas de los precios de la energía y de los alimentos, de un aumento de las expectativas de inflación por encima del objetivo del Consejo de Gobierno o de incrementos salariales mayores de lo previsto. Sin embargo, una disminución de los costes de la energía o un debilitamiento de la demanda a medio plazo reduciría las presiones inflacionistas.

## Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado han aumentado anticipándose a nuevas medidas de normalización de la política monetaria en respuesta a las perspectivas de inflación. El crédito a las empresas se ha encarecido en los últimos meses, y los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a los hogares actualmente se sitúan en los niveles más altos observados desde hace más de cinco años. Hasta ahora, el volumen de crédito bancario a las empresas ha continuado siendo elevado, lo que en parte refleja la necesidad de financiar los altos costes de producción y la acumulación de existencias. Los préstamos hipotecarios a los hogares se están moderando como consecuencia del endurecimiento de los criterios de concesión, del incremento de los costes de la financiación y de la reducida confianza de los consumidores.

## Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 75 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se incrementaron hasta el 1,25 %, 1,50 % y 0,75 %, respectivamente, con efectos a partir del 14 de septiembre

de 2022. Este importante paso anticipa la transición desde el nivel muy acomodaticio de los tipos de interés oficiales vigente hacia niveles que asegurarán el retorno oportuno de la inflación al objetivo del 2 % a medio plazo del Consejo de Gobierno. El Consejo de Gobierno adoptó esta decisión, y espera volver a subir los tipos de interés, porque la inflación sigue siendo excesivamente elevada y es probable que se mantenga por encima del objetivo durante un período prolongado. Las decisiones futuras relativas a los tipos de interés continuarán dependiendo de los datos y seguirán un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión.

Tras la subida del tipo de la facilidad de depósito por encima de cero, el sistema de dos tramos para la remuneración del exceso de reservas ya no es necesario. En consecuencia, en su reunión del 8 de septiembre de 2022, el Consejo de Gobierno decidió suspender el sistema de dos tramos fijando el multiplicador en cero.

El Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP) que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que comenzó a subir los tipos de interés oficiales del BCE y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de amplia liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria. En lo que se refiere al PEPP, el Consejo de Gobierno pretende 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 de la política monetaria 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. Evaluará también periódicamente la forma en que las operaciones de financiación con objetivo específico están contribuyendo a la orientación de su política monetaria.

Con el fin de preservar la transmisión efectiva de la política monetaria y salvaguardar el funcionamiento ordenado del mercado, el 8 de septiembre de 2022, el Consejo de Gobierno decidió eliminar temporalmente el tipo de interés máximo del 0 % aplicado a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas. El límite máximo continuará siendo temporalmente el menor entre el tipo de interés de la facilidad de depósito del Eurosistema y el tipo a corto plazo del euro (€STR), también cuando el tipo de la facilidad de depósito sea positivo. Está previsto que la medida esté en vigor hasta el 30 de abril de 2023. Esta modificación evitará una salida brusca de depósitos al mercado, en un momento en el que algunos segmentos de los mercados de repos de la zona del euro están mostrando señales de escasez de activos de garantía, y permitirá evaluar a fondo cómo se están ajustando los mercados monetarios al retorno de tipos de interés positivos.

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 instrumento para la Protección de la Transmisión está disponible para contrarrestar dinámicas de mercado no deseadas o desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria a todos los países de la zona del euro, lo que permitirá al Consejo de Gobierno cumplir su mandato de estabilidad de precios de manera más eficiente.

# 1

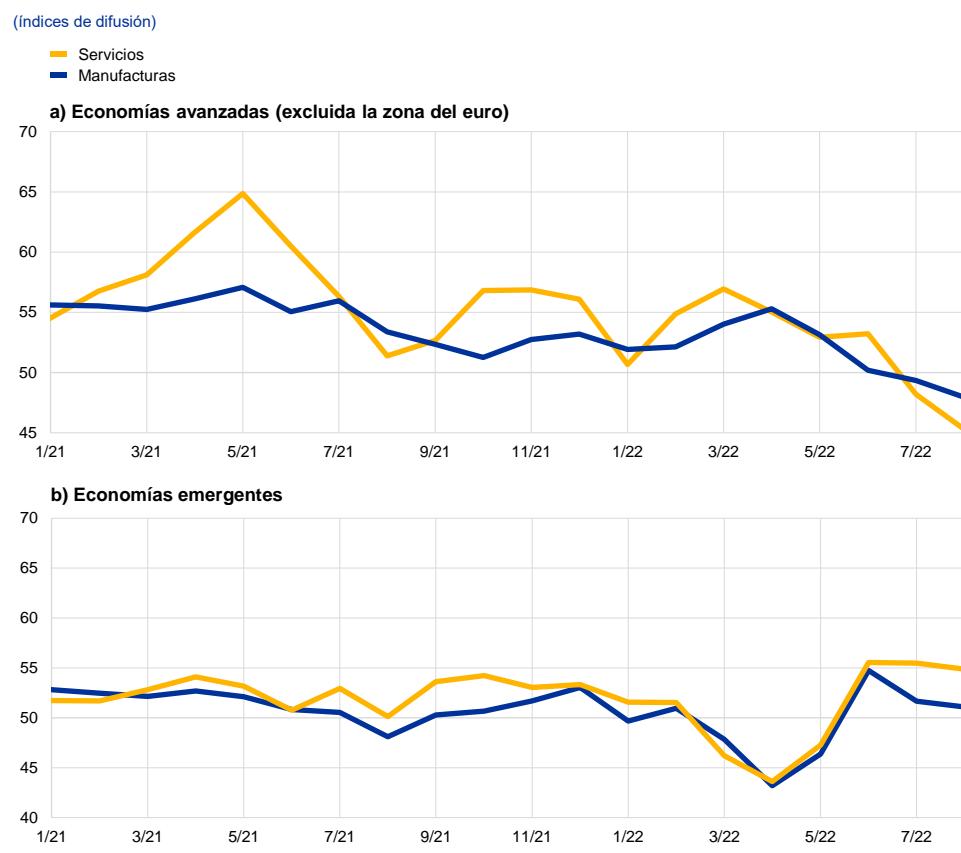
## Entorno exterior

*La alta inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras y la persistencia de cuellos de botella en la oferta están dejando sentir sus efectos en un contexto de desaceleración de la actividad económica mundial. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, las perspectivas de crecimiento global son moderadas, y se prevé que el PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumente un 2,9 % en 2022, un 3 % en 2023 y un 3,4 % en 2024. Estas perspectivas son peores que las indicadas en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2022 e implican que el ritmo de avance de la economía mundial será ligeramente inferior a su media de largo plazo este año y el siguiente, en un entorno de ralentización de la actividad económica tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Las perspectivas de mayor debilidad de la demanda y las mejoras en la oferta han contribuido a aliviar las presiones sobre las cadenas de suministro que, no obstante, aún perduran. Las perspectivas relativas al comercio mundial y a la demanda externa de la zona del euro también se han deteriorado en comparación con las proyecciones de junio. Las presiones inflacionistas globales siguen siendo elevadas y generalizadas en un contexto de subidas de los precios de las materias primas, persistencia de las restricciones de oferta, una demanda todavía relativamente sólida y tensiones en los mercados de trabajo, pero se espera que disminuyan a medida que los mercados de materias primas se estabilicen y el crecimiento se debilite. En un entorno de considerable incertidumbre, el balance de riesgos en torno a las proyecciones de referencia está orientado a la baja para el crecimiento mundial y al alza en lo que respecta a las presiones inflacionistas globales.*

**La economía mundial se está desacelerando en un contexto en el que la elevada inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras y la persistencia de cuellos de botella en la oferta dejan sentir sus efectos en la actividad económica.** La guerra en Ucrania ha impulsado al alza los precios de las materias primas energéticas y ha causado perturbaciones en las cadenas globales de suministro de alimentos, lo que ha intensificado las presiones inflacionistas en todo el mundo y ha acrecentado la preocupación por la seguridad alimentaria mundial. En China, la recuperación de la economía tras los confinamientos impuestos en provincias importantes en la primavera se ha estancado recientemente, debido a la mayor debilidad de la demanda como consecuencia de las estrictas medidas de contención introducidas para hacer frente a pequeños brotes de coronavirus (COVID-19), a los recortes de producción en algunos sectores intensivos en energía y al agravamiento de la recesión en el sector inmobiliario residencial. La relajación sostenida de las restricciones asociadas a la pandemia en las principales economías avanzadas desde la primavera ha contribuido a respaldar el consumo en los sectores de servicios de turismo y viajes y de hostelería. No obstante, las presiones inflacionistas excepcionalmente acusadas que han obligado a los bancos centrales a endurecer su política monetaria están afectando a la renta disponible y al ahorro acumulado durante la pandemia.

**Los datos de encuestas señalan una moderación generalizada de la actividad económica.** La producción manufacturera volvió a disminuir en agosto de 2022, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes (gráfico 1). En los servicios, la evolución fue similar, sobre todo en las economías avanzadas. El indicador de actividad relativo al PIB real mundial (excluida la zona del euro), que se basa en una amplia variedad de indicadores, confirma la evidencia procedente de las encuestas y apunta a una pérdida continua de dinamismo de la actividad económica en agosto. Esta evolución es acorde con la contracción estimada en el segundo trimestre de 2022, ya que el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se situó en el -0,6 %. En comparación con las proyecciones de junio, este dato más negativo refleja una expansión más débil de lo previsto anteriormente en China, Japón, Reino Unido y Estados Unidos.

**Gráfico 1**  
PMI de actividad por sector y tipo de economía



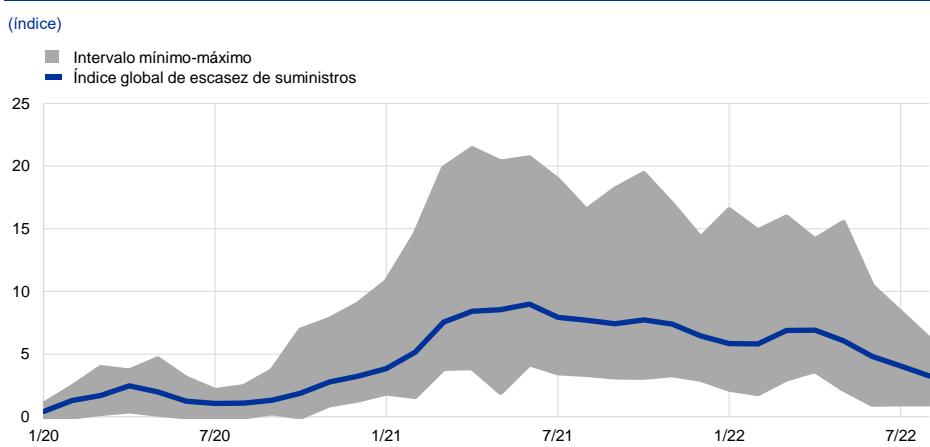
Fuentes: S&P Global y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022.

**Las perspectivas de crecimiento mundial son moderadas, y se prevé que el PIB real mundial (excluida la zona del euro) aumente un 2,9 % en 2022, un 3 % en 2023 y un 3,4 % en 2024.** En conjunto, se espera que el ritmo de avance de la economía mundial sea ligeramente inferior a su media de largo plazo este año y el siguiente, en un entorno de ralentización de la actividad económica tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosystema de junio de 2022, el crecimiento del

PIB real mundial (excluida la zona del euro) se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2022, 0,4 puntos porcentuales para 2023 y 0,2 puntos porcentuales para 2024. La mayor parte de las revisiones a la baja del crecimiento durante el horizonte de proyección se deben al deterioro de las perspectivas de China y Estados Unidos. En el Reino Unido se espera que la fuerte subida de los precios de la energía lastre considerablemente la actividad, que se prevé que empiece a desacelerarse en torno al cambio de año. Las revisiones a la baja del crecimiento para este año se han visto contrarrestadas en parte por una recesión algo más suave de lo previsto anteriormente en Rusia, que hasta ahora ha demostrado más capacidad de resistencia a las sanciones económicas de lo anticipado originalmente, así como por una actividad más vigorosa de lo esperado en algunas grandes economías emergentes, como Brasil, México y Turquía.

**El debilitamiento de la actividad manufacturera mundial está afectando al comercio, que ya comenzó a desacelerarse en la primavera de este año.** Pese a las distorsiones de oferta derivadas de los estrictos confinamientos impuestos en importantes provincias chinas esta primavera, el comercio mundial de bienes muestra una clara pérdida de impulso a medida que la demanda privada de bienes se va normalizando paulatinamente en las economías avanzadas desde los elevados niveles alcanzados. Por otra parte, las perspectivas relativas a los flujos comerciales globales de bienes siguen deteriorándose, como indican los nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero, que en agosto se mantuvieron en terreno contractivo por segundo mes consecutivo. Con este trasfondo, los plazos de entrega de los proveedores se redujeron, aunque continúan siendo más largos que antes en algunas de las principales economías, como el Reino Unido y Estados Unidos. La escasez de suministros también disminuyó para una amplia gama de bienes en el sector manufacturero, lo que, junto con la moderación de la demanda, contribuyó a aliviar parte de las presiones de oferta a escala global (gráfico 2). Con todo, aún subsisten algunos cuellos de botella en la oferta.

### Gráfico 2 Índice global de escasez de suministros



Fuentes: S&P Global y cálculos del BCE.

Notas: El Índice global de escasez de suministros (Global Supply Shortages Index) mide la cantidad de bienes incluidos en el índice en los que se ha observado escasez de oferta con respecto a su media de largo plazo de cada mes. La media de largo plazo es el valor 1 del índice. El intervalo sombreado mínimo-máximo se refiere a los percentiles 5-95 de 20 bienes. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022.

**Las perspectivas relativas al comercio mundial también se han deteriorado.** Se prevé que las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) aumenten un 4,6 % en 2022, un 2,7 % en 2023 y un 3,4 % en 2024, mientras que la demanda externa de la zona del euro será algo más débil, sobre todo en 2023. En comparación con las proyecciones de junio, las perspectivas relativas al comercio mundial y a la demanda externa de la zona del euro se han revisado a la baja para los últimos años del horizonte de proyección. Sin embargo, para 2022 se han revisado al alza en ambos casos, debido a que, a principios de este año, el comercio mostró más dinamismo de lo esperado en las economías avanzadas, en especial en el Reino Unido y en los países europeos no pertenecientes a la zona del euro.

**Las presiones inflacionistas mundiales siguen siendo elevadas y generalizadas.** Estas presiones reflejan las subidas de los precios de las materias primas, la persistencia de las restricciones de oferta, una demanda todavía relativamente sólida y tensiones en los mercados de trabajo, pero se espera que disminuyan a medida que los mercados de materias primas se estabilicen y el crecimiento se debilite. En los países de la OCDE, excluida Turquía, la inflación general interanual se redujo ligeramente hasta el 8 % en julio, desde el 8,1 % de junio, ya que el aumento de la inflación subyacente se vio compensado con creces por la menor contribución de los componentes de energía y de alimentos<sup>1</sup>. No obstante, la inflación sigue siendo alta y se sitúa muy por encima del nivel de mediados de 2021, cuando la demanda se recuperó con fuerza en el contexto de la reapertura de las economías (gráfico 3).

**Las crecientes presiones inflacionistas también son evidentes en la subida de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro.** Estos precios (en moneda nacional) se han revisado al alza en relación con las proyecciones de junio, ya que el impacto de los supuestos de ligera caída de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas se ve superado por unas presiones inflacionistas latentes internas y globales más intensas. Con todo, la disminución prevista de los precios de las materias primas en línea con el precio de sus futuros, unida al debilitamiento del crecimiento mundial, moderaría las presiones inflacionistas a medio plazo.

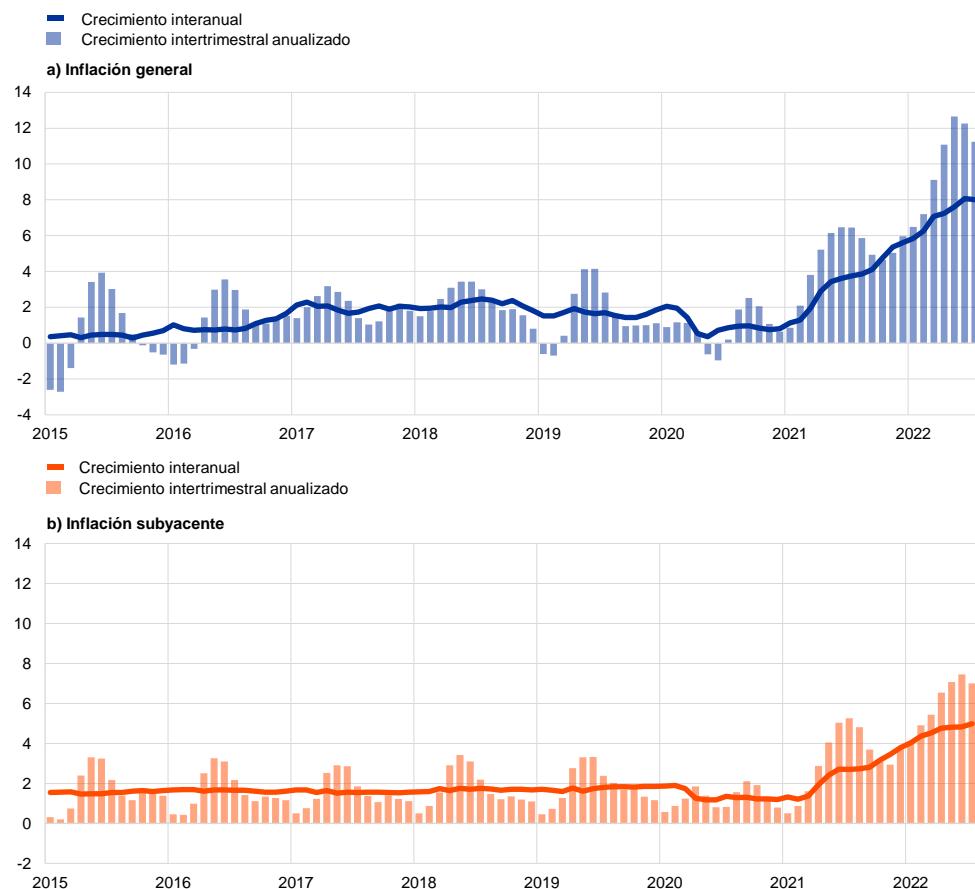
---

<sup>1</sup> Los datos de inflación de los países de la OCDE no incluyen a Turquía porque puede considerarse que este país, en el que la inflación general interanual medida por los precios de consumo se situó en el 79,6 % en julio, es un caso atípico entre los países miembros.

### Gráfico 3

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

(tasas de variación interanual y tasas de variación intertrimestral anualizadas)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Los agregados de la OCDE que se muestran en los paneles se han calculado excluyendo a Turquía. En este país, la inflación general y la subyacente se situaron en el 79,6 % y el 63,8 %, respectivamente, en términos interanuales. En los países de la OCDE, incluida Turquía (que no figura en los paneles), estas dos variables se situaron en el 10,2 % y el 6,8 %, respectivamente, en julio, frente al 10,3 % y el 6,5 % de junio. La inflación subyacente excluye la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022.

**Los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas disminuyeron en comparación con las proyecciones de junio, mientras que, en Europa, los del gas continuaron su escalada.** Las presiones a la baja sobre los precios del crudo estuvieron relacionadas con la perspectiva de moderación de la demanda de petróleo asociada al empeoramiento de las perspectivas económicas globales y al aumento de la producción mundial de esta materia prima, que en julio alcanzó el nivel más alto observado desde enero de 2020. Hasta ahora, la oferta de petróleo ruso ha demostrado más capacidad de resistencia de lo esperado, pero ello se debe, en gran parte, a que Rusia ha desviado sus exportaciones de petróleo a la India, Turquía y China. Aunque los precios del crudo han disminuido recientemente, los del gas han seguido subiendo, sobre todo como consecuencia de los recortes de suministro ruso. Cabe señalar que el 80 % de la reducción del suministro de gas a Alemania a través del gasoducto Nord Stream 1 en julio y el anuncio más reciente de que se volvería a interrumpir de manera indefinida han acrecentado el temor a un corte total del suministro de gas ruso a Europa Occidental. El precio de los metales

industriales descendió en un contexto de preocupación por la demanda de China y, más en general, de deterioro de las perspectivas económicas mundiales. Los precios de los alimentos también bajaron, debido fundamentalmente a los acuerdos trilaterales alcanzados por Turquía y las Naciones Unidas con Rusia y Ucrania para establecer un corredor seguro para el transporte de cereales desde Ucrania.

**La evolución de las condiciones financieras mundiales ha sido heterogénea desde las proyecciones anteriores.** Inicialmente, las condiciones se endurecieron. La elevada y creciente inflación llevó a una normalización de la política monetaria más rápida de lo esperado previamente, a un incremento de los rendimientos de los valores de renta fija y a una corrección de los activos de riesgo. Con todo, como las perspectivas de crecimiento han empeorado, una parte significativa de este endurecimiento se ha revertido recientemente, en particular en las economías emergentes, y, en menor medida, en Estados Unidos y en otras economías avanzadas. Esta relajación contrarresta parte del impacto de las medidas adoptadas por los bancos centrales, si bien, en general, estos señalaron que todavía queda mucho por hacer para frenar la inflación, que se sitúa en máximos históricos. Habida cuenta de que la política monetaria depende de los datos, las condiciones financieras siguen siendo sensibles a la evolución de la macroeconomía y de la inflación.

**En Estados Unidos, el PIB real volvió a desacelerarse en el segundo trimestre de 2022, ya que el gasto de los hogares y la inversión disminuyeron.** El incremento de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios y las fuertes presiones de costes provocaron una caída de la inversión residencial, al tiempo que el número de viviendas iniciadas sigue descendiendo. El consumo privado se contrajo en un entorno de deterioro de la confianza de los consumidores y de caída de la renta real disponible como consecuencia de la alta inflación. De cara al futuro se prevé que el crecimiento del PIB real retorne a terreno positivo en el tercer trimestre, aunque se espera que, en conjunto, siga siendo moderado. En julio, la inflación general se redujo más de lo esperado, después de acelerarse en junio. La inflación general interanual medida por los precios de consumo disminuyó hasta situarse en el 8,5 % en julio, debido a la bajada de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente se mantuvo invariable en el 5,9 %.

**La economía china registró un repunte en junio de 2022, pero la recuperación se estancó en julio.** La actividad económica se contrajo de forma acusada en el segundo trimestre de 2022, como consecuencia de las estrictas medidas de contención impuestas en el marco de la estrategia china de COVID cero aplicada en respuesta a los brotes registrados en provincias importantes. Se prevé que la economía vuelva a crecer en la segunda mitad de este año, bajo el supuesto de un mayor respaldo de las políticas y de una incidencia limitada de los brotes de COVID-19. En consecuencia, en comparación con las proyecciones de junio, las perspectivas de crecimiento de China se han revisado considerablemente a la baja para este año y algo menos para el resto del horizonte de proyección. No obstante, las presiones sobre los precios de consumo siguen siendo moderadas en ese país.

**En Japón, la recuperación de la actividad se reanudó, respaldada por la reapertura de la economía.** Después de registrar una contracción en el primer trimestre de 2022, la recuperación económica se reactivó en el segundo trimestre,

impulsada por el repunte de la demanda interna tras la relajación de las restricciones relacionadas con el COVID-19. Se espera que la economía continúe en una senda de recuperación moderada y que la inflación interanual medida por el IPC se mantenga por encima del objetivo del 2 % del banco central japonés este año y caiga por debajo de este nivel posteriormente.

**En el Reino Unido se prevé que el dinamismo del crecimiento siga debilitándose, ya que la disminución de la renta disponible de los hogares afecta al gasto en consumo.** El crecimiento del PIB real se ralentizó en el segundo trimestre de 2022 y se espera que continúe reduciéndose en los próximos trimestres. Dado el fuerte aumento de la inflación y la previsión de que siga incrementándose, se espera que la actividad económica comience a contraerse en torno al cambio de año. En el mercado de trabajo siguen observándose tensiones, mientras que las presiones salariales generalizadas están agravando la inflación interna, persistentemente elevada. También se prevé que los altos precios de las materias primas sigan impulsando al alza la inflación medida por los precios de consumo durante los meses restantes de este año.

**En Rusia, datos recientes señalan el inicio de una recesión que probablemente sea menos severa de lo esperado anteriormente.** En el segundo trimestre de 2022, el crecimiento del PIB real se redujo un 5,8 % con respecto al trimestre precedente, lo que apunta a que la recesión pronosticada para este año probablemente sea menos profunda de lo anticipado en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2022. Con todo, la actividad económica experimentaría una desaceleración significativa, ya que tanto la demanda interna como el comercio internacional se están viendo cada vez más afectados por unas sanciones internacionales sin precedentes. Estas sanciones han provocado subidas de los precios de importación y distorsiones de oferta, factores que están ejerciendo presiones al alza sobre la inflación. Sin embargo, parte de estas presiones se han visto contrarrestadas recientemente por la mayor fortaleza del rublo y por el debilitamiento de la demanda de consumo.

## 2

## Actividad económica

*La economía de la zona del euro creció un 0,8 % en el segundo trimestre de 2022. Esta evolución se debió principalmente al dinamismo del sector servicios, ya que la retirada de las restricciones relacionadas con la pandemia impulsó el gasto en consumo de servicios intensivos en contacto. Se produjo un aumento de la actividad turística y de los viajes, que favoreció en particular a los países con un gran sector turístico. En cambio, las manufacturas acusaron los elevados costes de la energía, los recortes del suministro de gas y la persistencia, aunque en menor medida, de cuellos de botella en la oferta. De cara al futuro, la guerra en Ucrania sigue produciendo consecuencias económicas que empeoran las perspectivas de la economía de la zona del euro. Se espera que la actividad económica se ralentice considerablemente en el tercer trimestre. Aunque el dinamismo del sector turístico todavía respaldaba el crecimiento económico de la zona del euro en los meses de verano, el impulso generado por la reapertura de la economía está desapareciendo. Además, todos los sectores económicos se están viendo afectados de forma adversa por la alta inflación y la persistente incertidumbre, relacionada sobre todo con las disrupciones en el suministro de gas y las repercusiones geopolíticas más generales de una guerra prolongada. Se espera que estos mismos factores continúen lastrando la actividad de la zona del euro en el invierno de 2022-2023. Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que las medidas fiscales para amortiguar el impacto del aumento de los precios de la energía, la capacidad de resistencia que muestran, en general, los mercados de trabajo y el ahorro acumulado deberían contribuir a sostener la actividad económica. Más allá del corto plazo, a medida que se reequilibren los mercados de la energía, disminuya la incertidumbre, se resuelvan los cuellos de botella en la oferta y mejoren las rentas reales, se espera que el crecimiento económico de la zona del euro se recupere gradualmente.*

*Esta valoración se refleja, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2022, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 3,1 % en 2022, del 0,9 % en 2023 y del 1,9 % en 2024. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, esta estimación se ha revisado al alza para 2022 y a la baja para 2023 y 2024.*

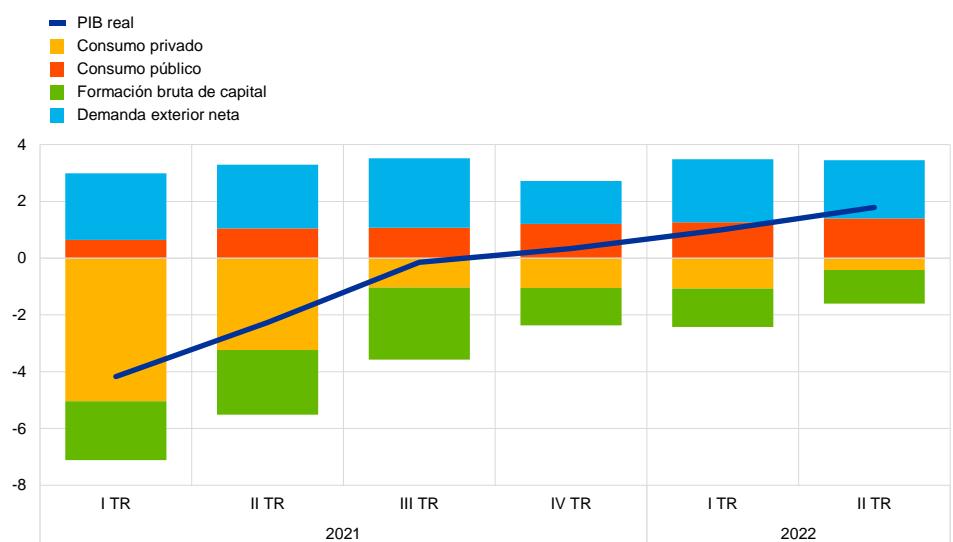
**La actividad económica de la zona del euro se vio favorecida por la reapertura de la economía en el segundo trimestre de 2022.** El PIB real creció un 0,8 % en tasa intertrimestral, impulsado por una contribución positiva de la demanda interna, mientras que la demanda exterior neta tuvo un efecto ligeramente negativo. El consumo privado y la inversión aumentaron sustancialmente en el segundo trimestre, mientras que el consumo público registró un avance más modesto (gráfico 4). El crecimiento inesperadamente vigoroso del segundo trimestre se debió, en su mayor parte, a la intensa actividad del sector servicios tras la retirada de la mayoría de las restricciones relacionadas con la pandemia. Los datos nacionales disponibles y los indicadores coyunturales apuntan a un desplazamiento del consumo privado desde los bienes hasta los servicios, en especial aquellos más

intensivos en contacto. El gasto en consumo de servicios relacionados con el turismo y la hostelería ya fue muy elevado en la primavera, lo que favoreció en particular a países con un gran sector turístico, como España, Italia y Francia.

**Gráfico 4**

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación desde el cuarto trimestre de 2019; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2022.

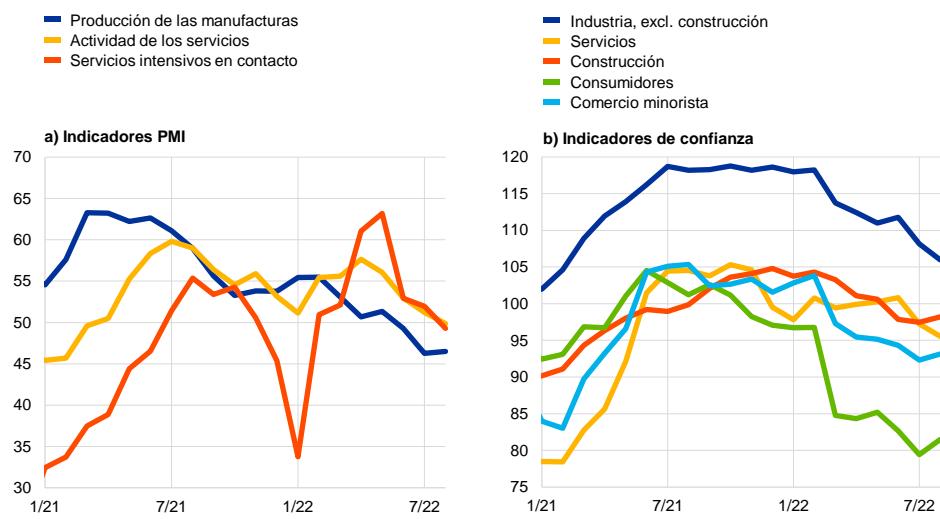
**De cara al futuro, se observan claros indicios de una desaceleración sostenida de la actividad económica en un contexto de alta inflación y de persistencia de la incertidumbre relacionada con la guerra en Ucrania y la evolución de los mercados energéticos.** Los últimos datos procedentes de encuestas apuntan a un menor dinamismo del crecimiento en todos los sectores de la economía en el tercer trimestre de 2022. El índice de directores de compras (PMI) compuesto descendió en agosto hasta situarse en su mínimo de los últimos 18 meses y se mantuvo en terreno contractivo por segundo mes consecutivo. Este nuevo descenso sigue estando causado por las manufacturas, que se están viendo afectadas por los altos costes de la energía, la persistencia —aunque en menor medida— de cuellos de botella en la oferta y la disminución de la demanda (panel a del gráfico 5). El PMI de los servicios cayó en agosto hasta un nivel indicativo de un estancamiento de la actividad. Esto sugiere que los efectos positivos de la recuperación del gasto en consumo de servicios tras el final de la pandemia se están debilitando, por el freno de las presiones del coste de la vida, pese a que el impacto de la actividad turística aún fue favorable en los meses estivales. Además, los cuellos de botella relacionados con la escasez de mano de obra se han intensificado considerablemente en el sector servicios. Los indicadores de confianza más recientes también apuntan a una desaceleración del crecimiento en todos los sectores en el tercer trimestre. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea volvió a caer en agosto, principalmente debido a un deterioro significativo de la confianza en la industria y, en menor medida, en los servicios (panel b del gráfico 5). La confianza de los consumidores

mejoró ligeramente en agosto con respecto al mínimo histórico observado en julio. Con todo, permanece por debajo del mínimo anterior registrado al principio de la crisis del coronavirus (COVID-19). Esta evolución más reciente refleja la actual preocupación de los hogares por los altos precios de la energía y de los alimentos en un contexto de elevada incertidumbre en torno al impacto de la guerra en Ucrania.

### Gráfico 5

#### Indicadores de opinión en los distintos sectores de la economía

(panel a: saldos netos; panel b: saldos netos. febrero de 2020 = 100)



Fuentes: S&P Global (panel a), Comisión Europea y cálculos del BCE (panel b).

Notas: «Servicios intensivos en contacto» se refiere a actividades de alojamiento y restauración. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022.

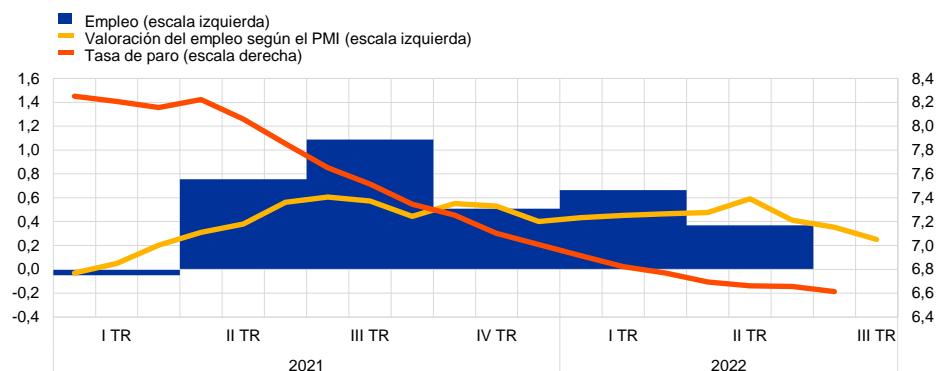
**Al mismo tiempo, el mercado de trabajo ha mantenido su solidez y ha respaldado la actividad económica.** El empleo total creció un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2022, tras registrar un avance del 0,7 % en el primer trimestre. Esto implica que el número de personas ocupadas aumentó en 2,7 millones de efectivos entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2022. El empleo total se encuentra ahora en línea con el nivel que estaría implícito en su relación histórica con el PIB real. Las horas trabajadas aumentaron un 0,6 % en el segundo trimestre de 2022 y en estos momentos se sitúan un 0,6 % por encima del nivel prepandémico del cuarto trimestre de 2019. La tasa de paro se situó en el 6,6 % en julio de 2022, ligeramente (0,1 puntos porcentuales) por debajo de la de junio y unos 0,8 puntos porcentuales por debajo de la observada antes de la pandemia en febrero de 2020 (gráfico 6). El recurso a los programas de mantenimiento del empleo también continuó disminuyendo y se estima que alrededor del 0,9 % de la población activa estaba acogido a estos programas en el segundo trimestre de 2022, frente a un 1,4 % en el primer trimestre. Esto contrasta con un porcentaje superior al 15 % en el segundo trimestre de 2020. El mercado de trabajo de la zona del euro ha mejorado sustancialmente desde el comienzo de la pandemia. Cabe destacar que en el primer trimestre de 2022 había una vacante de empleo por cada tres trabajadores en paro, y que en julio más del 33 % de las empresas de la zona del euro indicó que la escasez de mano de obra estaba

limitando su producción. Esta evolución tuvo un carácter generalizado en los distintos sectores.

#### Gráfico 6

#### 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, S&P Global y cálculos del BCE.

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

**Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo apuntan a un crecimiento sostenido del empleo, pese a que se observan ciertas señales de debilitamiento.** El PMI mensual compuesto de empleo se situó en 52,5 en agosto, lo que supone un descenso de un punto con respecto a julio, pero aún se mantuvo por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. El PMI de empleo permanece en terreno expansivo desde febrero de 2021. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, este indicador señala que el empleo continuará creciendo, aunque en menor medida, en la industria y los servicios, y que disminuirá en la construcción.

**Después de repuntar en el segundo trimestre, el consumo privado afronta importantes factores adversos derivados de la alta inflación y la elevada incertidumbre.** El consumo privado creció un 1,3 % en el segundo trimestre, gracias a la reapertura de los sectores intensivos en contacto. Sin embargo, el consumo de bienes mantuvo su debilidad, ya que siguió sufriendo los efectos de la alta inflación y las restricciones de oferta. En el segundo trimestre de 2022, las ventas minoristas cayeron un 0,8 %, tras registrar un descenso del 0,6 % en el primer trimestre del año, y las matriculaciones de automóviles se mantuvieron sustancialmente por debajo (31,4 %) del nivel previo a la pandemia. Es probable que la debilidad del consumo de bienes persista en el tercer trimestre, dado que, en julio, las ventas minoristas se situaron un 0,2 % por debajo de su media mensual del segundo trimestre. La confianza de los consumidores ha vuelto a caer en el tercer trimestre, debido a la preocupación de los hogares por la situación económica. A diferencia de los bienes, el gasto en servicios fue elevado en el segundo trimestre en el contexto de la relajación de las restricciones relacionadas con la pandemia y de la reapertura de los sectores intensivos en contacto, como el turismo. Con todo, parece que los efectos positivos de la reapertura sobre el crecimiento del consumo privado se están debilitando. Las últimas encuestas de opinión de la Comisión

Europea indican que se espera que la demanda de servicios de alojamiento, restauración, y turismo y viajes crezca a un ritmo más lento en el tercer trimestre.

**El ahorro de los hogares está contribuyendo a amortiguar parcialmente el impacto de una inflación muy elevada.** En el primer trimestre de 2022, el ahorro acumulado por encima de los niveles previos a la pandemia ascendía a unos 850 mm de euros. Este ahorro debería ayudar a suavizar el consumo hasta cierto punto ante una caída de la renta real. Con todo, los hogares con rentas más bajas han acumulado un volumen de ahorro relativamente pequeño y puede que tengan que reducir su ahorro actual o desahorrar. Estos hogares están muy expuestos a la perturbación de los precios de la energía y de los alimentos, pese a las medidas fiscales de apoyo a las rentas. En cambio, los hogares con rentas medias y altas podrían destinar el ahorro acumulado al consumo. Sin embargo, la encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por siglas en inglés) del BCE del mes de julio sugiere que los hogares perciben ahora una necesidad mucho mayor de mantener un colchón de ahorro por motivos de precaución. Además, se prevé que la elevada inflación cause una erosión más rápida del volumen de ahorro acumulado en términos reales.

**Se espera que la inversión empresarial se ralentice, tras un crecimiento vigoroso en el segundo trimestre de 2022 impulsado por el componente de material de transporte.** La inversión, excluida la construcción, registró un avance intertrimestral del 1,8 % en el segundo trimestre, ya que la producción de vehículos de motor se recuperó en un contexto de reducción gradual de los cuellos de botella en la oferta. Dicha inversión aumentó en el segundo trimestre en todas las grandes economías de la zona del euro excepto en España. Aunque recientemente se ha observado una leve disminución, los productores de bienes de equipo de la zona del euro aún tienen un gran volumen de pedidos pendientes, como señalan los indicadores de carteras de pedidos y de pedidos pendientes de realización de la Comisión Europea, que permanecieron muy por encima de sus medias hasta agosto. Los indicadores de opinión de la Comisión Europea sugieren que la falta de material y/o de equipos sigue siendo el factor que más limita la producción, pese a cierta mejora reciente, mientras que la demanda no se considera una limitación. Sin embargo, la incertidumbre relacionada con la guerra de Ucrania, la subida de los precios de la energía, el aumento del coste de financiación y el riesgo de un racionamiento del gas implican una desaceleración sustancial en el tercer trimestre de 2022. En julio, el PMI de manufacturas y el indicador PMI de nuevos pedidos (es decir, el flujo de nuevos pedidos) de bienes de equipo siguieron descendiendo y se mantuvieron firmemente en terreno contractivo. Aunque las condiciones de financiación continúan siendo favorables, el coste de financiación de las empresas ha aumentado de forma sustancial desde el inicio de la guerra de Ucrania. Se espera que la inversión empresarial recupere un crecimiento dinámico en el transcurso de 2023, respaldada, en parte, por los fondos del programa *Next Generation EU* (NGEU).

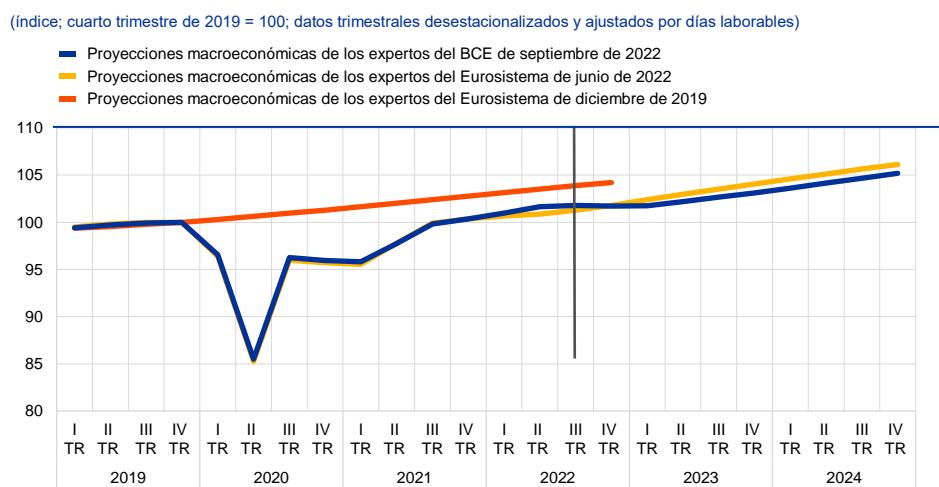
**La inversión en vivienda disminuyó ligeramente en el segundo trimestre de 2022 y es probable que siga siendo débil a corto plazo.** La inversión residencial se redujo un 0,4 % en el segundo trimestre del año en relación con el primer

trimestre, en el que experimentó un crecimiento del 2,8 % en tasa intertrimestral. En julio y en agosto, el indicador de la Comisión Europea sobre la actividad reciente de la construcción siguió descendiendo, en promedio, con respecto al segundo trimestre, mientras que el PMI de actividad de la construcción residencial se adentró más en terreno contractivo. Parece que las carteras de pedidos de las empresas aún están bastante llenas, como indica la encuesta de opinión de la Comisión Europea para el período hasta agosto, lo que debería sostener la actividad de la construcción en los próximos meses. Con todo, la escasez de oferta sigue afectando de forma considerable a las empresas, ya que la percepción de que la producción se ve limitada por la falta de mano de obra aumentó hasta alcanzar un nuevo máximo histórico en agosto, mientras que los cuellos de botella en el suministro de equipos y de materiales solo disminuyeron ligeramente. Además, las intenciones de renovación y de adquisición o construcción de vivienda a corto plazo de los hogares volvieron a caer en el tercer trimestre, lo que apunta a una demanda más débil. Esto también se refleja en el nuevo incremento del porcentaje de empresas que declararon que la demanda insuficiente era un factor limitador de la producción, así como en la continua disminución de los nuevos pedidos, según indica el PMI de actividad de la construcción. El debilitamiento de la demanda se está produciendo en un contexto de mayor incertidumbre, aumento significativo de los costes de la construcción, caída de la renta real y condiciones de financiación más restrictivas ([recuadro 4](#)), factores, todos ellos, que deberían lastrar cada vez más la inversión residencial en adelante.

**El comercio de la zona del euro perdió algo de impulso, dado que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona se ralentizaron, mientras que las perspectivas apuntan a una falta de dinamismo de los intercambios comerciales por la mayor debilidad de la demanda de exportaciones de manufacturas y de servicios.** En junio, las exportaciones nominales de bienes a países que no pertenecen a la zona del euro disminuyeron tras haber crecido con fuerza en mayo, mientras que el avance de las importaciones de fuera de la zona se ralentizó en ambos meses. El déficit comercial de bienes de la zona del euro se estabilizó, al tiempo que la balanza por cuenta corriente desestacionalizada volvió a una situación de superávit, respaldada por el aumento del saldo de la balanza de servicios. El buen comportamiento de las exportaciones en mayo y la desaceleración observada en junio se debieron, sobre todo, a la evolución de las exportaciones de productos químicos a Estados Unidos, que probablemente obedeció a una reposición temporal de las existencias por parte de los importadores estadounidenses. Los indicadores coyunturales de transporte de mercancías y de opinión sugieren que los cuellos de botella en la oferta, aunque se mantienen en niveles elevados, pueden estar disminuyendo. Con todo, las perspectivas a corto plazo apuntan a un deterioro adicional del comercio de la zona del euro por la caída simultánea de la demanda de exportaciones de manufacturas y de servicios, como señaló el PMI de nuevos pedidos exteriores, que en julio y agosto se situó en terreno contractivo en ambos sectores. El impulso de la recuperación del comercio de servicios se moderó pese a verse respaldado todavía por la fortaleza de la temporada turística, ya que la escasez de mano de obra y la disminución de la renta real pasaron a ser una limitación más vinculante para la actividad.

**Más allá del corto plazo, el crecimiento de la zona del euro se recuperará gradualmente después de que los factores adversos que lastrarán la actividad durante el invierno de 2022-23 se disipen.** La incertidumbre en torno a estas perspectivas sigue siendo elevada. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022 prevén un crecimiento anual del PIB real del 3,1 % en 2022, del 0,9 % en 2023 y del 1,9 % en 2024 (gráfico 7). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, las perspectivas de crecimiento se han revisado al alza para 2022, y a la baja para 2023 y 2024. En términos trimestrales, se prevé que el crecimiento interanual del PIB real sea del 1,4 % en el cuarto trimestre de 2022, del 1,4 % en el cuarto trimestre de 2023 y del 2 % en el cuarto trimestre de 2024. Esto muestra que la tasa media de crecimiento del PIB real prevista para 2022 está muy influida por efectos de arrastre positivos del dinamismo de la primera mitad del año, mientras que en la proyectada para 2023 tiene un gran peso la desaceleración esperada para la segunda mitad de 2022.

**Gráfico 7**  
PIB real de la zona del euro (incluidas proyecciones)



Fuentes: Eurostat y el artículo titulado «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2022](#)», publicado en el sitio web del BCE el 8 de septiembre de 2022.

Nota: La línea vertical indica el inicio del horizonte de proyección de septiembre de 2022.

### 3

## Precios y costes

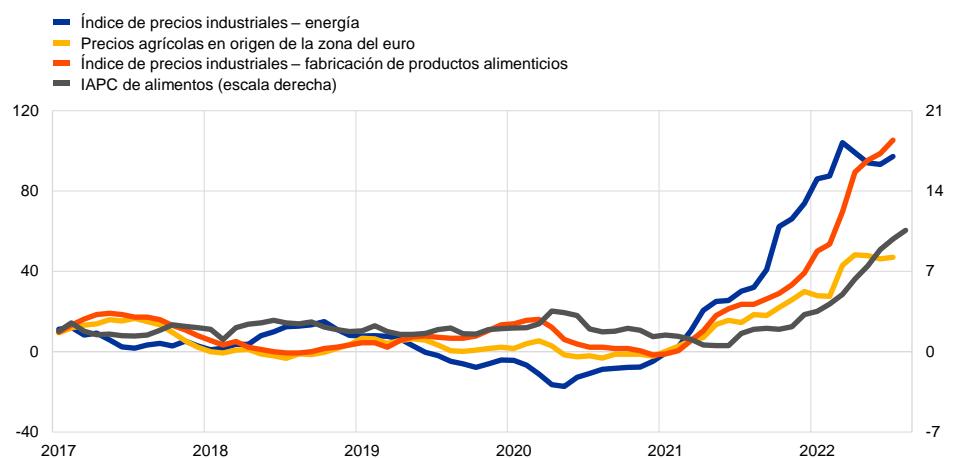
*La inflación siguió aumentando y en agosto se situó en el 9,1 %, y la tasa de variación de los precios energéticos volvió a ser el componente que más contribuyó a la inflación general. La fuerte subida de los precios de la energía y de los alimentos, los cuellos de botella en la oferta y las presiones de demanda en algunos sectores debido a la reapertura de la economía continúan impulsando la inflación. Las presiones sobre los precios han seguido intensificándose y extendiéndose al conjunto de la economía, y la inflación podría continuar incrementándose en el corto plazo. A medida que los actuales determinantes de la inflación vayan desapareciendo con el tiempo y que la normalización de la política monetaria se transmita a la economía y a la fijación de precios, la inflación descenderá. De cara al futuro, los expertos del BCE han revisado significativamente al alza sus previsiones de inflación en las proyecciones de septiembre de 2022 y ahora esperan que se sitúe, en promedio, en el 8,1 % en 2022, el 5,5 % en 2023 y el 2,3 % en 2024. Se prevé que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, sea del 3,9 % en 2022, el 3,4 % en 2023 y el 2,3 % en 2024. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque las revisiones recientes de algunos indicadores por encima del objetivo requieren un seguimiento continuo.*

**Según la estimación de avance de Eurostat correspondiente a agosto, la inflación medida por el IAPC siguió aumentando y se situó en el 9,1 % en agosto, frente al 8,9 % observado en julio.** El ascenso de agosto obedeció principalmente a las alzas que volvieron a registrarse en el componente de alimentos del IAPC y en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. La tasa de variación interanual del componente energético del IAPC se desaceleró, pero se mantuvo excepcionalmente alta en el 38,3 %. Este componente de la cesta continuó representando casi la mitad de la inflación general. La inflación de la energía siguió siendo elevada como consecuencia de los altos precios del petróleo, el gas y la electricidad, así como de los niveles anormalmente elevados de los márgenes de refino del diésel y de los márgenes de distribución de los combustibles para transporte privado. Los indicadores de mercado sugieren que, a corto plazo, los precios del petróleo se moderarán, mientras que los precios mayoristas del gas continuarán siendo extraordinariamente altos. El ritmo de avance de los precios de los alimentos se aceleró sustancialmente, desde el 9,8 % observado en julio hasta el 10,6 % en agosto, y refleja el elevado nivel de los precios internacionales de las materias primas alimenticias y de los precios agrícolas en origen de la zona del euro. Las presiones sobre los precios de los alimentos se deben cada vez más al encarecimiento de los costes de los bienes intermedios relacionados con la energía y los fertilizantes —como también se observa en la dinámica de los precios de producción (gráfico 8)—, así como a las disruptoras en el comercio de materias primas alimenticias y a unas condiciones meteorológicas adversas.

**Gráfico 8**

Presión de los costes de los insumos energéticos y alimenticios

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

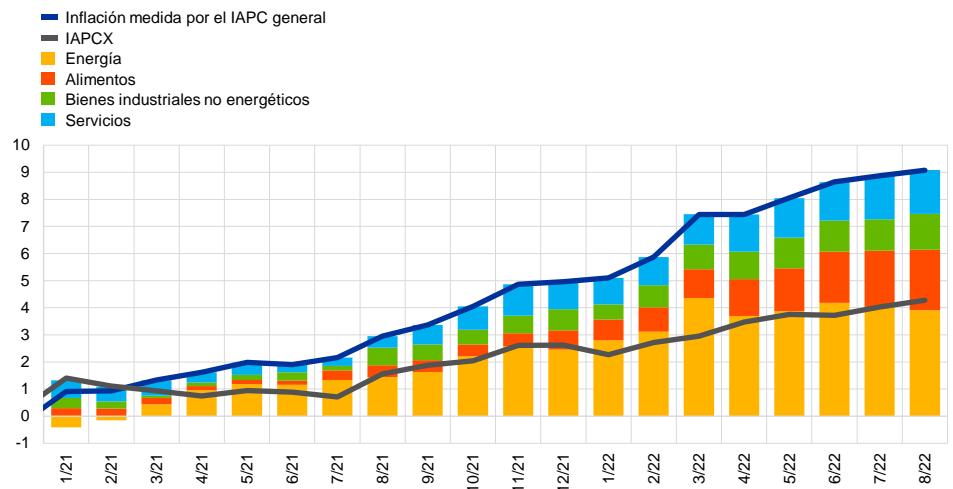
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022 para el componente de alimentos del IAPC (estimación de avance) y a julio de 2022 para los demás elementos.

**La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), siguió avanzando en agosto hasta situarse en el 4,3 %, como consecuencia de la aceleración de las tasas de variación de los precios tanto de los bienes industriales no energéticos como de los servicios (gráfico 9).** 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, todavía reflejo, en parte, de las perturbaciones de oferta a escala mundial. La inflación de los servicios también se incrementó, ya que el efecto de los precios energéticos sobre componentes como el transporte se vio agravado por el impacto de la acusada subida de los precios de los alimentos sobre componentes como los servicios de restauración y de la reapertura de la economía sobre componentes como el alojamiento. Estos efectos han compensado con creces el impacto transitorio a la baja de medidas adoptadas por los Gobiernos, como el abono de transporte público a 9 euros en Alemania (que expiró en agosto).

## Gráfico 9

### Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

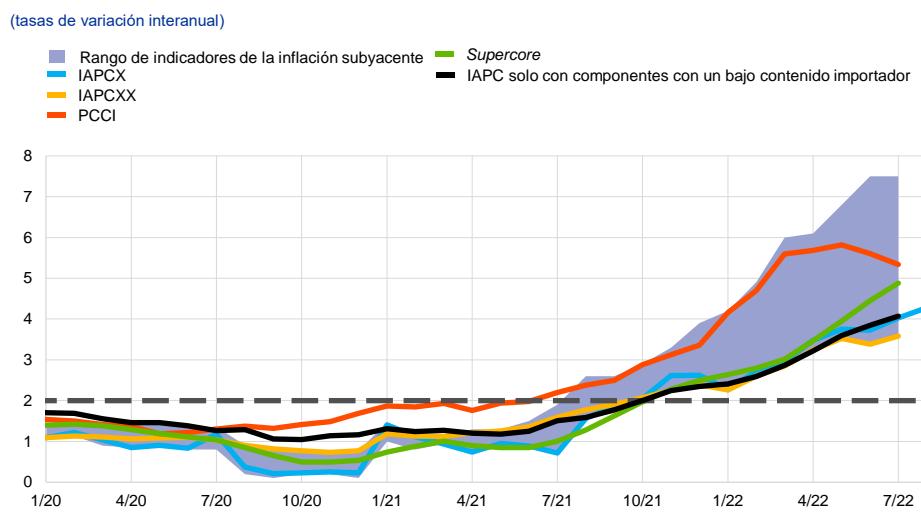
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022 (estimación de avance).

**Los indicadores de la inflación subyacente se mantienen a niveles elevados (gráfico 10).** Ello se explica por la propagación de las presiones sobre los precios cada vez a más sectores y más componentes del IAPC, debido, en parte, al impacto de los elevados costes de la energía en toda la economía. Dentro de la amplia gama de indicadores, la mayoría de los que están basados en la exclusión de componentes continuaron aumentando. La inflación medida por el IAPCX creció hasta situarse en el 4,3 % en agosto de 2022, desde el 4 % registrado el mes anterior. Otros indicadores solo están disponibles hasta julio. La inflación medida por el IAPCXX (que, además de la energía y los alimentos, también excluye los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado) avanzó hasta el 3,6 % en julio, tras retroceder en junio. En julio, el indicador Supercore (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, se elevó hasta el 4,9 %, frente al 4,5 % observado el mes precedente, mientras que el PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos volvió a disminuir, hasta el 5,3 %. Las tasas de variación intermensual del PCCI se han mantenido, en general, estables. Con todo, su persistencia en niveles elevados continúa indicando una intensa dinámica alcista de la inflación subyacente hasta el mes de julio. El indicador de la inflación interna, que representa la evolución de los precios de los componentes del IAPC con un menor contenido importador, registró un incremento adicional y superó el 4 % en julio<sup>2</sup>. Es probable que el abono de transporte público a 9 euros de manera temporal en Alemania tuviera un impacto a la baja sobre indicadores de inflación subyacente como el IAPCX entre junio y agosto, que cabe esperar que se revierta en septiembre. Al mismo tiempo, se mantiene la incertidumbre sobre en qué medida estos distintos indicadores permanecerán en cotas elevadas. Una gran parte del impulso al alza de la dinámica de la inflación subyacente puede atribuirse a los

<sup>2</sup> Véase el recuadro titulado «Un nuevo indicador de la inflación interna para la zona del euro», Boletín Económico, número 4, BCE, 2022.

efectos indirectos de la escalada de los precios de la energía y los alimentos, así como de la evolución excepcional del equilibrio entre oferta y demanda relacionada con la pandemia y la invasión rusa de Ucrania.

### Gráfico 10 Indicadores de la inflación subyacente



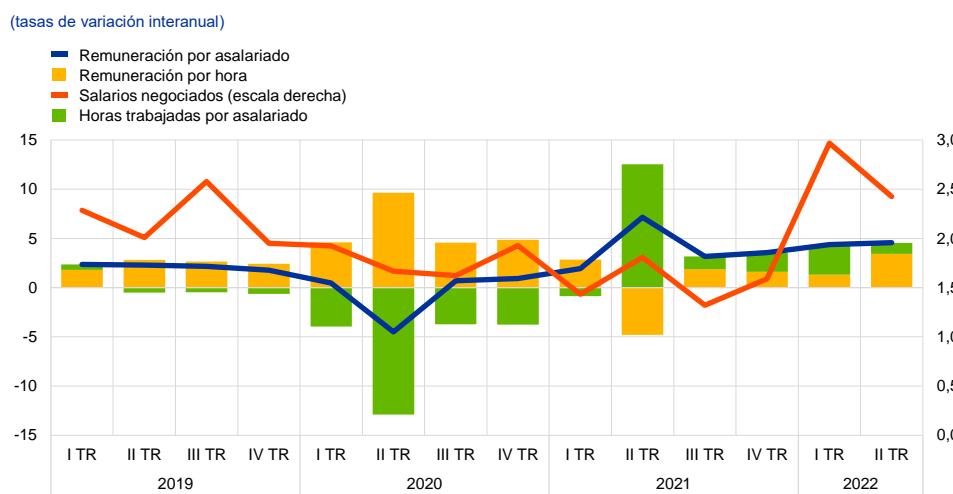
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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 agosto de 2022 (estimación de avance) para el IAPCX y a julio de 2022 para los demás indicadores.

**Los últimos datos sobre salarios negociados siguen indicando una dinámica salarial relativamente moderada (gráfico 11).** El crecimiento de los salarios negociados se redujo hasta situarse en el 2,4 % en el segundo trimestre de 2022, frente al 3 % del trimestre anterior. Sin embargo, este movimiento a la baja no refleja del todo la dinámica subyacente, ya que los convenios colectivos también incluyen pagos extraordinarios que pueden generar una volatilidad sustancial en las tasas de crecimiento interanual. El menor crecimiento de los salarios negociados en el segundo trimestre obedeció fundamentalmente a la evolución en Alemania y a los efectos de base derivados de los grandes pagos extraordinarios efectuados en junio de 2021. La información más reciente sobre los convenios colectivos que se han suscrito desde que comenzó 2022 apunta a un dinamismo algo mayor de los salarios, aunque las subidas salariales siguen siendo contenidas en comparación con las tasas de inflación actuales. El crecimiento de los salarios reales medido por la remuneración por asalariado continuó acelerándose en el segundo trimestre de 2022 hasta situarse en el 4,6 %, desde el 4,4 % del trimestre anterior. Esta evolución se debió a un fuerte incremento de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por hora, que fue del 3,4 % en el segundo trimestre de 2022 frente al 1,3 % del primer trimestre (como consecuencia de efectos de base). El aumento de las horas medias trabajadas continuó sosteniendo el avance de la remuneración por asalariado. Las distorsiones en estos indicadores asociadas a la pandemia están disminuyendo, dado que los efectos de las medidas públicas relacionadas con programas de mantenimiento del empleo han seguido reduciéndose.

**Gráfico 11**

Descomposición de la remuneración por asalariado en remuneración por hora y horas trabajadas



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

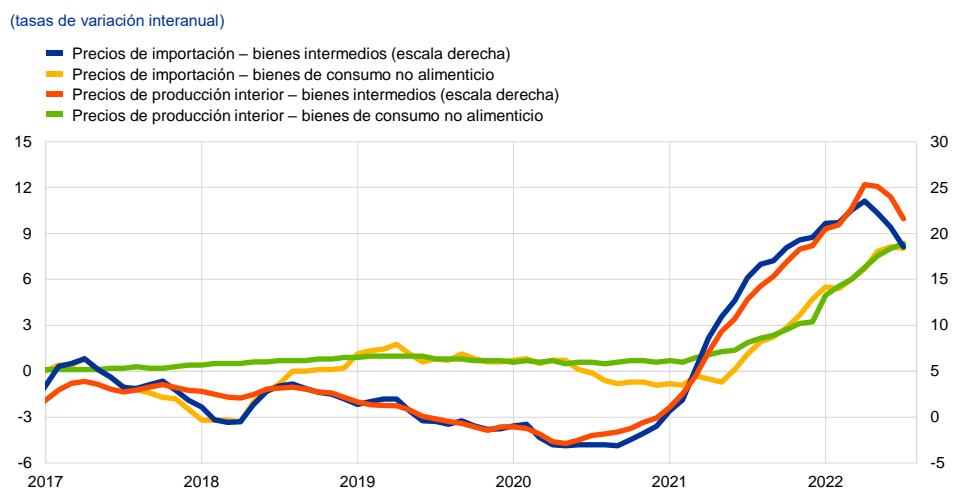
Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2022.

**Las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos continúan siendo intensas, y es probable que la transmisión de los costes a los precios se haya acelerado (gráfico 12).** Los datos de julio sugieren que, aunque las presiones disminuyeron en las primeras fases del proceso de formación de precios de los bienes industriales no energéticos, en las fases posteriores siguieron aumentando. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes intermedios se redujo por segunda vez consecutiva desde mediados de 2020 y se situó en el 18,5 % en julio, frente al 20,7 % de junio. La tasa de avance interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores descendió de nuevo en julio de 2022, hasta el 21,6 %, desde el 23,8 % del mes precedente. Las tasas de variación de los precios de importación y de producción interior de bienes de consumo no alimenticio transmitieron señales algo ambivalentes: la de los precios de importación bajó ligeramente hasta el 8 % en julio, mientras que la de los precios de producción subió hasta el 8,3 %, un nivel que sigue siendo excepcionalmente alto si se compara con la tasa media anual del 0,5 % correspondiente al período 2001-2019. Los precios de las importaciones continuaron siendo muy elevados, debido, en parte, a la acumulación de presiones inflacionistas como consecuencia de la depreciación del euro. Un análisis actualizado de la traslación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio sugiere que ahora es más rápida que en el pasado y que la inflación de los bienes industriales no energéticos puede experimentar nuevas presiones al alza este año<sup>3</sup>. Esto concuerda con los datos sobre las expectativas de precios de venta de los bienes de consumo, que siguen siendo elevadas pese a haberse moderado algo en los cuatro últimos meses.

<sup>3</sup> Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos en la zona del euro» Boletín Económico, número 5, BCE, 2021.

**Gráfico 12**

Indicadores de presiones latentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022.

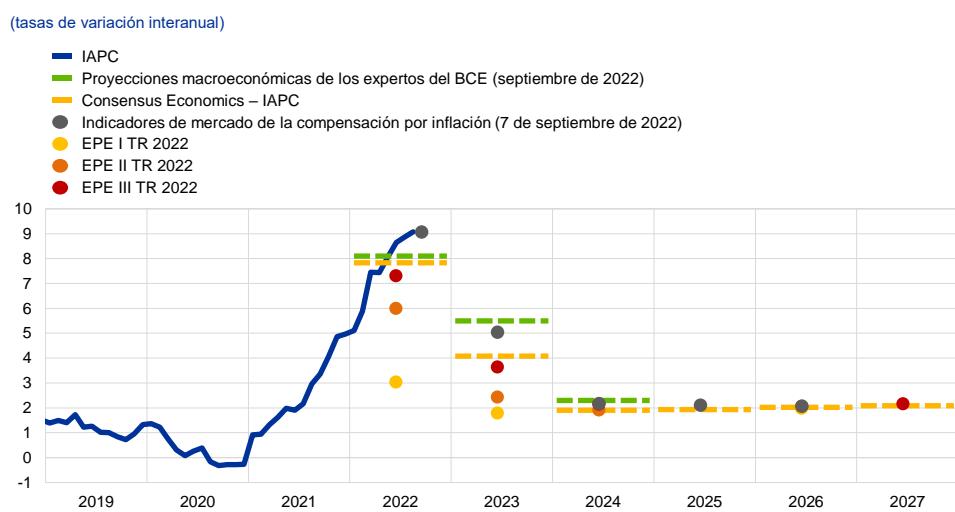
**La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque las revisiones recientes de algunos indicadores por encima del objetivo requieren un seguimiento continuo.** Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo continuaron aumentando gradualmente y alcanzaron niveles próximos o ligeramente superiores al 2 %, mientras que los indicadores de mercado se redujeron, excepto en los plazos muy cortos, en un contexto de notable volatilidad (gráfico 13). Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente a julio de 2022, las expectativas de inflación a largo plazo (para 2026) siguieron aumentando hasta alcanzar el 2,2 %, mientras que las de Consensus Economics se situaron en el 2,1 % en julio, frente al 1,9 % del trimestre anterior. Al mismo tiempo, en la EPE, la expectativa en términos de 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 medio y largo plazo se mantuvieron sin variación en el 2 % en julio. La encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) mostró que las expectativas de inflación a largo plazo (a tres años) de los hogares volvieron a aumentar en julio<sup>4</sup>. Durante el período considerado, los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) acabaron reduciéndose, excepto en los plazos muy cortos, en un contexto de afianzamiento de las expectativas de que continúe la normalización de la política monetaria y de preocupación por una desaceleración del crecimiento económico en el futuro. Los retrocesos de los indicadores de la compensación por inflación ocultan una volatilidad sustancial en el período analizado. Los plazos más cortos, en particular, se mostraron volátiles, con ascensos tras el fuerte encarecimiento de los costes de la electricidad, y posteriores descensos cuando se conocieron las iniciativas de la UE para contener la crisis energética. Según estos indicadores de mercado, ahora

<sup>4</sup> Véase «Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – julio de 2022», nota de prensa, 2 de septiembre de 2022.

se espera que la inflación vuelva a situarse en torno al 2 % en el transcurso de 2024 y se mantenga cerca de ese nivel a partir de entonces, con el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años situado en el 2,2 %. 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. La relativa estabilidad de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo basados en encuestas de opinión, que no incluyen primas de riesgo de inflación, sugiere que la actual volatilidad de los indicadores de mercado a largo plazo obedece fundamentalmente a las variaciones de dichas primas.

### Gráfico 13

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



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

Notas: La serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 7 de septiembre de 2022. La encuesta EPE correspondiente al tercer trimestre de 2022 se realizó entre el 1 y el 5 de julio de dicho año. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones de Consensus Economics fue julio de 2022 para 2024, 2025, 2026 y 2027, y agosto de 2022 para 2022 y 2023. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del BCE fue el 25 de agosto de 2022. Las últimas observaciones del IAPC corresponden a agosto de 2022 (estimación de avance).

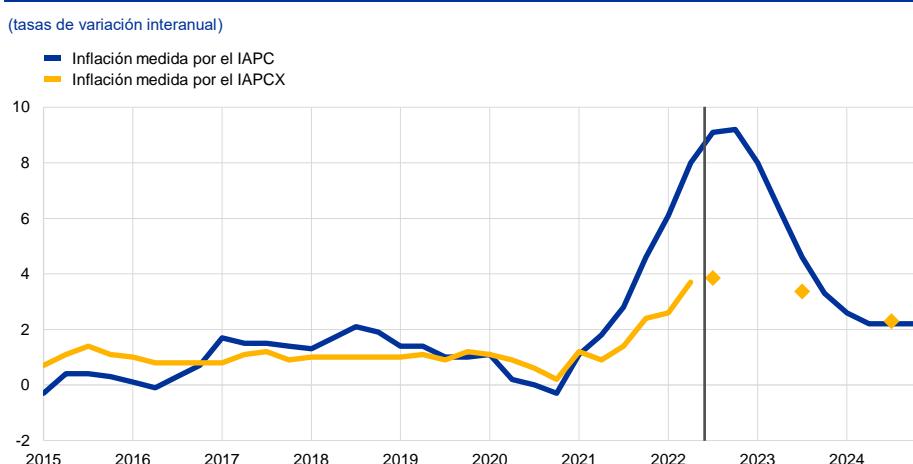
**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2022, la inflación general permanecerá en niveles elevados a corto plazo y posteriormente disminuirá hasta situarse en una tasa media del 5,5 % en 2023 y del 2,3 % en 2024**

(gráfico 14). En cuanto a la tasa de crecimiento interanual de los precios en el cuarto trimestre de cada año, se prevé que se sitúe en el 9,2 % en 2022, el 3,3 % en 2023 y el 2,2 % en 2024. La inflación continúa registrando fuertes aumentos como consecuencia de nuevas e importantes perturbaciones de oferta, que están transmitiéndose a los precios de consumo a un ritmo más rápido que en el pasado. Se espera que la inflación general medida por el IAPC se mantenga por encima del 9 % durante el resto de 2022, debido a los precios extremadamente altos de la energía y de las materias primas alimenticias, así como a las presiones al alza relacionadas con la reapertura de la economía, la escasez de oferta y las tensiones

en los mercados de trabajo. El descenso esperado de la inflación desde una media del 8,1 % en 2022 hasta el 5,5 % en 2023 y el 2,3 % en 2024 refleja principalmente una acusada caída de la tasa de variación de los precios de la energía y de los alimentos debido a efectos de base negativos y al supuesto de disminución de los precios de las materias primas, en línea con los precios de los futuros. Se considera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantendrá en niveles altos sin precedentes hasta mediados de 2023; no obstante, también se espera que posteriormente descienda a medida que se atenúen los efectos de la reapertura de la economía y que se reduzcan los cuellos de botella en la oferta y las presiones sobre los costes de los bienes intermedios energéticos. Se prevé que la inflación general se mantendrá por encima del objetivo del BCE del 2 % en 2024, como consecuencia de los efectos retardados de los elevados precios de la energía sobre los componentes no energéticos de la inflación, de la reciente depreciación del euro, de la solidez de los mercados de trabajo y de algunos efectos de la compensación por inflación sobre los salarios, que se espera que crezcan a tasas muy superiores a sus medias históricas. En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, la inflación general se ha revisado sustancialmente al alza para 2022 (en 1,3 puntos porcentuales) y 2023 (2 puntos porcentuales), y ligeramente al alza para 2024 (0,2 puntos porcentuales). Esto obedece a datos recientes distintos de lo esperado, a fuertes aumentos en los supuestos de precios mayoristas del gas y de la electricidad, a un crecimiento más vigoroso de los salarios y a la reciente depreciación del tipo de cambio del euro. Estos efectos compensan con creces el impacto a la baja resultante del reciente descenso de los precios de las materias primas alimenticias, de la menor severidad de los cuellos de botella en la oferta con respecto a lo contemplado anteriormente y del debilitamiento de las perspectivas de crecimiento.

#### Gráfico 14

Inflación medida por el IAPC e inflación medida por el IAPCX de la zona del euro (incluidas proyecciones)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro (septiembre de 2022). Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2022 (datos) y al cuarto trimestre de 2024 (proyecciones). La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas fue el 25 de agosto de 2022. Los datos históricos de la inflación medida por el IAPC y la inflación medida por el IAPCX son trimestrales. Los datos de las previsiones son trimestrales para la inflación medida por el IAPC y anuales para el IAPCX.

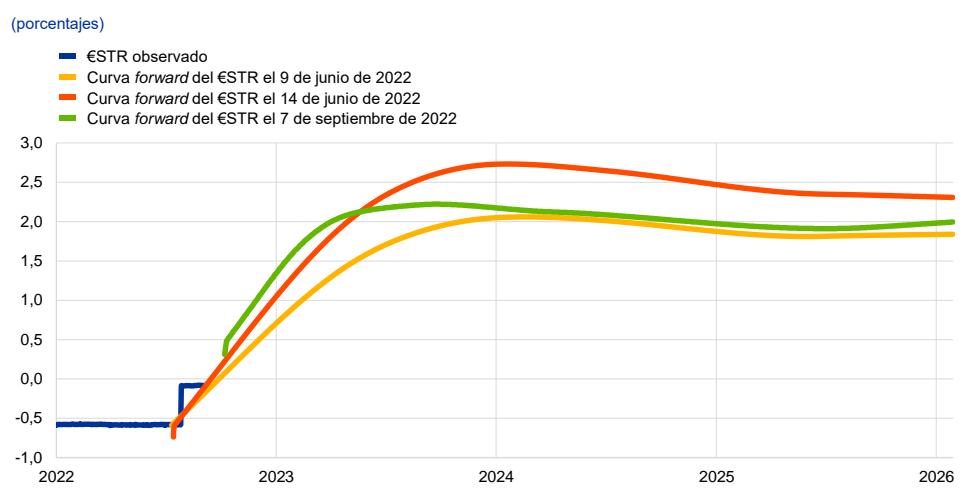
## 4

## Evolución de los mercados financieros

*Durante el período de referencia (del 9 de junio al 7 de septiembre de 2022), los precios de los activos de la zona del euro mostraron volatilidad, ya que los participantes en el mercado sopesaron las implicaciones de las elevadas presiones inflacionistas y del riesgo de una recesión para la senda futura esperada de la política de tipos de interés de los bancos centrales. En última instancia, los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro se incrementaron cuando los participantes en el mercado revisaron sus expectativas para considerar un endurecimiento más rápido y pronunciado de la política monetaria. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo también subieron. Los rendimientos de la deuda soberana aumentaron en paralelo a los tipos de interés libres de riesgo, dado que los diferenciales soberanos apenas variaron, aunque registraron cierta volatilidad en algunos países. La subida de los tipos de interés y el deterioro de las perspectivas de crecimiento afectaron a los activos de riesgo de las empresas, con lo que los diferenciales de los valores de renta fija privada europeos se ampliaron y los precios de las acciones disminuyeron en general. El tipo de cambio efectivo del euro volvió a depreciarse debido a la preocupación por el crecimiento de la zona del euro, y el tipo de cambio EUR/USD se situó ligeramente por debajo de la paridad.*

**Desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio, los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se elevaron, ya que los participantes en el mercado revisaron sus expectativas para considerar un endurecimiento más rápido y pronunciado de la política monetaria.** Durante el período de referencia, el €STR se situó, en promedio, en -34 puntos básicos y el exceso de liquidez se redujo en unos 39 mm de euros, hasta situarse en 4.578 mm de euros. La curva *forward* de OIS (*overnight index swap*) —basada en el tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR)— presentó un comportamiento volátil. En conjunto, como la preocupación por la inflación se fue imponiendo al creciente riesgo de recesión, la curva *forward* del OIS reflejó cada vez más las expectativas de un endurecimiento más rápido y pronunciado de la política de tipos de interés del BCE (gráfico 15). Al final del período analizado, dicha curva descontaba subidas acumuladas de unos 150 puntos básicos al final de 2022 y un máximo de alrededor del 2,2 % a finales de 2023.

**Gráfico 15**  
Tipos *forward* del €STR



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

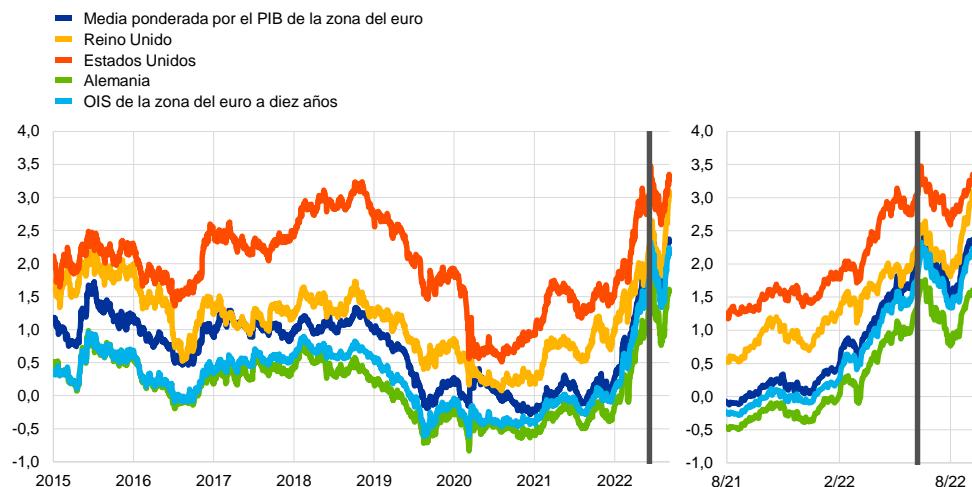
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

**Los rendimientos de los bonos a largo plazo aumentaron en respuesta a la reevaluación de los mercados de la senda futura esperada de la política monetaria (gráfico 16).** Durante el período analizado, los rendimientos de los bonos a más largo plazo a escala global fluctuaron de forma considerable, ya que los participantes en el mercado revisaron continuamente sus expectativas acerca de la política de los bancos centrales ante cualquier noticia sobre la inflación y las perspectivas de crecimiento. En conjunto, los rendimientos de los bonos a largo plazo de la zona del euro se elevaron ligeramente: el rendimiento medio de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó hasta situarse en torno al 2,3 %, 16 puntos básicos por encima del nivel observado cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de junio. Del mismo modo, los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos, Reino Unido y Alemania registraron un aumento de 22, 71 y 14 puntos básicos y se situaron aproximadamente en el 3,3 %, el 3 % y el 1,6 %, respectivamente.

## Gráfico 16

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.

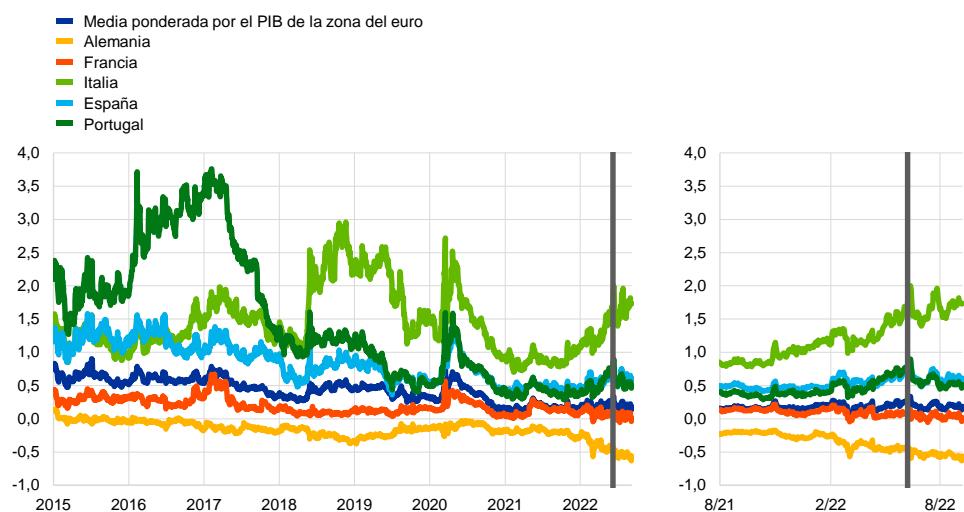
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (9 de junio de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 7 de septiembre de 2022.

**Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro evolucionaron prácticamente en línea con los tipos de interés libres de riesgo, y los diferenciales soberanos apenas variaron (gráfico 17).** Mientras que los tipos de interés libres de riesgo fluctuaron de forma considerable durante el período de referencia, el diferencial soberano a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo OIS se mantuvo relativamente estable, experimentando una reducción de 12 puntos básicos. Al final del período analizado, las variaciones de los diferenciales soberanos de los distintos países mostraban ligeras divergencias. Por ejemplo, los diferenciales de la deuda soberana italiana y portuguesa a diez años disminuyeron en 10 y 29 puntos básicos, respectivamente, mientras que el diferencial del bono alemán al mismo plazo se redujo otros 14 puntos básicos. Al mismo tiempo, los diferenciales italianos tuvieron un comportamiento volátil ante la escalada de la crisis política interna, aunque los efectos de contagio a otros países fueron limitados.

### Gráfico 17

Diferenciales de la deuda soberana a diez años de la zona del euro con respecto al tipo OIS a diez años del €STR

(puntos porcentuales)



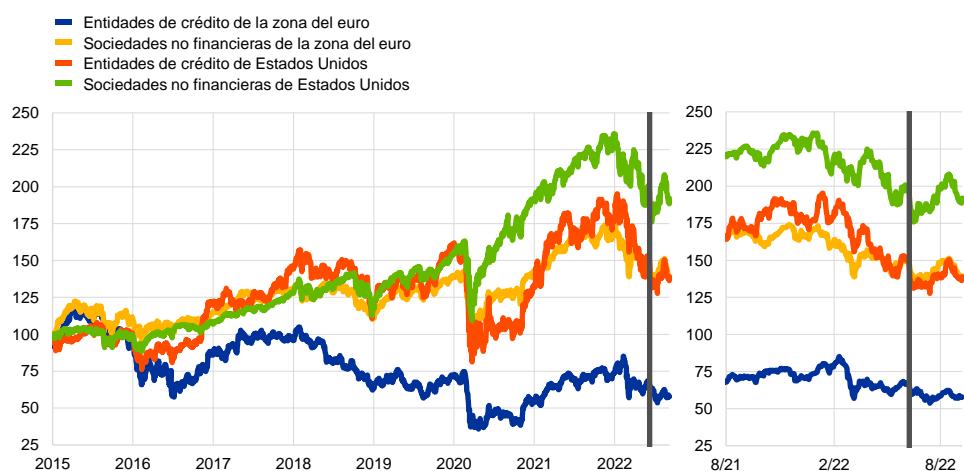
Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (9 de junio de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 7 de septiembre de 2022.

### Gráfico 18

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2015 = 100)



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 7 de septiembre de 2022.

**La creciente preocupación por las perspectivas económicas y el endurecimiento de la política monetaria siguieron lastrando los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro, que aumentaron en el período de referencia en general.** Durante el período analizado, la preocupación por una desaceleración del crecimiento económico en el futuro, algunas revisiones a

la baja de las expectativas de beneficios y el endurecimiento esperado de la política monetaria se tradujeron en una ligera ampliación de los diferenciales. En conjunto, los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad aumentaron en 18 puntos básicos, mientras que los de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión mostraron cierta capacidad de resistencia y al finalizar el período considerado registraban un alza de 2 puntos básicos.

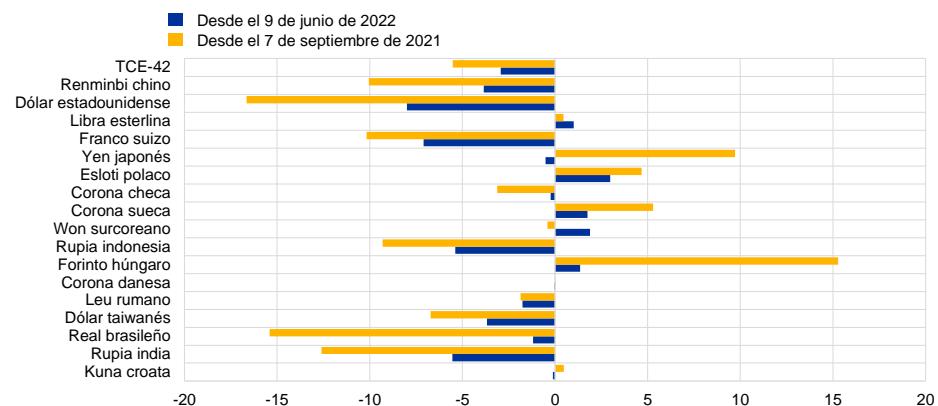
**Los mercados bursátiles europeos cayeron durante el período de referencia, arrastrados por factores similares a los que afectaron a los mercados de renta fija privada (gráfico 18).** Los mercados bursátiles europeos fluctuaron durante el período analizado, dada la sensibilidad de los mercados ante cualquier noticia relativa a las perspectivas de inflación y de crecimiento o a sus implicaciones para las políticas de tipos de interés de los bancos centrales de todo el mundo. En última instancia, los mercados bursátiles de la zona del euro descendieron, en conjunto, durante el período analizado. Concretamente, los precios de las acciones de las sociedades no financieras y del sector bancario de la zona del euro registraron una caída del 5,7 % y el 11,3 %, respectivamente. Las cotizaciones se vieron afectadas negativamente por algunas rebajas de las expectativas de beneficios, por las sustanciales revisiones a la baja del crecimiento esperado del PIB real de la zona del euro —que posiblemente aún no se hayan reflejado por completo en las expectativas de beneficios—, y por el nivel más elevado de los tipos de interés a largo plazo. Este descenso de las cotizaciones de las sociedades no financieras y de los bancos se vio amortiguado por la disminución de la prima de riesgo de las acciones (véase sección 5). También en Estados Unidos, el alza de los tipos de interés y el temor a una recesión se plasmaron en una caída del 3,1 % de los precios de las acciones del sector bancario, pero de solo el 0,8 % en el caso de las sociedades no financieras, lo que demuestra la mayor capacidad de resistencia de estas últimas.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro siguió depreciándose (gráfico 19).** En conjunto, 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 2,9 %. La debilidad generalizada del euro también se reflejó en una depreciación del 8 % frente al dólar estadounidense, con lo que al final del período considerado cotizaba ligeramente por debajo de la paridad, en un contexto de creciente preocupación por las perspectivas de crecimiento de la zona del euro y un endurecimiento más rápido de la política monetaria en Estados Unidos. Asimismo, el euro perdió valor frente al franco suizo y el yen japonés, un 7,1 % y un 0,5 %, respectivamente, pero se apreció un 1 % frente a la libra esterlina. El euro también se debilitó frente a las monedas de la mayoría de las economías emergentes, como la rupia india (5,5 %) y el renminbi chino (3,8 %).

### Gráfico 19

#### 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 7 de septiembre de 2022.

## 5

## Condiciones de financiación y evolución del crédito

*Los tipos de interés de los préstamos bancarios han aumentado y las condiciones de financiación de las entidades de crédito se han endurecido desde finales de mayo, dado que continúa la normalización de la política monetaria. La tasa de crecimiento de los préstamos a empresas fue elevada en términos nominales, y el crédito concedido a los hogares fue sólido, aunque mostró señales incipientes de moderación. En el período comprendido entre el 9 de junio y el 7 de septiembre, el coste de la financiación mediante acciones para las empresas se redujo considerablemente, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija se incrementó. El volumen total de financiación externa de las empresas se elevó, reflejo sobre todo del aumento de los préstamos bancarios. El crecimiento del agregado monetario amplio mantuvo una tendencia a la moderación, como consecuencia de la finalización de las compras netas de activos por parte del Eurosistema en julio y del encarecimiento de la factura energética de los hogares y las empresas de la zona del euro, que reduce la renta disponible.*

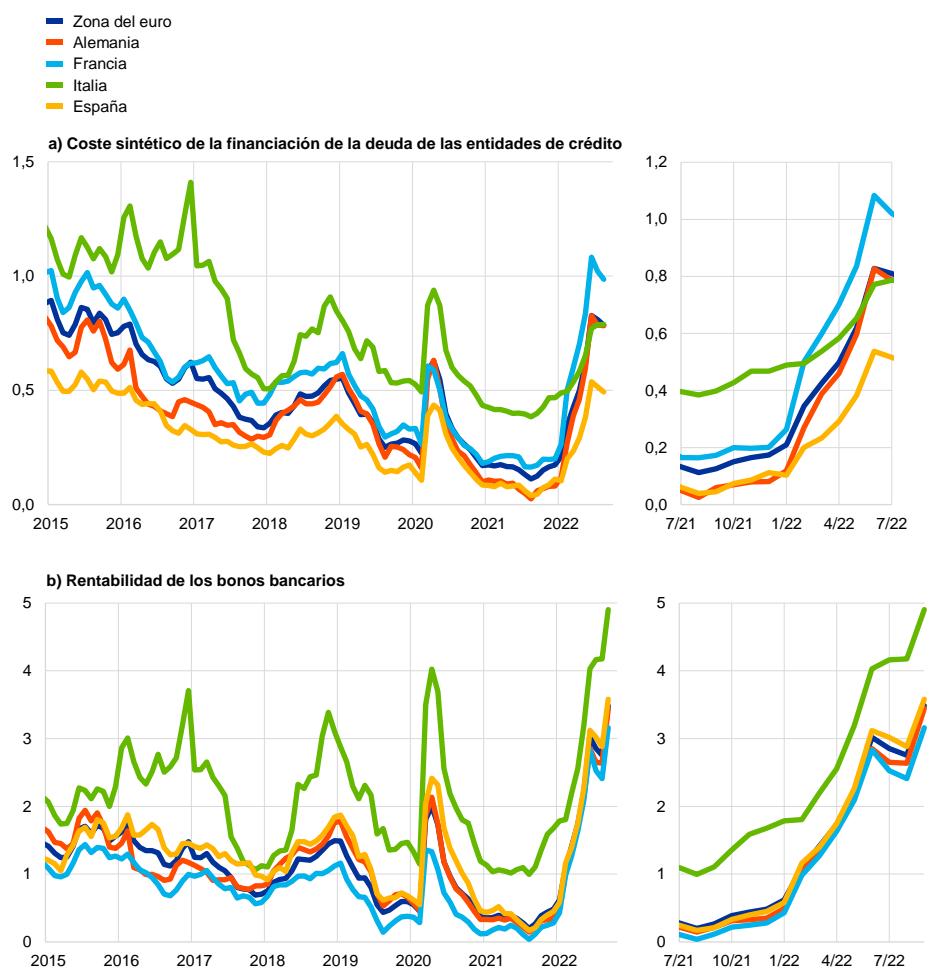
**Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro aumentaron en general en los últimos meses, dado que continuó la normalización de la política monetaria.** La acusada tendencia alcista que registró el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro a comienzos de 2022 se interrumpió en julio (panel a del gráfico 20). Desde principios de 2022, el incremento de los tipos de interés libres de riesgo ha generado mayores rentabilidades de los bonos bancarios, que se han situado en niveles superiores a los observados antes del inicio del programa de compras de activos en 2015, pese a la ligera volatilidad registrada desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio (panel b del gráfico 20). Con la reciente subida de los tipos de interés en julio de 2022, el BCE puso fin a los tipos de interés negativos después de ocho años. La mayoría de los bancos han comenzado a aumentar la remuneración de los depósitos de sus clientes, que constituyen una parte sustancial de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro.

**Los balances de las entidades de crédito fueron sólidos en general, pero comienzan a reflejar el deterioro del entorno económico.** Las ratios de capital de las entidades volvieron a los niveles más bajos anteriores a la pandemia. Además, la rentabilidad bancaria se ve respaldada por el mayor margen de intermediación, dado que continúa la normalización de la política monetaria. Si bien las entidades han seguido reduciendo sus ratios de préstamos dudosos, algunos indicadores de la calidad de los activos han empeorado. El reciente descenso de las ratios entre la cotización y el valor en libros de los bancos apunta a un cierto deterioro de las perspectivas para las entidades de crédito, en un entorno de debilitamiento de las perspectivas económicas y de aumento del riesgo de crédito.

## Gráfico 20

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

(porcentajes)



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

Notas: Los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos senior. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 7 de septiembre de 2022 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

**Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares han seguido aumentando desde finales de mayo, al restringir las entidades su oferta de crédito.** 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, sobre todo los concedidos a los hogares para adquisición de vivienda (gráfico 21). El tipo de interés sintético de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda registró otra fuerte subida en julio y se situó en el 2,15 %. El alza intermensual de 18 puntos básicos supone que los tipos de interés de los préstamos hipotecarios han acumulado un ascenso de 84 puntos básicos desde comienzos del año. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados a los préstamos a sociedades

no financieras fueron más volátiles y disminuyeron ligeramente —6 puntos básicos— hasta situarse en el 1,77 % en julio, habiendo aumentado 41 puntos básicos desde principios de 2022. Para los próximos meses, la evidencia disponible sugiere un nuevo ascenso de los tipos de interés de los préstamos a empresas atendiendo al notable incremento observado en los índices de difusión<sup>5</sup>. Por el lado de la oferta, la evolución de los tipos de interés del crédito refleja un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares, como indicaron los resultados de la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) de julio, habida cuenta de que los riesgos a la baja relacionados con las perspectivas económicas se han intensificado y se está procediendo a la normalización de la política monetaria. Por el lado de la demanda, el encarecimiento de los precios de la energía ha elevado las necesidades de financiación de las empresas y ha afectado negativamente a los presupuestos de los hogares, en particular a los de aquellos con rentas bajas. Además, de acuerdo con la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#), los consumidores redujeron sus expectativas de crecimiento económico y aumentaron sus expectativas de perder su empleo. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se situó en niveles próximos a los registrados antes de la pandemia, lo que sugiere que las condiciones de la financiación bancaria para las pequeñas y medianas empresas han continuado siendo favorables 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 21).

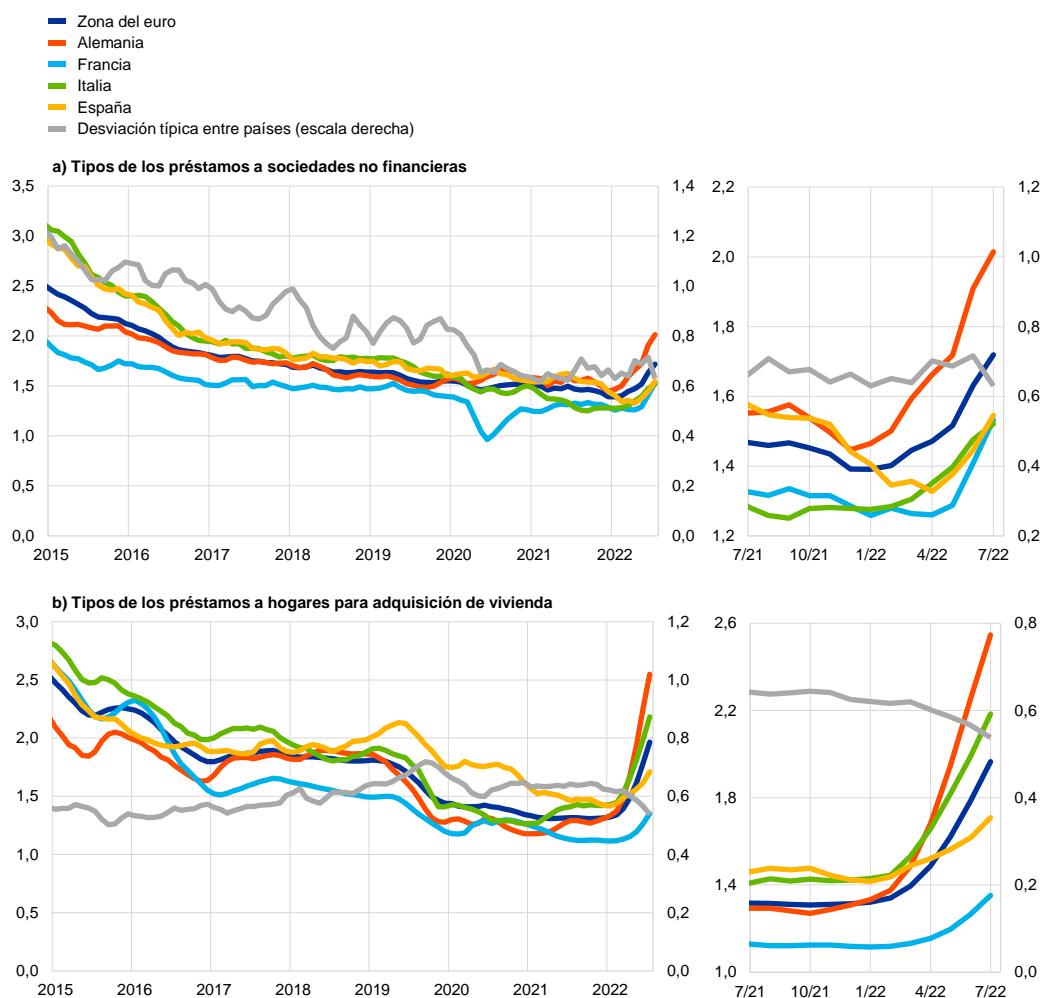
---

<sup>5</sup> 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.

## Gráfico 21

### 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.

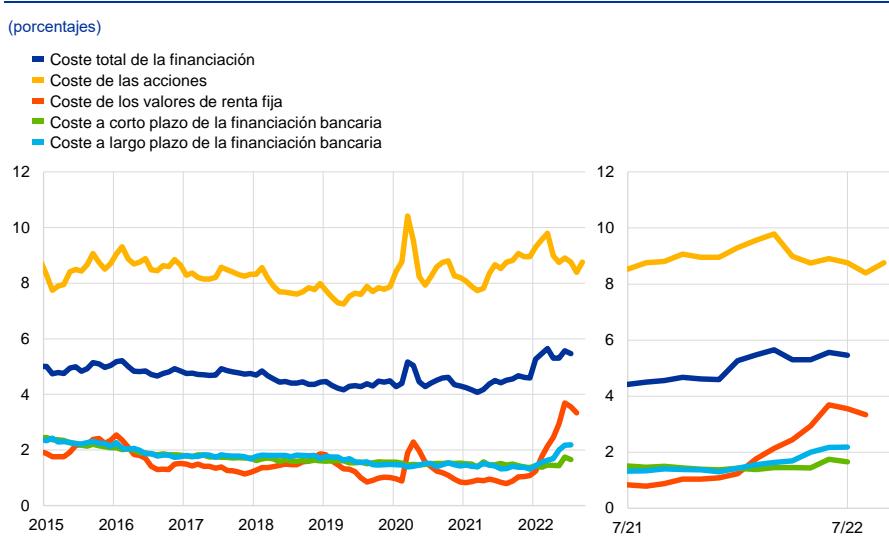
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las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

**En el período comprendido entre el 9 de junio y el 7 de septiembre, el coste de la financiación mediante acciones para las sociedades no financieras se redujo considerablemente, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija se incrementó.** Debido al retardo 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 julio de 2022, cuando aumentó hasta el 5,5 %, desde el 5,3 % de mayo. Este aumento fue resultado, principalmente, del sustancial incremento del coste de los valores de renta fija y, en menor medida, del mayor coste de la financiación bancaria (gráfico 22). El coste de las acciones se mantuvo prácticamente sin variación hasta julio de 2022. Los datos de julio de 2022 permanecieron próximos 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 comprendido entre el 9 de junio y el 7 de septiembre, el coste de las acciones se redujo unos 15 puntos básicos, mientras que el coste de los valores de renta fija se elevó en la misma medida aproximadamente. El ligero descenso del coste de las acciones es atribuible a la disminución de su prima de riesgo, que compensó con creces el impacto del aumento del tipo de interés libre de riesgo sobre dicho coste. El alza del tipo de interés libre de riesgo también contribuyó al incremento del coste de los valores de renta fija. Los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras se estrecharon ligeramente en el segmento de grado de inversión, pero se ampliaron considerablemente en el de alta rentabilidad.

### Gráfico 22

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



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 7 de septiembre de 2022 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 2 de septiembre de 2022 para el coste de las acciones (datos semanales) y a julio de 2022 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

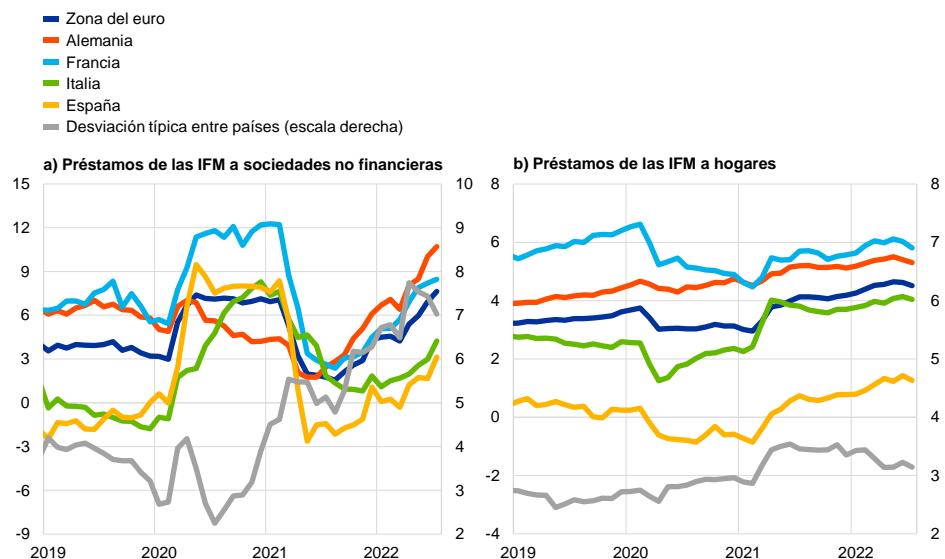
**La tasa de crecimiento de los préstamos a empresas fue elevada en julio, mientras que el crédito a hogares se moderó.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se aceleró hasta el 7,7 % en julio, tras el 6,9 % registrado en junio y el 6 % observado en mayo (panel a del gráfico 23). Esta evolución volvió a reflejar un considerable efecto de base que estaba relacionado principalmente con los plazos más largos. Los préstamos a más corto plazo continuaron contribuyendo de forma significativa a dicho avance, debido a la persistencia de los cuellos de botella en las cadenas de suministro, al incremento de los costes de los insumos y a la mayor incertidumbre, tres factores que intensifican la necesidad de capital circulante de las empresas. La capacidad de resistencia del crecimiento de los préstamos también refleja, hasta cierto punto, 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 moderó ligeramente y se situó en el 4,5 % en julio, tras tres meses de tasas intermensuales que se mantuvieron estables en el 4,6 % (panel b del gráfico 23). Esta evolución obedeció sobre todo a la disminución de los préstamos para adquisición de vivienda y para consumo.

### Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022.

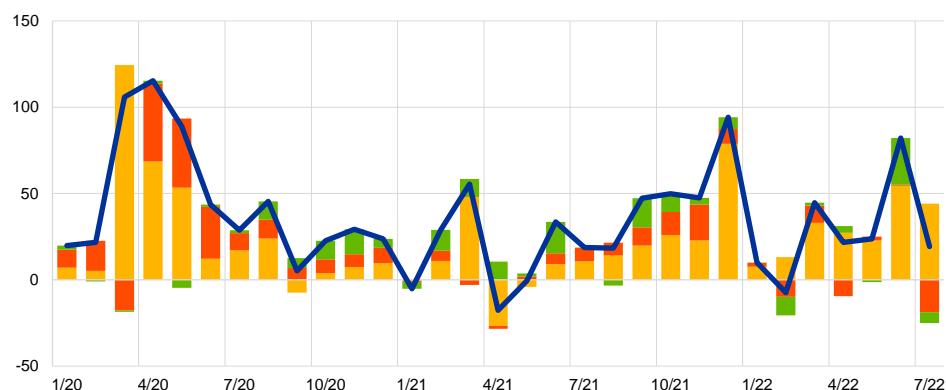
**El volumen total de financiación externa de las empresas volvió a elevarse, reflejo sobre todo del aumento de los préstamos bancarios.** La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa pasó del 2,4 % en marzo al 3,2 % en julio, como consecuencia de la mayor necesidad de financiación de las empresas, en particular la necesidad de financiación a corto plazo de las empresas intensivas en energía. Este incremento fue más notable durante los meses estivales y se produjo tras una serie de flujos moderados en términos relativos durante los cinco primeros meses del año en curso (gráfico 24). Desde principios de 2022, los flujos de financiación externa se han visto fuertemente respaldados por los mayores volúmenes de préstamos bancarios concedidos a las empresas, mientras que las emisiones netas de valores representativos de deuda fueron débiles, debido al aumento del coste relativo de la financiación mediante este tipo de valores. Las emisiones de acciones cotizadas mostraron falta de dinamismo en general, pero repuntaron en junio, impulsadas por la actividad de las empresas intensivas en energía, para volver a terreno negativo en julio. Este retroceso se explica por el reciente incremento de la proporción de recompras y por la reducción del valor de las fusiones y adquisiciones.

**Gráfico 24**

Flujos netos de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(flujos mensuales en mm de euros)

- Financiación externa total
- Financiación bancaria
- Emisiones netas de valores representativos de deuda
- Emisiones netas de acciones cotizadas



Fuentes: BCE, Eurostat, Dealogic y cálculos del BCE.

Notas: La financiación externa neta es la suma de la financiación bancaria (préstamos de las IFM), las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de las IFM están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022.

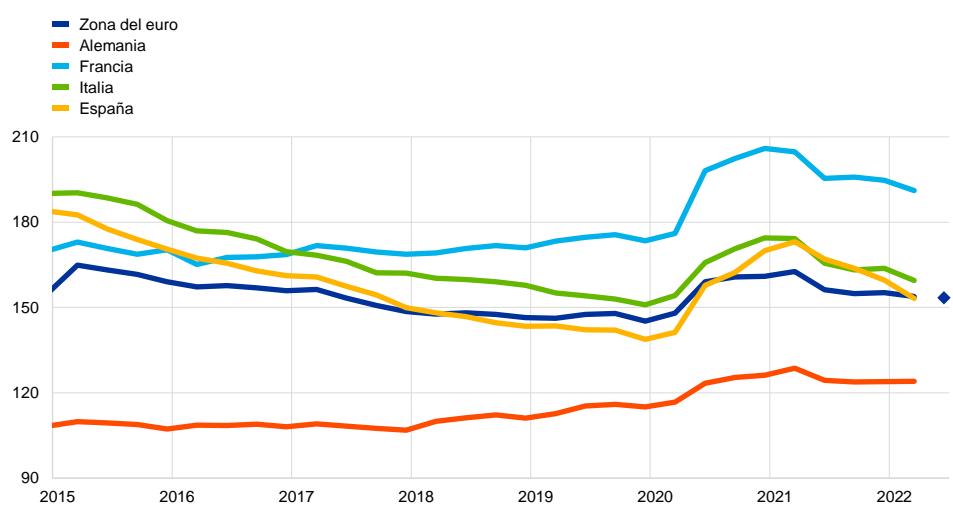
### **La deuda bruta de las sociedades no financieras de la zona del euro volvió a moderarse con respecto a los elevados niveles observados durante la pandemia (gráfico 25).**

La ratio de deuda bruta, en términos del valor añadido de las empresas, disminuyó 2,8 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2022 en comparación con la ratio observada un año antes. Esta disminución se produjo como consecuencia del fuerte crecimiento del valor añadido, y redujo el aumento acumulado desde finales de 2019 a 8,2 puntos porcentuales. El incremento generalizado de la deuda bruta de las sociedades no financieras desde principios de 2020 está relacionado con el mayor recurso de estas a la financiación de la deuda, especialmente en la primera fase de la pandemia de COVID-19, en la que la deuda bruta creció de forma desigual entre tipos de empresas y países. Esta evolución oculta diferencias en la exposición de las empresas a la pandemia y en las respuestas de política nacionales. En comparación con la última fase de subidas de los tipos de interés en 2011, las ratios de deuda en los países más vulnerables son más reducidas y deberían ayudar a contener el riesgo de fragmentación en el sector empresarial. Aunque los balances de las empresas en la mayoría de los países están más saneados actualmente que durante las crisis bancaria y de deuda soberana europeas, el nivel de deuda bruta de las sociedades no financieras sigue siendo elevado en términos históricos, lo que implica que la sensibilidad de las empresas a perturbaciones adversas continúa siendo sustancial. Por tanto, dadas las perspectivas de deterioro económico y las persistentes presiones inflacionistas, es probable que la capacidad de resistencia de las empresas también dependa del mantenimiento del apoyo procedente de las políticas, en particular las fiscales.

## Gráfico 25

### Deuda bruta de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(porcentajes del valor añadido bruto de las sociedades no financieras)



Fuentes: BCE, Eurostat y estimaciones del BCE.

Notas: La deuda se define como la suma de los préstamos totales concedidos a sociedades no financieras, netos de préstamos intrasectoriales, valores representativos de deuda emitidos y pasivos por pensiones. El rombo de color azul representa la previsión actual para el segundo trimestre de 2022. En el resto de los casos, las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2022.

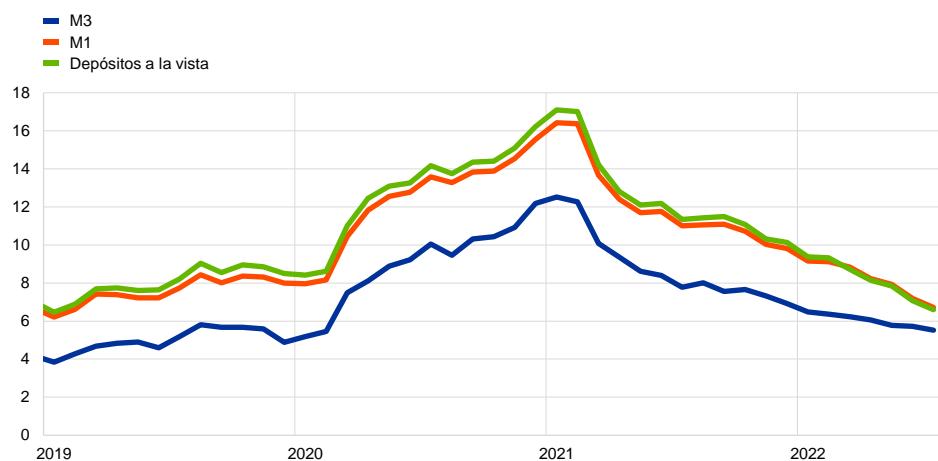
**El ritmo de acumulación de depósitos a la vista se ralentizó con respecto a los elevados niveles observados durante la pandemia (gráfico 26).** La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista disminuyó hasta el 6,6 % en julio, desde el 7,1 % registrado en junio. Aunque el encarecimiento del coste de los alimentos y de la energía ejerció presión sobre las reservas de efectivo de las empresas y sobre la capacidad de los hogares para aumentar su ahorro, los depósitos de M3 de estos dos sectores registraron entradas intermensuales considerables en julio, por lo que su dinámica a corto plazo alcanzó niveles próximos a los observados antes de la pandemia<sup>6</sup>. Es probable que la recuperación reciente de estos depósitos obedezca a motivos de precaución en un entorno de deterioro de las perspectivas económicas. Al mismo tiempo, los depósitos de las empresas y los hogares crecieron de forma dispar entre países, como consecuencia de las diferentes necesidades de liquidez y medidas nacionales de apoyo fiscal.

<sup>6</sup> Véase el recuadro titulado «El ahorro de los hogares durante la pandemia de COVID-19 y las implicaciones para la recuperación del consumo», Boletín Económico, número 5, BCE, 2022.

## Gráfico 26

### 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 julio de 2022.

**En julio, el crecimiento del agregado monetario amplio (M3) continuó moderándose hacia su media de largo plazo.** El ritmo de avance interanual de M3 se ha ralentizado desde el máximo observado en el punto álgido de la pandemia. En términos interanuales, la tasa de crecimiento del agregado monetario amplio descendió hasta el 5,5 % en julio, desde el 5,7 % registrado en junio (gráfico 26). La moderación de esta tasa refleja la finalización de las compras netas de activos por parte del Eurosystema en julio de 2022 y el encarecimiento adicional de la factura energética de los hogares y las empresas de la zona del euro, que reduce la renta disponible. Por lo que se refiere a los componentes, la desaceleración del crecimiento de M3 estuvo determinada principalmente por los depósitos a la vista incluidos en el agregado estrecho M1, mientras que los depósitos a plazo que forman parte del agregado monetario amplio M3 se reforzaron en julio. En cuanto a las contrapartidas, el crédito al sector privado fue el que más contribuyó al crecimiento interanual de M3. La contribución positiva de las compras de deuda pública realizadas por el Eurosystema en el marco del programa de compras de activos y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia volvió a disminuir. Al mismo tiempo, las salidas monetarias netas hacia el resto del mundo siguieron frenando el crecimiento monetario debido, principalmente, al impacto negativo del encarecimiento de los precios de la energía sobre la balanza comercial de la zona del euro.

## 6

## Evolución de las finanzas públicas

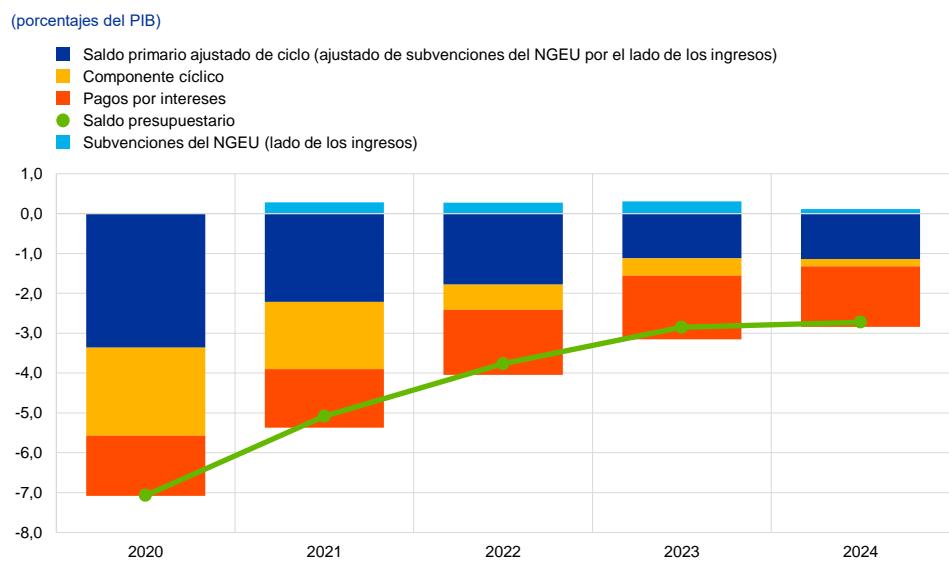
Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, el saldo presupuestario de la zona del euro mejorará de forma continuada hasta 2024, aunque algo menos de lo previsto en las proyecciones de junio. Sin embargo, las proyecciones fiscales siguen sujetas a una elevada incertidumbre, relacionada fundamentalmente con la guerra en Ucrania y con la evolución en los mercados energéticos, que podrían hacer que los Gobiernos adopten medidas adicionales de estímulo fiscal. Recientemente, esas medidas han tenido por objeto, sobre todo, contrarrestar el encarecimiento del coste de la vida para los consumidores, en particular en lo que respecta a la energía. Además, también se han destinado a financiar las nuevas capacidades de defensa y ayudar a los refugiados de la guerra de Rusia en Ucrania. No obstante, de acuerdo con dichas proyecciones, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuará reduciéndose —desde el 5,1 % del PIB en 2021 hasta el 3,8 % en 2022, y después hasta el 2,7% al final del horizonte de proyección—. Tras la fuerte relajación en respuesta a la crisis del coronavirus (COVID-19) en 2020, la orientación de la política fiscal se endureció en 2021 y se prevé que continúe haciéndolo levemente, en particular en 2023, y que sea neutral en 2024. En un contexto de mayor incertidumbre y de riesgos a la baja para las previsiones económicas como consecuencia de la guerra en Ucrania, así como de subidas de los precios de la energía y de persistencia de las perturbaciones en las cadenas de suministro, el 23 de mayo de 2022 la Comisión Europea recomendó prorrogar la aplicación de la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) hasta el final de 2023. Esto permitiría adaptar las políticas fiscales a cambios en las circunstancias si fuera necesario. Al mismo tiempo, dado que los desequilibrios presupuestarios continúan por encima de sus niveles prepandémicos y que la inflación se mantiene excepcionalmente alta, la política fiscal ha de ser cada vez más selectiva y focalizada para evitar agravar las presiones inflacionistas a medio plazo y, al mismo tiempo, asegurar la sostenibilidad fiscal en ese mismo horizonte.

**De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2022, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuará mejorando durante el horizonte de proyección<sup>7</sup>.** La ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona descendió hasta el 5,1 % del PIB en 2021, tras alcanzar un nivel sin precedentes —el 7,1 %— en 2020. Se prevé que siga disminuyendo hasta el 3,8 % del PIB en 2022, y después hasta el 2,9 % y el 2,7 % del PIB, respectivamente, en 2023 y 2024 (gráfico 27). Se espera que la mejora continuada del saldo presupuestario a partir de 2022 esté impulsada por el ciclo económico, así como por un saldo primario ajustado de ciclo más elevado, ya que gran parte de las medidas de emergencia frente a la pandemia han empezado a expirar y las nuevas no son tan cuantiosas. Durante todo el horizonte de proyección, los pagos por intereses

<sup>7</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2022», publicadas en el sitio web del BCE el 8 de septiembre de 2022.

agregados de la zona del euro en porcentaje del PIB seguirán siendo similares a los observados entre 2019 y 2021. Esto refleja el hecho de que, aunque los tipos de interés de las nuevas emisiones de deuda soberana han aumentado de manera significativa, están próximos al tipo de interés medio que se paga sobre el stock de deuda existente.

**Gráfico 27**  
Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2022.  
Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los países de la zona del euro.

**La orientación de la política fiscal de la zona del euro empezó a endurecerse en 2021 y se prevé que continúe haciéndolo hasta 2023, pero que sea prácticamente neutral en 2024<sup>8</sup>.** En 2022, el ligero endurecimiento de la orientación fiscal se debe sobre todo a la continuación de la retirada de una parte sustancial del apoyo de emergencia frente a la pandemia, que se verá compensada solo en parte por medidas expansivas adicionales. Estas medidas adicionales representan en torno al 1,4 % del PIB en 2022 (aproximadamente 0,3 puntos porcentuales más de lo previsto en las proyecciones de junio). Su objetivo es contrarrestar el encarecimiento del coste de la vida para los consumidores, así como financiar el aumento de la capacidad de defensa y ayudar a los refugiados de la guerra en Ucrania. Además, se espera que factores no discretionarios derivados de la reversión solo parcial de los elevados ingresos extraordinarios de 2021 atenúen el endurecimiento en 2022 y continúen haciéndolo durante el resto del horizonte de proyección. No obstante, se prevé que el endurecimiento fiscal sea algo mayor en 2023, cuando se espera que hayan expirado la mayoría de las medidas de apoyo.

<sup>8</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractual en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «*The euro area fiscal stance*», Boletín Económico, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

Se prevé una orientación prácticamente neutral para el final del horizonte de proyección, aunque se seguirá proporcionando un importante respaldo a la economía<sup>9</sup>.

**El saldo presupuestario agregado de la zona del euro no se ha revisado para 2022, pero posteriormente se prevé una evolución ligeramente más adversa.**

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2022, la ratio de saldo presupuestario en relación con el PIB de la zona del euro se ha mantenido básicamente sin cambios para 2022, ya que las nuevas medidas de estímulo de carácter temporal se han visto contrarrestadas por una mejora del componente cíclico y por el impacto adicional de factores no discrecionales que reflejan el aumento de los ingresos en efectivo. El saldo presupuestario para 2023 y 2024 se ha revisado a la baja en 0,2 y 0,3 puntos porcentuales, respectivamente, sobre todo debido a la mayor debilidad esperada del componente cíclico<sup>10</sup>.

**Después de registrar un fuerte incremento en 2020, se espera que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se reduzca poco a poco hasta situarse justo por debajo del 90 % del PIB en 2024, pero que se mantenga por encima de su nivel anterior a la crisis.** Tras un ascenso de la ratio de deuda de casi 13 puntos porcentuales —hasta el 97 % aproximadamente— en 2020, en 2021, el déficit primario, cada vez menor pero todavía elevado, se habría visto contrarrestado con creces por la importante contribución a la reducción de la deuda de un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable, lo que se habría traducido en una reducción moderada de la ratio de deuda sobre el PIB. Según las proyecciones, en el período 2022-2024 esta ratio continuará descendiendo de manera lenta pero continua, ya que los déficits primarios —que contribuyen al aumento de la deuda— se verán compensados por las contribuciones todavía positivas de los diferenciales tipo de interés-crecimiento y, de forma limitada en los dos primeros años, por los ajustes entre déficit y deuda (gráfico 28). Se espera que al final del horizonte de proyección, en 2024, la ratio de deuda se establezca justo por debajo del 90 % del PIB, es decir, 6 puntos porcentuales por encima del nivel registrado en 2019, antes de la crisis.

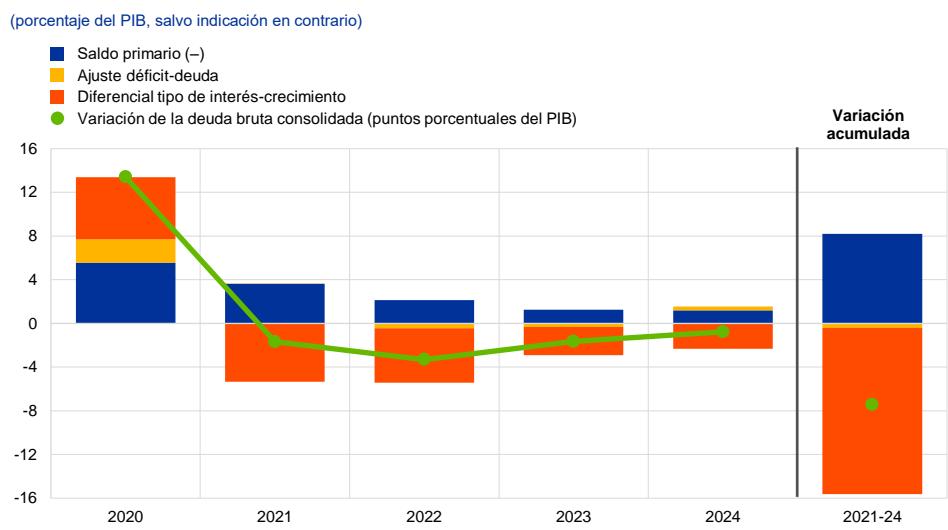
---

<sup>9</sup> Se estima que el impacto de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro, tras ajustar por los ingresos relacionados con las subvenciones del NGEU (a fecha de 2021), fue de -4,2 puntos porcentuales del PIB en 2020 y +1,1 puntos porcentuales del PIB en 2021. Se prevé que sea de +0,1, +0,7 y +0 puntos porcentuales del PIB en 2022, 2023 y 2024, respectivamente. En comparación con las proyecciones de junio de 2022, ha permanecido prácticamente sin variación para 2022 y se ha revisado al alza (a la baja) en 0,1 puntos porcentuales para 2023 (2024).

<sup>10</sup> Se estima que las medidas adicionales de apoyo público destinadas a compensar el aumento de los precios de la energía y otros gastos en respuesta a la guerra en Ucrania ascenderán al 0,9 % del PIB de la zona del euro en 2022.

**Gráfico 28**

Factores determinantes de la variación de la deuda pública de la zona del euro



Fuentes: BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2022.

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los países de la zona del euro.

**Las proyecciones fiscales de referencia continúan sujetas a una elevada incertidumbre, asociada fundamentalmente a la guerra en Ucrania y a la evolución de los mercados energéticos.** En lo que respecta a los supuestos fiscales, los riesgos para el escenario de referencia actual apuntan a medidas adicionales de estímulo fiscal a corto plazo. Dichos riesgos están relacionados con la nueva introducción o la prórroga de medidas de compensación del encarecimiento de la energía y otros gastos derivados de los efectos de la guerra, algunas de las cuales ya fueron anunciadas por varios Gobiernos después de la fecha de cierre de las proyecciones.

**Las medidas fiscales están sirviendo, en parte, para amortiguar la perturbación causada por la guerra, pero deberían ser temporales y cada vez más focalizadas y, además, limitar el riesgo de agravar las presiones inflacionistas.** En un contexto de mayor incertidumbre y de riesgos a la baja para las previsiones económicas como consecuencia de la guerra de Rusia en Ucrania, así como de encarecimiento de la energía y persistencia de las perturbaciones de las cadenas de suministro, el 23 de mayo de 2022 la Comisión Europea recomendó prorrogar la aplicación de la cláusula general de salvaguardia del PEC hasta el final de 2023<sup>11</sup>. Esto permitiría adaptar las políticas fiscales a cambios en las circunstancias si fuera necesario. Sin embargo, es importante que las políticas fiscales de todos los países preserven la sostenibilidad de la deuda. Además, todas las medidas que los Gobiernos apliquen para compensar a los hogares y a las empresas deberían estar claramente focalizadas y diseñadas para limitar el riesgo de agravar las presiones inflacionistas en la economía. Como se describe en el

<sup>11</sup> Véase Comunicación de la Comisión Europea al Parlamento Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Europeo de Inversiones: Semestre Europeo de 2022 – Paquete de Primavera ([COM\(2022\) 600 final](#)), Comisión Europea, 23 de mayo de 2022.

recuadro titulado «[Policy responses to address high energy prices and ensure energy security](#)»<sup>12</sup> en este *Boletín Económico*, las medidas en materia energética deberían seguir siendo temporales e incentivar el ahorro de energía, además de abordar de manera eficiente los retos a corto plazo y proteger a los hogares más vulnerables. Las rebajas impositivas horizontales y las transferencias no focalizadas son menos eficientes en términos de costes que las medidas de gasto que concentran los beneficios en los ciudadanos más vulnerables.

---

<sup>12</sup> Véase el recuadro 1 del artículo titulado «[Fiscal policies to mitigate climate change in the euro area](#)» en este *Boletín Económico*.