

# Recuadros

1

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

Tobias Schuler, Hannah-Maria Hildenbrand y Martina di Sano

**En este recuadro se presenta un análisis de las tendencias recientes del comercio de bienes y del sector del turismo en la zona del euro, basado en los índices de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés).** Estos dos sectores se han visto gravemente afectados por las consecuencias económicas de la pandemia de coronavirus (COVID-19). En el caso del comercio de bienes, el análisis de los autores pone de manifiesto que, históricamente, las presiones al alza sobre los precios de importación, en especial de los bienes intermedios, han estado precedidas por cuellos de botella en las cadenas de suministro. En estos momentos, dichas presiones están disminuyendo lentamente a medida que la demanda de exportaciones se debilita y las cadenas de suministro se ajustan. En lo que respecta al comercio de servicios, el repunte que experimentó durante el verano de 2022 la demanda de turismo tanto de dentro como de fuera de la zona del euro (este sector representa el 19 % de las exportaciones de servicios y ha sido uno de los más perjudicados por la pandemia) provocó un encarecimiento de los precios en el sector de turismo y ocio. La absorción de la demanda embalsada de viajes, la caída de las rentas reales, el aumento de la incertidumbre y el incremento de los precios pueden empezar a frenar la demanda total de servicios turísticos europeos en los próximos meses<sup>1</sup>.

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

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

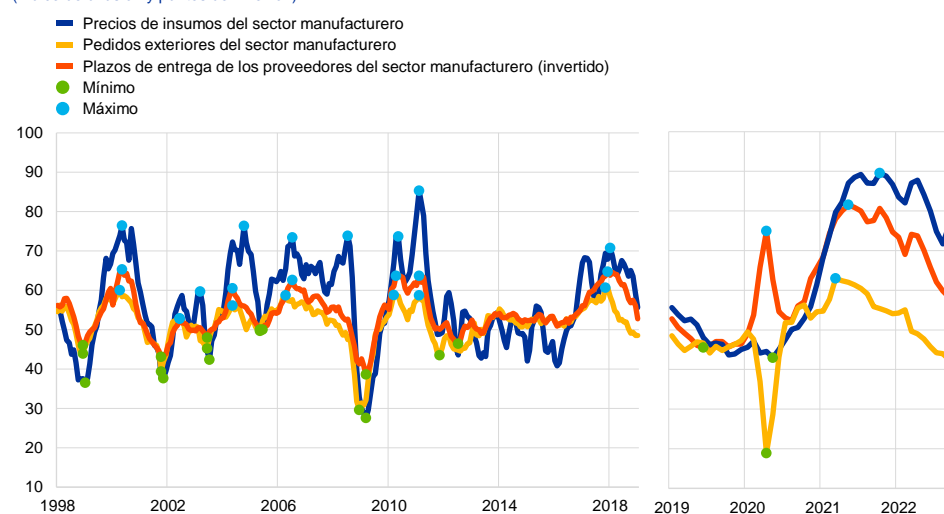
<sup>1</sup> Aunque no resulta sencillo establecer la correspondencia directa de las actividades turísticas en la balanza de pagos, su peso en las exportaciones totales de servicios podría haberse aproximado al 19 % en 2019. El turismo incluye los servicios de transporte de pasajeros y otros relacionados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

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

### Gráfico A

#### Índices PMI del sector manufacturero de la zona del euro

(índice de difusión y puntos de inflexión)



Fuentes: S&P Global y cálculos del BCE.

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

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

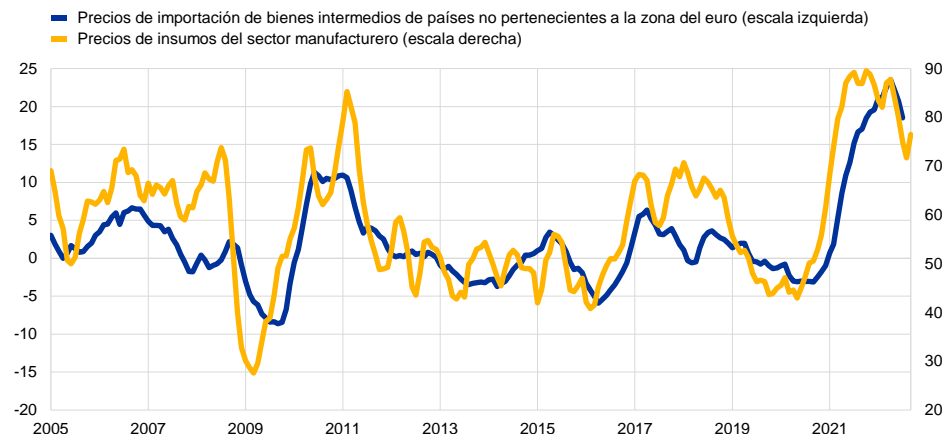
El índice PMI de precios totales de los insumos comenzó a descender a finales de 2021, aunque se mantiene en una cota elevada. Esta evolución sugiere que el crecimiento de los precios de importación de los bienes intermedios también puede ralentizarse algo, ya que estas dos variables suelen estar estrechamente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

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

## Gráfico B

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

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



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

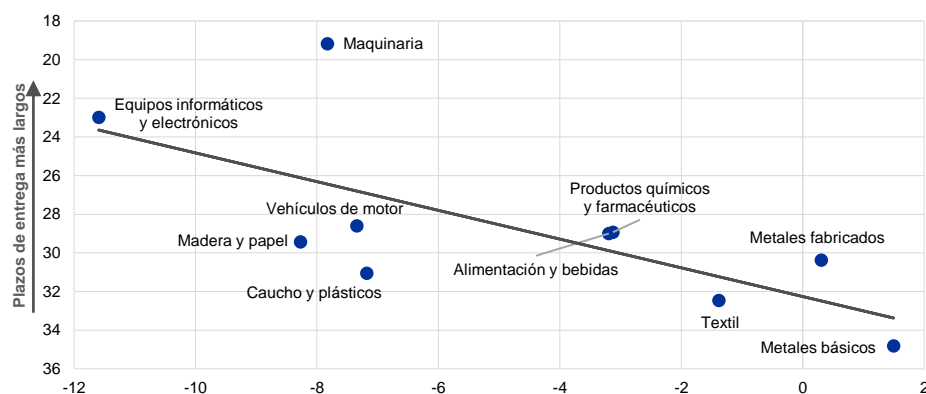
Notas: La correlación es de 0,84 con dos retardos. El índice PMI de precios de insumos es general, e incluye los precios internos y los precios de los insumos. La última observación corresponde a julio de 2022 para los precios de importación de bienes intermedios y a septiembre de 2022 para los precios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

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

## Gráfico C

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

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



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

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

### **Dos de los sectores exportadores más afectados por los cuellos de botella en la oferta fueron el de equipos informáticos y electrónicos y el de maquinaria<sup>3</sup>.**

El escaso dinamismo de las exportaciones de vehículos de motor en el primer trimestre de 2022 es reflejo del alargamiento de los plazos de entrega de componentes, en especial en el subsector del automóvil, mientras que dichos plazos se acortaron ligeramente en el sector de metales básicos<sup>4</sup>. En el segundo trimestre de 2022, los cuellos de botella en la oferta disminuyeron levemente y su importancia como variable explicativa del comportamiento de las exportaciones de los sectores en cuestión se redujo. En un contexto de disminución de los cuellos de botella, el crecimiento trimestral de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro pasó a ser positivo en el segundo trimestre para el sector de equipos informáticos y electrónicos y se estabilizó en el de maquinaria. Las exportaciones de madera y papel volvieron a descender, mientras que los cuellos de botella en la oferta comunicados se redujeron lentamente. La relajación más reciente de los cuellos de botella ha estado acompañada de una contracción de la demanda de bienes de consumo duradero, una moderación de la demanda de productos tecnológicos y una mejora de la oferta de bienes comerciables.

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

**En cuanto a los servicios, el intenso dinamismo del sector de turismo y ocio observado durante la primavera y el verano ha empezado a debilitarse<sup>5</sup>.** Las reservas, aproximadas por el PMI de nuevos pedidos, suelen anticipar con un adelanto medio de uno a dos meses los movimientos de los precios en el sector de turismo y ocio. Por lo general, los índices PMI utilizados para las series de precios son bastante estables en este sector —en comparación, por ejemplo, con el sector manufacturero, que es más volátil—, pese a algunas fluctuaciones registradas anteriormente debido a la mayor incertidumbre en torno a los viajes internacionales (gráfico D). A medida que el sector de turismo y ocio de la zona del euro se fue reabriendo después de cada ola de la pandemia de COVID-19, las presiones de costes de los insumos y una recuperación excepcionalmente intensa de la demanda de servicios de turismo y ocio impulsaron cada vez más al alza los precios de producción en este sector<sup>6</sup>.

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

<sup>4</sup> 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*.

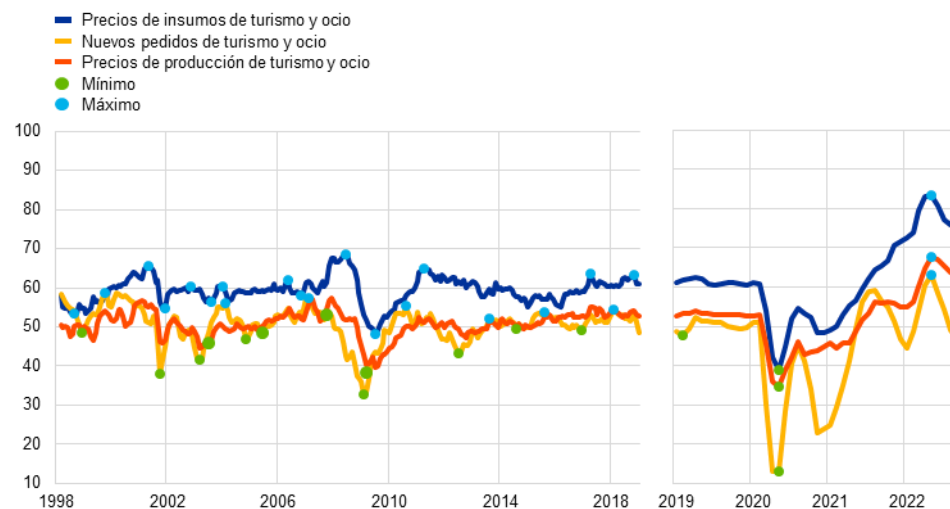
<sup>5</sup> Además de los servicios turísticos, los PMI de turismo y ocio incluyen actividades de ocio, que por definición son internas.

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

## Gráfico D

### PMI del sector de turismo y ocio de la UE

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



Fuentes: S&P Global y cálculos del BCE.

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

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

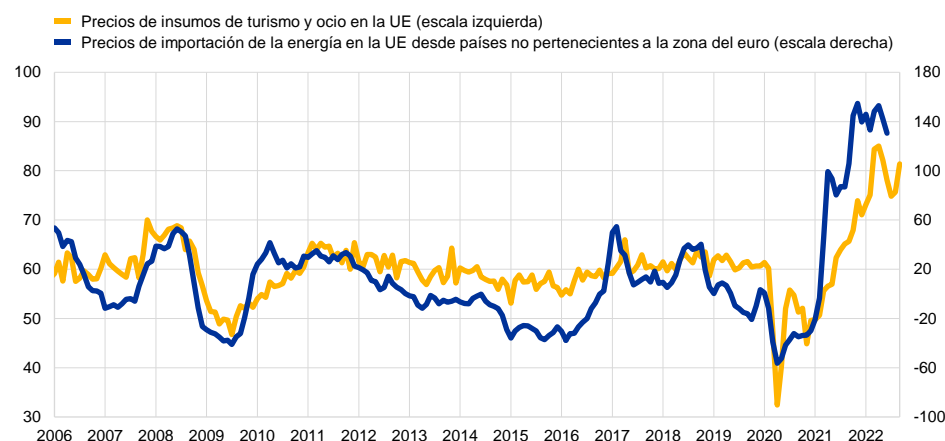
<sup>7</sup> Para más detalles sobre la metodología de los PMI, véase el recuadro titulado «[Datos de las encuestas a los directores de compras sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción](#)», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2005.

## Gráfico E

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

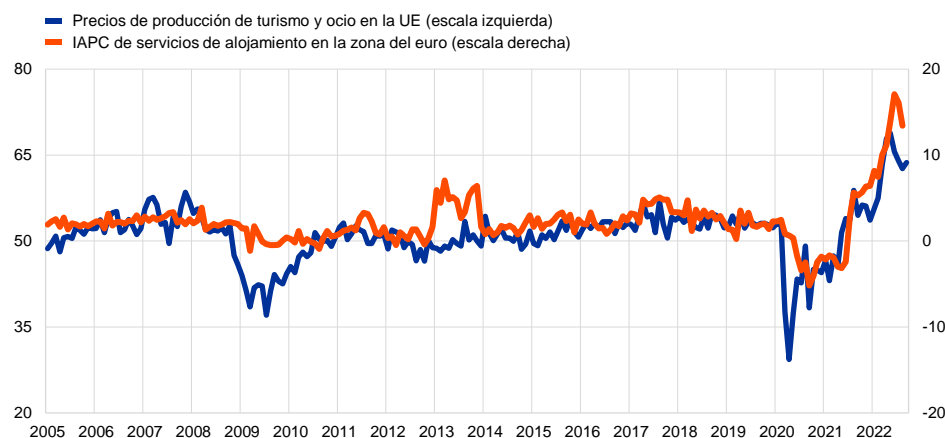
#### a) Precios de insumos de turismo y ocio y precios de importación de la energía

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



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

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



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

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

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

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

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

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

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

**En este recuadro se analizan los factores estructurales y cíclicos que explican el notable descenso de la producción de vehículos de motor en la zona del euro desde mediados de 2018 y el considerable aumento de los precios de los automóviles registrado recientemente.** La producción de vehículos de motor de la zona experimentó una caída del 30,4 % entre junio de 2018 y agosto de 2022, de la que alrededor de un 10 % tuvo lugar antes del inicio de la pandemia y un 20 % después. Este patrón —común a las economías de mayor tamaño de la zona del euro— no se observó en otros países que también son importantes fabricantes internacionales de automóviles, como Corea del Sur, Estados Unidos y Japón, donde los niveles de producción fueron bastante estables antes de 2020 y la recuperación de la pandemia fue más rápida (gráfico A). En este recuadro se explica que la disminución de la producción de vehículos de motor y la subida de los precios de los automóviles pueden atribuirse a una combinación de factores relacionados con la introducción de pruebas de emisiones más estrictas en la UE en 2018, la nueva normativa de la UE sobre emisiones de dióxido de carbono (CO<sub>2</sub>), la transición hacia automóviles más ecológicos, las disrupciones en las cadenas de suministro, el alza de los costes de la energía y, más recientemente, la incertidumbre asociada a la guerra en Ucrania<sup>1</sup>. Los tres últimos factores han afectado más a la producción de automóviles de la zona del euro que a la de otras economías, debido a una participación relativamente mayor del sector automovilístico de la zona en las cadenas globales de suministro, a la mayor dependencia de la zona del euro del suministro energético de Rusia y al aumento de la incertidumbre generada por su cercanía a los países en guerra.

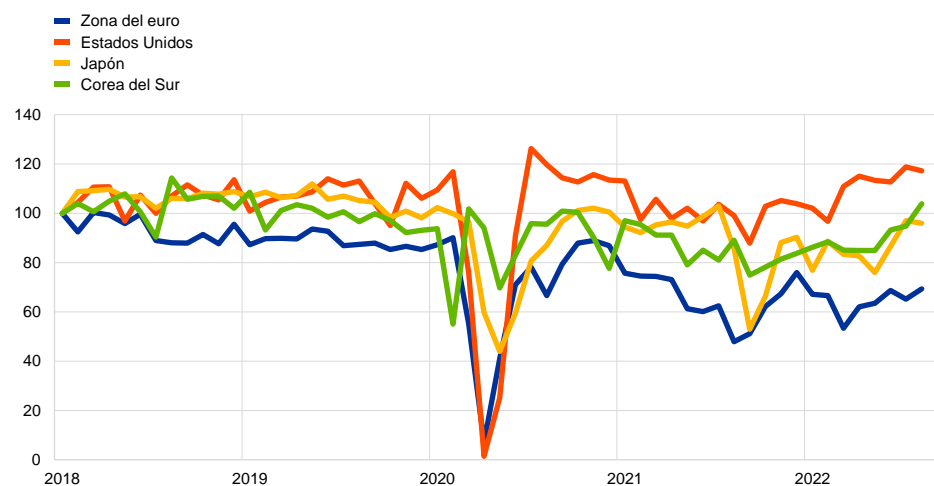
<sup>1</sup> Desde septiembre de 2018, todos los automóviles nuevos deben disponer de un certificado de conformidad con el [procedimiento de ensayo de vehículos ligeros armonizado a nivel mundial](#). Este test se utiliza para medir el consumo de combustible y las emisiones de CO<sub>2</sub> de los automóviles para uso privado, así como sus emisiones de otros contaminantes. Para más información sobre la normativa de emisiones de CO<sub>2</sub>, véase el [Reglamento \(UE\) 2019/631](#) del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2019, por el que se establecen normas de comportamiento en materia de emisiones de CO<sub>2</sub> de los turismos nuevos y de los vehículos comerciales ligeros nuevos, y por el que se derogan los Reglamentos (CE) n.º 443/2009 y (UE) n.º 510/2011 (DO L 111, 25.4.2019, p. 13).



## Gráfico A

### Producción industrial de vehículos de motor en distintas economías

(índice: enero de 2018 = 100)



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

**La actividad en el sector de vehículos de motor empezó a disminuir a mediados de 2018 y obedeció a la caída de la demanda de automóviles con motor de combustión.** La introducción de pruebas de emisiones más estrictas en la UE en 2018 y el acuerdo de la UE sobre objetivos de emisiones de CO<sub>2</sub> alcanzado en diciembre de ese año generaron un incentivo a favor de los coches híbridos y eléctricos en detrimento de los de motor de combustión. Antes de la pandemia, los fabricantes de la zona del euro habían intensificado sus esfuerzos por aumentar la producción local y las ventas de automóviles híbridos y eléctricos. No obstante, los precios relativamente más altos de estos vehículos frenaron la demanda, y los cambios que fue necesario hacer en las fábricas comportaron descensos de la producción. Asimismo, es probable que las expectativas de aplicación de normas sobre emisiones de los vehículos más estrictas propiciaran un aplazamiento de las compras, ya que los consumidores reorientaron sus preferencias hacia modelos híbridos y eléctricos, lo que redujo la demanda de vehículos de motor<sup>2</sup>. Un modelo estructural de vectores autorregresivos confirma que la disminución de la producción de vehículos de motor entre 2018 y 2019 fue atribuible principalmente a la menor demanda de automóviles y a perturbaciones de oferta no relacionadas con la energía, como los costes de transporte y los efectos de las directivas y los reglamentos sobre la oferta (panel a del gráfico B).

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

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

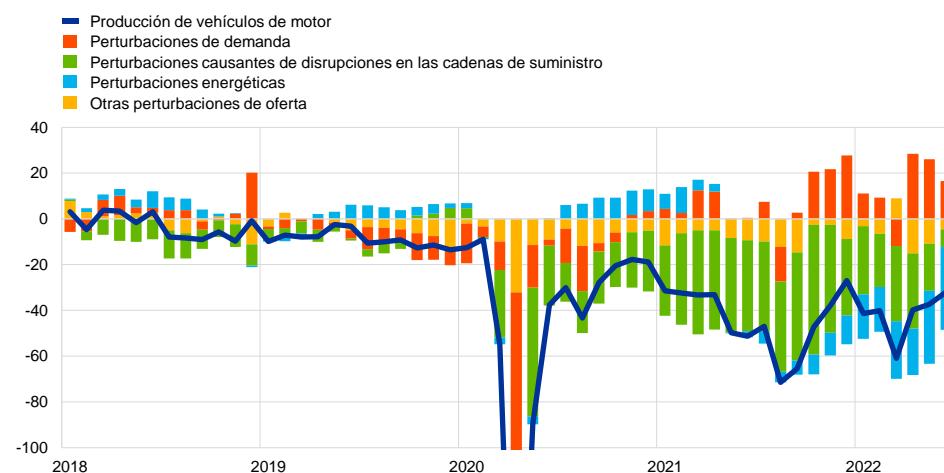
previos a la pandemia y un 10 %-15 % por debajo de la registrada antes de la introducción de la normativa de emisiones de la UE en 2018.

## Gráfico B

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

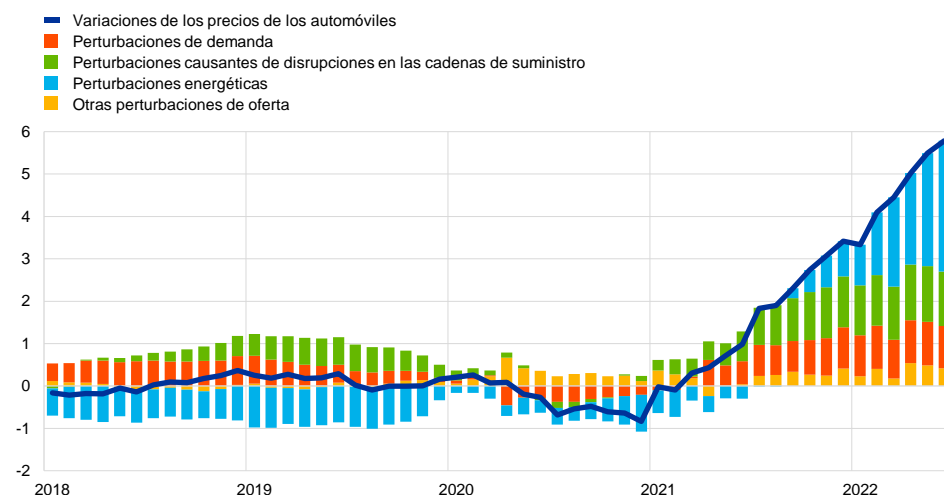
#### a) Producción de vehículos de motor

(desviación porcentual respecto a la tendencia)



#### b) Precios de los automóviles

(desviación interanual respecto a la tendencia en puntos porcentuales)



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

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

**Desde principios de 2021, la producción de vehículos de motor se ha visto lastrada por las disrupciones en las cadenas de suministro y por las perturbaciones energéticas, que han compensado los efectos positivos de demanda derivados de la reapertura de la economía.** En 2021 y 2022, la producción de vehículos de motor en la zona del euro ha resultado intensamente afectada por las disrupciones en las cadenas globales de suministro (panel a del gráfico B), en particular por el desabastecimiento de determinados semiconductores y por las dificultades logísticas en el sector de transporte<sup>3</sup>. Asimismo, durante estos dos años se ha registrado una escasez históricamente elevada de material y equipos<sup>4</sup>. La falta de chips y de otros componentes necesarios para el montaje de vehículos nuevos ha comportado una disminución de la oferta y explica la mayor parte de la caída de la producción observada a partir de mediados de 2021. Las disrupciones en las cadenas de suministro han afectado más a los fabricantes de automóviles de la zona del euro que a sus competidores, debido a la participación relativamente mayor del sector automovilístico de la zona en las cadenas globales de suministro. Además, las perturbaciones de oferta y las medidas de confinamiento fueron más severas en la zona del euro que en otras regiones<sup>5</sup>. Desde el verano de 2021, la extraordinaria subida de los costes de la energía también ha contribuido a la caída de la producción de vehículos de motor (panel a del gráfico B)<sup>6</sup>. Más recientemente, la incertidumbre relacionada con la guerra en Ucrania también ha reducido la demanda de bienes de consumo duradero como los vehículos de motor, como muestra la encuesta de opinión de la Comisión Europea<sup>7</sup>.

**Los automóviles se han encarecido de forma considerable como consecuencia de las disrupciones en las cadenas de suministro, de los altos costes de la energía y, en menor medida, del aumento de la demanda.** Desde la segunda mitad de 2021, la cantidad de automóviles nuevos que se han comercializado sin retrasos en el tiempo de entrega ha disminuido, debido fundamentalmente a la falta de chips, por lo que los consumidores han recurrido al mercado de vehículos de segunda mano<sup>8</sup>. Desde mediados de 2021, las restricciones de oferta y la creciente demanda de los consumidores asociada a la reapertura de la economía se tradujeron en subidas de precios inusualmente

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

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

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

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

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

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

pronunciadas, tanto de los automóviles nuevos como de los de segunda mano<sup>9</sup>. Posteriormente, los mayores costes derivados del alza de los precios de la energía también se trasladaron a los consumidores, y los aumentos de los precios de los automóviles se aceleraron hasta el 8,7 % en agosto de 2022. Si no se hubiesen producido estas disrupciones en las cadenas de suministro ni perturbaciones energéticas, las variaciones de los precios se habrían reducido a menos de la mitad de las observadas (panel b del gráfico B). La demanda agregada también contribuyó al encarecimiento de los automóviles, aunque en menor medida.

**Las disrupciones de oferta y las perturbaciones en los precios de la energía han contribuido de manera fundamental a explicar la significativa disminución de las exportaciones reales y de las cuotas de exportación de la zona del euro en los últimos años.** La caída de la producción de vehículos de motor en la zona del euro también se refleja en sus exportaciones al resto del mundo (gráfico C), que en julio de 2022 se situaron en el 73 % de los niveles de enero de 2018<sup>10</sup>. El descenso de las exportaciones ha sido especialmente pronunciado desde mediados de 2021. La cuota de exportaciones reales de la zona ha descendido de forma acusada en 2021 y 2022, debido a que los exportadores se han visto afectados de manera particularmente intensa por los cuellos de botella en la oferta. No obstante, los fabricantes de automóviles de la zona han mantenido su cuota de mercado en términos nominales (panel a del gráfico D), lo que apunta a una subida relativamente pronunciada de los precios por parte de los exportadores, que estaría asociada a una reorientación de la producción hacia modelos más caros (panel b del gráfico D)<sup>11</sup>. Esto es resultado, sobre todo, de un cambio composicional hacia los coches híbridos y eléctricos, cuyas exportaciones tienen un valor unitario mayor que el de los automóviles con motor de combustión<sup>12</sup>.

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

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

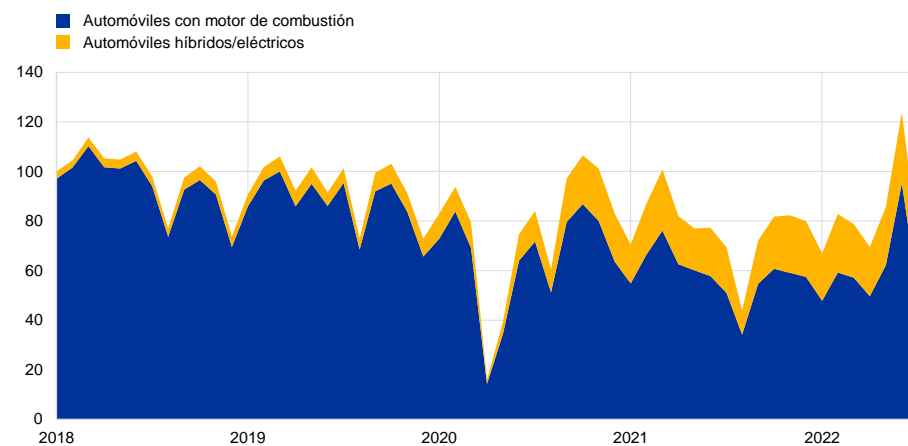
<sup>11</sup> La reciente depreciación del euro en términos efectivos y *frente al* dólar estadounidense puede haber contribuido en cierta medida al incremento de los precios de exportación en euros (y, a su vez, al aumento de las cuotas de exportación) —siempre que se haya producido cierta traslación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

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

### Gráfico C

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

(volumenes; índice: enero de 2018 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

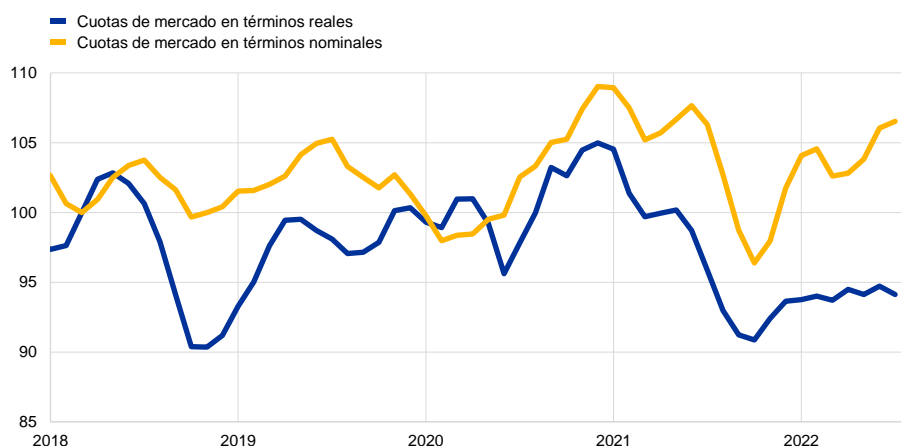
Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2022.

## Gráfico D

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

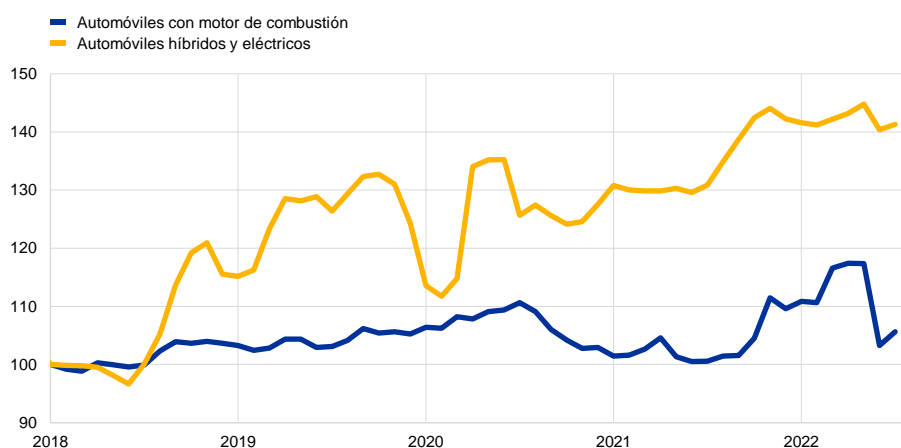
#### a) Cuotas de exportación del total de automóviles

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



#### b) Valores unitarios de las exportaciones

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



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

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

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

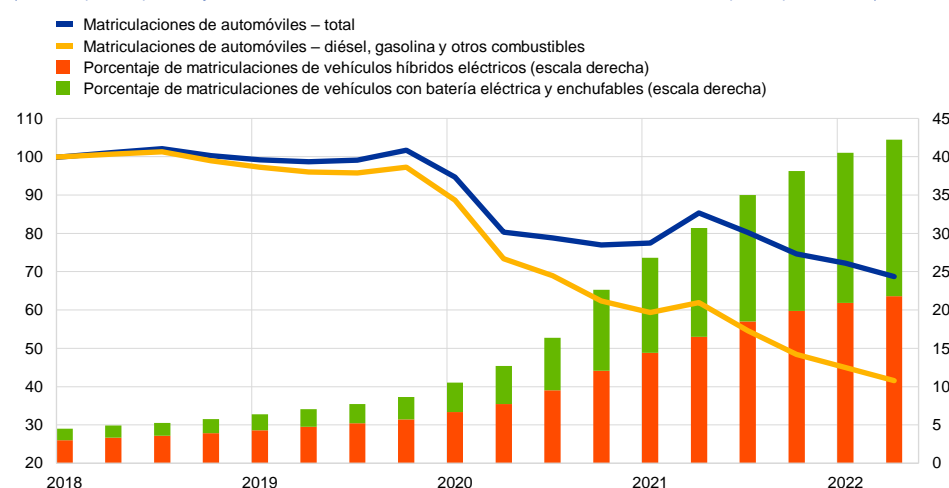
especialmente pronunciado en Finlandia, Países Bajos, Alemania e Italia. Aunque las cuotas de mercado de los coches híbridos y eléctricos se dispararon tras el estallido de la pandemia, ya se había observado un crecimiento notable de esta cuota en el tercer trimestre de 2018, tras la introducción de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

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

### Gráfico E

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

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



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

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

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

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

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

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



### 3 Efectos arrastre y crecimiento intratrimestral del PIB: estimaciones basadas en indicadores mensuales<sup>1</sup>

Magnus Forsells y Johannes Gareis

**La tasa media de crecimiento anual del PIB real en un año dado refleja en parte la evolución del año anterior.** La tasa de crecimiento anual del PIB real en un año específico viene determinada por la dinámica de crecimiento del PIB real no solo en ese año concreto, sino también en el anterior, lo que da lugar a un «efecto arrastre». El efecto arrastre muestra cuánto crecería el PIB anual si todas las tasas de avance trimestral en ese año fueran nulas. La dinámica de crecimiento en el año en cuestión puede calcularse simplemente por la diferencia entre la tasa de variación anual y el efecto arrastre. Este efecto es una métrica útil, puesto que ofrece información temprana sobre el crecimiento en el año actual en su conjunto<sup>2</sup>.

**De igual modo, la tasa de crecimiento trimestral del PIB real puede explicarse, en parte, por la evolución del trimestre anterior.** Esto es especialmente útil en el entorno actual, en el que la evolución económica registra fluctuaciones acusadas y repentinas asociadas, en gran medida, a la guerra en Ucrania y a las consecuencias de la pandemia de coronavirus (COVID-19). En este recuadro se presentan estimaciones de los efectos arrastre y de las tasas de crecimiento intratrimestral de los últimos trimestres, así como las contribuciones respectivas de los principales sectores de la economía. En concreto, se estima una medida del PIB real mensual entre enero y septiembre de 2022 como una interpolación del PIB real trimestral observado, utilizando indicadores mensuales<sup>3</sup>. Los indicadores mensuales se usan hasta la última observación disponible y posteriormente se mantienen en el mismo nivel hasta el final del tercer trimestre. Este método permite estimar el efecto arrastre sobre la tasa de crecimiento del tercer trimestre y evaluar la dinámica de crecimiento dentro del mismo a partir de los últimos valores disponibles de los indicadores en ese trimestre. Por último, se adopta un enfoque sectorial para medir

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

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

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

el PIB mensual utilizando la producción industrial, la producción de la construcción y un indicador de la producción de los servicios<sup>4</sup>.

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

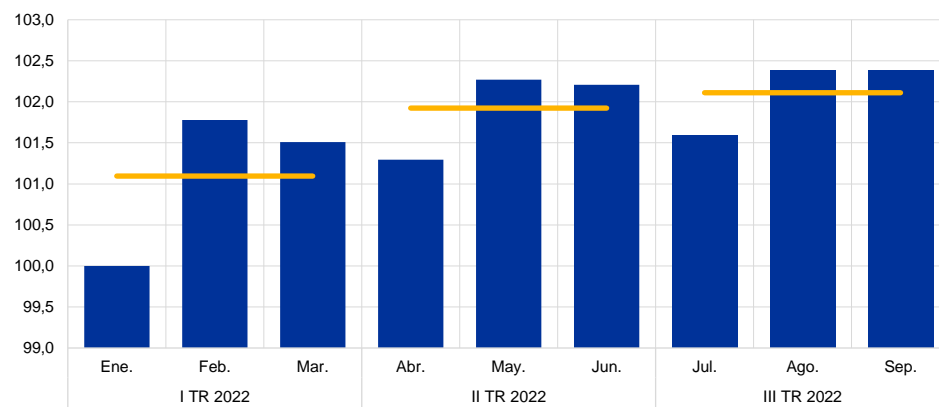
<sup>4</sup> El indicador de la producción de los servicios se refiere a la producción de los servicios de la economía de mercado. Este indicador, que incluye las actividades de servicios más afectadas por la pandemia, como los servicios de hostelería, pero excluye los servicios comerciales y financieros,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

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

## Gráfico A

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

(índice: enero de 2022 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

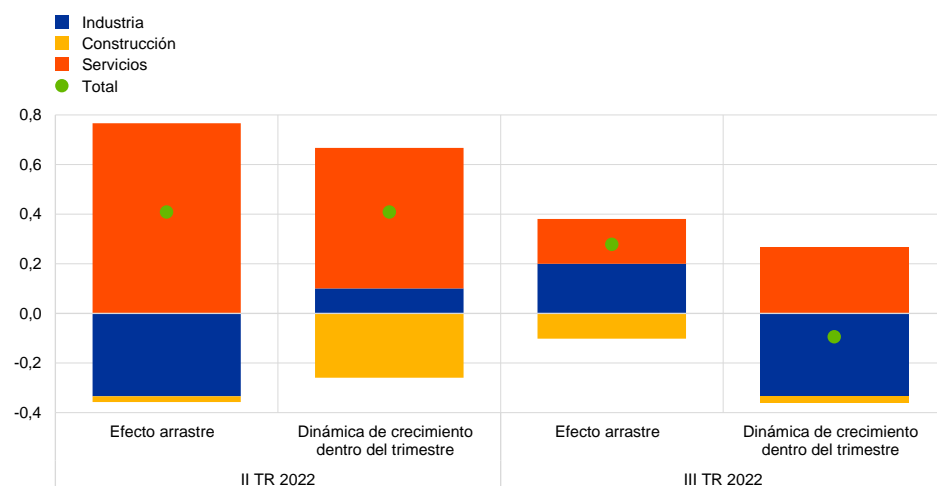
Notas: El gráfico muestra el perfil del PIB real mensual estimado entre enero y septiembre de 2022 sobre la base de una interpolación del PIB trimestral observado utilizando la producción industrial, de la construcción y de los servicios como variables explicativas. Los indicadores mensuales se usan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

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

## Gráfico B

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

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

Evangelos Charalampakis, Bruno Fagandini, Lukas Henkel y Chiara Osbat

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

**Las cestas de consumo varían según los grupos de renta, y los hogares con rentas bajas gastan proporcionalmente más en bienes de primera necesidad.** Los hogares con rentas bajas de la zona del euro destinan una proporción mayor de su gasto total en consumo a alimentos, electricidad, gas y calefacción, y una proporción menor a transporte<sup>1</sup>, ocio, restaurantes y artículos del hogar que aquellos con rentas altas (gráfico A). Las cestas de consumo según el nivel de ingresos declaradas en la encuesta de presupuestos familiares (HBS, por sus siglas en inglés) de Eurostat permiten calcular las tasas de inflación efectivas por quintil de renta. Dado que el IAPC no recoge los «costes de la vivienda en propiedad», en este recuadro se han excluido del cálculo de las tasas de inflación efectivas por quintil tanto esos costes como los alquileres, con el fin de evitar distorsiones debidas a efectos de composición en la medición del coste de la vivienda por categorías de renta<sup>2</sup>.

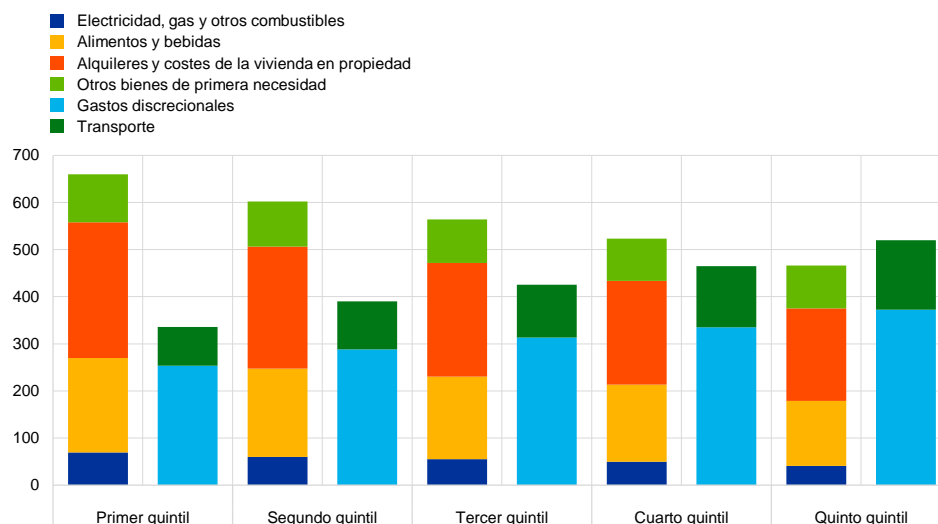
<sup>1</sup> En el gráfico A, «Transporte» incluye el gasto en vehículos de motor, carburantes para transporte (gasolina y diésel) y servicios de transporte (como vuelos nacionales e internacionales y viajes en tren). Por tanto, contiene algunos gastos esenciales —como el desplazamiento al y desde el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

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

## Gráfico A

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

(peso en el gasto total, escalado a 1.000)



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

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

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

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

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

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

### Gráfico B

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

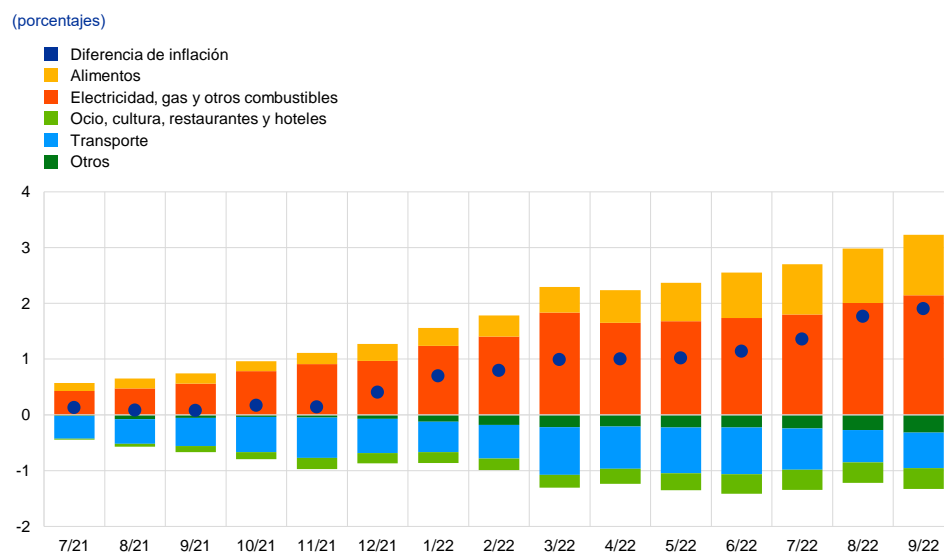


Fuentes: Encuesta de presupuestos familiares de Eurostat, ISTAT y cálculos del BCE.

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

### Gráfico C

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



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

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

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

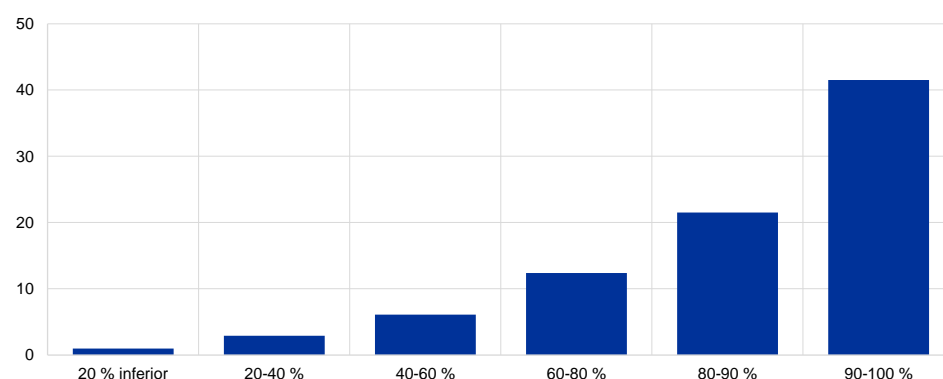
restricciones de liquidez con mayor frecuencia que los hogares con rentas altas. Los datos de la encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares (Household Finance and Consumption Survey, HFCS) de 2017 muestran que los hogares que se encuentran en la parte inferior de la distribución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

### Gráfico D

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

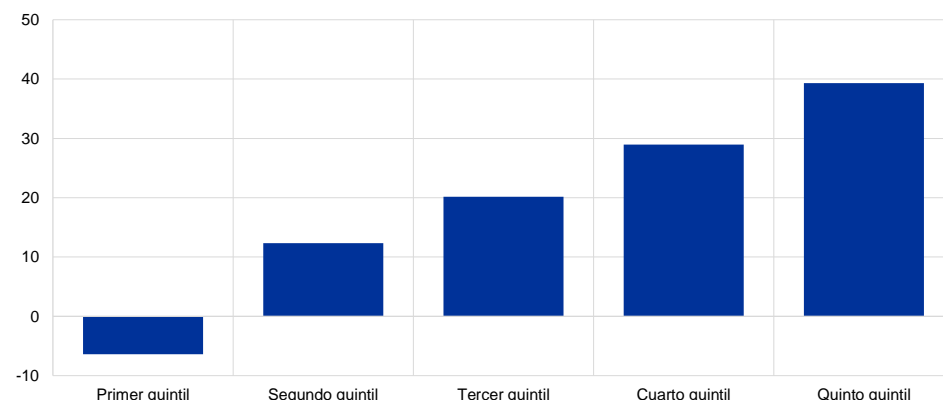
##### a) Activos financieros líquidos

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



##### b) Tasas de ahorro

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



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

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

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

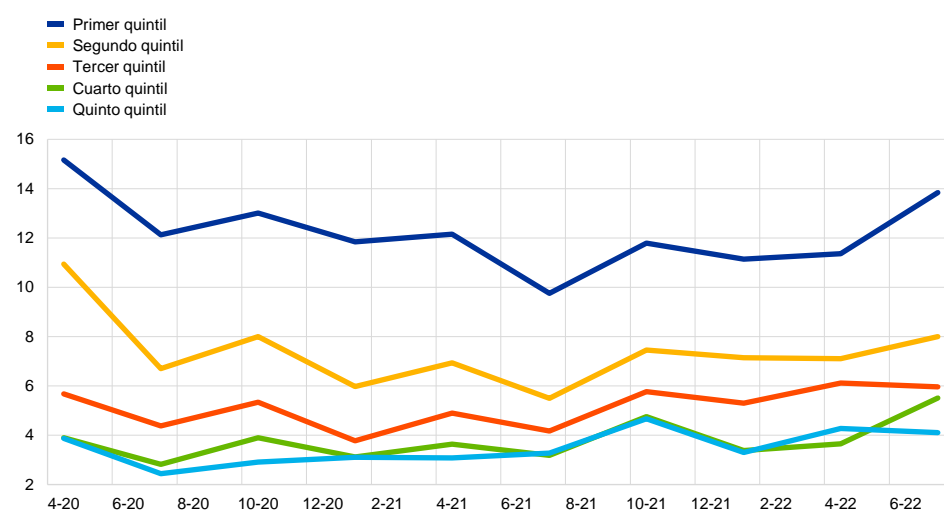


**sus facturas de suministros básicos.** La evidencia basada en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) indica que, para el mismo incremento del gasto en energía, el ahorro de los hogares situados en el quintil de renta inferior se reduce entre cinco y seis veces más que el de los hogares en el quintil de renta superior<sup>4</sup>. A este respecto, un dato importante del CES es que la proporción de consumidores que prevén pagar con retraso sus facturas de suministros básicos ha aumentado más en los hogares de rentas bajas que en los de rentas altas desde abril de 2020 (gráfico E). Este dato podría significar que la estabilidad financiera de los hogares con rentas bajas se ve incluso más amenazada, dadas las presiones inflacionistas sobre los precios de la energía y los alimentos.

### Gráfico E

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

(porcentaje de encuestados)



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

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

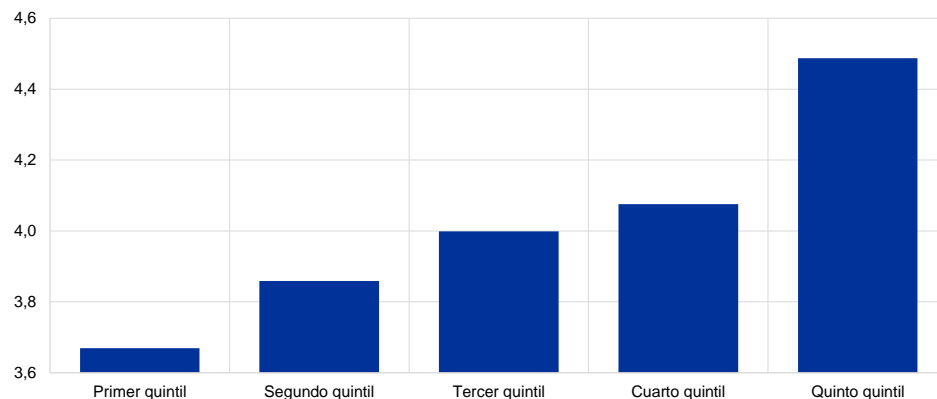
**Los hogares con rentas bajas percibían que las recientes medidas públicas destinadas a suavizar el impacto del encarecimiento de la energía eran menos adecuadas de lo que consideraban los hogares con rentas altas.** En la CES se preguntó a los encuestados hasta qué punto percibían que estas medidas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

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

### Gráfico F

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

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



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

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

#### La inflación de los precios de la energía y los alimentos tiene importantes

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

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

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

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos entre el BCE y representantes de 69 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar, principalmente, entre el 26 de septiembre y el 6 de octubre de 2022<sup>1</sup>.

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

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

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

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

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

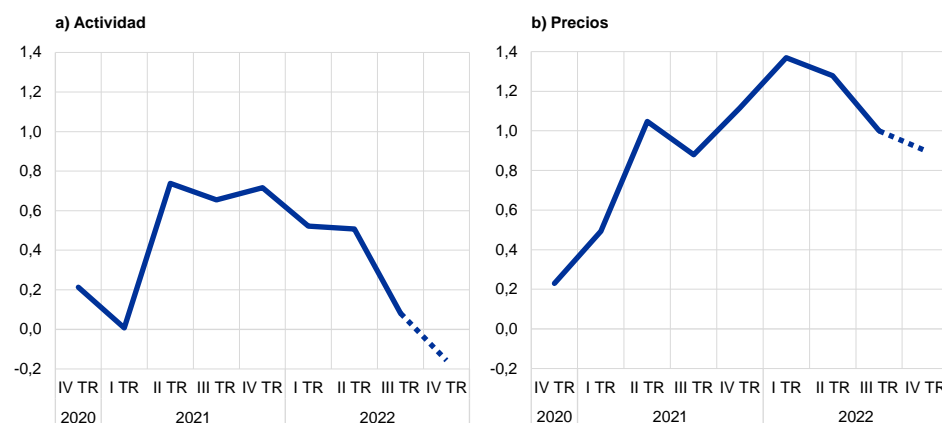
**Los contactos señalaron que el crecimiento del empleo se había ralentizado ligeramente en un contexto de continuas tensiones en el mercado de trabajo.**

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

## Gráfico A

### Resumen de las opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad y los precios

(media de las puntuaciones de los expertos del BCE, que van desde -2 [disminución significativa] hasta +2 [aumento significativo])



Fuente: BCE.

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

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

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

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

Lucyna Gornicka, Justus Meyer y Aidan Meyler

**El fuerte incremento de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro durante los últimos 18 meses ha hecho que el seguimiento y la comprensión del comportamiento de las expectativas de inflación de los consumidores hayan adquirido una creciente importancia.** En este recuadro se analiza la evolución de las expectativas de inflación de los consumidores<sup>1</sup> utilizando datos de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), que comenzó a realizarse en 2020<sup>2</sup>. Se examinan los cambios en toda la distribución de las expectativas de alza de precios, prestando especial atención tanto a las expectativas medias como a las medianas, ya que estas dos medidas pueden diferir como consecuencia de asimetrías en las respuestas de los encuestados. Se presentan las conclusiones sobre las expectativas de inflación de los consumidores a uno y a tres años vista. Las primeras miden las expectativas a más corto plazo y suelen ser más sensibles a la evolución de la inflación actual que las expectativas a horizontes más largos. Las expectativas a tres años vista miden las expectativas de crecimiento de los precios a más medio plazo y, por consiguiente, reflejan mejor los riesgos potenciales de desanclaje de las expectativas con respecto al objetivo de inflación del banco central.

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

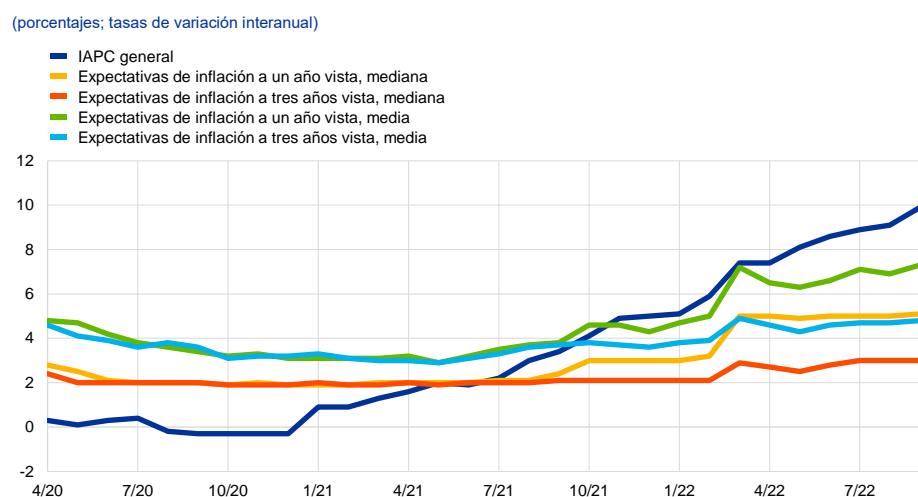
<sup>1</sup> Las medidas de las expectativas de inflación varían en función de diversas dimensiones, como el agente al que se refieren (hogares/consumidores, empresas, expertos en previsión macroeconómica y mercados financieros); el tipo de medida (indicador de opinión o precios en los mercados financieros);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

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

los consumidores se mantuvieron bastante estables en torno al 2 % (gráfico A)<sup>3</sup>. Cuando la inflación medida por el IAPC se incrementó por encima del 2 % en el verano de 2021, las expectativas de inflación a más corto plazo también experimentaron un ascenso gradual<sup>4</sup>. Las expectativas a más medio plazo permanecieron prácticamente sin cambios hasta marzo de 2022, cuando su mediana a tres años vista se elevó hasta el 3 % tras la invasión rusa de Ucrania. Sin embargo, desde entonces se han mantenido relativamente estables, a pesar de las sustanciales subidas que ha seguido registrando la inflación general. Las expectativas medias de inflación, que son más sensibles a los valores atípicos, han fluctuado algo más.

### Gráfico A

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



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

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

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

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

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



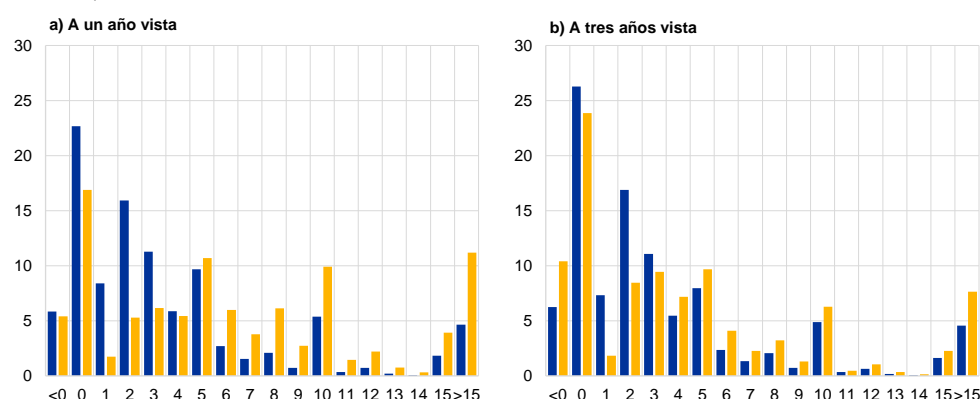
febrero de 2022 y en septiembre de 2022. Aunque cero continúa siendo la respuesta más frecuente, el número de encuestados que esperan una tasa de variación de los precios más alta ha aumentado con el tiempo. Entre abril de 2020 y febrero de 2022, la segunda y la tercera respuesta más frecuente sobre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

### Gráfico B

#### Histograma de las expectativas de inflación de los consumidores

(porcentajes)

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



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

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

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

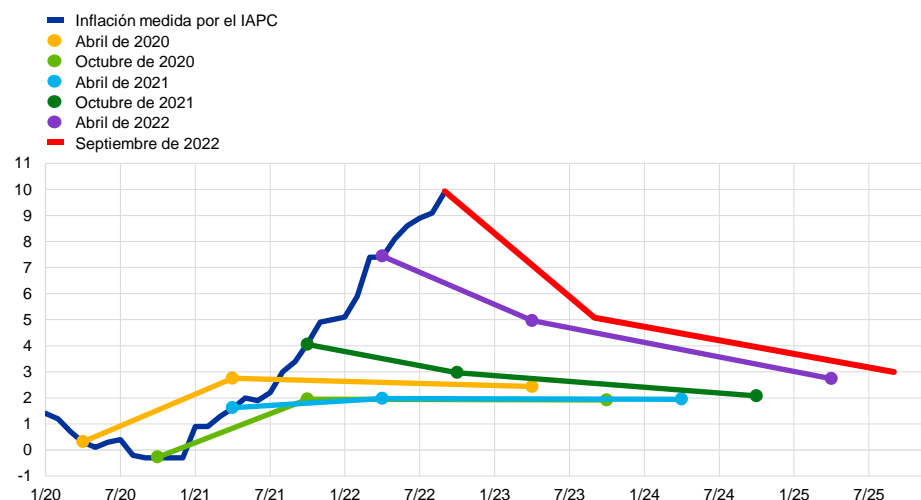
La combinación de información sobre las expectativas de inflación de los consumidores a distintos horizontes permite representar su estructura temporal. En el gráfico C se observa que la estructura temporal de estas expectativas sigue presentando una pendiente claramente negativa. En otras palabras,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

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

## Gráfico C

### Estructura temporal de las expectativas medianas de inflación

(porcentajes; tasas de variación interanual)



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

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

**La sensibilidad de las expectativas de inflación a las percepciones de inflación ha aumentado ligeramente, pero continúa siendo perceptiblemente más baja para las expectativas a medio plazo.** Una sensibilidad elevada de las expectativas de inflación a más largo plazo ante variaciones de la inflación actual (o de las percepciones de inflación) podría indicar riesgos potenciales de desanclaje de las expectativas, ya que implica que las perturbaciones que afectan a la inflación actual podrían alejar mucho las expectativas del objetivo del banco central<sup>6</sup>. El gráfico D muestra la sensibilidad estimada de las expectativas de inflación de los consumidores a revisiones de las percepciones de inflación, tanto a uno como a tres años vista<sup>7</sup>. Dicha sensibilidad ha aumentado levemente desde julio de 2020, y el desplazamiento al alza ha sido de una magnitud similar, en general, para las expectativas a más corto plazo y a más medio plazo. En consonancia con la evidencia histórica, la sensibilidad de las expectativas a más medio plazo continúa siendo ostensiblemente más baja que la de las expectativas a corto plazo<sup>8</sup>.

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

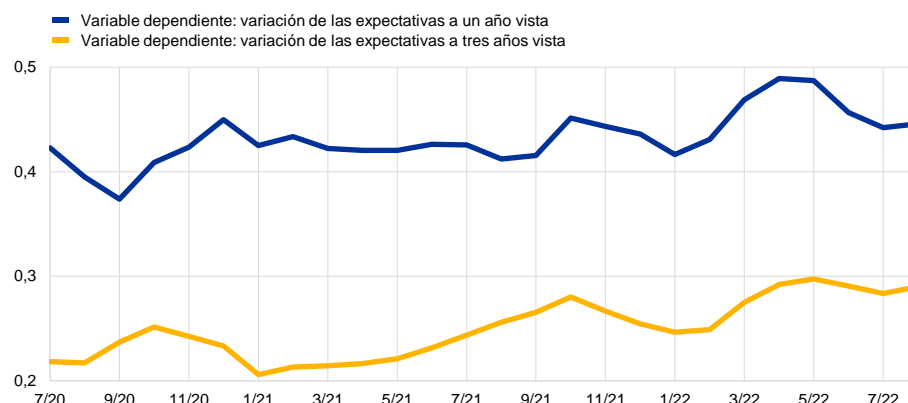
<sup>7</sup> Para un análisis de datos de Estados Unidos, véase O. Armantier, L. Goldman, G. Koşar, G. Topa, W. van der Klaauw y J. C. Williams, «What Are Consumers' Inflation Expectations Telling Us Today?», *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 2022.

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

## Gráfico D

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

(coeficiente de las revisiones de las percepciones de inflación)



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

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

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

Una característica importante de la encuesta CES del BCE es que incluye una pregunta directa (probabilística) para conocer el grado de incertidumbre de los consumidores sobre sus expectativas de inflación<sup>9</sup>. En concreto, se pide a los consumidores que asignen probabilidades a que la inflación se sitúe en determinados intervalos<sup>10</sup>. Un indicador indirecto de la incertidumbre de los consumidores es la frecuencia con la que comunican sus percepciones y expectativas en múltiplos de cinco<sup>11</sup>. El gráfico E ilustra que los indicadores directo e indirecto han evolucionado de manera muy correlacionada y presentan un perfil similar en forma de U durante el período entre abril de 2020 y septiembre de 2022. La incertidumbre era relativamente elevada en abril de 2020, al comienzo de la pandemia y de las medidas de confinamiento. Luego se redujo gradualmente durante 2020 y se mantuvo relativamente baja hasta aproximadamente julio de 2021, cuando empezó a incrementarse de nuevo. Inmediatamente después de la invasión rusa de Ucrania se produjo otro aumento de la incertidumbre, que ha seguido en cotas relativamente elevadas desde entonces. Hasta aquí.

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

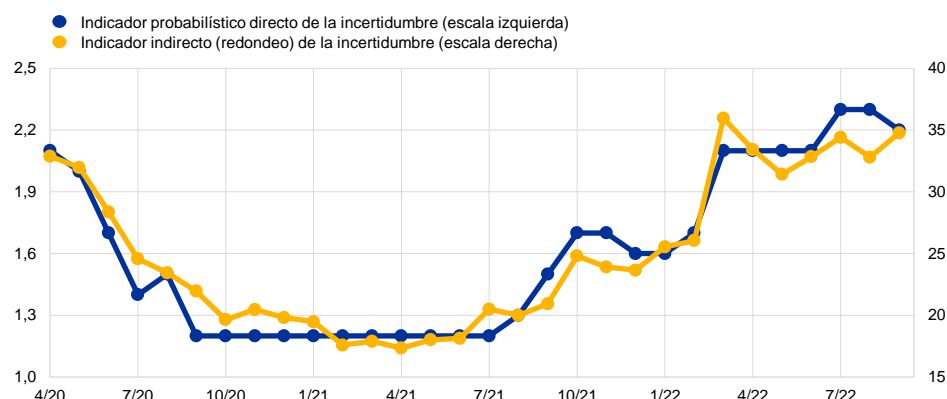
<sup>10</sup> Entre abril de 2020 y junio de 2022, se utilizaron intervalos de 2 puntos porcentuales desde -8 % hasta +8 % (por ejemplo, 0 %-2 %, 2 %-4 %, etc.). En julio de 2022, el rango se amplió a desde -12 % hasta +12 %.

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

## Gráfico E

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

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



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

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

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

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

Eduardo Gonçalves y Gerrit Koester<sup>1</sup>

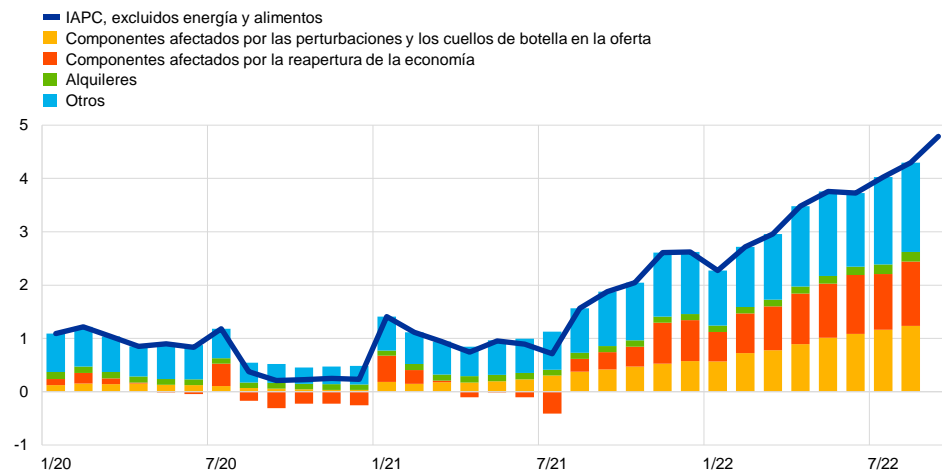
**La inflación medida por el IAPC sin energía ni alimentos (IAPCX) siguió aumentando y se situó en el 4,8 % en septiembre de 2022, según la estimación de avance de Eurostat.** La inflación general medida por el IAPC, que incluye también la energía y los alimentos, se elevó hasta el 10 % en septiembre.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

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

## Gráfico A

### Descomposición del IAPCX de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**La aplicación de un método desagregado para analizar la influencia de los factores de oferta y de demanda en cada componente del IAPCX puede ayudar a hacerse una idea del peso total de estos factores en la inflación medida por el IAPCX.** Este marco de seguimiento de la inflación fue desarrollado originariamente para Estados Unidos por Adam Shapiro<sup>2</sup>. La evolución de los precios y de la actividad se ve afectada por múltiples factores, algunos de los cuales han dado lugar a cambios inesperados en la oferta y otros a variaciones en la demanda. Para asignar un componente de la inflación medida por el IAPCX (por ejemplo, los vehículos de motor o los servicios de alojamiento) al conjunto de componentes determinados principalmente por factores de oferta o al conjunto de componentes determinados fundamentalmente por factores de demanda, este método se basa en el hecho de que una perturbación de oferta afecta a la actividad y a la inflación en direcciones opuestas, mientras que una perturbación de demanda lo hace en la misma dirección. Más concretamente, para asignar un componente de forma binaria a factores de oferta o de demanda, este método tiene en cuenta los errores cometidos por un modelo de series temporales en cada momento del tiempo: si los errores en los precios y la actividad son del mismo signo, el componente se clasifica como «determinado por la demanda», y en el caso contrario, como

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

«determinado por la oferta»<sup>3</sup>. Solo se clasifican así los componentes que presentan errores estadísticamente significativos, mientras que aquellos en los que los cambios inesperados en los precios y la actividad no difieren de forma sustancial de las predicciones del modelo se clasifican como ambiguos<sup>4</sup>. Sobre la base de este método, cada mes, las distintas rúbricas del IAPCX se pueden clasificar como determinadas principalmente por la demanda (cuando los cambios inesperados en los precios y en la actividad van en la misma dirección), determinadas principalmente por la oferta (si estos cambios se mueven en dirección opuesta) o ambiguas. Una vez hecha esta clasificación, las contribuciones individuales de los componentes se suman (aplicando sus ponderaciones del consumo) para obtener una descomposición del IAPCX de cada mes<sup>5</sup>. Cabe destacar que este método es binario y no cuantifica la medida en que los factores de oferta y de demanda influyen en los niveles de los componentes. Así, por ejemplo, los factores de oferta también podrían incidir en la evolución de la inflación de un componente clasificado como determinado por la demanda.

**Para efectuar esta descomposición es necesario recopilar datos de actividad y de inflación para cada rúbrica del IAPCX.** Los índices de precios desestacionalizados de cada componente del IAPCX están disponibles de forma periódica con un nivel de desagregación adecuado (72 componentes del IAPCX unos 20 días después del final de cada mes), pero no se dispone con prontitud de los datos de actividad de los componentes correspondientes<sup>6</sup>. Esto complica el análisis comparativo con Estados Unidos, donde los datos de precios y de actividad están disponibles de forma simultánea para cada componente del deflactor del consumo privado (PCE, por sus siglas en inglés). Para subsanar este problema en lo que respecta al IAPCX, se usaron los índices de cifra de negocios como aproximación (*proxy*) del consumo, una vez desestacionalizados y deflactados<sup>7</sup>. A

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

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

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

<sup>6</sup> Basados en la clasificación COICOP a nivel de cuatro dígitos.

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

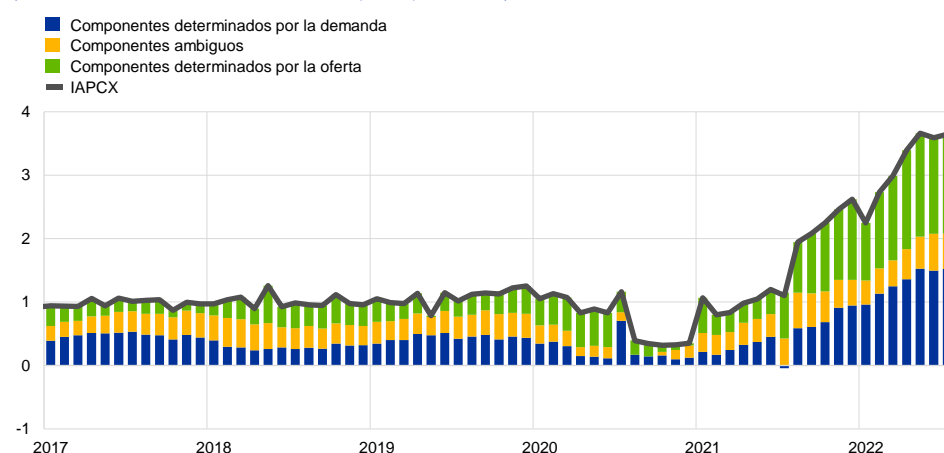
partir de ese ejercicio de emparejamiento se pueden obtener datos de precio-actividad para los 72 subcomponentes del IAPCX<sup>8</sup>.

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

### Gráfico B

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

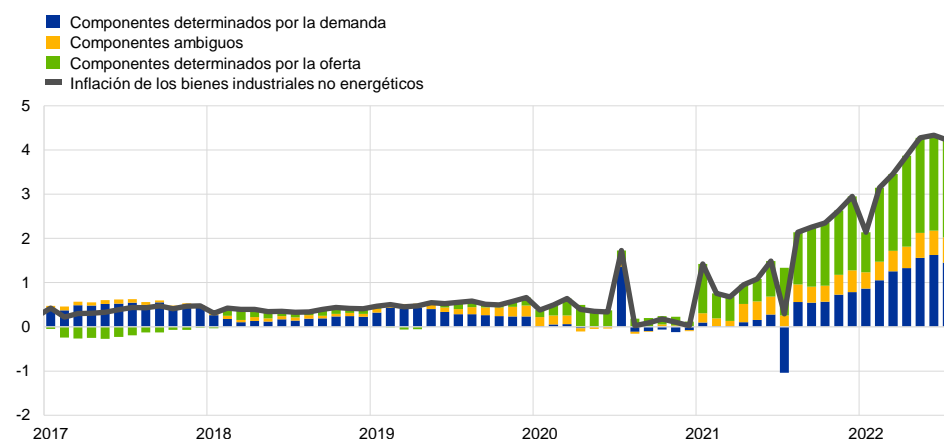


siguen dominando. En cuanto a los componentes individuales, los que más contribuyen al crecimiento actual de los precios de los bienes industriales no energéticos —como los vehículos de motor y los grandes electrodomésticos— se clasifican como componentes determinados principalmente por la oferta, mientras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

### Gráfico C

#### Descomposición de la inflación de los bienes industriales no energéticos

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

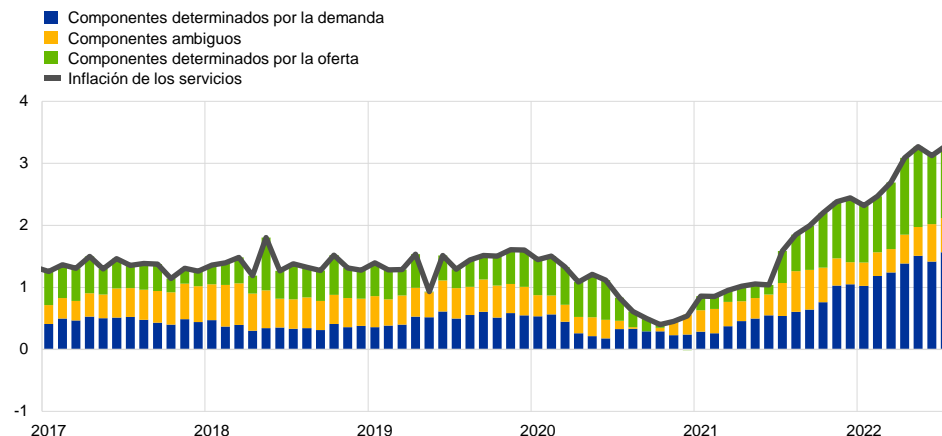
Notas: Datos desestacionalizados. Descomposición basada en el método desarrollado por Adam Shapiro. La inflación de los bienes industriales no energéticos refleja la suma de los componentes determinados por la demanda, de los determinados por la oferta y de los ambiguos, calculada como la suma móvil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

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

## Gráfico D

### Descomposición de la inflación de los servicios

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris y Martin Schmitz

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

### Balanza por cuenta corriente

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

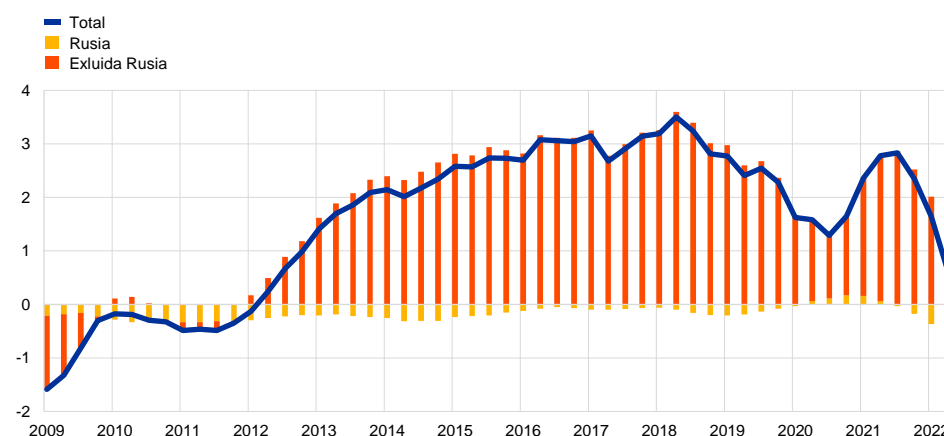
<sup>1</sup> Las series de las balanzas por cuenta corriente bilaterales de la zona del euro están disponibles desde 2008.

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

### Gráfico A

#### Balanza por cuenta corriente de la zona del euro

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



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

procedentes de Rusia fueron las que más contribuyeron al deterioro de la balanza por cuenta corriente bilateral, ya que alcanzaron un valor equivalente al 1 % del PIB de la zona del euro en la primera mitad de 2022, casi el doble del registrado un año antes. Este ascenso se debió a la fuerte subida de los precios de la energía, que se tradujo en un incremento de las importaciones nominales a pesar de que se importaron menores cantidades desde Rusia: al final del segundo trimestre de 2022, las importaciones nominales de productos energéticos se situaban un 60 % por encima de los niveles medios de 2021, mientras que las importaciones reales eran un 16 % inferiores al promedio<sup>3</sup>. Además, el valor de las importaciones de bienes no energéticos y servicios procedentes de Rusia también creció en el primer semestre de 2022 en un contexto de subida de los precios. Al mismo tiempo, las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro a Rusia experimentaron un descenso pronunciado en la primera mitad de 2022 —afectadas por la aplicación de varios paquetes de sanciones de la UE contra Rusia tras su invasión de Ucrania—, con las exportaciones de los bienes objeto de dichas sanciones (por ejemplo,

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

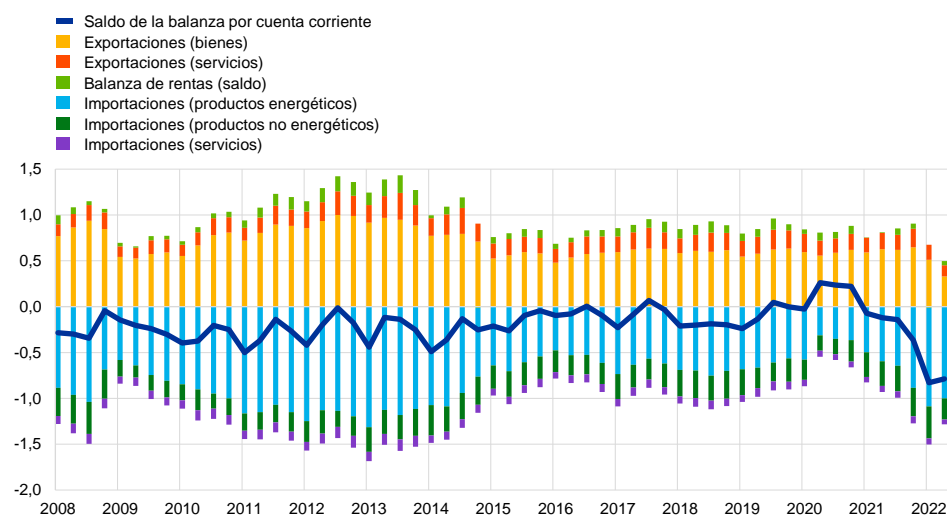
<sup>3</sup> Los últimos datos mensuales de comercio de bienes muestran que las importaciones reales de la zona del euro de productos energéticos procedentes de Rusia han continuado disminuyendo de manera acusada, y que las importaciones reales de energía en agosto de 2022 se situaron un 30 % por debajo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

maquinaria eléctrica y vehículos y material de transporte) a la cabeza de las caídas<sup>4</sup>. En particular, el valor de las exportaciones de bienes a Rusia se redujo casi a la mitad —desde un máximo de varios años de alrededor de 21 mm de euros en el último trimestre de 2021 hasta un mínimo histórico de aproximadamente 11 mm de euros en el segundo trimestre de 2022<sup>5</sup>— debido a una fuerte caída de las cantidades de bienes exportados. Las exportaciones de servicios de la zona del euro a Rusia ofrecen un panorama similar: los servicios de transporte y otros servicios empresariales registraron descensos considerables en la primera mitad de 2022, y las exportaciones de servicios de viajes a turistas rusos cayeron en el segundo trimestre de 2022 hasta un mínimo solo observado en 2020, cuando los desplazamientos transfronterizos estuvieron sujetos a estrictas restricciones como consecuencia de la pandemia.

### Gráfico B

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

(flujos trimestrales, en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

## Vínculos financieros

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

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

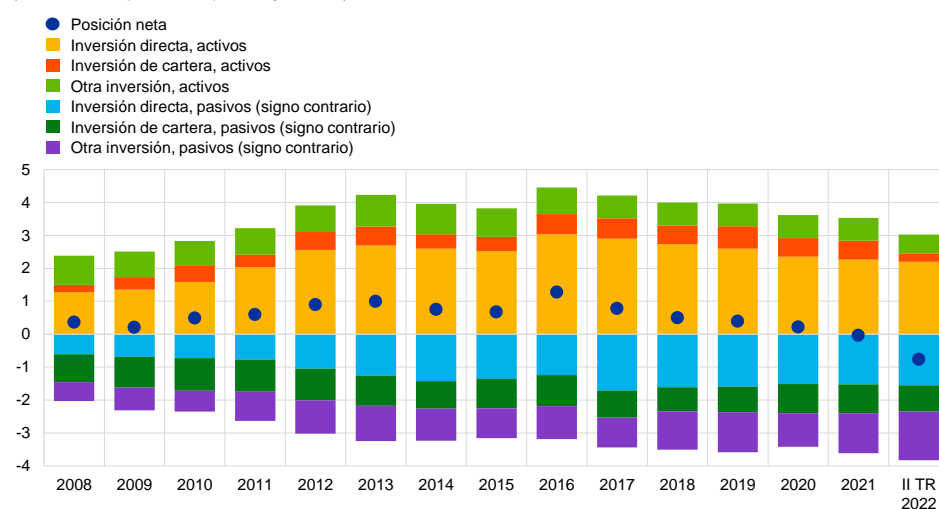
<sup>5</sup> También se observaron disminuciones comparables del valor de las exportaciones de bienes de la zona del euro a Rusia a raíz de la crisis financiera de 2008 y de la invasión de Crimea en 2014, cuando las exportaciones de la zona del euro se redujeron casi a la mitad en comparación con los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

**inversión extranjera directa (IED).** Al final de 2021, los activos totales y los pasivos totales frente a Rusia representaban menos del 4 % del PIB de la zona, en contraste con casi el 250 % del PIB que suponían los activos y pasivos exteriores totales (gráfico C). La mayor proporción de la inversión bilateral correspondía a la IED<sup>6</sup> (63 % y 42 % de los activos y pasivos totales, respectivamente), seguida por la otra inversión (19 % y 33 %) y la inversión de cartera (16 % y 24 %).

### Gráfico C

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

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



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

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

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

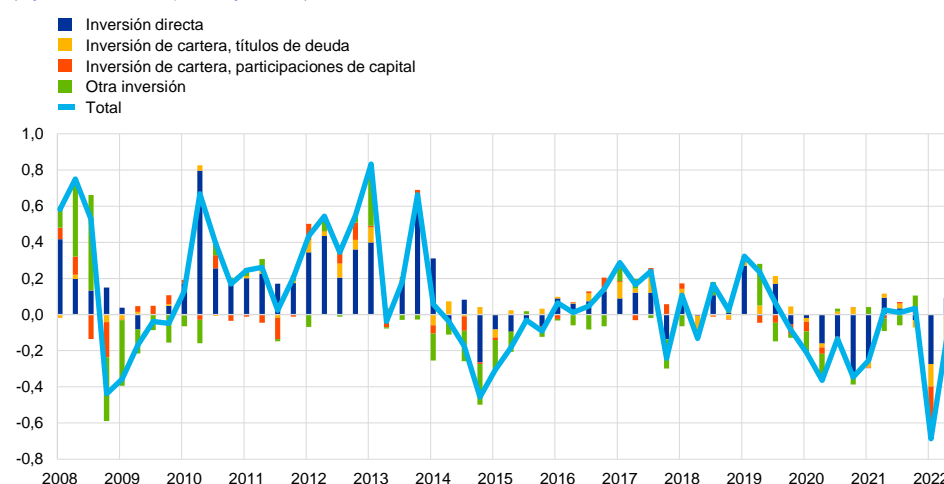
### Tras la invasión rusa de Ucrania se produjo una desinversión generalizada en activos rusos por parte de los residentes en la zona del euro (véase gráfico D).

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

### Gráfico D

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

(flujos trimestrales, en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

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

<sup>7</sup> Por ejemplo, las sanciones afectaron al balance del proveedor de servicios de infraestructura del mercado financiero [Euroclear](#).