

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

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

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

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

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

Actividad económica

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

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

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

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

Inflación

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

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

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

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

Evaluación de riesgos

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

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

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

Condiciones financieras y monetarias

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

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

Conclusión

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

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

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

Decisiones de política monetaria

El Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 75 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito aumentaron hasta el 2,00 %, el 2,25 % y el 1,50 %, respectivamente, con efectos a partir del 2 de noviembre de 2022.

El Consejo de Gobierno decidió recalibrar las condiciones de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) como parte de las medidas de política monetaria adoptadas para restablecer la estabilidad de precios a medio plazo. En vista de la evolución actual de la inflación y de sus perspectivas, es necesario adaptar algunos parámetros de las TLTRO III para reforzar la transmisión de los tipos de interés oficiales a las condiciones de financiación bancaria, de forma que estas operaciones contribuyan a la transmisión de la orientación de la política monetaria necesaria para asegurar el retorno oportuno de la inflación al objetivo del 2 % a medio plazo del BCE. Desde el 23 de noviembre de 2022 hasta la fecha de vencimiento o la fecha de reembolso anticipado de la operación TLTRO III vigente correspondiente, el tipo de interés aplicable a las operaciones TLTRO III se indexará al promedio durante ese período de los tipos de interés oficiales del BCE aplicables. El Consejo de Gobierno también decidió ofrecer a las entidades de crédito tres fechas adicionales para los reembolsos anticipados voluntarios. En todo caso, el Consejo de Gobierno evaluará periódicamente la forma en que las operaciones de financiación con objetivo específico están contribuyendo a la orientación de su política monetaria.

El Consejo de Gobierno decidió fijar la remuneración de las reservas mínimas en el tipo de interés de la facilidad de depósito del Eurosistema. Esta modificación se aplicará desde el principio del período de mantenimiento de reservas que comienza el 21 de diciembre de 2022. Hasta ahora, dichas reservas se han remunerado al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE. Sin embargo, dadas las actuales condiciones del mercado y de liquidez, el tipo de interés de la facilidad de depósito refleja mejor el tipo al que se pueden invertir fondos en instrumentos del mercado monetario si no se mantienen como reservas mínimas, así como el tipo al que las entidades de crédito obtienen financiación en el mercado monetario para cumplir las exigencias de reservas mínimas.

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

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

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

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

El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo. El instrumento para la Protección de la Transmisión está disponible para contrarrestar dinámicas de mercado injustificadas y desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria a todos los países de la zona del euro, lo que permite al Consejo de Gobierno cumplir con mayor efectividad su mandato de mantener la estabilidad de precios.

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

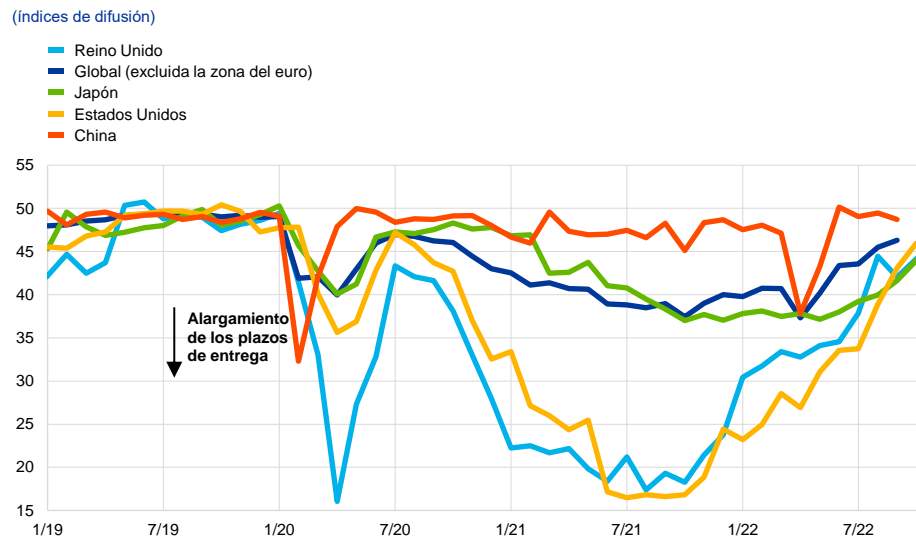
El crecimiento mundial está desacelerándose en un entorno de creciente preocupación por una posible recesión. El PIB mundial (excluida la zona del euro) se redujo en el segundo trimestre, debido principalmente al retroceso de la actividad en China derivado de las restricciones asociadas a su política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

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

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

Gráfico 1

PMI de plazos de entrega de proveedores



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

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

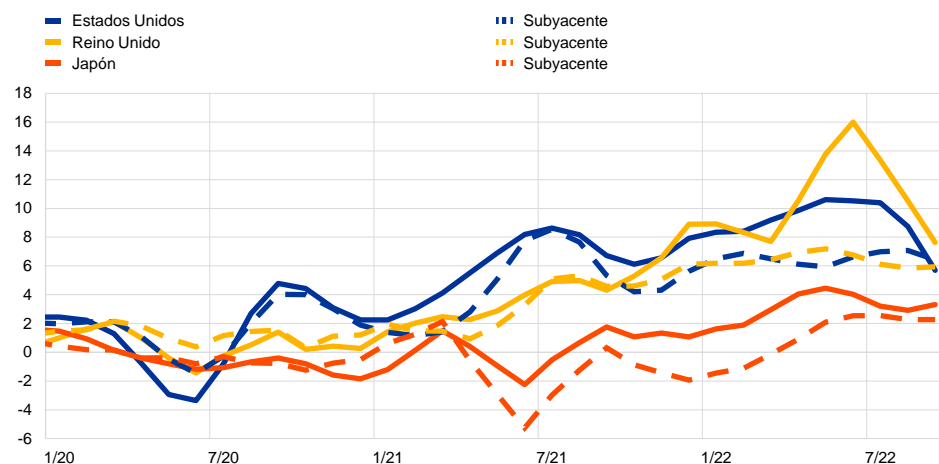
Pese a la relajación de las presiones sobre las cadenas de suministro, el dinamismo del comercio mundial continúa siendo moderado, en un contexto de deterioro de las perspectivas económicas globales. El comercio mundial (excluida la zona del euro) de mercancías no experimentó variaciones en agosto, después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

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

Gráfico 2

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

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



Fuentes: Bloomberg, Haver Analytics y cálculos del BCE.

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

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

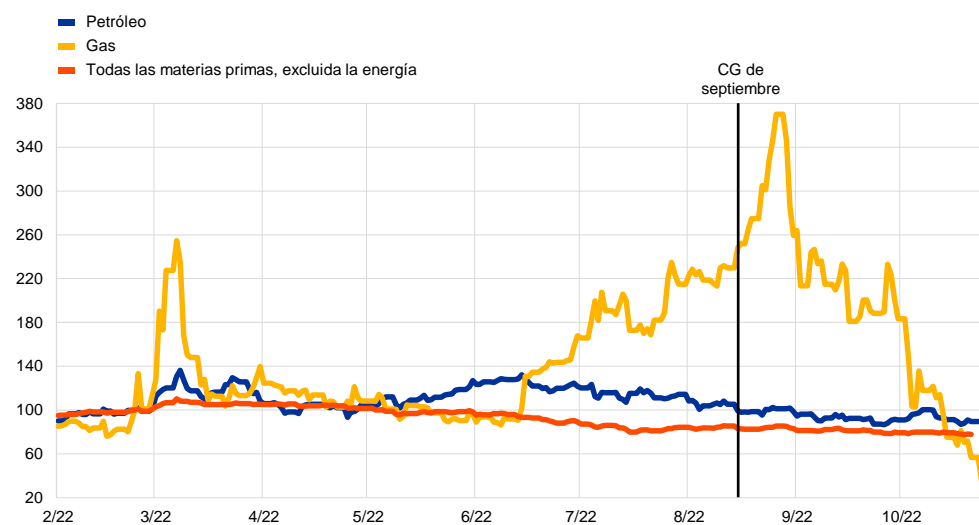
esta materia prima, como un invierno más frío de lo esperado, se traduciría en una fuerte y persistente competencia por asegurar el suministro, lo que intensificaría las presiones sobre los precios. La incertidumbre en el mercado europeo de gas también se ve reflejada en la pronunciada pendiente de la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

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

Gráfico 3

Evolución de los precios de las materias primas

(índice: 23 de febrero de 2022 = 100)



Fuentes: Refinitiv, HWWI y cálculos del BCE.

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

En Estados Unidos, tras la contracción de la actividad observada en la primera mitad del año, se prevé que el crecimiento siga siendo moderado¹. El

crecimiento intertrimestral del PIB real cayó un 0,1 % en el segundo trimestre, debido a la contribución negativa de las existencias y, en menor medida, de la

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

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

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

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

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

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

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

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

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

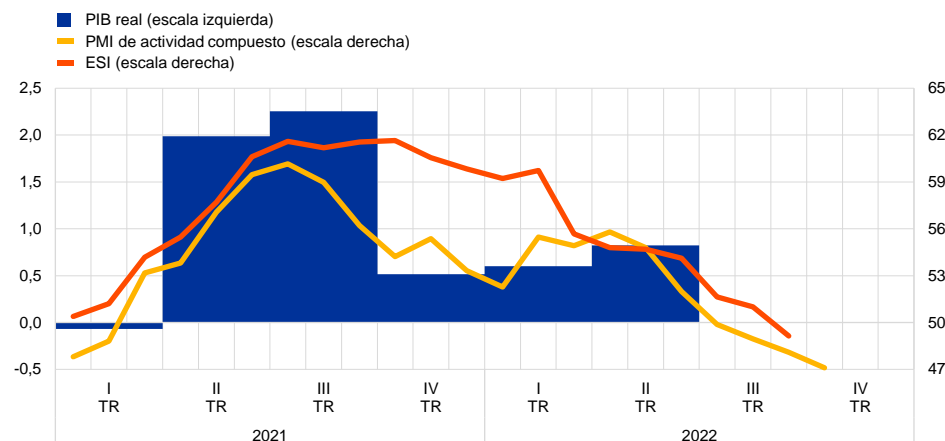
La elevada inflación sigue frenando el consumo y la producción al reducir el poder adquisitivo e impulsar al alza los costes de las empresas. Las graves disrupciones en el suministro de gas han empeorado aún más la situación, y la confianza ha caído rápidamente en los distintos sectores. Tras el fuerte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

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

Gráfico 4

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

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



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

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

Se espera que la actividad económica se ralentice sustancialmente en los próximos trimestres.

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

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

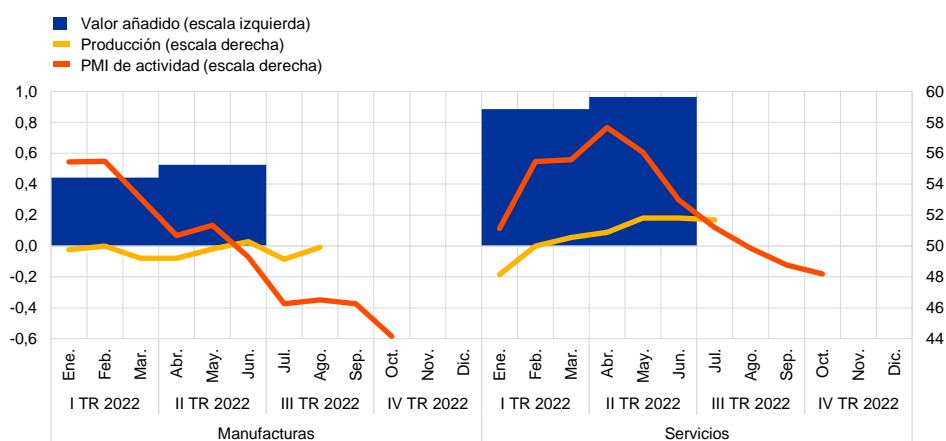
² Para información más detallada, véase el recuadro titulado «Efectos arrastre y crecimiento intratrimestral del PIB: estimaciones basadas en indicadores mensuales» en este Boletín Económico.

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

Gráfico 5

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

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



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

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

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

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

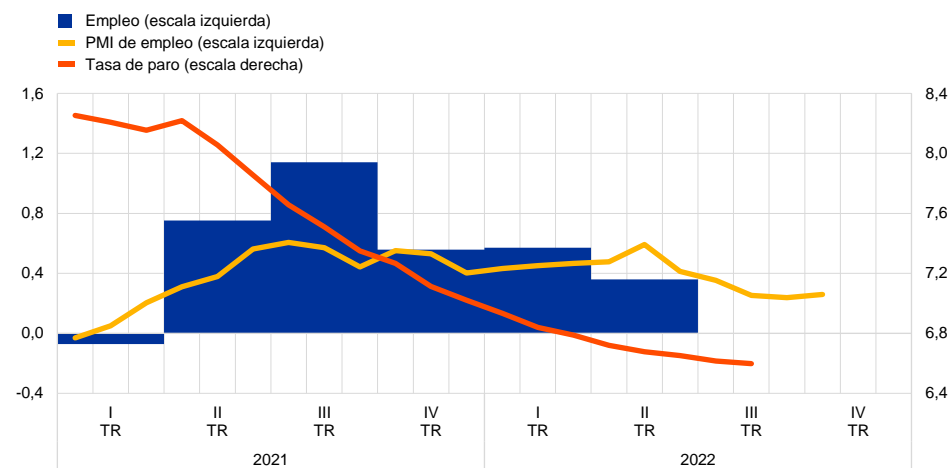
³ Véase «The Survey of Professional Forecasters – Third Quarter of 2022», BCE, Frankfurt am Main, 2022.

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

Gráfico 6

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

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



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

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

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo siguen

apuntando a que, en conjunto, el mercado laboral de la zona del euro muestra capacidad de resistencia, aunque con algunas señales de desaceleración. El

PMI compuesto de empleo relativo al tercer trimestre se situó en 52,8, lo que sugería un crecimiento adicional del empleo con respecto al segundo trimestre. Sin embargo, este indicador alcanzó un máximo en mayo de 2022, y la evolución de los últimos meses señala una pérdida de impulso general. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, el PMI de empleo continúa apuntando a un crecimiento robusto del empleo en los servicios y las manufacturas, mientras que el sector de la construcción muestra señales de desaceleración.

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

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

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

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

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

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

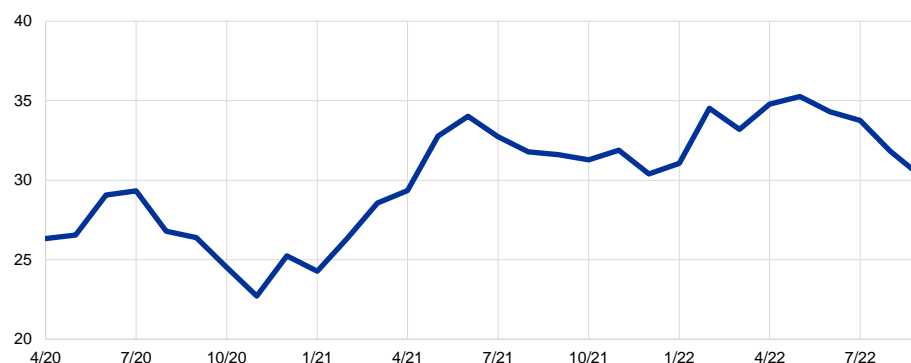
⁶ Para información más detallada, véase el recuadro titulado «[El impacto del reciente aumento de la inflación en los hogares con rentas bajas](#)» en este Boletín Económico.

Gráfico 7

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

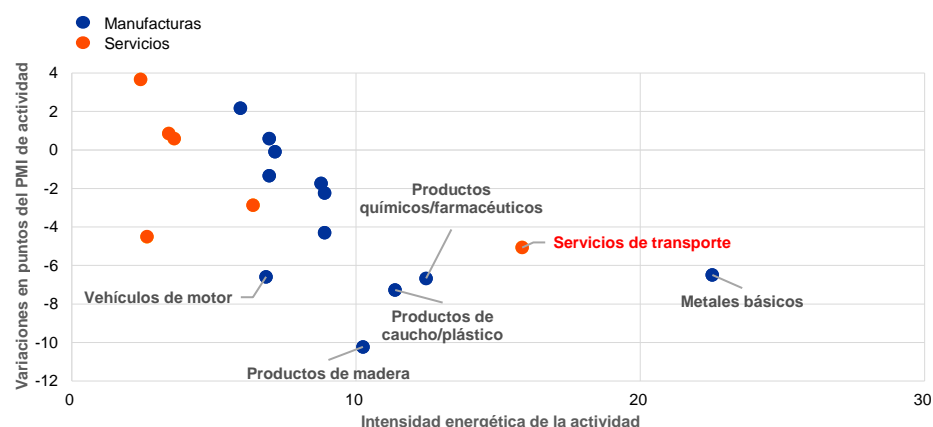
a) Planes de gasto en vacaciones para los siguientes doce meses

(porcentaje de encuestados)



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

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



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022.

Tras registrar un crecimiento vigoroso en el primer semestre de 2022, se espera que la inversión empresarial se ralente significativamente en la segunda mitad del año. La inversión, excluida la construcción, creció un 0,8 % en

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

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

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

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

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

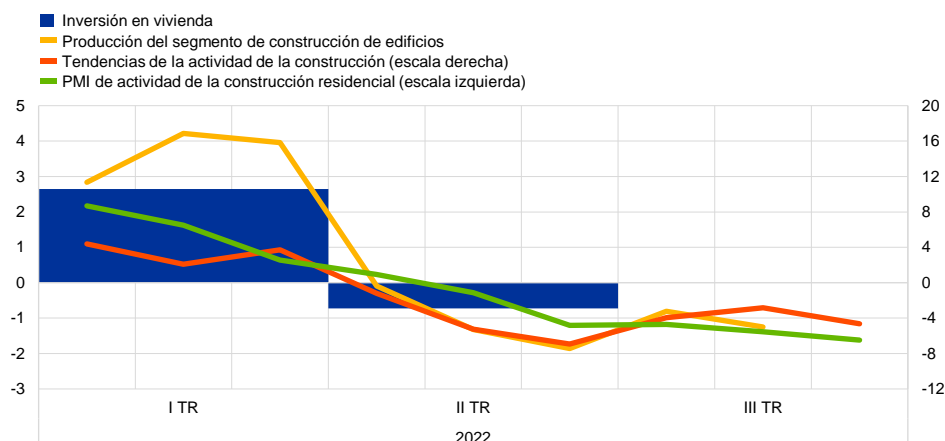
⁹ Véase el recuadro «[Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#)» en este Boletín Económico.

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

Gráfico 8

Inversión en vivienda e indicadores coyunturales

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



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

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

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

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

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

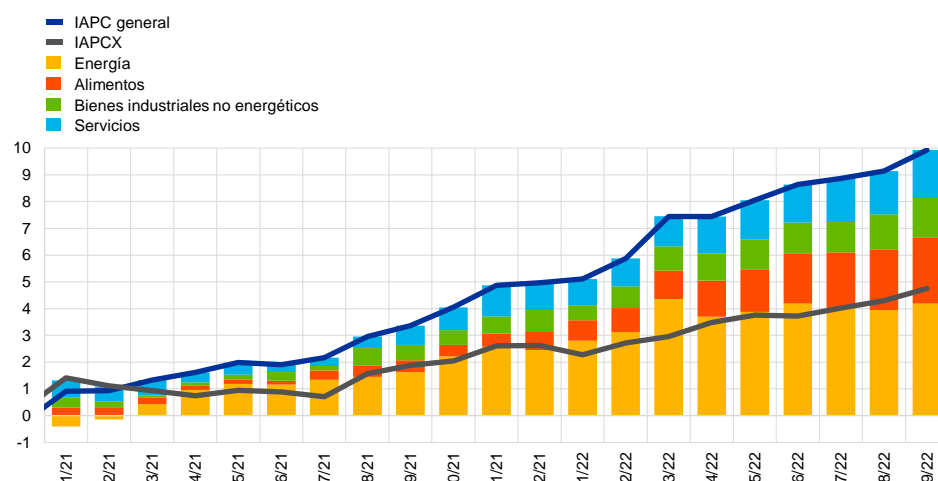
La inflación aumentó hasta el 9,9 % en septiembre como consecuencia de los nuevos incrementos de todos los componentes. La tasa de variación de los precios de la energía, que se situó en el 40,7 %, siguió siendo el principal factor determinante de la inflación general, dada la creciente contribución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

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

Gráfico 9

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022.

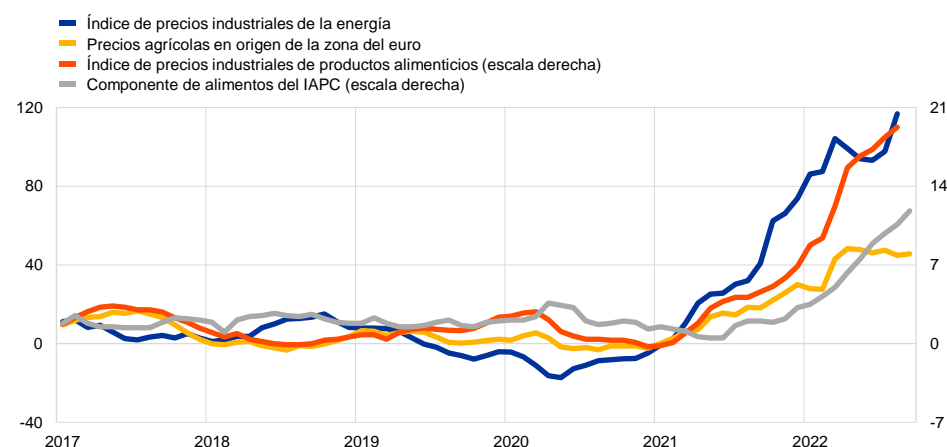
La evolución de los precios de la energía está influida por distintos factores e incide, a su vez, en otros componentes del IAPC.

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

Gráfico 10

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

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

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

aceleración de las tasas de variación de los precios tanto de los bienes industriales no energéticos como de los servicios (gráfico 9).

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

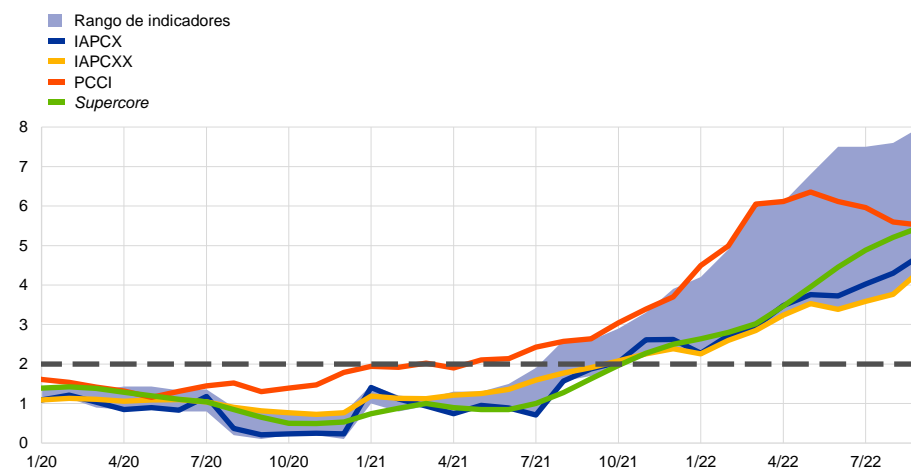
La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente continuaron al alza en septiembre (gráfico 11).

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

Gráfico 11

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

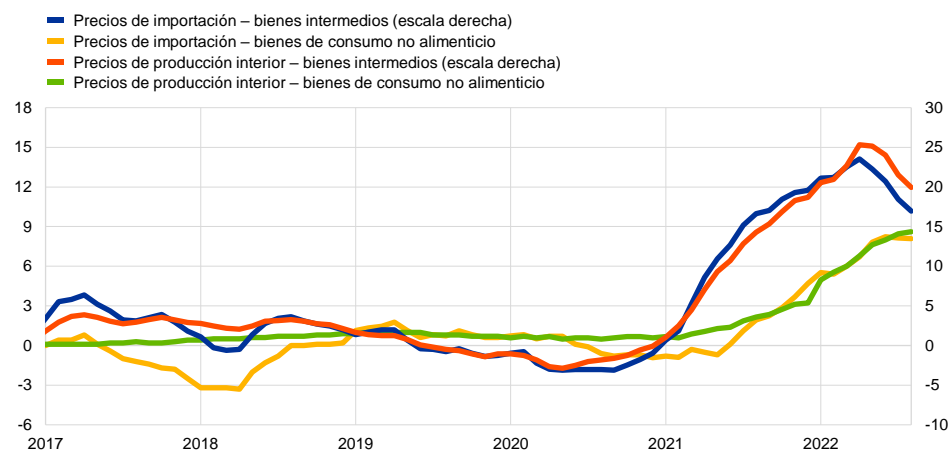
Las presiones latentes sobre la inflación de los bienes industriales no energéticos continúan siendo intensas, a pesar de la reciente moderación de la inflación en las fases iniciales del proceso de fijación de precios (gráfico 12).

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

Gráfico 12

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022.

Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron estables, en niveles próximos o ligeramente superiores al 2 %, y son acordes, en general, con los indicadores de mercado de la compensación por inflación (gráfico 13). Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2022, los indicadores de las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2027) se han mantenido estables en el 2,2 %. Lo mismo cabe decir de las expectativas a más largo plazo (para 2027) recogidas en la encuesta de Consensus Economics de octubre, que siguieron situadas en el 2,1 %, y de las que refleja la encuesta a analistas de política monetaria (Survey of Monetary Analysts) del BCE de octubre (para 2026), que se mantuvieron en el 2 %. La encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE (CES, por sus siglas en inglés) de agosto también mostró que las expectativas de inflación a largo plazo (a tres años) permanecieron sin variación con respecto a julio¹². Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) siguieron sujetos a cierta volatilidad en el período considerado. Los plazos cortos continuaron mostrándose volátiles, también como consecuencia de la evolución del mercado energético, mientras que los plazos más largos fueron más estables. Estos indicadores sugieren ahora que la inflación puede retornar a niveles de alrededor del 2 % a finales de 2023, en lugar de en 2024, como se preveía antes de la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre. Sin embargo, los indicadores de la compensación por inflación a largo plazo registraron un leve ascenso durante el período analizado. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años subió 10 puntos básicos y se situó en el 2,3 %. Es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas de inflación

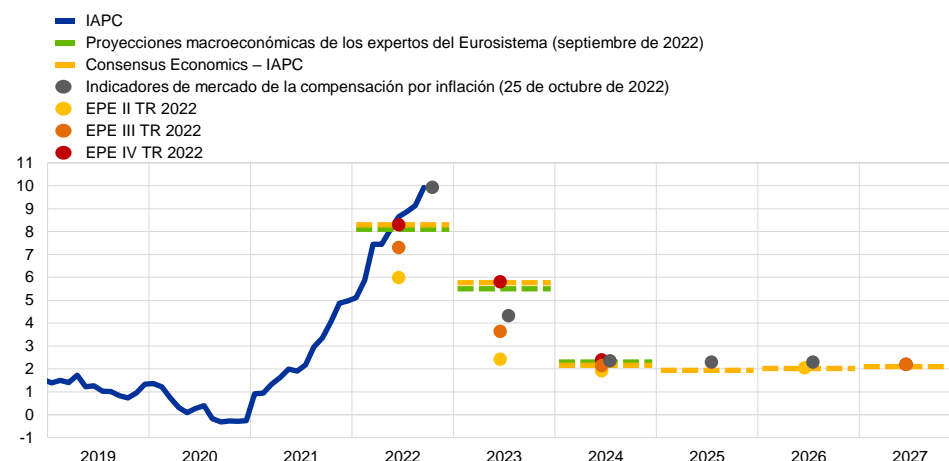
¹² Véase «Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – agosto de 2022», nota de prensa, 7 de octubre de 2022.

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

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: La serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 25 de octubre de 2022. La encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al cuarto trimestre de 2022 se realizó entre el 30 de septiembre y el 6 de octubre de 2022. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue octubre de 2022. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del BCE fue el 25 de agosto de 2022. Las últimas observaciones del IAPC corresponden a septiembre de 2022.

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

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

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

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

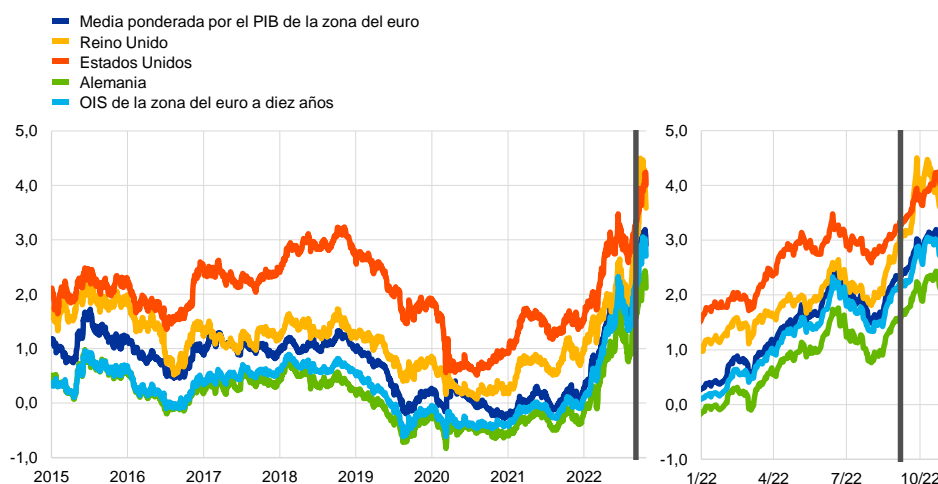
Los rendimientos de los bonos a largo plazo aumentaron en un entorno de reevaluación de los mercados de la senda futura esperada de la política monetaria (gráfico 14). Este aumento se produjo con fuertes oscilaciones intermedias, principalmente en respuesta a los datos macroeconómicos publicados y a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

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

Gráfico 14

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (8 de septiembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 26 de octubre de 2022.

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

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

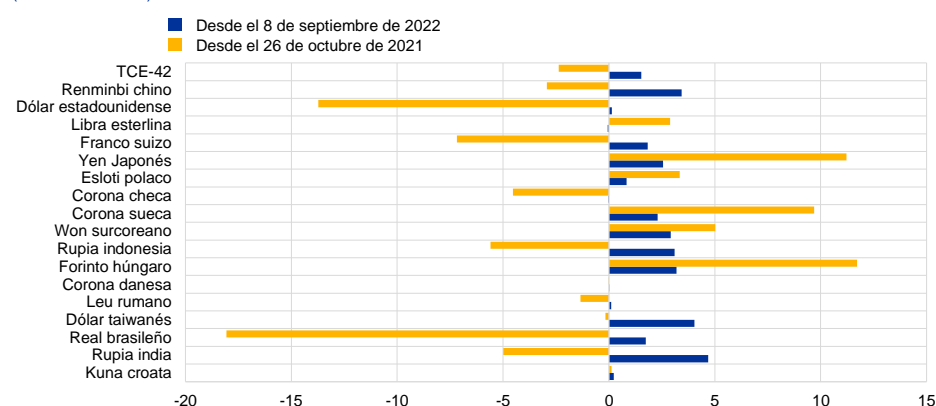
mercados también mostraron preocupación por la evolución de los resultados de las empresas y por la información que podría proporcionar sobre cómo estaban afrontando el incremento de los costes de la energía y de los tipos de interés. Aunque los participantes en los mercados esperaban que la subida de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

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en general (gráfico 15). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 1,5 %. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral, la moneda única apenas registró variaciones frente al dólar estadounidense y la libra esterlina, ya que se revalorizó un 0,1 % frente a la primera y se depreció un 0,1 % frente a la segunda, aunque con algunas fluctuaciones intermedias. El euro se fortaleció más frente a otras monedas de importantes economías avanzadas, entre ellas el yen japonés y el franco suizo, con una apreciación del 2,6 % y el 1,8 %, respectivamente. También se revalorizó en términos generales frente a las monedas de la mayor parte de las economías emergentes, entre ellas, el renminbi chino (un 3,4%), así como frente a las monedas de otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico 15

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 26 de octubre de 2022.

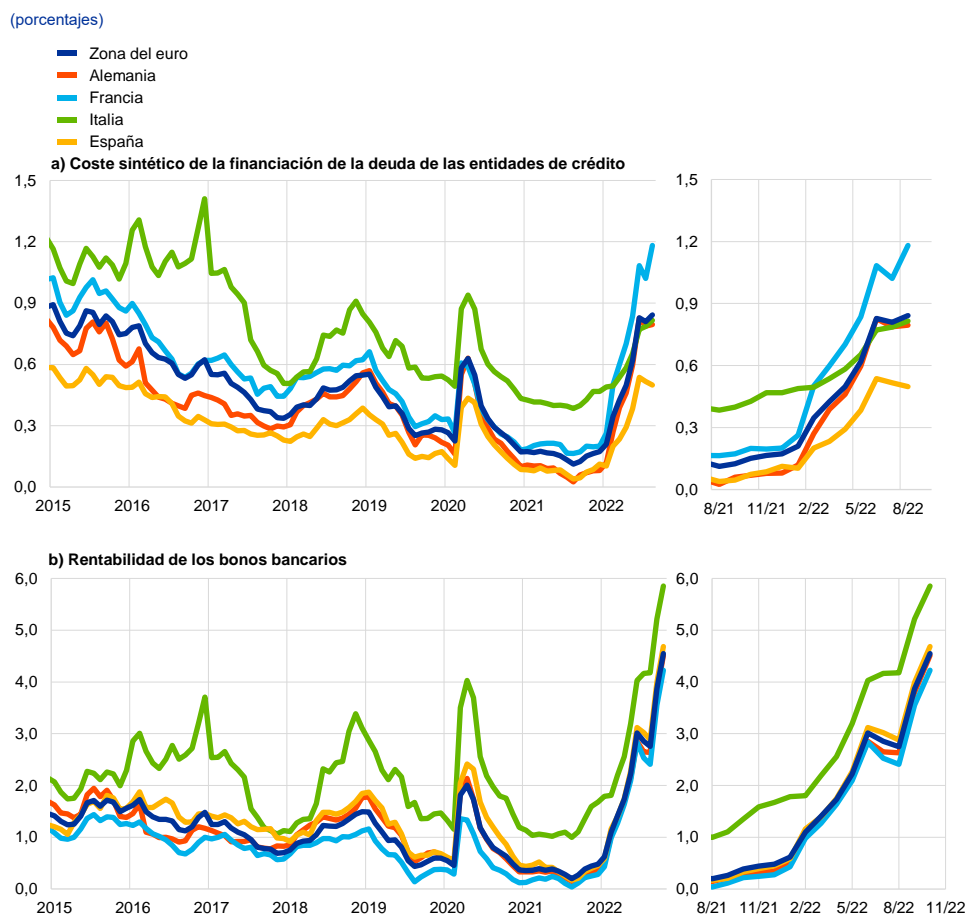
Los tipos de interés de los préstamos bancarios y los costes de financiación de las entidades de crédito han seguido aumentando, dado que continúa la normalización de la política monetaria. El crédito bancario concedido a las empresas mantuvo su vigor en septiembre, mientras que los préstamos a hogares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

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

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

Gráfico 16

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



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

Notas: Los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2022 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 26 de octubre de 2022 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

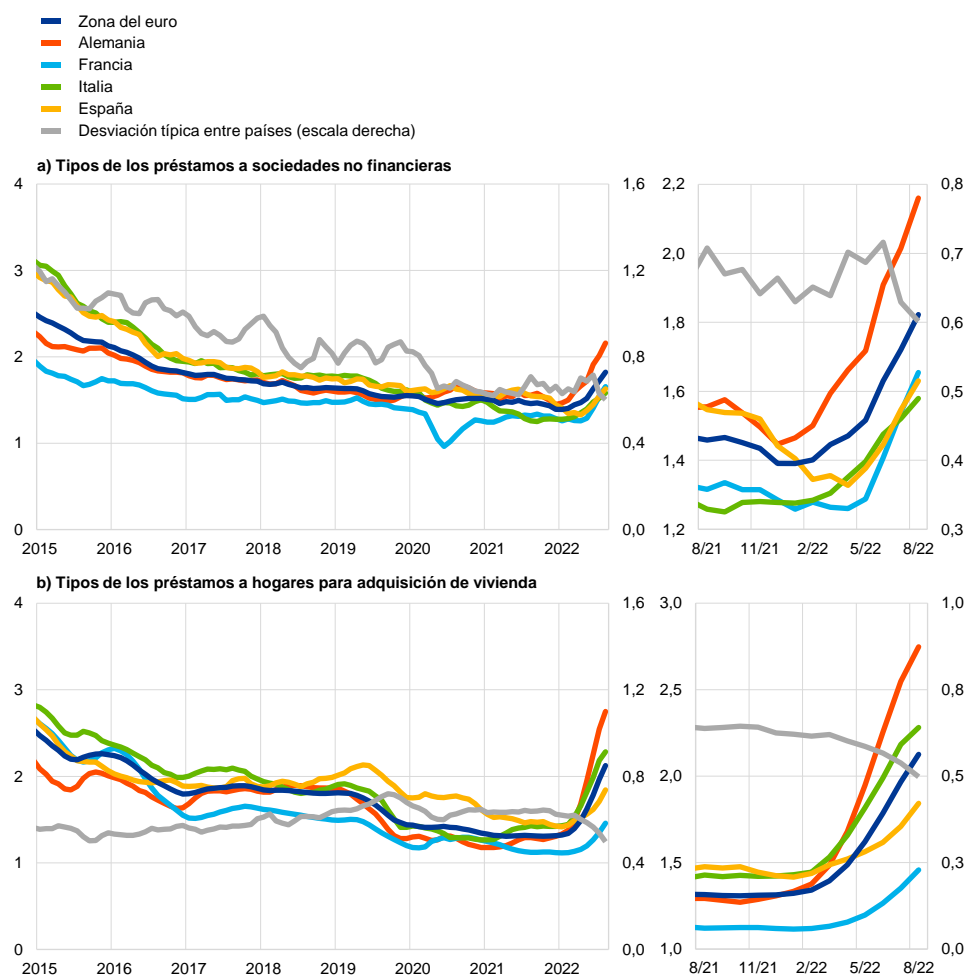
Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares han seguido aumentando, a medida que las entidades endurecen su oferta de crédito. Desde febrero de 2022, los mayores costes de financiación de las entidades de crédito han impulsado al alza los tipos de interés de los préstamos en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

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

Gráfico 17

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

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



Fuente: BCE.

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

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

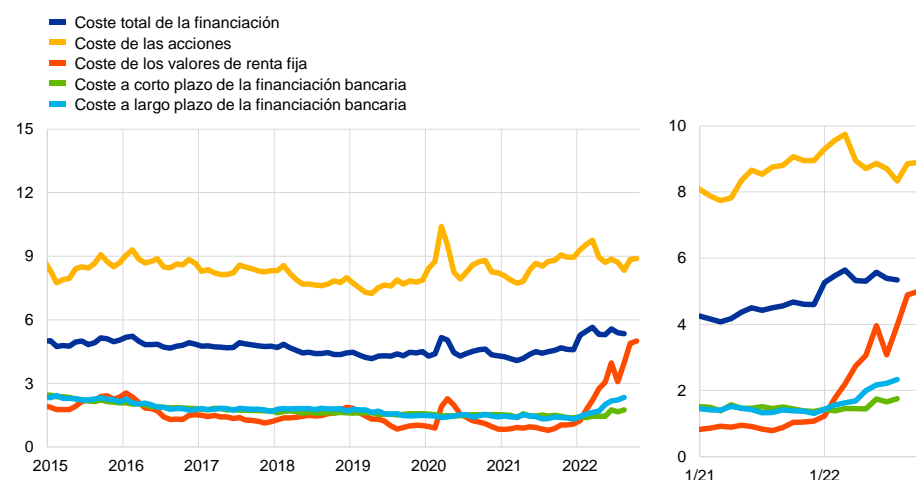
En el período comprendido entre el 8 de septiembre y el 26 de octubre de 2022, el coste de la emisión de valores de renta fija de las sociedades no financieras se incrementó sustancialmente. Debido al desfase en la

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

Gráfico 18

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

(porcentajes)



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

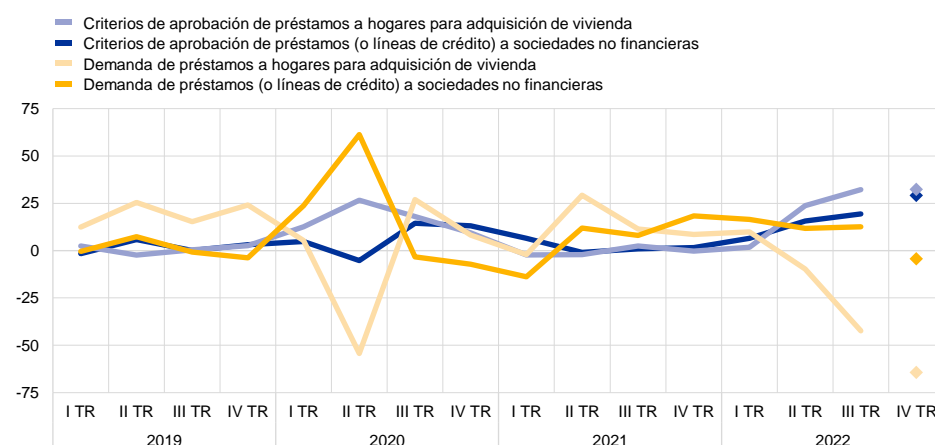
Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 26 de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

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

Gráfico 19

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

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



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

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

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

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

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

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

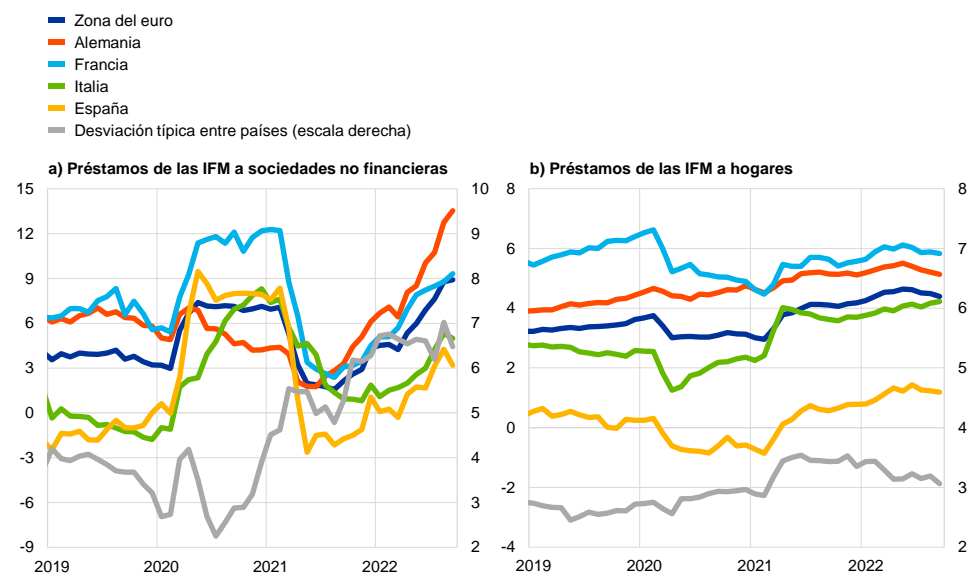
El crédito bancario concedido a las empresas mantuvo su vigor en septiembre, mientras que los préstamos a hogares se moderaron. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras aumentó hasta el 8,9 % en septiembre, desde el 8,8 % registrado en agosto, pese a que el flujo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

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

Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

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

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

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

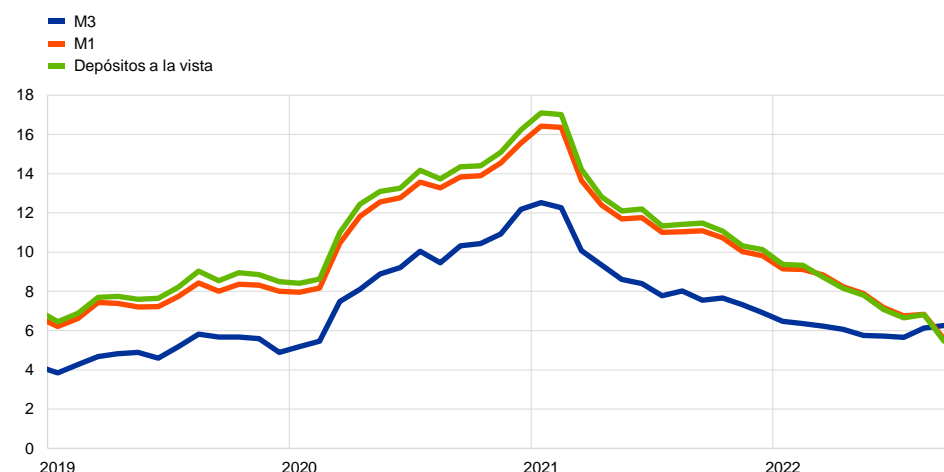
¹⁵ Las cifras de M3 correspondientes a septiembre de 2022 incluyen una abultada posición temporal del Eurosistema frente a una cámara de compensación, clasificada en el sector «instituciones financieras no monetarias (excluidas las empresas de seguros y los fondos de pensiones)». Todos los agregados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

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

Gráfico 21

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2022.

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

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