

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

El 15 de diciembre de 2022, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos y, sobre la base de la considerable revisión al alza

de las perspectivas de inflación, prevé seguir aumentándolos. En particular, el Consejo de Gobierno estima que los tipos de interés tendrán que incrementarse aún significativamente a un ritmo sostenido hasta alcanzar niveles suficientemente restrictivos para asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2 % a medio plazo. Con el paso del tiempo, mantener los tipos de interés en niveles restrictivos reducirá la inflación moderando la demanda y también servirá de protección frente al riesgo de un desplazamiento persistente al alza de las expectativas de inflación. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno relativas a los tipos de interés oficiales continuarán dependiendo de los datos y seguirán un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión.

Los tipos de interés oficiales del BCE son el instrumento principal del Consejo de Gobierno para fijar la orientación de la política monetaria. En su reunión de diciembre, el Consejo de Gobierno también debatió los principios para la normalización de las tenencias de valores mantenidos por el Eurosistema con fines de política monetaria. A partir de principios de marzo de 2023, el tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP) descenderá a un ritmo medido y predecible, dado que el Eurosistema no reinvertirá íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo. El descenso será, en promedio, de 15.000 millones de euros mensuales hasta el final del segundo trimestre de 2023 y, a partir de entonces, su ritmo se determinará más adelante.

En su reunión de febrero de 2023, el Consejo de Gobierno anunciará los parámetros detallados para reducir las tenencias del APP. El Consejo de Gobierno reexaminará periódicamente el ritmo de la reducción de la cartera del APP para asegurar que sigue siendo coherente con la orientación y la estrategia general de la política monetaria, para preservar el funcionamiento del mercado y para mantener un firme control sobre las condiciones a corto plazo del mercado monetario. Antes del final de 2023, el Consejo de Gobierno revisará también su marco operativo para dirigir los tipos de interés a corto plazo, lo que ofrecerá información referida al final del proceso de normalización del balance.

En su reunión de diciembre de 2022, el Consejo de Gobierno decidió subir los tipos de interés, y prevé seguir incrementándolos significativamente, dado que la inflación continúa siendo excesivamente elevada y se proyecta que se mantenga por encima de su objetivo durante demasiado tiempo. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación se situó en el 10 % en noviembre, ligeramente por

debajo del 10,6 % registrado en octubre. Este descenso se debió principalmente a una bajada de la inflación de los precios de la energía. La inflación de los precios de los alimentos y las presiones inflacionistas subyacentes en el conjunto de la economía han aumentado y persistirán durante algún tiempo. En el contexto de un grado excepcional de incertidumbre, los expertos del Eurosistema han revisado sus proyecciones de inflación sustancialmente al alza. Ahora estiman que la inflación se situará en promedio en el 8,4 % en 2022 y que disminuirá hasta el 6,3 % en 2023, y se espera que la inflación descienda de forma acusada a lo largo del año. Posteriormente, se proyecta que la inflación será, en promedio, del 3,4 % en 2024 y del 2,3 % en 2025. Se prevé que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en promedio en el 3,9 % en 2022, que aumente hasta el 4,2 % en 2023 y que descienda hasta el 2,8 % en 2024 y el 2,4 % en 2025.

La economía de la zona del euro podría experimentar una contracción en el cuarto trimestre de 2022 y en el primer trimestre de 2023, debido a la crisis de la energía, a la elevada incertidumbre, al debilitamiento de la actividad económica mundial y al endurecimiento de las condiciones de financiación. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022, si se produjera una recesión, sería relativamente corta y poco profunda. No obstante, se espera que el crecimiento sea moderado en 2023 y se ha revisado considerablemente a la baja en comparación con las proyecciones de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2022. A más largo plazo, se proyecta que el crecimiento se recupere a medida que los actuales factores adversos vayan desapareciendo. En conjunto, en las proyecciones de diciembre de 2022 se prevé ahora un crecimiento de la economía del 3,4 % en 2022, del 0,5 % en 2023, del 1,9 % en 2024 y del 1,8 % en 2025.

Actividad económica

Las perspectivas económicas globales se han deteriorado ante la elevada incertidumbre geopolítica, la alta y creciente inflación, y unas condiciones financieras restrictivas. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2022, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se desacelerará hasta el 2,6 % en 2023, por debajo de su media de largo plazo, y posteriormente experimentará una recuperación gradual y se situará en el 3,1 % y el 3,3 % en 2024 y 2025, respectivamente. Estas perspectivas, al igual que las relativas al comercio mundial y a la demanda externa de la zona del euro, se han deteriorado en comparación con las proyecciones de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2022. Las presiones inflacionistas globales siguen siendo elevadas y generalizadas en un contexto de demanda todavía relativamente sólida, tensiones en los mercados de trabajo y altos precios de los alimentos, pero se espera que disminuyan a medida que los mercados de materias primas se estabilicen y el crecimiento se debilite. En un entorno de considerable incertidumbre, el balance de riesgos en torno a las proyecciones de referencia está orientado a la baja para el crecimiento mundial y al alza en lo que respecta a las presiones inflacionistas globales.

El crecimiento económico en la zona del euro disminuyó hasta el 0,3 % en el tercer trimestre del año. La elevada inflación y el endurecimiento de las condiciones de financiación están frenando el gasto y la producción al reducir la renta real de los hogares e impulsar al alza los costes de las empresas. Asimismo, la economía mundial está ralentizándose, en un contexto de persistente incertidumbre geopolítica, debido en especial a la injustificada guerra de Rusia contra Ucrania y sus ciudadanos, y de endurecimiento de las condiciones de financiación en todo el mundo. El deterioro anterior de la relación real de intercambio, derivado de una subida de los precios de las importaciones más rápida que la de las exportaciones, sigue afectando al poder adquisitivo en la zona del euro.

Por el lado positivo, el empleo aumentó un 0,3 % en el tercer trimestre, y el desempleo registró un nuevo mínimo histórico situándose en el 6,5 % en octubre. La subida de los salarios permitirá recuperar parte del poder adquisitivo, respaldando con ello el consumo. No obstante, es probable que la creación de empleo se ralentice como consecuencia del debilitamiento de la economía, y el desempleo podría crecer en los próximos trimestres.

Las perspectivas para la zona del euro se han deteriorado ligeramente, con un crecimiento más débil y una inflación más elevada y persistente de lo previsto en las proyecciones de septiembre de 2022. Los expertos prevén ahora una recesión breve y poco profunda en la zona del euro en torno al cambio de año. Dado que la guerra en Ucrania continúa produciendo consecuencias económicas que alimentan las fuertes presiones inflacionistas, la confianza de los consumidores y de las empresas se ha mantenido contenida; al mismo tiempo, la renta real disponible se está erosionando y las crecientes presiones de costes están reduciendo la producción, especialmente en los sectores intensivos en energía. Se espera que las repercusiones económicas negativas se vean mitigadas, en parte, por las medidas de política fiscal. Asimismo, dadas las elevadas existencias de gas natural y los actuales esfuerzos para reducir la demanda y sustituir el gas ruso por fuentes alternativas, se espera que la zona del euro evite recortes obligatorios de la producción relacionados con la energía durante el horizonte de proyección, aunque los riesgos de perturbaciones en el suministro energético siguen siendo elevados, en particular para el invierno de 2023-2024. A medio plazo, a medida que se reequilibran los mercados de la energía, se espera que disminuya la incertidumbre y mejoren las rentas reales. En consecuencia, se prevé un repunte del crecimiento económico, respaldado también por el fortalecimiento de la demanda externa y la desaparición de los cuellos de botella en la oferta que aún persisten, pese a que las condiciones de financiación son menos favorables. Se prevé que el mercado de trabajo mantenga una relativa capacidad de resistencia ante la próxima recesión suave, debido a la retención de trabajadores por parte de las empresas en un contexto de escasez de mano de obra todavía significativa. En conjunto, se espera que el crecimiento medio anual del PIB real experimente una acusada desaceleración, desde el 3,4 % en 2022 hasta el 0,5 % en 2023, y que posteriormente repunte hasta el 1,9 % en 2024 y el 1,8 % en 2025. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2022, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales para 2022, debido a

sorpresas positivas durante el verano, y a la baja en 0,4 puntos porcentuales para 2023, mientras que para 2024 se mantienen sin cambios.

De acuerdo con las proyecciones de diciembre de 2022, el saldo presupuestario de la zona del euro empeorará en 2023 y mejorará más adelante, y la deuda pública descenderá durante todo el horizonte de proyección. Tras la mejora estimada para 2022 (del -5,1 % del PIB en 2021 al -3,5 % en 2022), se proyecta que el saldo presupuestario se reduzca hasta el -3,7 % en 2023. Se prevén nuevas mejoras en 2024 y, en menor medida, en 2025, año en que el saldo presupuestario se situaría en el -2,6 % del PIB. No obstante, este porcentaje sigue estando muy por debajo del nivel prepandemia (-0,6 %). Tras un acusado incremento en 2020, se espera que la deuda pública agregada de la zona del euro disminuya durante el horizonte de proyección y que se sitúe en el 88 % del PIB en 2025, nivel aún superior al anterior a la pandemia (84 %). Este descenso se debe principalmente a unos diferenciales tipo de interés-crecimiento favorables como consecuencia del avance del PIB nominal, que compensan con creces los persistentes, aunque decrecientes, déficits primarios.

Las medidas de apoyo fiscal para proteger a la economía del impacto de los altos precios energéticos deberían ser temporales, y estar focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. Es probable que las medidas fiscales que no incorporen estos principios aumenten las presiones inflacionistas, lo que haría necesario una respuesta más decidida de la política monetaria. Además, en línea con el marco de gobernanza económica de la UE, las políticas fiscales deben estar orientadas a hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y a reducir gradualmente la elevada deuda pública. Las políticas para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, especialmente en el sector energético, pueden contribuir a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo. A tal fin, los Gobiernos deberían aplicar rápidamente sus planes de inversión y de reformas estructurales en el marco del programa *Next Generation EU*. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.

Inflación

La inflación se redujo hasta situarse en el 10 % en noviembre, principalmente como consecuencia del descenso de la tasa de variación de los precios de la energía, mientras que la inflación de los servicios también disminuyó. Sin embargo, la inflación de los alimentos siguió aumentando y se situó en el 13,6 %, debido a que los costes elevados de los insumos utilizados en la producción de los alimentos se transmitieron a los precios de consumo. Las presiones inflacionistas continúan siendo intensas en los distintos sectores, en parte como resultado del impacto de los altos costes energéticos en el conjunto de la economía. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo sin variación en el 5 % en noviembre, y otros indicadores de la inflación subyacente también registran niveles elevados.

Se espera que las medidas fiscales para compensar a los hogares por la subida de los precios de la energía y de la inflación frenen la inflación durante 2023, pero la aumentarán cuando se hayan retirado. Los cuellos de botella en la oferta se están moderando gradualmente, aunque sus efectos contribuyen aún a la inflación, presionando al alza los precios de los bienes en particular. Lo mismo ocurre con la retirada de las restricciones asociadas a la pandemia: el efecto de la demanda embalsada, pese a ser cada vez menor, sigue impulsando al alza los precios, especialmente en el sector servicios. La depreciación del euro en 2022 también continúa transmitiéndose a los precios de consumo.

El crecimiento de los salarios está cobrando fuerza, respaldado por la solidez de los mercados de trabajo y por ciertos efectos de recuperación para compensar a los trabajadores por el aumento de la inflación. Dado que se espera que estos factores continúen, las proyecciones de diciembre de 2022 prevén que los salarios crecerán a tasas muy superiores a sus medias históricas y presionarán al alza la inflación durante el horizonte de proyección. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque las nuevas revisiones de algunos indicadores por encima del objetivo requieren un seguimiento continuo.

En el contexto de un grado excepcional de incertidumbre, los expertos del Eurosistema han revisado sus proyecciones de inflación significativamente al alza. No obstante, se prevé que la inflación descienda desde una media del 8,4 % en 2022 hasta el 6,3 % en 2023, y pase del 10 % en el último trimestre de 2022 al 3,6 % en el último trimestre de 2023. Más adelante, la inflación disminuiría hasta una media del 3,4 % en 2024 y del 2,3 % en 2025. El descenso de la inflación durante el horizonte de proyección refleja los acusados efectos de base a la baja relacionados con la energía a lo largo de 2023, el impacto gradual de la normalización de la política monetaria del BCE que comenzó en diciembre de 2021, el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento y la disminución esperada de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias, en línea con los precios de los futuros, así como el supuesto de que las expectativas de inflación a largo plazo se mantendrán ancladas. Se espera que la inflación general descienda hasta el objetivo de inflación a medio plazo del BCE del 2 % en el segundo semestre de 2025, mientras que la inflación medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos se mantendrá por encima del 2 % durante todo el horizonte. Esta persistencia se debe a los efectos indirectos retardados de los elevados precios de la energía y de la acusada depreciación anterior del euro (pese a la ligera apreciación observada recientemente), así como a la solidez de los mercados de trabajo y a los efectos de la compensación por inflación sobre los salarios, que se espera que crezcan a tasas muy superiores a las medias históricas en términos nominales (aunque en términos reales se mantendrán por debajo de los niveles observados antes de la guerra en Ucrania durante todo el horizonte de proyección). En comparación con las proyecciones de septiembre de 2022, la inflación general se ha revisado considerablemente al alza para 2022 (en 0,3 puntos porcentuales), 2023 (en 0,8 puntos porcentuales) y 2024 (en 1,1 puntos porcentuales), como consecuencia de las recientes sorpresas al alza en los datos, de una reevaluación de la fortaleza y persistencia de las presiones inflacionistas latentes y de su

transmisión, de un mayor crecimiento de los salarios y de la subida de los precios de las materias primas alimenticias. Estos efectos alcistas compensan con creces el impacto a la baja de los supuestos relativos al descenso de los precios del petróleo, del gas y de la electricidad, la disminución más rápida de los cuellos de botella en la oferta, la reciente apreciación del euro y las perspectivas de crecimiento más débiles. Es importante señalar que las nuevas medidas fiscales adoptadas desde las proyecciones de septiembre de 2022, destinadas en su mayoría a reducir las subidas de los precios de la energía en 2023, moderan la revisión al alza de la inflación en 2023, pero contribuyen significativamente a la revisión al alza en 2024, dado que se parte del supuesto de que muchas de ellas expirarán.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento económico están orientados a la baja, en especial en el corto plazo. La guerra contra Ucrania sigue representando un importante riesgo a la baja para la economía. Los costes de la energía y de los alimentos también podrían mantenerse en niveles persistentemente más elevados de lo esperado. Un debilitamiento mayor del previsto de la economía mundial podría suponer un lastre adicional para el crecimiento de la zona del euro.

Los riesgos para las perspectivas de inflación se sitúan fundamentalmente al alza. A corto plazo, las actuales presiones latentes podrían dar lugar a incrementos más acusados de lo esperado de los precios minoristas de la energía y de los alimentos. A medio plazo, los riesgos se derivan principalmente de factores internos, como el aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo del BCE del 2 % o subidas salariales mayores de lo previsto. En cambio, un descenso de los costes de la energía o un debilitamiento adicional de la demanda reducirían las presiones inflacionistas.

Condiciones financieras y monetarias

Con el endurecimiento de la política monetaria del BCE, la financiación de las empresas y los hogares es cada vez más cara. El crédito bancario a las empresas mantiene su vigor, dado que estas sustituyen los bonos por préstamos bancarios y utilizan el crédito para financiar los costes más elevados de la producción y la inversión. Los hogares solicitan menos préstamos debido al endurecimiento de los criterios de concesión, la subida de los tipos de interés, el empeoramiento de las perspectivas del mercado de la vivienda y el descenso de la confianza de los consumidores.

En línea con la estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno examina en profundidad dos veces al año la interrelación entre la política monetaria y la estabilidad financiera. El entorno de estabilidad financiera se ha deteriorado desde el último examen realizado en junio de 2022 debido al debilitamiento de la economía y al incremento del riesgo de crédito. Asimismo, las vulnerabilidades

soberanas han crecido en un contexto de empeoramiento de las perspectivas económicas y de las posiciones fiscales. Unas condiciones de financiación más restrictivas reducirían la acumulación de vulnerabilidades financieras y los riesgos de cola para la inflación a medio plazo, a costa de aumentar el riesgo de tensiones sistémicas y de incrementar los riesgos a la baja para el crecimiento a corto plazo. Además, las necesidades de liquidez de las entidades financieras no bancarias también pueden intensificar la volatilidad en los mercados. A su vez, las entidades de crédito de la zona del euro disponen de niveles holgados de capital, lo que contribuye a reducir las consecuencias indirectas que tiene una política monetaria más restrictiva sobre la estabilidad financiera. La política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa para preservar la estabilidad financiera y abordar las vulnerabilidades a medio plazo.

Decisiones de política monetaria

En su reunión de diciembre, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos y, sobre la base de la considerable revisión al alza de las perspectivas de inflación, prevé seguir aumentándolos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se incrementaron hasta el 2,50 %, el 2,75 % y el 2,00 %, respectivamente, con efectos a partir del 21 de diciembre de 2022. El Consejo de Gobierno estima que los tipos de interés tendrán que incrementarse aún significativamente a un ritmo sostenido hasta alcanzar niveles suficientemente restrictivos para asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2 % a medio plazo. Con el paso del tiempo, mantener los tipos de interés en niveles restrictivos reducirá la inflación moderando la demanda y también servirá de protección frente al riesgo de un desplazamiento persistente al alza de las expectativas de inflación. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno relativas a los tipos de interés oficiales continuarán dependiendo de los datos y seguirán un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión.

El Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del APP que vayan venciendo hasta el final de febrero de 2023. A partir de entonces, el tamaño de la cartera del APP descenderá a un ritmo medido y predecible, dado que el Eurosistema no reinvertirá íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo. El descenso será, en promedio, de 15.000 millones de euros mensuales hasta el final del segundo trimestre de 2023 y, a partir de entonces, su ritmo se determinará más adelante. Por lo que se refiere al programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEEP), el Consejo de Gobierno prevé reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del programa que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024. En todo caso, la futura extinción de la cartera del PEEP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria. El Consejo de Gobierno continuará actuando con flexibilidad en la reinversión del principal de los valores de la cartera del PEEP que vayan

venciendo, con el objetivo de contrarrestar los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria relacionados con la pandemia.

Dado que las entidades de crédito están reembolsando los importes obtenidos en el marco de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico, el Consejo de Gobierno evaluará periódicamente la forma en que estas operaciones están contribuyendo a la orientación de su política monetaria.

El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación vuelva a situarse en su objetivo del 2 % a medio plazo. El Instrumento para la Protección de la Transmisión está disponible para contrarrestar dinámicas de mercado injustificadas o desordenadas que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria a todos los países de la zona del euro, lo que permitirá al Consejo de Gobierno cumplir su mandato de estabilidad de precios de manera más eficiente.

1 Entorno exterior

Las perspectivas económicas globales se han deteriorado como consecuencia de la elevada incertidumbre geopolítica, de la alta y creciente inflación y de unas condiciones financieras restrictivas. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022, el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se desacelerará hasta el 2,6 % en 2023, por debajo de su media de largo plazo, y posteriormente experimentará una recuperación gradual y se situará en el 3,1 % y el 3,3 % en 2024 y 2025, respectivamente. Estas perspectivas son peores que las descritas en las proyecciones de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2022. Las perspectivas relativas al comercio mundial y a la demanda externa de la zona del euro también han empeorado en comparación con las proyecciones de septiembre. Las presiones inflacionistas globales siguen siendo elevadas y generalizadas en un contexto de demanda todavía relativamente sólida, tensiones en los mercados de trabajo y altos precios de los alimentos, pero se espera que disminuyan a medida que los mercados de materias primas se estabilicen y el crecimiento se debilite. En un entorno de considerable incertidumbre, el balance de riesgos en torno a las proyecciones de referencia está orientado a la baja para el crecimiento mundial y al alza en lo que respecta a las presiones inflacionistas globales.

A lo largo de 2022, la economía mundial se vio sacudida por varias perturbaciones que frenaron el ritmo de crecimiento y que seguirán lastrando las perspectivas globales. La guerra de Rusia contra Ucrania continúa desestabilizando los mercados de energía y de materias primas alimenticias y los precios energéticos siguen siendo volátiles, pese a haber descendido desde la publicación de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022. Además, la guerra está intensificando la incertidumbre sobre la seguridad alimentaria, en especial en las economías emergentes. En China, la política de COVID cero aplicada hasta ahora, al menos hasta la fecha de finalización de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, así como la recesión del sector inmobiliario residencial, continúan afectando a la actividad. En las principales economías avanzadas, la desaceleración de la actividad económica durante 2022 estuvo determinada por la ralentización de la demanda y por el inicio de un ciclo de endurecimiento a principios del año. La relajación de las restricciones relacionadas con la pandemia y de los cuellos de botella en la oferta desde la primavera, junto con el descenso de los precios de la energía, sostuvieron la actividad hasta el tercer trimestre.

Los datos de las encuestas continúan señalando una moderación generalizada de la actividad económica en torno al cambio de año, sobre todo en las economías avanzadas. Los índices de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuestos globales (excluida la zona del euro) alcanzaron un máximo en junio y desde entonces han seguido una trayectoria a la baja. En noviembre, los PMI retrocedieron aún más por debajo del valor neutral en las economías avanzadas (excluida la zona del euro) y en las emergentes, y tanto en

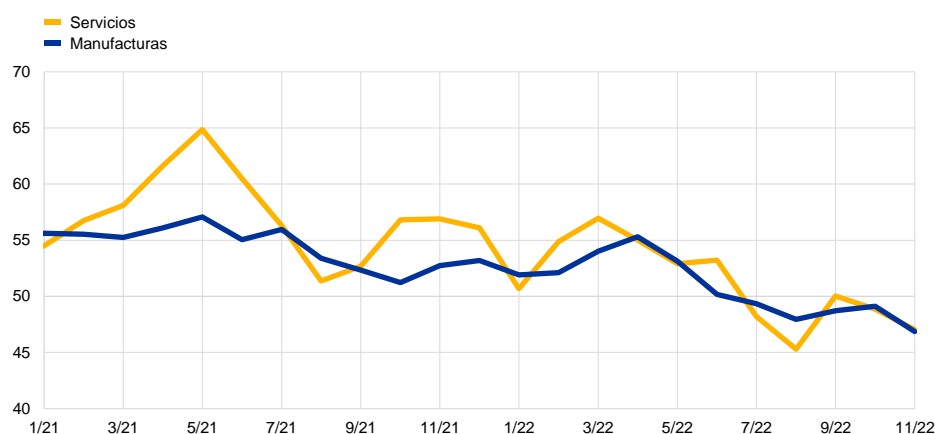
las manufacturas como en los servicios (gráfico 1). Se estima que el crecimiento intertrimestral del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se habría desacelerado desde el 1,1 % en el tercer trimestre de 2022 hasta el 0,3 % en el cuarto, como reflejo de unas presiones inflacionistas todavía elevadas y persistentes, y de unas condiciones financieras restrictivas que siguen afectando a la renta disponible de los hogares y los ahorros acumulados durante la pandemia. En comparación con las proyecciones de septiembre, el crecimiento en el cuarto trimestre se ha revisado a la baja en 0,5 puntos porcentuales, debido a la previsión de crecimiento más débil tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

Gráfico 1

PMI de actividad por sector en economías avanzadas y emergentes

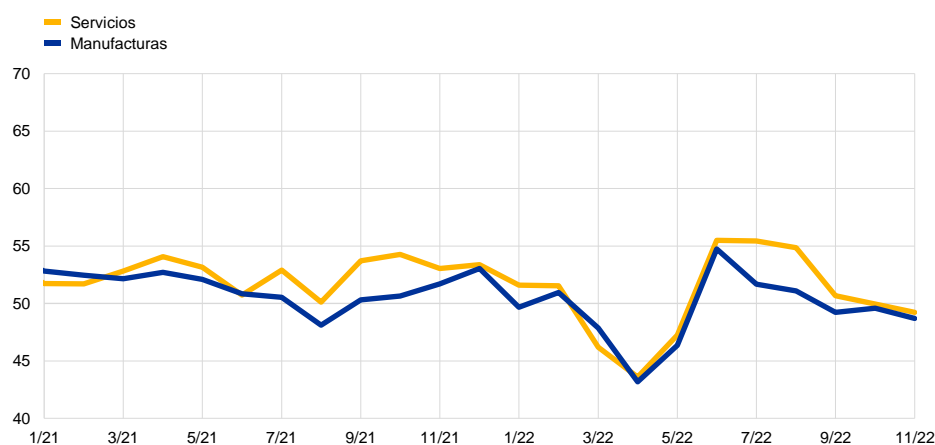
a) Economías avanzadas (excluida la zona del euro)

(Índices de difusión)



b) Economías emergentes

(Índices de difusión)



Fuentes: S&P Global y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022.

De acuerdo con las proyecciones, el PIB real mundial (excluida la zona del euro) descenderá en 2023 antes de recuperarse gradualmente en 2024 y 2025.

En 2022, el crecimiento del PIB mundial disminuyó hasta situarse en el 3,3 % y se prevé que siga desacelerándose hasta el 2,6 % en 2023, reflejo de una reducción significativa del crecimiento en las economías avanzadas, incluidos Estados Unidos

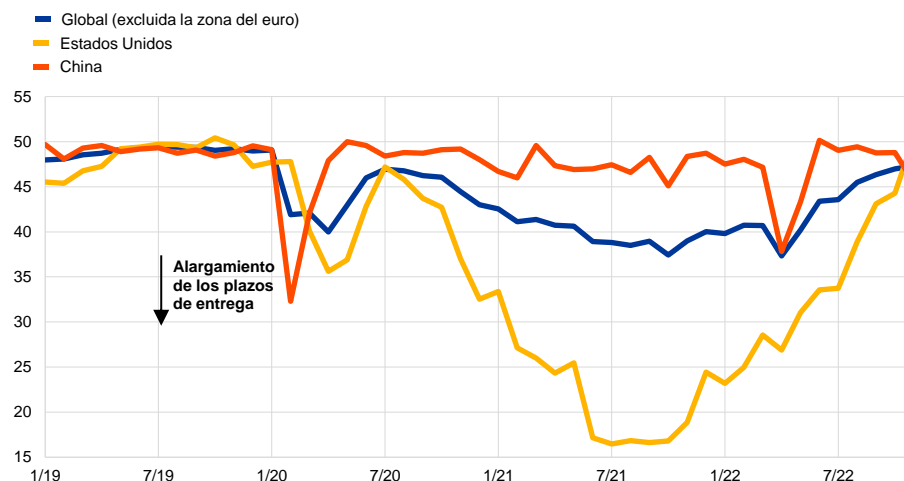
y el Reino Unido. Se espera que algunas economías emergentes resistan mejor los actuales factores adversos en vista de que registran menos vulnerabilidades macrofinancieras que en ciclos de endurecimiento anteriores, en particular en términos de inflación más baja, menor exposición a deuda denominada en dólares estadounidenses y menos desajustes en los tipos de cambio. No obstante, sigue observándose una heterogeneidad considerable incluso dentro este grupo y las perspectivas continúan siendo frágiles para algunos países, como China, debido a las dificultades que está atravesando el sector inmobiliario residencial y al reciente repunte de los contagios por coronavirus (COVID-19). El menor ritmo de crecimiento de los países latinoamericanos y el agravamiento de la recesión en Rusia, pese a otra revisión sustancial al alza del crecimiento, en especial para 2022, están frenando las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, el avance del PIB real mundial (excluida la zona del euro) se ha revisado al alza (+0,4 puntos porcentuales) para 2022, pero a la baja para 2023 (-0,4 puntos porcentuales) y 2024 (-0,3 puntos porcentuales).

Se espera que el debilitamiento de la actividad de las manufacturas afecte al comercio mundial en torno al cambio de año. El comercio mundial mantuvo una capacidad de resistencia relativa en la primera mitad de 2022, ya que los factores adversos generados por la guerra de Rusia en Ucrania y la persistencia de cuellos de botella en la oferta se vieron parcialmente compensados por la recuperación de los servicios de turismo y transporte tras la retirada de las medidas de contención del COVID-19. El dinamismo del comercio global de mercancías (excluida la zona del euro, medido por las tasas de variación intertrimestral) lleva frenándose desde julio, como consecuencia del escaso crecimiento de las economías avanzadas. El PMI global (excluida la zona del euro) de nuevos pedidos exteriores, que es un indicador más adelantado del comercio mundial, también permaneció en terreno negativo. Las presiones en las cadenas de suministro siguen disminuyendo de forma gradual, aunque los desarrollos relacionados con el COVID-19 en China representan un posible riesgo a la baja, en particular a corto plazo. En noviembre, el PMI global (excluida la zona del euro) de plazos de entrega de los proveedores siguió mejorando y se situó en 47,3, y en Estados Unidos aumentó por encima del umbral de expansión (+50), mientras que en China retrocedió de 48,7 a 45,4 (gráfico 2), debido fundamentalmente a que las medidas de contención volvieron a endurecerse en noviembre ante un repunte de los contagios por COVID-19. Con todo, la situación continúa sujeta a una incertidumbre elevada, ya que las autoridades comenzaron a relajar las medidas citadas a principios de diciembre y están considerando la introducción de una nueva ronda de medidas para luchar contra el virus.

Gráfico 2

PMI de plazos de entrega de los proveedores

(Índice)



Fuentes: S&P Global y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022.

Las perspectivas de crecimiento del comercio internacional se han

deteriorado en línea con las proyecciones relativas a la actividad global.

Las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) aumentaron un 5,6 % en 2022, pero se espera que su crecimiento se reduzca hasta el 1,9 % en 2023, que repunte hasta el 3,3 % en 2024 y que se mantenga estable en 2025. La demanda externa de la zona del euro, que habría aumentado un 6 % en 2022, se desaceleraría de forma acusada en 2023, hasta el 1,2 %, debido a las peores perspectivas de crecimiento de algunos de los principales socios comerciales de la zona del euro. Para 2024 y 2025 registraría un avance de alrededor del 3 %, acorde con la evolución de las importaciones mundiales. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, la demanda externa de la zona del euro se ha revisado al alza en 2022, con el fin de reflejar una dinámica del comercio más intensa de lo previsto anteriormente en varias economías avanzadas y en países de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro en el segundo trimestre. Esta demanda se ha revisado a la baja para 2023 y 2024, en consonancia con una expansión más débil de la actividad. En 2023, estas revisiones se compensan parcialmente con la mejora de las perspectivas comerciales de Rusia, pese a la fuerte corrección a la baja del peso de este país en la demanda externa de la zona del euro¹.

Las presiones inflacionistas mundiales siguen siendo elevadas y

generalizadas, debido a una demanda todavía relativamente sólida, a las

¹ Aunque las ponderaciones de la demanda externa de la zona del euro suelen actualizarse utilizando medias móviles de varios años, se ha aplicado una reducción *ad hoc* —del 2,9 % al 1,5 %— del peso de Rusia a partir del primer trimestre de 2023, basada en datos comerciales del segundo trimestre de 2022, para tener en cuenta que las relaciones comerciales con la zona han disminuido de forma acusada y el hecho de que el escenario de referencia parte del supuesto de que las sanciones seguirán vigentes durante todo el horizonte de proyección.

tensiones en los mercados de trabajo y a los altos precios de los alimentos, mientras que las presiones inflacionistas relacionadas con la energía han empezado a moderarse conforme los precios descienden. En los países de la OCDE, excluida Turquía, la inflación general interanual aumentó hasta situarse en el 8,3 % en octubre, desde el 8,2 % de septiembre, impulsada por la subida de los precios de los alimentos². El avance de la inflación general (excluida Turquía) se ralentizó por quinto mes consecutivo y se situó en el 5,9 % (tasa de crecimiento intertrimestral anualizada), prolongando la tendencia de moderación de las presiones inflacionistas (gráfico 3). Se prevé que los precios de exportación de los competidores de la zona del euro sigan siendo elevados a corto plazo, pero posteriormente descenderían a medida que los precios de las materias primas bajen y las presiones latentes se relajen. Esta evolución es ligeramente peor que la prevista en las perspectivas a corto plazo de las proyecciones de septiembre de 2022 debido al impacto de unos supuestos de precios más bajos de las materias primas y de menores presiones latentes internas en los países competidores de la zona del euro.

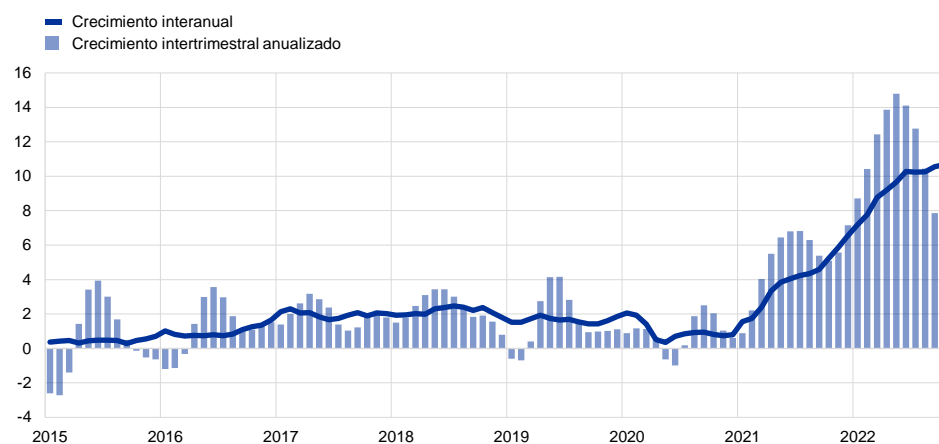
² Los datos de inflación de los países de la OCDE no incluyen a Turquía porque puede considerarse que este país, en el que la inflación general interanual medida por los precios de consumo se situó en el 85,5 % en octubre de 2022, es un caso atípico entre los países miembros.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

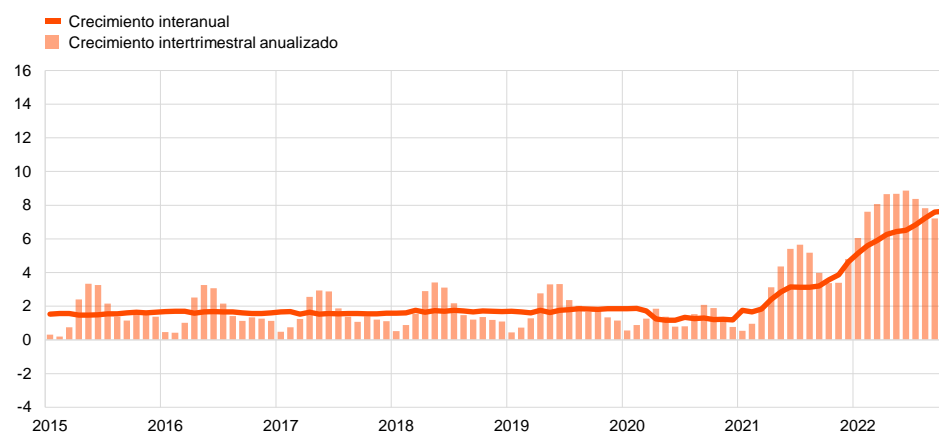
a) Inflación general

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



b) Inflación subyacente

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



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Los agregados de la OCDE que se muestran en los paneles se han calculado excluyendo a Turquía. En los países de la OCDE, incluida Turquía (que no figura en los paneles), estas dos variables se situaron en el 10,7 % y el 7,6 %, respectivamente, en octubre, frente al 10,5 % y el 7,6 % de septiembre. La inflación subyacente excluye la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022.

Los precios del petróleo y del gas han disminuido con respecto a las proyecciones de septiembre de 2022.

Las presiones a la baja sobre los precios del petróleo estuvieron relacionadas con la menor demanda de crudo en un contexto de desaceleración económica mundial y confinamientos en China. La caída de la demanda compensó la reducción de los objetivos de producción del grupo de países que integran la OPEP+ en noviembre, mientras que todavía hay una incertidumbre considerable sobre los efectos del embargo de la UE y el tope a los precios del petróleo ruso impuesto por el G-7 el 5 de diciembre. El descenso de los precios europeos del gas reflejó unas condiciones meteorológicas muy suaves en octubre y principios de noviembre, lo que unido a la caída de la demanda de gas industrial y a los esfuerzos por sustituir el gas ruso realizados durante 2022, contribuyó a que los depósitos de almacenamiento de la UE estuvieran casi llenos a mediados de noviembre. No obstante, en consonancia con

los anteriores precios de los futuros, los precios del gas experimentaron un repunte parcial a partir de la segunda mitad de noviembre, debido a la bajada de las temperaturas en Europa, y los elevados precios de los futuros durante 2023 señalan importantes riesgos de suministro. Los precios de las materias primas alimenticias también han descendido, principalmente como consecuencia de la reducción del precio del café en un contexto de mejora de las previsiones de oferta de Brasil en 2023, mientras que los del trigo y el maíz han mostrado volatilidad por la incertidumbre en torno a la disposición de Rusia a mantener abierto el corredor del Mar Negro para las exportaciones de cereal de Ucrania. Los precios de los metales aumentaron porque la preocupación por el suministro contrarrestó los efectos de la desaceleración económica mundial, mientras que la relajación gradual de algunas medidas de contención relacionadas con el COVID-19 en China impulsó los precios de los metales hacia el final del período considerado pese a la incertidumbre todavía elevada acerca de las perspectivas de crecimiento de este país.

Las condiciones financieras globales prácticamente no han cambiado desde las proyecciones anteriores y siguen siendo restrictivas. Inicialmente, las condiciones financieras se endurecieron en las economías avanzadas y en las emergentes. Como resultado de las nuevas sorpresas al alza de los datos de inflación, los bancos centrales mantuvieron un ritmo rápido de endurecimiento de la política monetaria, lo que se plasmó en aumentos de los rendimientos de los bonos y en bajadas continuas del precio de los activos de riesgo. Sin embargo, después de que el Índice de Precios de Consumo de Estados Unidos fuera más bajo de lo esperado, el clima de los mercados cambió al descontarse una senda más gradual de subidas de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal, lo que incrementó la percepción de riesgos en todo el mundo. En consecuencia, las condiciones financieras se relajaron ligeramente cuando los rendimientos de los bonos a largo plazo descendieron, los diferenciales se estrecharon y los precios de las acciones repuntaron. Como resultado, en conjunto, las condiciones financieras apenas variaron durante el período considerado, pero siguen siendo restrictivas.

La economía estadounidense volvió a crecer después de dos trimestres de contracción moderada, pero la demanda interna siguió siendo débil. La demanda exterior neta y la inversión no residencial fueron las principales fuentes de crecimiento en el tercer trimestre. De cara al futuro se prevé que la demanda interna continúe falta de dinamismo, ya que la elevada inflación y el endurecimiento de las condiciones financieras siguen mermando la renta disponible real de los hogares y frenando el consumo privado, mientras que se espera que el acusado descenso del número de viviendas iniciadas asociado a la menor accesibilidad a la vivienda y a la subida de los tipos de interés hipotecarios lastre la inversión residencial. En octubre, la inflación general disminuyó más de lo previsto, hasta el 7,7 %, y aunque todavía es históricamente elevada, se considera que ha alcanzado un máximo, ya que los índices de precios de la energía y de los alimentos continuaron moderándose. La inflación subyacente interanual se redujo hasta el 6,3 %, pero se espera que siga siendo más persistente en 2023, debido a las presiones al alza procedentes de la tasa de variación de los precios de los servicios (por ejemplo, alquileres elevados).

En China, los cambios en las políticas relacionadas con el COVID-19 y la actual debilidad del sector inmobiliario residencial están afectando a la actividad económica. Inicialmente, la economía repuntó en el tercer trimestre de 2022 conforme las medidas de contención del COVID-19 se fueron retirando gradualmente tras la ola de contagios que se produjo en abril y mayo. Ese trimestre, el crecimiento económico se vio respaldado por la recuperación del consumo y la inversión que, pese a la prolongada debilidad del sector inmobiliario, repuntaron gracias a los estímulos fiscales. No obstante, en diciembre, el Gobierno chino modificó inesperadamente su política de COVID cero y levantó la mayoría de las restricciones asociadas a la pandemia. Como resultado, los contagios han aumentado con rapidez y la actividad probablemente se ralentice en el corto plazo. En adelante, se prevé que la falta de dinamismo de la actividad continúe durante el horizonte de proyección en un contexto de contracción más duradera de la inversión residencial y evolución incierta de la pandemia. Se espera que el crecimiento del PIB real en 2022 no alcance el objetivo de las autoridades del 5,5 % por un margen significativo. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2022, las perspectivas de crecimiento de China se han revisado notablemente a la baja para 2023 y 2024. Las presiones sobre los precios de consumo siguen siendo moderadas.

En Japón, el PIB real experimentó una contracción inesperada en el tercer trimestre de 2022 y se espera que vuelva a crecer en el cuarto trimestre. El PIB real cayó de forma inesperada en el tercer trimestre, debido a la fortaleza de las importaciones, mientras que la demanda interna continuó siendo relativamente sólida, favorecida por la retirada de las medidas de contención relacionadas con la pandemia. Se prevé que el PIB real crezca en el último trimestre de 2022 en un contexto de reapertura continua de la economía, así como de aumento del gasto en servicios y del apoyo que están proporcionando las políticas. Según las proyecciones, el crecimiento se reducirá ligeramente durante el horizonte de proyección, ya que la contribución de la demanda exterior disminuiría de forma significativa en un entorno de moderación de la demanda mundial. La inflación general interanual se incrementó considerablemente durante 2022, debido a la subida de los precios de los alimentos y la energía y a la finalización de los efectos de base negativos. Aunque es probable que la inflación permanezca en torno a los niveles actuales en el corto plazo, en 2023 descendería de manera gradual, a causa de la bajada de los precios de las materias primas y de unas presiones internas latentes limitadas.

En el Reino Unido, las perspectivas de evolución de la actividad real siguieron debilitándose tras la desaceleración del PIB en el tercer trimestre. La elevada inflación de los precios de consumo, el aumento de los costes de los préstamos hipotecarios y unas condiciones financieras restrictivas están lastrando de forma notable el consumo y la inversión privada. Las medidas fiscales anunciadas en noviembre incrementarán ligeramente el déficit presupuestario a corto plazo, pero a medio plazo contribuirán a la consolidación fiscal. Actualmente se espera que la economía experimente una contracción entre el tercer trimestre de 2022 y el segundo trimestre de 2023. Al mismo tiempo, en el mercado de trabajo continúan observándose tensiones y la generalización de las presiones salariales está

contribuyendo a la persistencia de la inflación interna. La subida de los precios de la energía intensificaría la inflación de los precios de consumo hasta el cuarto trimestre de 2022. Se espera que la inflación registre un máximo de alrededor del 11 %, considerablemente por debajo del nivel previsto en las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2022, gracias al apoyo proporcionado por el Gobierno para garantizar el precio de la energía.

En Rusia, la economía entró en una recesión grave en 2022. El PIB real se desaceleró de forma notable en el segundo trimestre y se mantuvo casi un 5 % por debajo del nivel previo a la invasión de Ucrania en el tercero, de modo que ahora Rusia está sumida en una grave recesión. La caída de las exportaciones ha sido más moderada de lo anticipado previamente, mientras que las importaciones han disminuido de forma significativa, en especial las de países que han impuesto sanciones. Se espera que la economía siga contrayéndose al final de 2022 y en 2023, ya que las sanciones tienen un impacto cada vez más negativo en la capacidad de producción, el comercio internacional y la demanda interna de Rusia. Tras experimentar una disminución progresiva en los últimos meses, la inflación continuaría siendo elevada en el corto plazo y el retorno al objetivo del 4 % del Banco de Rusia sería solo gradual y se alcanzaría hacia el final del horizonte de proyección.

2 Actividad económica

El crecimiento intertrimestral del PIB se desaceleró hasta el 0,3 % en el tercer trimestre de 2022, tras registrar un avance vigoroso en la primera mitad del año conforme la economía se reabría y los cuellos de botella en la oferta comenzaban a disminuir. Desde entonces, la elevada incertidumbre sobre las repercusiones adicionales de la guerra en Ucrania para la economía, la preocupación sobre posibles interrupciones en el suministro de energía y las fuertes presiones inflacionistas han lastrado de manera creciente el gasto y la producción internos. Estos factores, unidos al aumento de los costes de financiación y a la ralentización del crecimiento mundial, habrían seguido limitando la actividad de la zona del euro en el cuarto trimestre y se espera que continúen haciéndolo en la primera parte de 2023. Con todo, es probable que la contracción de la actividad sea relativamente breve y poco profunda, y que se vea moderada por la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo, el considerable nivel de ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia y la adopción de medidas fiscales adicionales para amortiguar el impacto del encarecimiento de la energía sobre los consumidores y las empresas en el corto plazo. A más largo plazo, a medida que la incertidumbre disminuya, los mercados de la energía se reequilibren, los cuellos de botella en la oferta se resuelvan y las rentas reales empiecen a mejorar, se espera que el crecimiento económico de la zona del euro se recupere gradualmente a partir de la segunda mitad de 2023.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022 prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en el 3,4 % en 2022, el 0,5 % en 2023, el 1,9 % en 2024 y el 1,8 % en 2025. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2022, las perspectivas se han revisado al alza para 2022 (debido principalmente a sorpresas positivas en los datos durante el verano) y a la baja para 2023, y se mantienen sin cambios para 2024.

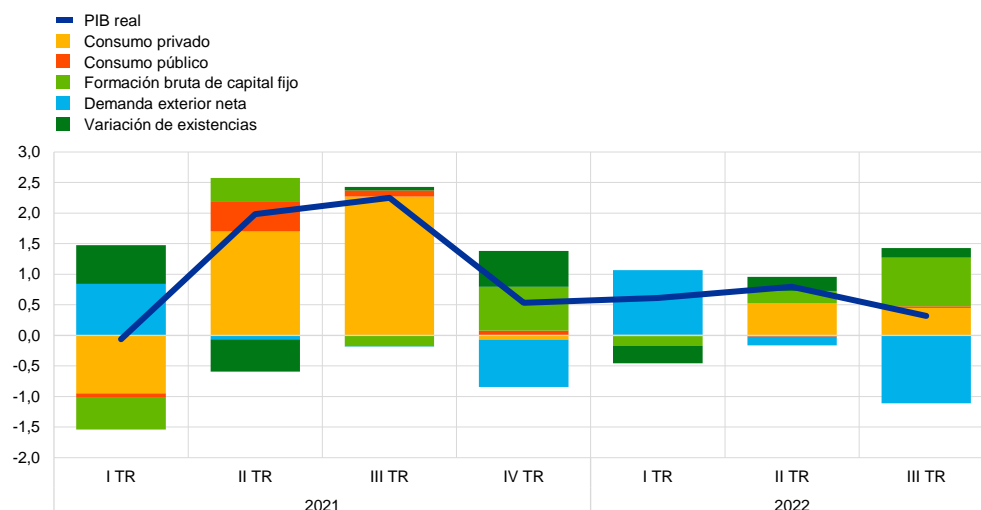
La actividad económica se ralentizó de forma acusada en el tercer trimestre de 2022, tras registrar un fuerte avance en la primera mitad del año. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se desaceleró hasta el 0,3 % en el tercer trimestre tras situarse, en promedio, en el 0,7 % en el primer y el segundo trimestre del año. Esta desaceleración obedeció, sobre todo, al importante lastre derivado de la demanda exterior neta, mientras que la demanda y la producción internas, que se habían visto favorecidas por la variación de existencias, contribuyeron de forma positiva al crecimiento en el tercer trimestre (gráfico 4). El consumo mantuvo su fortaleza, gracias a la pujanza del consumo privado de servicios, que compensó con creces la contribución negativa del consumo de bienes, y a la modesta aportación adicional del consumo público. La inversión pareció aumentar con fuerza, a un ritmo intertrimestral del 3,6 %, pero esta evolución tuvo su origen fundamentalmente en el extraordinario crecimiento de los productos de propiedad intelectual (PPI) en Irlanda. El dinamismo de la inversión empresarial en activos fijos se frenó de forma evidente y la inversión en construcción siguió disminuyendo. La contribución de la demanda exterior neta a la expansión del PIB real fue

negativa, dado que las importaciones crecieron más que las exportaciones, de nuevo debido, en parte, a la evolución observada en Irlanda. El desglose del valor añadido muestra la continuación del sólido crecimiento de la industria excluida la construcción y los servicios, mientras que la producción de la construcción volvió a descender. Los datos de encuestas y la evidencia anecdótica relativos al tercer trimestre de 2022 sugieren que, habida cuenta de la caída de nuevos pedidos, es probable que gran parte de la aparente fortaleza de la industria obedezca a la reducción de los cuellos de botella en la oferta, que ha ayudado a que los fabricantes puedan afrontar la importante acumulación de pedidos pendientes (sobre todo en el sector de vehículos de motor), más que a un fortalecimiento de la demanda. En cuanto a los servicios, el desglose del valor añadido pone de manifiesto una heterogeneidad considerable en los distintos subsectores, ya que las ramas orientadas al consumo afectadas previamente por restricciones (como comercio minorista, transporte, alojamiento, restauración y, en particular, ocio) continuaron creciendo de forma vigorosa en el tercer trimestre, mientras que las que se orientan más a las empresas (como servicios de información y comunicaciones, servicios financieros y de seguros, inmobiliarios, y profesionales y administrativos) registraron un crecimiento modesto —en el mejor de los casos— o una ligera contracción.

Gráfico 4

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Los últimos datos apuntan a que la actividad económica habría seguido ralentizándose en el cuarto trimestre de 2022, en un contexto de alta inflación y de persistencia de la incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania y el riesgo de interrupciones en el suministro de energía. Los datos procedentes de encuestas señalan un nuevo debilitamiento más generalizado del ritmo de crecimiento, ya que la desaceleración de la demanda —evidente en la industria desde hace algunos meses— ahora se ha extendido a los servicios tras la fuerte expansión asociada a la reapertura de la economía. En octubre, el índice de

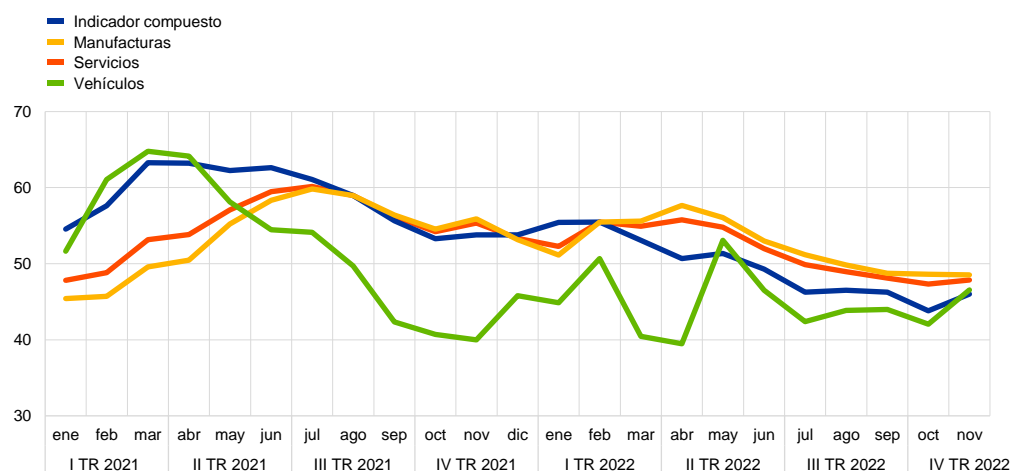
directores de compras (PMI) de actividad compuesto de la zona del euro descendió hasta su nivel más bajo en 21 meses antes de registrar un ligero ascenso en noviembre. Los valores para ambos meses se sitúan aún más por debajo del umbral teórico de expansión que en el tercer trimestre (panel a del gráfico 5). La dinámica más reciente indica que la producción manufacturera se está estabilizando en un nivel bajo, ya que parece que la importante contribución de la producción de vehículos observada anteriormente en el año se está estancando. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea siguió retrocediendo en el cuarto trimestre, como consecuencia del persistente deterioro de la confianza industrial en octubre y noviembre (panel b del gráfico 5), dado que el volumen de pedidos pendientes de realización y los *stocks* de productos terminados se redujeron, y los nuevos pedidos descendieron por debajo de la media del tercer trimestre. Las respuestas a las preguntas sobre factores que limitan la producción de la encuesta trimestral de la Comisión sugieren que la escasez de mano de obra se está moderando y que las limitaciones debidas a la falta de materiales y equipos han venido disminuyendo desde el verano. En cambio, las restricciones financieras se intensificaron considerablemente en octubre, aunque siguieron teniendo un peso menor que otros factores. Estos indicadores apuntan a unas perspectivas débiles de inversión en los próximos meses. Al mismo tiempo, la confianza de los consumidores mostró cierta capacidad de resistencia en términos relativos al recuperarse de los mínimos históricos de septiembre gracias a las medidas laborales y fiscales introducidas para apoyar la renta disponible de los hogares.

Gráfico 5

Indicadores de opinión en los distintos sectores de la economía

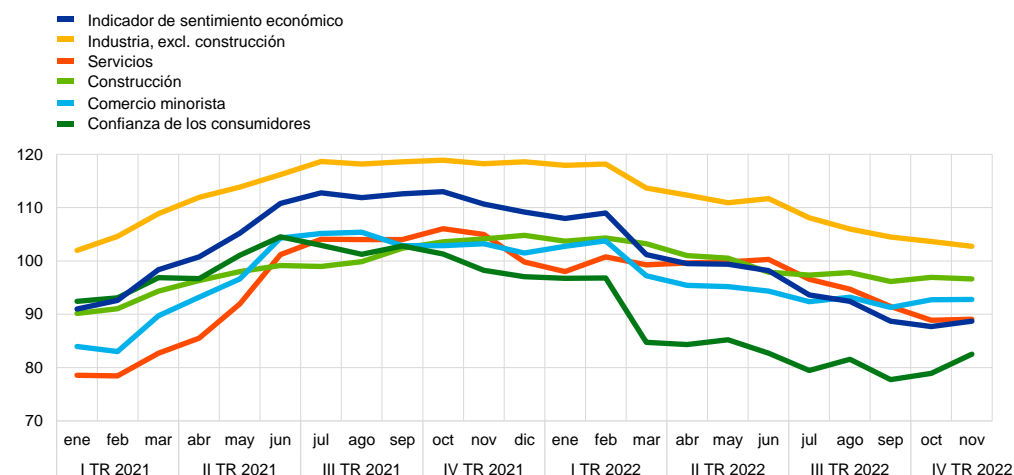
a) Indicadores PMI de actividad

(Índices de difusión)



b) Confianza de las empresas y los consumidores

(Índices de difusión)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022 para la producción de vehículos y a noviembre de 2022 para el resto de los indicadores.

El mercado de trabajo ha mantenido su solidez y ha seguido respaldando la actividad económica.

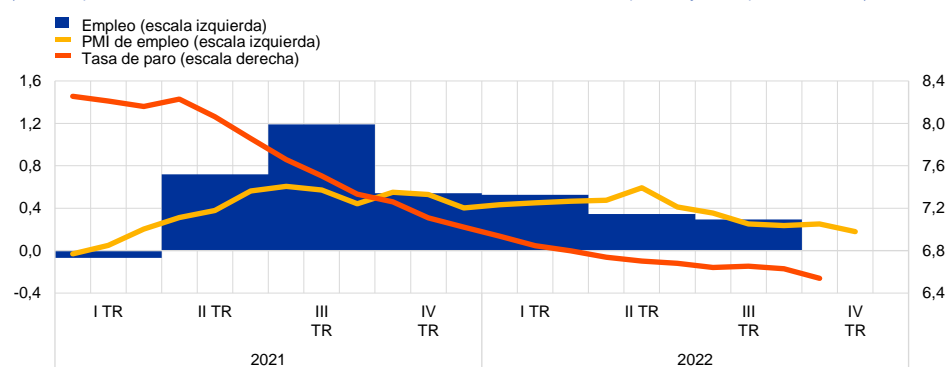
El empleo total creció un 0,3 %, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre de 2022. Esto significa que el número de personas ocupadas aumentó en 3,1 millones de efectivos entre el cuarto trimestre de 2019 y el tercer trimestre de 2022. En cambio, las horas trabajadas disminuyeron un 0,1 % en el tercer trimestre de 2022, pero se mantienen un 0,2 % por encima del nivel previo a la pandemia del cuarto trimestre de 2019. La diferencia entre el crecimiento del empleo y las horas trabajadas implica una caída sustancial de las horas medias trabajadas desde el cuarto trimestre de 2019, que es atribuible principalmente al sector público. La tasa de paro descendió hasta situarse en el 6,5 % en octubre de 2022 —unos 0,8 puntos porcentuales por debajo del nivel observado antes de la pandemia, en febrero de 2020— y registró un

mínimo histórico (gráfico 6). La población activa ha crecido de forma sustancial con respecto al cuarto trimestre de 2019, y se estima que el número de trabajadores acogidos a programas de mantenimiento del empleo ha continuado reduciéndose en los últimos meses. Del mismo modo, la demanda de mano de obra se ha incrementado considerablemente desde el comienzo de la pandemia y ha mostrado algunas señales de estabilización en meses recientes. Cabe señalar que, en el tercer trimestre de 2022, la tasa de vacantes se situó en el 3,2 %, 1 punto porcentual por encima de la observada en el cuarto trimestre de 2019.

Gráfico 6

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

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



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

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

Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo apuntan a una desaceleración del ritmo de crecimiento del empleo.

El PMI mensual compuesto de empleo descendió hasta situarse en 51,8 en noviembre de 2022, desde un valor de 52,5 en octubre, pero aún se mantuvo por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. El PMI de empleo permanece en terreno expansivo desde febrero de 2021, aunque ha retrocedido sustancialmente desde mayo de 2022. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, este indicador señala que el empleo continuará creciendo, aunque menos, en la industria y los servicios, y que disminuirá en el sector de la construcción.

El consumo privado continuó aumentando en el tercer trimestre de 2022, pero con una evolución dispar en los distintos componentes.

El consumo privado creció un 0,9 % en el tercer trimestre, frente al 1 % del segundo trimestre. Esta dinámica positiva se sustentó principalmente en el consumo de servicios, que registró un alza acusada durante dos trimestres consecutivos con la reapertura de la economía. En cambio, el consumo de bienes no duraderos disminuyó por tercer trimestre consecutivo, debido a la evolución reciente de las ventas minoristas, que experimentaron un descenso del 0,7 % en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, el consumo de bienes duraderos, que en los trimestres anteriores se había reducido considerablemente debido al encarecimiento de la energía (véase recuadro 3), empezó a mejorar en el tercer trimestre de 2022, probablemente como consecuencia de la disminución de las perturbaciones de oferta en el sector de

vehículos de motor. Así, las matriculaciones de automóviles se incrementaron un 12,8 % en dicho trimestre. Los datos económicos cualitativos más recientes sugieren cierta capacidad de resistencia relativa del gasto en torno al cambio de año, pese a la persistencia de factores adversos. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea mejoró en octubre y noviembre, hasta situarse ligeramente por encima del nivel del tercer trimestre (en el que registró un mínimo histórico en septiembre), impulsado fundamentalmente por una mejora de las expectativas económicas y financieras de los hogares. Las últimas encuestas de opinión de la Comisión Europea indican también que la demanda esperada de servicios de alojamiento, restauración, y turismo y viajes aumentó en noviembre, así como una cierta recuperación de las expectativas de gasto en grandes compras de los hogares con respecto al mínimo registrado. En un contexto de persistente pesimismo de los consumidores y de contracción de la renta real disponible, las señales positivas más recientes sugieren que el gasto de los hogares podría mostrar cierta capacidad de resistencia durante el período vacacional. Sin embargo, como la inflación y la incertidumbre siguen siendo elevadas, es probable que la renta real disponible de los hogares continuara disminuyendo en torno al cambio de año, frenando el gasto en consumo. Además, el actual endurecimiento de las condiciones aplicadas a los préstamos a los hogares probablemente limitará su endeudamiento. La evidencia procedente de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de octubre sugiere que, en los próximos tres meses, los hogares esperan sufrir crecientes restricciones de liquidez. Por lo tanto, dado que es probable que tengan que recurrir a sus ahorros para pagar las facturas de suministros básicos y reembolsar sus préstamos, han revisado a la baja su percepción y sus expectativas sobre el ahorro por motivos de precaución (de acuerdo con la encuesta de octubre sobre las expectativas de los consumidores). La utilización del ahorro debería contribuir a suavizar el consumo en cierta medida ante la debilidad de la renta real disponible.

La inversión empresarial se ralentizó en el tercer trimestre de 2022 y se espera que siguiera desacelerándose en torno al cambio de año. La inversión, excluida la construcción (la que más se aproxima a la inversión empresarial en las cuentas nacionales), creció un 7,7 % en el tercer trimestre, aunque este aumento obedeció en gran medida al extraordinario avance de los PPI atribuible fundamentalmente a la evolución de las multinacionales en Irlanda³. Si se excluye este componente volátil, el crecimiento intertrimestral de la inversión empresarial se moderó hasta el 1,2 % en el tercer trimestre, frente a una tasa media del 1,7 %, en términos intertrimestrales, en la primera mitad del año, pero mostró una heterogeneidad considerable en las distintas categorías de activos. En el sector de maquinaria y bienes de equipo, la inversión en activos fijos no relacionada con el transporte registró una ralentización acusada (hasta el 0,3 %, en tasa intertrimestral), mientras que el segmento de inversión en transporte creció un 7,1 %, dado que los cuellos de botella en la oferta se redujeron y facilitaron la

³ Ocasionalmente, la elevada volatilidad estadística de la inversión en activos intangibles en Irlanda afecta de forma sustancial a la dinámica de la inversión en la zona del euro (véase el recuadro 1 titulado «Non-construction investment in the euro area and the United States» del artículo «The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2022).

finalización de un número todavía elevado de pedidos pendientes. Por otra parte, la tasa de crecimiento intertrimestral de la inversión en PPI (excluida Irlanda) se mantuvo sin cambios con respecto al segundo trimestre, en el 1,1 %. Las primeras señales relativas al cuarto trimestre apuntan a una contracción en torno al cambio de año. Los últimos datos procedentes de encuestas PMI muestran que en el sector de bienes de equipo se están empezando a acumular *stocks* de productos terminados, con una caída acusada de los nuevos pedidos y una disminución de los pedidos pendientes y de la utilización de la capacidad productiva desde los altos niveles generados por las disrupciones relacionadas con la pandemia. La última encuesta del BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) en la zona del euro indica que el porcentaje neto de empresas que solicitan financiación con fines de inversión ha caído de forma notable. Además, según la encuesta semestral sobre inversión de la Comisión Europea de octubre, el número de empresas que preveía aumentar la inversión en 2023 había disminuido sustancialmente con respecto a los niveles de 2022, pese a que los planes de expansión para 2022 se habían reducido desde la anterior encuesta de abril. Por el momento, la encuesta sugiere que los factores financieros solo desempeñan un papel secundario en las decisiones de inversión, pero se espera que representen una limitación mayor en 2023. Al mismo tiempo, en la encuesta Global Business Outlook Survey de S&P de noviembre se comunicaron expectativas de acusado deterioro de la rentabilidad en 2023 en un contexto de escalada de los costes de los insumos y de caída de su indicador de gasto de capital al nivel más bajo en diez años (exceptuando los acontecimientos excepcionales de 2020)⁴. De cara al futuro, cabe esperar que la inversión empresarial recupere el crecimiento a medida que se reequilibren los mercados de la energía, se reduzcan adicionalmente los cuellos de botella en la oferta y disminuya la incertidumbre, junto con unos efectos «de atracción» potencialmente fuertes de las nuevas asignaciones de fondos del programa *Next Generation EU* en los próximos trimestres.

La inversión en vivienda disminuyó en el tercer trimestre de 2022 y es probable que siga contrayéndose a corto plazo. La inversión residencial se redujo un 0,7 % en el tercer trimestre, algo menos que el descenso intertrimestral del 0,8 % registrado en el segundo trimestre. En octubre y noviembre, el indicador de la Comisión sobre actividad de la construcción en los tres meses anteriores continuó descendiendo, en promedio, con respecto a la media del tercer trimestre, y el PMI de actividad de la construcción residencial se adentró más en terreno contractivo. Parece que las carteras de pedidos de la construcción aún están bastante llenas, como sugieren los datos de la encuesta trimestral de opinión empresarial de la Comisión Europea disponibles hasta octubre. Ello debería respaldar la actividad de la construcción en los próximos meses, sobre todo en un contexto de disminución gradual de las restricciones de oferta. Los datos sobre factores limitadores de la producción de la construcción procedentes de la encuesta mensual de la Comisión Europea de noviembre también mostraron un descenso continuo del porcentaje de empresas de construcción que indicó la escasez de materiales o equipos como

⁴ Según la encuesta sobre inversión de 2022 del Banco Europeo de Inversiones (BEI), en el verano de 2022, el 82 % de las empresas de la zona del euro mencionaron los costes energéticos como una importante limitación para la inversión a largo plazo.

factor limitador, mientras que el de empresas que señaló falta de mano de obra se mantuvo en un nivel elevado. Sin embargo, la proporción de gestores que mencionaron específicamente que la demanda insuficiente era un factor que limitaba su actividad constructora volvió a aumentar en noviembre, lo que apunta a una demanda más débil. Esto se reflejó también en la nueva caída de las intenciones de renovación, compra o construcción de vivienda a corto plazo de los hogares en el cuarto trimestre, así como en los bajos niveles del componente de nuevos pedidos del PMI de actividad de la construcción. El debilitamiento de la demanda se está produciendo en un contexto de deterioro significativo de las condiciones de financiación, mayor incertidumbre y aumento sustancial de los costes de la construcción, y es probable que lastre la inversión en vivienda en el futuro.

El comercio exterior tuvo un impacto negativo en el crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2022, y las perspectivas apuntan a una mayor debilidad de las exportaciones de la zona del euro a medida que la actividad mundial se ralentice. En el tercer trimestre de 2022, las exportaciones reales de bienes y servicios repuntaron un 1,7 %, en tasa intertrimestral. Las importaciones reales aumentaron de forma acusada, un 4,3 % en términos intertrimestrales, principalmente debido a las importaciones de servicios en Irlanda. Como resultado, la demanda exterior neta contribuyó negativamente (-1,1 puntos porcentuales) al crecimiento del PIB real. Los datos mensuales muestran que, en septiembre, las importaciones nominales de bienes de países que no pertenecen a la zona del euro descendieron un 2 % por primera vez desde enero de 2021, mientras que las exportaciones crecieron un 1,6 %, con lo que el saldo de la balanza de bienes se redujo hasta los 37,7 mm de euros desde el máximo histórico de agosto. Como los precios de importación de la zona del euro disminuyeron —gracias a la caída de los precios energéticos— y los precios de exportación subieron, el índice de la relación real de intercambio de la zona del euro mejoró en septiembre. El dinamismo subyacente del avance de las exportaciones de la zona del euro se mantiene contenido al debilitarse la demanda mundial. Las perspectivas a corto plazo apuntan a una mayor debilidad del comercio de bienes en la zona del euro, dado que los indicadores de pedidos exteriores, como el PMI, permanecieron en terreno contractivo en noviembre. Los indicadores adelantados relacionados con turismo y viajes también señalan una moderación de los intercambios comerciales de servicios en los próximos meses.

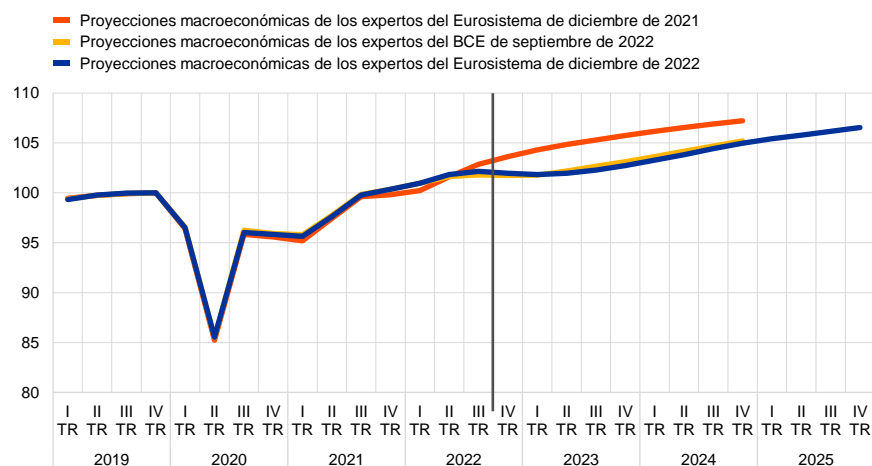
Más allá del corto plazo, las perspectivas siguen sujetas a una incertidumbre muy elevada, pero se espera que la actividad económica de la zona del euro empiece a recuperarse a partir de mediados de 2023, a medida que los actuales factores adversos se disipen. El crecimiento sería moderado en 2023 y se fortalecería después conforme los factores adversos vayan desapareciendo. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022 prevén un crecimiento anual del PIB real del 3,4 % en 2022, el 0,5 % en 2023, el 1,9 % en 2024 y el 1,8 % en 2025, tras la ampliación en un año del horizonte de proyección (gráfico 7). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022 para la zona del euro, las perspectivas de crecimiento se han revisado al alza

para 2022 —como reflejo, en parte, de sorpresas positivas en los datos durante el verano— y a la baja para 2023, mientras que se mantienen sin cambios para 2024. De acuerdo con las proyecciones actuales, el nivel del PIB permanecerá por debajo del previsto en las proyecciones de diciembre de 2021 (anteriores a la guerra), y se anticipa una contracción suave del PIB en torno al cambio de año, con un repunte que lo situará en terreno positivo a partir de mediados de 2023.

Gráfico 7

PIB real de la zona del euro (incluidas proyecciones)

(Índice: cuarto trimestre de 2019 = 100; datos trimestrales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2022](#).

Nota: La línea vertical señala el comienzo de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022.

3 Precios y costes

La inflación de la zona del euro se redujo hasta el 10 % en noviembre según la estimación de avance, principalmente como consecuencia de la desaceleración de los precios de la energía⁵. Sin embargo, la inflación de los alimentos continuó creciendo, y la tasa de avance de los precios de la energía y de los alimentos sigue explicando la mayor parte de la elevada tasa de inflación general. Las presiones inflacionistas continuaron siendo fuertes, sobre todo a causa de los efectos indirectos de los costes de la energía. Los cuellos de botella en la oferta y el impacto de la recuperación posterior a la pandemia disminuyeron, pero siguieron contribuyendo a la inflación, al igual que la anterior depreciación del tipo de cambio del euro. Se prevé que la inflación descienda gradualmente a lo largo de 2023 a medida que los actuales determinantes de la inflación vayan desapareciendo con el tiempo y que la normalización de la política monetaria se transmita a la economía y a la fijación de precios. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022, la inflación alcanzaría, en promedio, el 8,4 % en 2022, y volvería a disminuir hasta el 6,3 % en 2023, el 3,4 % en 2024 y el 2,3 % en 2025. Se espera que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, sea del 4,2 % en 2023, el 2,8 % en 2024 y el 2,4 % en 2025. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque las revisiones recientes de algunos indicadores por encima del objetivo requieren un seguimiento continuo.

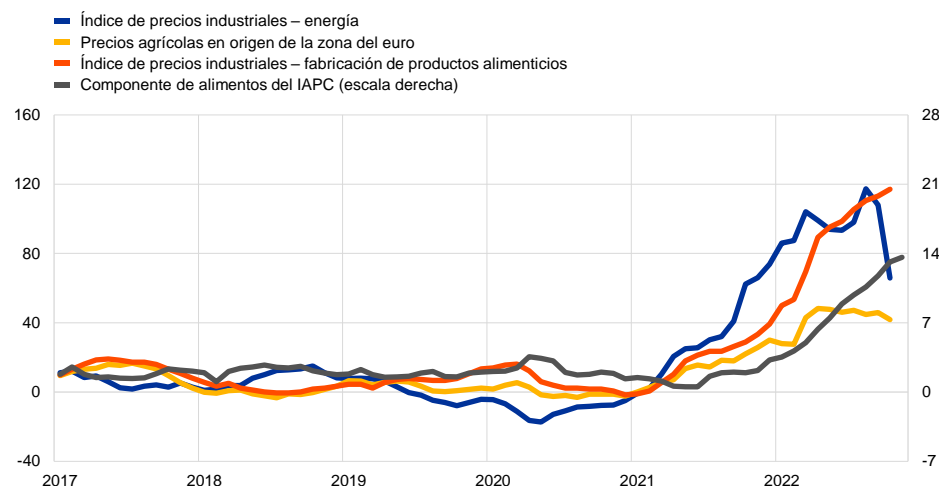
Según la estimación de avance de Eurostat correspondiente a noviembre, la inflación general medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) disminuyó hasta el 10 %, desde el 10,6 % registrado en octubre. El principal componente del IAPC que determinó esta evolución en noviembre fueron los precios de la energía, cuya tasa de crecimiento interanual registró una acusada caída (34,9 % en noviembre, frente al 41,5 % en octubre). El fuerte efecto de base a la baja y el pronunciado retroceso intermensual de los precios energéticos en noviembre explican la disminución de la tasa de inflación interanual de la energía en dicho mes, en comparación con octubre. El descenso de los precios energéticos refleja también la traslación de la reciente contracción de los precios del crudo, de los márgenes de refinado y distribución y de los precios mayoristas del gas desde agosto. En cambio, la inflación del componente de alimentos del IAPC continuó aumentando, desde el 13,1 % en octubre hasta el 13,6 % en noviembre, como consecuencia de la aceleración adicional de la tasa de avance interanual de los precios de los alimentos elaborados, lo que contrasta con la caída de la tasa correspondiente a los precios de los alimentos no elaborados. Las presiones inflacionistas acumuladas continuaron afectando a los precios de los alimentos, pero el impacto de la sequía estival sobre el componente de alimentos no elaborados se ha ido diluyendo y el crecimiento de los precios de producción de la energía se ha moderado (gráfico 8).

⁵ Para consultar un análisis detallado de la dinámica de la inflación, véase también «[Inflation Diagnostics](#)».

Gráfico 8

Presión de los costes de los insumos energéticos y alimenticios

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

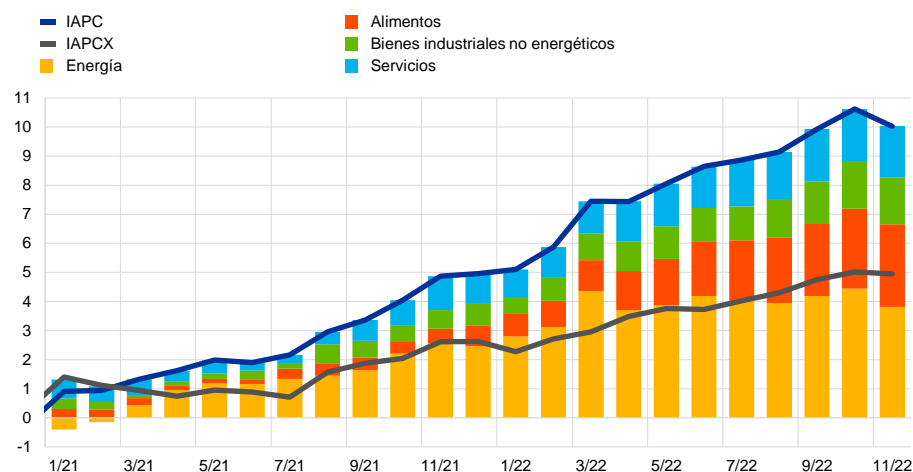
Notas: «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022 para el componente de alimentos del IAPC (estimación de avance) y a octubre de 2022 para los demás indicadores.

Según la estimación de avance, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), permaneció inalterada en el 5 % en noviembre. La tasa de crecimiento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo sin variación, mientras que la tasa de inflación de los servicios se redujo en noviembre (gráfico 9). El incremento de los costes de los insumos debido a la fuerte subida de los precios de la energía continuó siendo un factor esencial, pese a algunos signos de moderación. La inflación de los bienes industriales no energéticos se estabilizó en noviembre y se situó en el 6,1 %. Los principales factores determinantes de esta tasa fueron la acumulación de presiones inflacionistas latentes al alza procedentes de los cuellos de botella en la oferta y los elevados costes de la energía. La inflación de los servicios disminuyó ligeramente hasta situarse en el 4,2 % (frente al 4,3 % observado en octubre), como consecuencia de la caída intermensual de los precios de los servicios, que, no obstante, fue algo menos pronunciada de lo que es habitual en el mes de noviembre. Es probable que este cambio en noviembre se haya debido a los efectos indirectos de los altos precios de la energía y de los elevados precios de producción de los alimentos (un importante coste de los insumos en los servicios de restauración).

Gráfico 9

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. «IAPCX» es la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022 (estimación de avance).

Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron en niveles elevados, aunque mostraron algunos indicios de estabilización (gráfico 10)⁶.

Este comportamiento fue reflejo de las presiones generalizadas sobre los precios en más sectores y componentes del IAPC, debido, en parte, al impacto de los altos costes de la energía sobre el conjunto de la zona del euro. En cuanto a la amplia variedad de indicadores, la mayoría de los que están basados en la exclusión de componentes continuaron aumentando. El IAPCX se mantuvo sin variación en el 5 % en noviembre. Solo se dispone de datos referidos a otros indicadores hasta octubre. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado (IAPCXX), se incrementó hasta el 4,7 % en octubre (frente al 4,4 % del mes anterior). El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, se elevó hasta el 5,7 % en octubre, frente al 5,5 % observado en septiembre, mientras que el PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos repuntó desde el 5,7 % en septiembre hasta el 5,8 % en octubre. Las tasas de variación intermensual del PCCI permanecieron estables en general. Con todo, su persistencia en niveles elevados continuó indicando una intensa presión al alza sobre la inflación subyacente hasta el mes de octubre. El indicador de la inflación interna, que representa la evolución de los precios de los componentes del IAPC con un menor contenido importador, también siguió aumentando⁷. Aún no está claro en qué grado las distintas medidas e indicadores se mantendrán en niveles altos. Una gran parte de las presiones al alza sobre la inflación subyacente puede atribuirse a los efectos indirectos de la escalada de los precios de la energía y los alimentos, así como a los desequilibrios

⁶ Para consultar un análisis detallado de la dinámica de la inflación, véase también «[Inflation Diagnostics](#)».

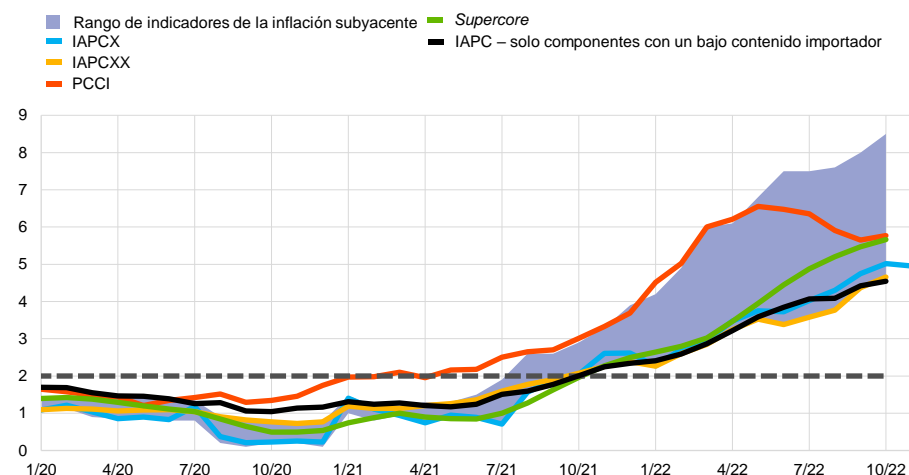
⁷ Véase el recuadro titulado «[Un nuevo indicador de la inflación interna para la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

excepcionales entre oferta y demanda relacionados con la pandemia y la invasión rusa de Ucrania.

Gráfico 10

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX; el IAPCXX; las medias recortadas al 10 % y al 30 % y la mediana ponderada. «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. «IAPCX» es el IAPC sin energía ni alimentos. «IAPCXX» se refiere al IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado. PCCI es el componente persistente y común de la inflación. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022 (estimación de avance) para el IAPCX y a octubre de 2022 para los demás indicadores.

El crecimiento de los salarios negociados apuntó a una intensificación de las presiones salariales, mientras que el avance de la remuneración por asalariado se moderó, aunque siguió estando distorsionado por las medidas relacionadas con la pandemia (gráfico 11).

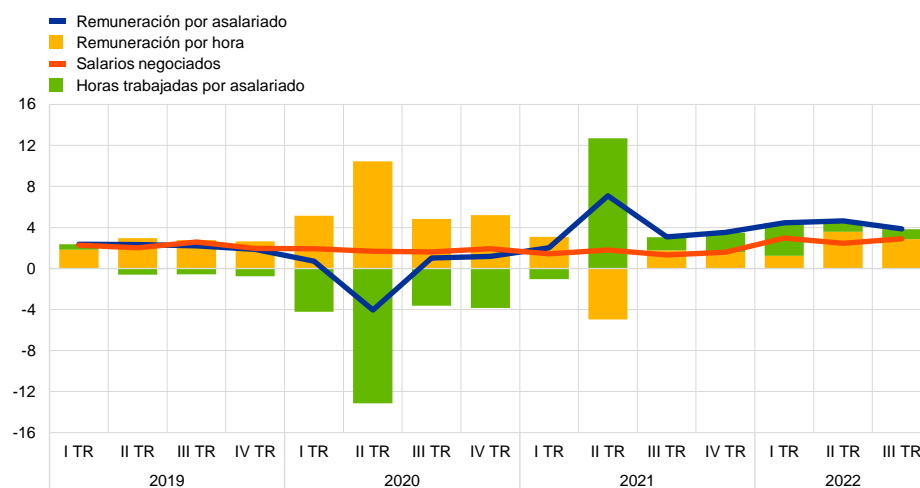
El crecimiento de los salarios negociados aumentó hasta situarse en el 2,9 % en el tercer trimestre de 2022, frente al 2,5 % del trimestre anterior. Esta evolución refleja la creciente influencia de la compensación por inflación, ya sea a través de cláusulas formales de indexación salarial o por otra vía. También refleja el impacto de pagos extraordinarios. Por ejemplo, el crecimiento de los salarios negociados en Alemania fue menor en el segundo trimestre debido a efectos de base asociados con los pagos de carácter extraordinario relacionados con la pandemia, y mayor en el tercer trimestre como consecuencia de los pagos extraordinarios para compensar por la inflación. La información más reciente disponible sobre los convenios colectivos que se han suscrito desde que comenzó 2022 apunta a que el avance de los salarios seguirá fortaleciéndose. El crecimiento de los salarios reales, medido por la remuneración por asalariado, se moderó en el tercer trimestre de 2022 hasta situarse en el 3,9 %, desde el 4,6 % del trimestre anterior. Este comportamiento fue resultado, en parte, de efectos de base en las tasas de crecimiento interanual. Si se hace abstracción de estos efectos, el crecimiento intertrimestral se situó en el 1,1 % en el tercer trimestre, frente al 0,8 % en el trimestre anterior. A su vez, el crecimiento interanual de la remuneración por hora disminuyó hasta el 2,9 %, desde el 3,6 % del trimestre anterior. Las tasas de avance interanual de la remuneración por hora y por asalariado descendieron en el tercer trimestre, mientras que la de las horas

trabajadas por asalariado se mantuvo sin variación, en general, con respecto al trimestre anterior. Los indicadores del crecimiento de los salarios continuaron estando afectados, en cierta medida, por las distorsiones asociadas a la pandemia, aunque en un grado cada vez menor⁸.

Gráfico 11

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

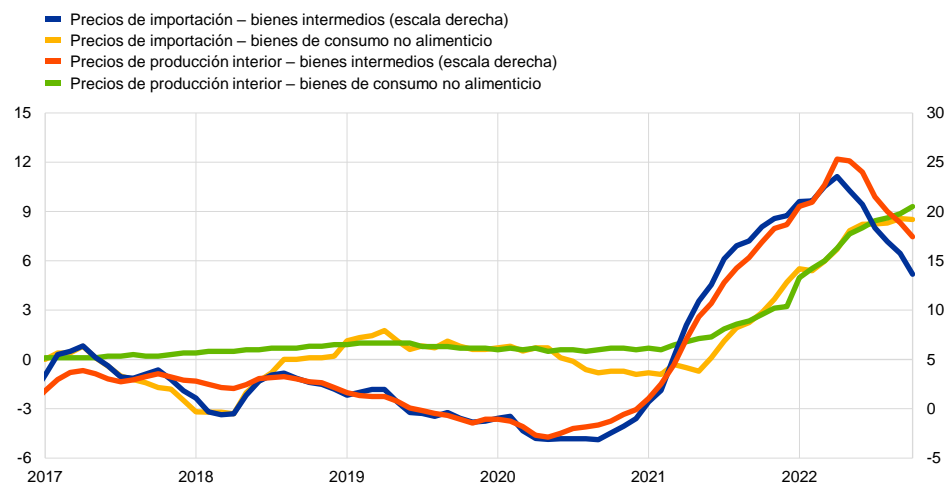
Las presiones latentes sobre la inflación de los bienes continuaron siendo intensas, a pesar de algunos signos incipientes de moderación (gráfico 12). El ritmo de crecimiento intermensual de los precios de los bienes industriales no energéticos fue más elevado del habitual para el mes de noviembre, pero inferior al de meses anteriores. Esto, posiblemente, es un signo de que las presiones al alza sobre los precios derivadas de los cuellos de botella en la oferta y de los altos costes de la energía pueden haber comenzado a suavizarse. Los datos correspondientes a octubre mostraron que las presiones latentes seguían siendo intensas, en especial en las fases posteriores del proceso de formación de precios. Las tasas de crecimiento interanual de los precios de producción interior de bienes de consumo no alimenticio continuaron aumentando y se situaron en el 9,3 % en octubre, frente al 8,9 % de septiembre. En cuanto a los precios de importación y de producción interior de bienes intermedios, su ritmo de crecimiento interanual cayó en el mismo período, desde el 15,7 % hasta el 13,6 % y desde el 18,9 % hasta el 17,4 %, respectivamente. A pesar de esta moderación, la tasa de avance de los precios de los bienes intermedios (tanto de importación como de producción interior) se situó por encima del 10 %, un nivel muy superior a la inflación de los bienes industriales no energéticos. El ritmo de crecimiento de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio también se contrajo en

⁸ Para más información sobre estas distorsiones y sobre la evolución de los salarios desde el inicio de la pandemia, véanse el artículo titulado «[Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#)» y el recuadro 4 «[Evolución de los salarios en los países de la zona del euro desde el inicio de la pandemia](#)» de este Boletín Económico.

octubre y se situó en el 8,5 %, frente al 8,6 % del mes anterior, el primer descenso observado desde marzo de 2022.

Gráfico 12 Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022.

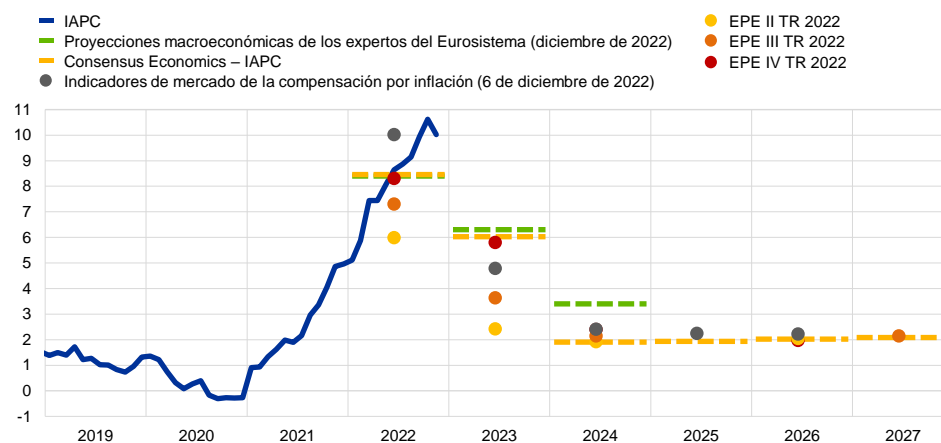
La evidencia procedente de las encuestas y los mercados muestra que los analistas continúan esperando que la inflación alcance su cota máxima pronto, al tiempo que las expectativas a largo plazo permanecerían en torno al objetivo del 2 % del BCE. Sin embargo, es necesario un atento seguimiento, dadas las nuevas revisiones de algunos indicadores por encima del objetivo (gráfico 13). En la encuesta más reciente de Consensus Economics, las expectativas de inflación para 2023 se revisaron al alza en 0,3 puntos porcentuales y se situaron en el 6 %. Las expectativas de inflación a largo plazo para 2026 reflejadas en la encuesta a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) del BCE de diciembre se mantuvieron sin cambios en el 2 %, en línea con las expectativas de octubre y con las últimas rondas de otras encuestas (para 2027, el 2,2 % en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica y el 2,1 % en la encuesta de Consensus Economics de octubre). El 6 de diciembre, los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) sugerían que la inflación de la zona del euro alcanzará un máximo de alrededor del 10 % en 2022, caerá al 5 % durante 2023 y posteriormente retornará al 2 % en el transcurso de 2024. Los indicadores de la compensación por inflación a largo plazo aumentaron, aunque solo ligeramente, y el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se situó en el 2,34 % el 6 de diciembre. No obstante, es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas de inflación reales de los participantes en el mercado, puesto que contienen primas de riesgo de inflación para compensar la incertidumbre con respecto a esta. En cambio, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo basados en encuestas de opinión, que no incluyen primas de riesgo de inflación, se han mantenido relativamente estables. Esta estabilidad relativa sugiere que la actual volatilidad

de los indicadores de mercado a largo plazo obedece fundamentalmente a las variaciones de dichas primas.

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, encuesta del BCE a expertos en previsión económica (cuarto trimestre de 2022), Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro (diciembre de 2022) y cálculos del BCE.

Notas: «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. «EPE» es la encuesta a expertos en previsión económica. La serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. La última observación del IAPC corresponde a noviembre de 2022 (estimación de avance). La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema para la zona del euro fue el 30 de noviembre de 2022. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue octubre de 2022 para 2024, 2025, 2026 y 2027, y noviembre de 2022 para 2022 y 2023. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 6 de diciembre de 2022. La encuesta EPE correspondiente al cuarto trimestre de 2022 se realizó en octubre.

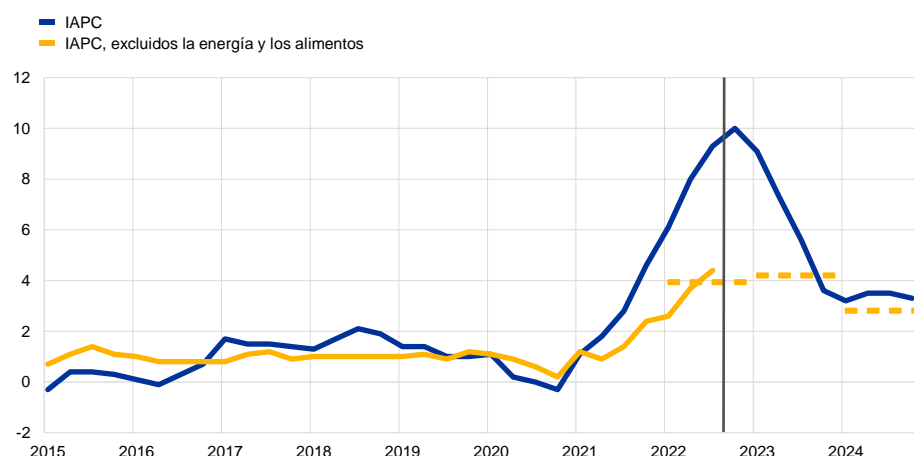
Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022, la inflación general permanecerá en niveles elevados a corto plazo —en el 8,4 %, en promedio, en 2022— y posteriormente disminuirá hasta situarse en una tasa media del 6,3 % en 2023, del 3,4 % en 2024 y del 2,3 % en 2025 (gráfico 14). Se espera que la inflación general permanezca en niveles muy elevados entre finales de 2022 y principios de 2023, mientras las presiones latentes sobre los precios asociadas a los aumentos pasados en los precios de las materias primas, la depreciación del euro, la escasez de oferta y el tensionamiento en los mercados de trabajo continúan trasladándose a los precios de consumo. No obstante, se prevé que la inflación descienda desde una media del 8,4 % en 2022 hasta el 6,3 % en 2023, y que se reduzca del 10 % en el último trimestre de 2022 al 3,6 % en el último trimestre de 2023. Más adelante, la inflación seguiría disminuyendo hasta una media del 3,4 % en 2024 y del 2,3 % en 2025. El descenso esperado de la inflación refleja principalmente fuertes efectos de base a la baja relacionados con la energía a lo largo de 2023, el impacto gradual de la normalización de la política monetaria y el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento, el supuesto de reducción de los precios de la energía y de las materias primas alimenticias, en línea con los precios de los futuros, así como el supuesto de que las expectativas de inflación a largo plazo permanecerán ancladas. La inflación general permanecería por encima del objetivo del 2 % del BCE hasta mediados de 2025, al tiempo que la inflación

medida por el IAPCX se mantendría por encima del 2 % a lo largo de todo el horizonte. Este comportamiento se debe a los efectos retardados de los elevados precios de la energía sobre los componentes no energéticos de la inflación, la anterior depreciación del euro, la solidez de los mercados de trabajo y los efectos de la compensación por inflación sobre los salarios, que se espera que crezcan a tasas muy superiores a sus medias históricas. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2022, la inflación general se ha revisado sustancialmente al alza para 2022 (0,3 puntos porcentuales), 2023 (0,8 puntos porcentuales) y 2024 (1,1 puntos porcentuales), como consecuencia de las recientes sorpresas en los datos, de una reevaluación de la fortaleza y persistencia de las presiones latentes sobre los precios y su transmisión, de un mayor crecimiento de los salarios y de la subida de los precios de las materias primas alimenticias, que compensan con creces el impacto a la baja de los supuestos de descenso de los precios del petróleo, del gas y de la electricidad, la disminución más rápida de los cuellos de botella en la oferta, la reciente apreciación del euro y el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento. Las medidas fiscales adoptadas para compensar los elevados niveles de los precios de la energía y de la inflación también desempeñan un papel importante en las perspectivas de inflación durante el horizonte de proyección. Se estima que han reducido la inflación medida por el IAPC general en 1,1 puntos porcentuales en 2022 y que volverán a reducirla en 0,5 puntos porcentuales en 2023. No obstante, posteriormente, la retirada de esas medidas ejercerá presiones al alza significativas sobre la inflación, que serían de 0,7 puntos porcentuales en 2024 y 0,4 puntos porcentuales en 2025⁹.

Gráfico 14

Inflación medida por el IAPC y por el IAPCX de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro](#) (diciembre de 2022).

Notas: «IAPC» se refiere al Índice armonizado de precios de consumo. «IAPCX» es la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2022 (datos) y al cuarto trimestre de 2024 (proyecciones). La fecha de cierre de las proyecciones fue el 30 de noviembre de 2022. Los datos históricos de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales. Los datos de las previsiones son trimestrales para el IAPC y anuales para el IAPCX.

⁹ Véanse también las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro](#) (diciembre de 2022).

4 Evolución de los mercados financieros

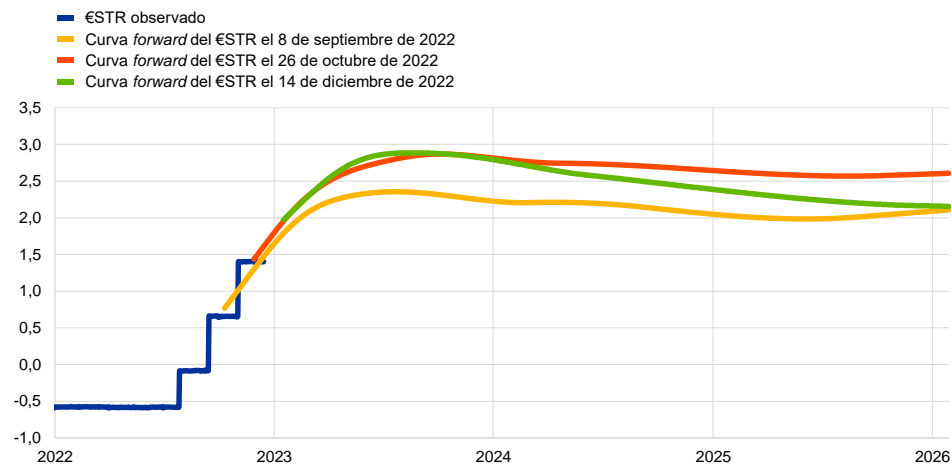
Durante el período analizado (del 8 de septiembre al 14 de diciembre de 2022), la evolución de los mercados financieros se vio influenciada por las expectativas de un endurecimiento más rápido y pronunciado de la política monetaria en la zona del euro. Mientras que los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro registraron un aumento considerable durante el período, los tipos a más largo plazo repuntaron solo ligeramente en su conjunto, pese a la elevada volatilidad de los mercados. Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro siguieron, en líneas generales, la trayectoria de los tipos libres de riesgo a largo plazo, y los diferenciales soberanos se estrecharon. Pese al alza de los tipos de interés libres de riesgo y en contraposición con los desarrollos observados en Estados Unidos, los diferenciales de los valores de renta fija privados europeos se redujeron y los precios de las acciones se incrementaron, con un comportamiento especialmente positivo de las cotizaciones del sector bancario de la zona del euro. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en general.

Durante el período de referencia, los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se incrementaron como consecuencia de las expectativas de los mercados de un endurecimiento más rápido y pronunciado de la política monetaria, y posteriormente la curva *forward* del €STR se estabilizó en los plazos más cortos y se invirtió de forma marcada en los plazos más largos. El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) siguió de cerca las variaciones del tipo de interés de la facilidad de depósito, que el Consejo de Gobierno elevó del 0,00 % al 0,75 % en su reunión de política monetaria de septiembre y otros 75 puntos básicos, hasta el 1,50 %, en su reunión de octubre. El €STR se situó, en promedio, en unos -8,5 puntos básicos al inicio del período analizado, a principios de septiembre, y en torno a 140 puntos básicos desde principios de noviembre. La curva *forward* de OIS (*overnight index swap*) basada en el €STR aumentó de forma significativa en los plazos cortos tras las dos subidas de tipos y al final del período de referencia descontó alzas adicionales de unos 80 puntos básicos en 2023, lo que supone un tipo de interés máximo de aproximadamente el 2,8 % en la parte inicial del tercer trimestre de ese año. Al mismo tiempo, al final del período analizado, la curva estaba notablemente invertida más allá del muy corto plazo, al descontar alrededor de tres recortes de tipos en 2024 y 2025.

Gráfico 15

Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

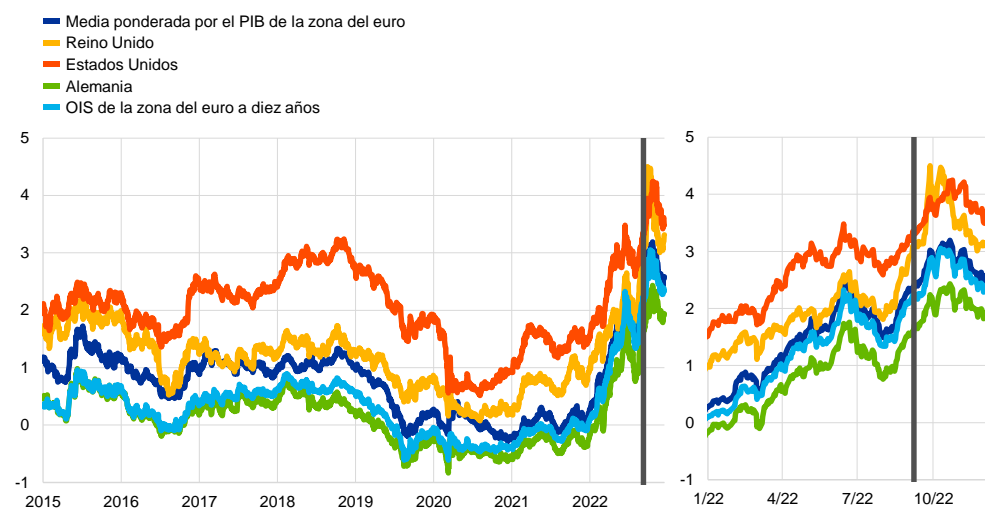
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

Los rendimientos a largo plazo aumentaron al principio del período de referencia, ya que los participantes en los mercados revisaron sus expectativas sobre la senda de la política monetaria, antes de volver a acercarse a los niveles de septiembre, y la evolución en Estados Unidos fue similar (gráfico 16). Durante el período analizado, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo continuaron siendo volátiles y muy sensibles a los datos macroeconómicos publicados. Inicialmente siguieron incrementándose debido a unas tasas de inflación más elevadas de lo esperado antes de retroceder hacia los niveles de principios de septiembre. Por ejemplo, el tipo de interés libre de riesgo a diez años de la zona del euro —medido por el tipo OIS— experimentó un alza transitoria de unos 80 puntos básicos y se situó en torno al 3 %. Al final del período considerado retrocedió hasta el 2,3 % por las especulaciones de los participantes en los mercados de que, en Estados Unidos y en la zona del euro, las subidas de tipos podrían ralentizarse y la política monetaria podría cambiar de dirección antes de lo esperado, tras lo cual los rendimientos cayeron en todo el mundo. En conjunto, los rendimientos de la deuda soberana aumentaron ligeramente a escala global hacia el final del período analizado, pese a la elevada volatilidad, y los rendimientos de la deuda a diez años de Estados Unidos, Reino Unido y Alemania se incrementaron 16, 15 y 22 puntos básicos, hasta situarse en el 3,48 %, el 3,31 % y el 1,94 %, respectivamente.

Gráfico 16

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (8 de septiembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 14 de diciembre de 2022.

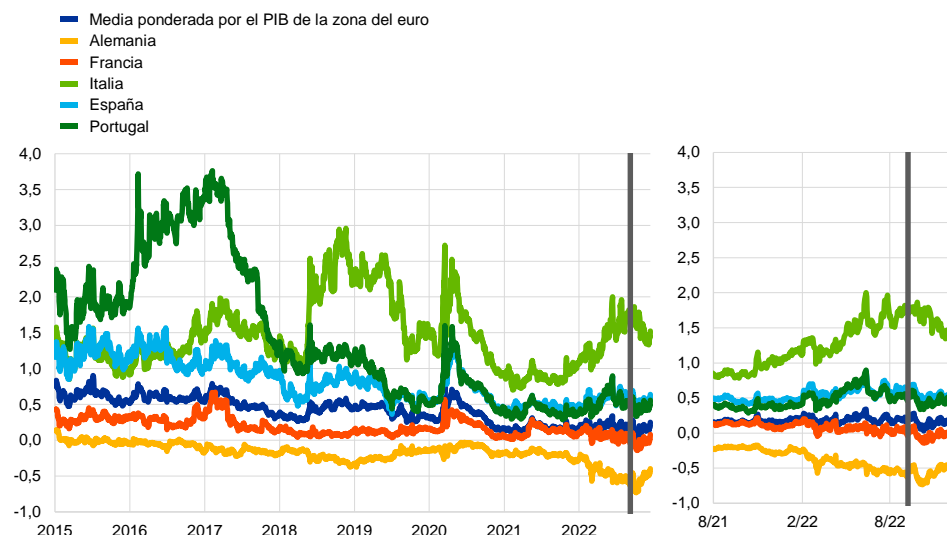
Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro evolucionaron bastante en línea con los tipos de interés libres de riesgo durante el período de referencia, y los diferenciales soberanos se estrecharon (gráfico 17).

Mientras que los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo fluctuaron de forma considerable durante el período considerado, el diferencial soberano a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo OIS se mantuvo relativamente estable, en general, y finalizó el período con un aumento de 7 puntos básicos con respecto al nivel de principios de septiembre. Esta evolución ocultó una dinámica dispar entre países, ya que los distintos diferenciales soberanos se estrecharon. Por ejemplo, los diferenciales de la deuda soberana a diez años de Italia y de Grecia se redujeron 18 y 22 puntos básicos, respectivamente, al tiempo que el diferencial del bono alemán al mismo plazo pasó a ser menos negativo (14 puntos básicos).

Gráfico 17

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (8 de septiembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 14 de diciembre de 2022.

Los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron durante el período analizado como consecuencia de la mejora de la percepción de riesgos, y los descensos más pronunciados se observaron en el segmento de alta rentabilidad. Pese a la subida de los tipos de interés a corto plazo y a los factores económicos adversos, los diferenciales de los bonos corporativos disminuyeron durante el período considerado, debido a la mejora de la percepción de riesgos, ya que los cuellos de botella en la oferta siguieron relajándose gradualmente y los PMI mostraron cierta capacidad de resistencia (véanse secciones 1 y 2). Este fue especialmente el caso de los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad, que cayeron 35 puntos básicos, mientras que los de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión retrocedieron 19 puntos básicos.

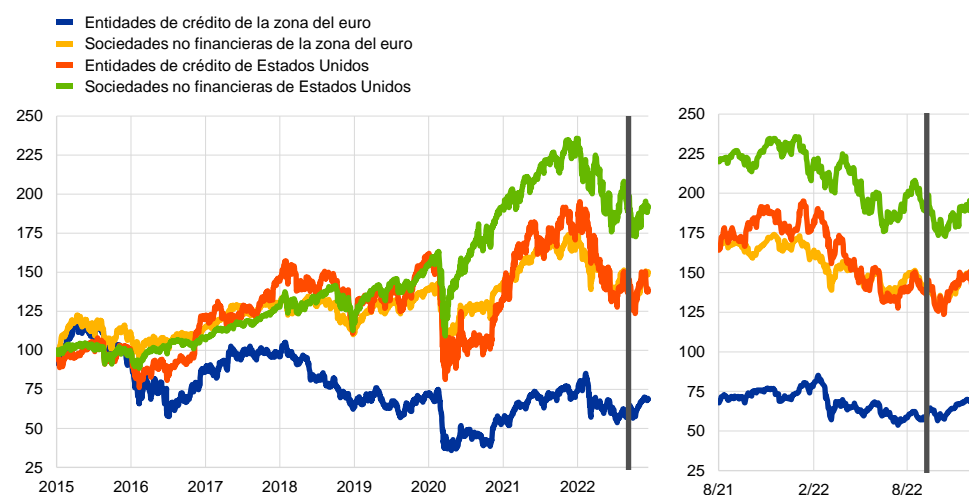
Los mercados de renta variable europeos se recuperaron, y las acciones del sector bancario de la zona del euro mostraron un comportamiento especialmente positivo. Pese al ligero freno procedente del aumento de los tipos de interés libres de riesgo, los mercados de renta variable repuntaron, y las acciones europeas tuvieron un comportamiento mejor que el de valores comparables en el resto del mundo, incluido Estados Unidos. En conjunto, las cotizaciones de las sociedades no financieras se incrementaron un 7,7 % en la zona del euro, frente a un descenso del 0,8 % en Estados Unidos. La diferencia fue aún más acusada en el sector bancario, ya que las entidades de crédito de la zona del euro registraron ganancias de hasta el 14,2 %, en contraposición a una caída del 4 % en Estados Unidos. Este repunte reflejó sorpresas positivas sobre los resultados del sector bancario de la zona del euro en el tercer trimestre y

expectativas de resultados más sólidos en el futuro, ya que se percibe que las subidas efectivas y esperadas de los tipos de interés oficiales del BCE contribuyen a impulsar los márgenes de intermediación de los bancos y, por tanto, los beneficios.

Gráfico 18

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

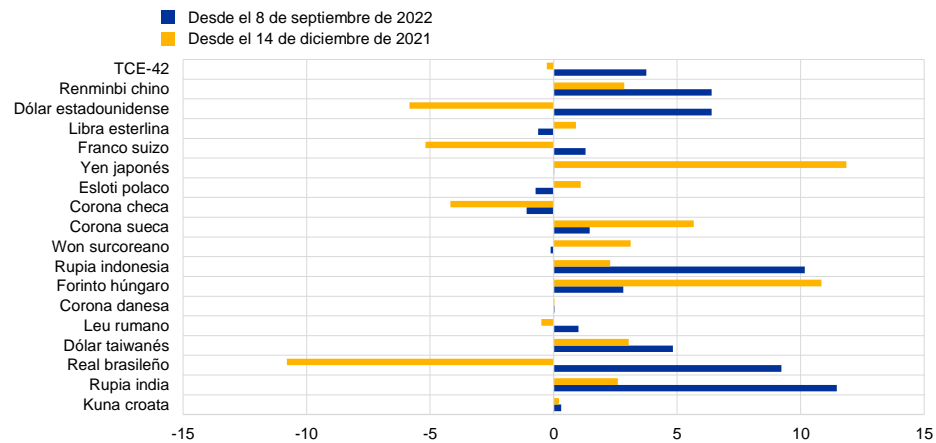
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (8 de septiembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 14 de diciembre de 2022.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en general (gráfico 19). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 3,8 %. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral, la moneda única se apreció con fuerza frente al dólar estadounidense (un 6,4 %), como reflejo de las especulaciones de que el ritmo de subidas de los tipos de interés en Estados Unidos podría ralentizarse y la política monetaria podría cambiar de dirección antes de lo esperado. El euro también se fortaleció frente a las monedas de la mayor parte de otras economías avanzadas importantes, incluido el franco suizo (un 1,3 %), aunque prácticamente no experimentó variaciones frente al yen japonés. Además, se apreció frente a las monedas de la mayoría de las principales economías emergentes, en particular frente al renminbi chino (un 6,4 %). La moneda única se debilitó ligeramente frente a algunas monedas europeas, entre ellas la libra esterlina (un 0,6 %), la corona checa (un 1,1 %) y el esloti polaco (un 0,7 %), mientras que siguió apreciándose frente al forinto húngaro (un 2,8 %).

Gráfico 19

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-42 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 42 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 14 de diciembre de 2022.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

Los tipos de interés de los préstamos bancarios han seguido aumentando como consecuencia de los mayores costes de financiación de las entidades de crédito, dado que continúa la normalización de la política monetaria. El crédito bancario concedido a las empresas mantuvo su vigor en octubre, mientras que los préstamos a hogares se moderaron de nuevo. En el período comprendido entre el 8 de septiembre y el 14 de diciembre, el coste de la financiación mediante acciones se redujo significativamente, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija se encareció algo. La encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) de octubre de 2022 indica un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación para las empresas. Por su parte, estas se mostraron bastante pesimistas en cuanto a la disponibilidad de la mayoría de las fuentes de financiación externa. La dinámica monetaria reanudó la senda de moderación en octubre, reflejo de la evolución del crédito a las empresas y los hogares.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro han aumentado, como consecuencia de las variaciones de los tipos de interés libres de riesgo y de mercado, dado que prosigue la normalización de la política monetaria. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro mantuvo una tendencia al alza en octubre y alcanzó su nivel más alto desde 2014 (panel a del gráfico 20). Con el endurecimiento de las condiciones de financiación de los bancos centrales y la normalización de la política monetaria, los costes totales de financiación de las entidades de crédito se incrementaron inicialmente en el período analizado, pero después volvieron a descender ligeramente, debido a la corrección a la baja de los rendimientos de los bonos bancarios en noviembre (panel b del gráfico 20). Las recientes subidas de tipos de interés del BCE también se están trasladando a los tipos de interés de los depósitos. En consonancia con las regularidades históricas, la transmisión de las recientes medidas de política monetaria a los depósitos se está produciendo de manera más gradual, en comparación con la respuesta más inmediata de la rentabilidad de los bonos bancarios. En octubre, el tipo de interés de los depósitos aumentó hasta el 0,35 %, 22 puntos básicos por encima del nivel registrado antes de la primera subida en julio y 28 puntos básicos por encima del nivel observado a comienzos de 2022. Estos incrementos todavía moderados reflejan el progresivo retorno de los diferenciales entre los tipos de interés de los depósitos y los tipos oficiales hacia los niveles observados en el pasado que son típicos en períodos de tipos de interés positivos. La reciente recalibración de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) también contribuye a la normalización de los costes de financiación de las entidades de crédito¹⁰. En noviembre y diciembre, tras la recalibración de las TLTRO III, las entidades aceleraron los reembolsos voluntarios,

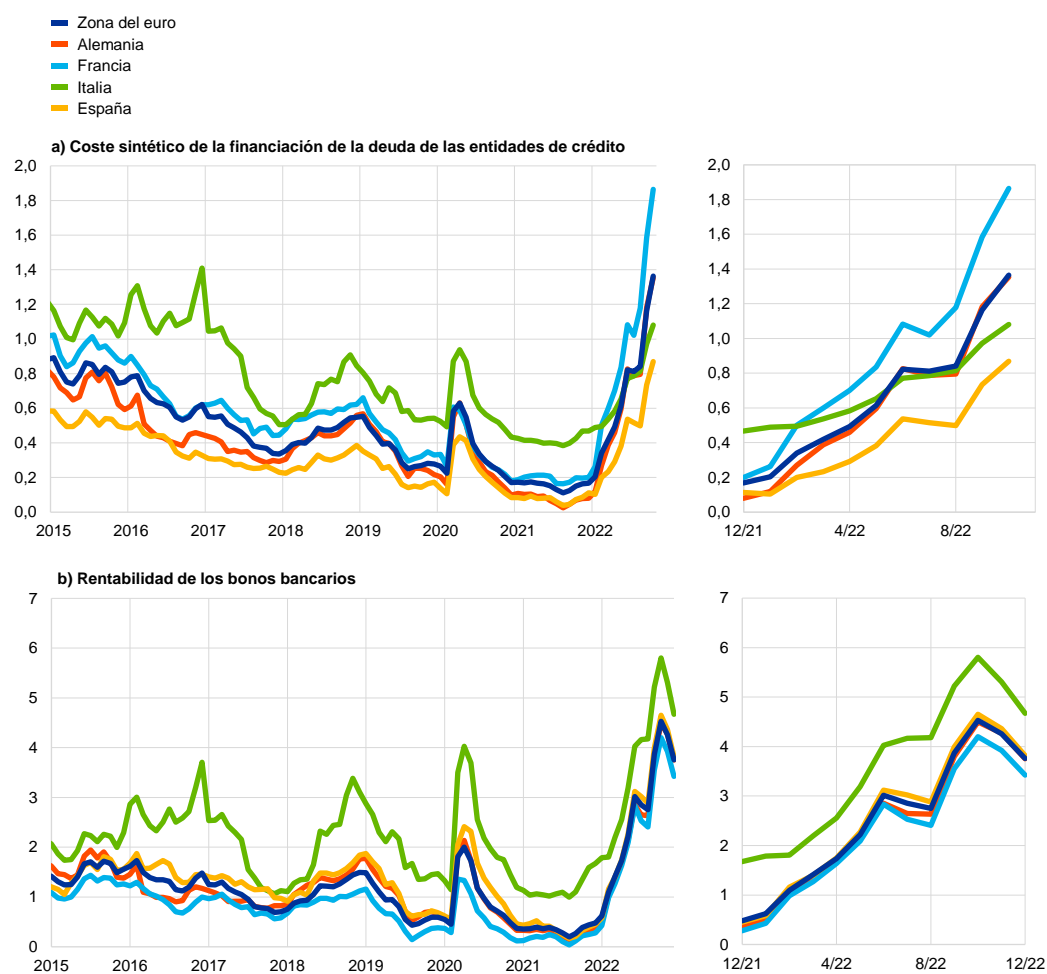
¹⁰ Véase la nota del prensa del BCE «[El BCE recalibra sus operaciones de financiación con objetivo específico para ayudar a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo](#)», del 27 de octubre de 2022.

reduciendo de esta forma el exceso de liquidez en el sector bancario. En términos de fortaleza de los balances, los bancos de la zona del euro están adecuadamente capitalizados en general y superan los requerimientos regulatorios y los objetivos de capital, pero los riesgos derivados del debilitamiento del entorno económico pueden reducir la calidad de los activos y aumentar el riesgo de crédito.

Gráfico 20

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

(porcentajes)



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

Notas: Los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 14 de diciembre de 2022 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

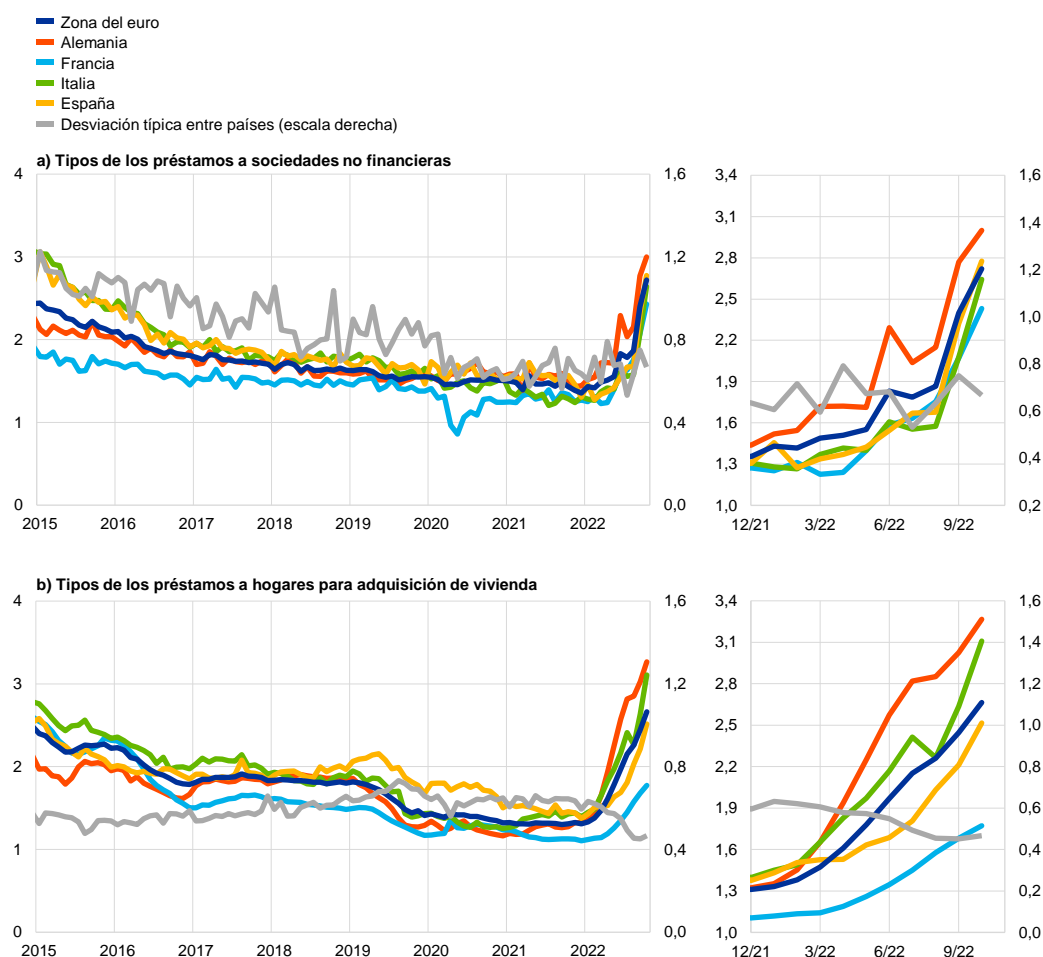
Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares han seguido aumentando, como consecuencia de la normalización de la política monetaria. Desde febrero de 2022, los mayores costes de financiación de las entidades de crédito han impulsado al alza los tipos de interés de los préstamos en todos los países de la zona del euro, que alcanzaron niveles no observados desde 2015 (gráfico 21), al tiempo que los criterios de concesión de crédito se han

endurecido. Este incremento de los tipos de los préstamos está en línea con anteriores ciclos de endurecimiento. Los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras aumentaron hasta el 2,72 % en octubre. El alza intermensual de 32 puntos básicos supone que los tipos de estos préstamos han acumulado un ascenso de 136 puntos básicos desde finales de 2021. Asimismo, el tipo de interés de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda subió otros 21 puntos básicos hasta situarse en el 2,66 % en octubre, 135 puntos básicos por encima del nivel registrado a finales de 2021. Los incrementos de tipos fueron sustancialmente más elevados en los préstamos que en los depósitos, lo cual también es característico de los ciclos de endurecimiento. La mayor revisión de los tipos de interés de los préstamos bancarios en comparación con los de los depósitos está respaldando el margen de intereses de los bancos a través de los mayores diferenciales préstamos-depósitos de las nuevas operaciones. El diferencial de tipos entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se amplió ligeramente y se situó en niveles próximos a su media de los dos últimos años, pero siguió siendo muy inferior al diferencial observado antes de la crisis financiera. Entretanto, la dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares se mantuvo contenida, lo que sugiere que la transmisión del endurecimiento de la política monetaria del BCE está funcionando correctamente (paneles a y b del gráfico 21).

Gráfico 21

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

(porcentajes; desviación típica)



Fuente: BCE.

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

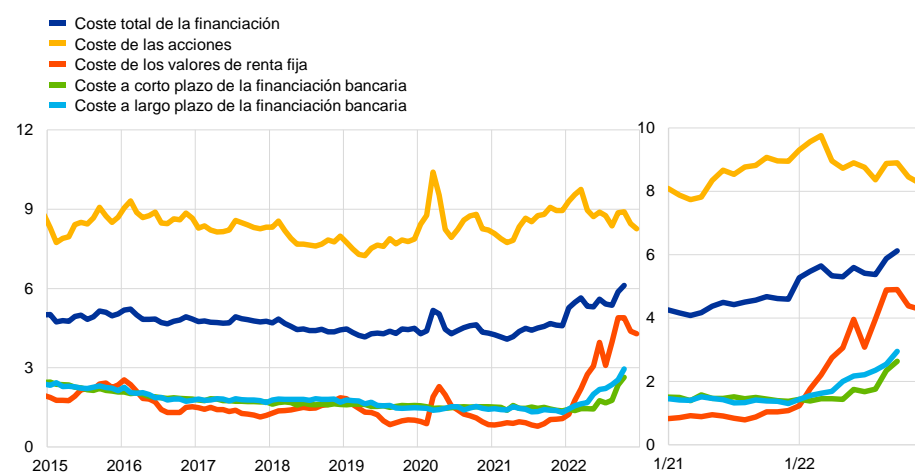
En el período comprendido entre el 8 de septiembre y el 14 de diciembre de 2022, el coste de la financiación mediante acciones para las sociedades no financieras se redujo sustancialmente, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija se encareció algo. Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, el coste total de la financiación de las sociedades no financieras —que incluye el coste de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones— solo se puede calcular hasta octubre de 2022, cuando se situó en el 6,1 %, aproximadamente unos 20 puntos básicos por encima de su nivel del mes anterior (gráfico 22). Esta evolución fue resultado de un incremento del coste tanto de la financiación bancaria a corto y a largo plazo como de los valores de renta fija. El coste de la financiación mediante acciones no varió significativamente en octubre con respecto al mes anterior, dado que una caída de la prima de riesgo compensó

el impacto de la subida de los tipos de interés libres de riesgo sobre el coste de las acciones. El coste de los valores de renta fija se elevó debido al aumento de los tipos de interés libres de riesgo y a los mayores diferenciales de los bonos corporativos. En octubre de 2022, el coste total de la financiación alcanzó un máximo histórico de varios años y se situó en niveles que no se observaban desde finales de 2010. Desde el 8 de septiembre y a lo largo del período analizado, el coste de los valores de renta fija se redujo marginalmente debido al estrechamiento de los diferenciales de los bonos corporativos tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alta rentabilidad, que compensó con creces el ligero incremento de los tipos de interés libres de riesgo. El coste de las acciones disminuyó de manera considerable como consecuencia de la acusada caída de la prima de riesgo, que eclipsó el impacto marginal de la ligera subida de los tipos de interés libres de riesgo.

Gráfico 22

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 14 de diciembre de 2022 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 9 de diciembre de 2022 para el coste de las acciones (datos semanales) y a octubre de 2022 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

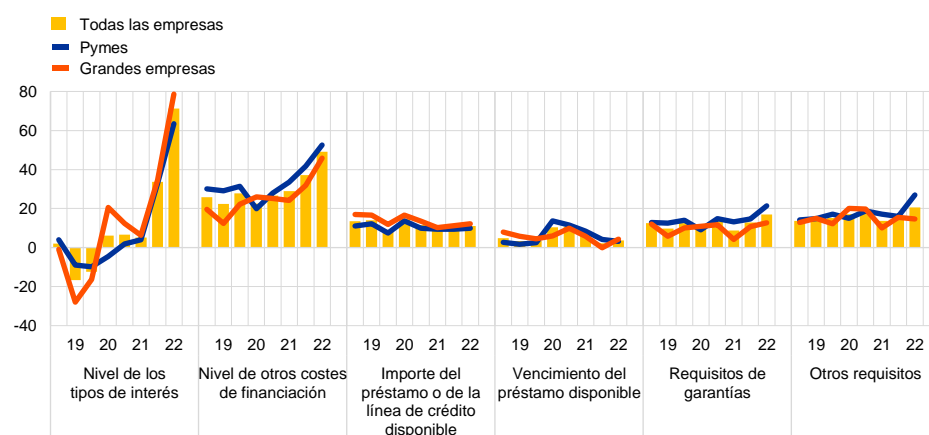
Las empresas señalaron un endurecimiento de las condiciones de financiación en todos los tamaños de empresa y todos los países en la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) de octubre de 2022. El porcentaje neto de empresas que refirieron una subida de los tipos de interés bancarios se disparó hasta el 71 % (frente al 34 % en la encuesta anterior), sin que se haya observado un porcentaje comparable desde que se puso en marcha la encuesta en 2009 (gráfico 23). Al mismo tiempo, un 49 % neto de las empresas (frente al 37 % previo) también señaló un incremento de otros costes de financiación, como gastos y comisiones. Los aumentos de los tipos de interés bancarios y otros costes parecen ser similares, en términos generales, entre las pequeñas y medianas empresas (pymes) y las grandes empresas. Los encuestados también indicaron un endurecimiento de las garantías requeridas, y un

número mayor de empresas mencionaron un incremento del plazo y del tamaño de los préstamos. Al mismo tiempo, pocas empresas señalaron dificultades para obtener préstamos bancarios (7 %, como en la encuesta anterior), debido principalmente a que la disposición de los bancos a conceder crédito no había cambiado.

Gráfico 23

Evolución de las condiciones de la financiación bancaria para las empresas de la zona del euro

(porcentaje neto de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).

Notas: Las cifras se basan en las empresas que habían solicitado préstamos bancarios (incluidos préstamos bancarios subvencionados), líneas de crédito o descubiertos bancarios o en tarjetas de crédito. El porcentaje neto es la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican que han registrado un aumento de un factor determinado y el de aquellas que señalan una disminución. Las cifras se refieren a las encuestas vigésima a vigesimoséptima (octubre de 2018-marzo de 2019 a abril de 2022-septiembre de 2022).

Las empresas indicaron una ampliación de la brecha de financiación y mostraron mayor pesimismo sobre la disponibilidad de la mayoría de las fuentes de financiación externa.

La brecha de financiación externa —la diferencia entre la variación de la demanda y de la oferta de financiación externa— alcanzó el 9 % en la zona del euro (frente al 1 % de la encuesta anterior). Este resultado fue consecuencia de la combinación de mayores necesidades de financiación externa de las empresas, sobre todo para hacer frente al aumento de los costes de producción, y de una disponibilidad de financiación efectiva algo menor, según los encuestados. En cuanto al futuro, un porcentaje relativamente elevado de empresas esperaba un deterioro de la disponibilidad de préstamos bancarios y líneas de crédito (31 % y 25 %, respectivamente) para el período comprendido entre octubre de 2022 y marzo de 2023. Históricamente, la dinámica de estos indicadores está relacionada con la actividad actual y futura de las empresas, y una ampliación de la brecha de financiación y menores expectativas de disponibilidad de financiación constituyen factores adversos para el crecimiento del PIB de la zona del euro¹¹.

El crédito bancario concedido a las empresas mantuvo su vigor en octubre, mientras que los préstamos a hogares se moderaron de nuevo.

¹¹ Para más información, véase el recuadro titulado «El acceso de las empresas a la financiación y el ciclo económico: evidencia de la encuesta SAFE» de este Boletín Económico.

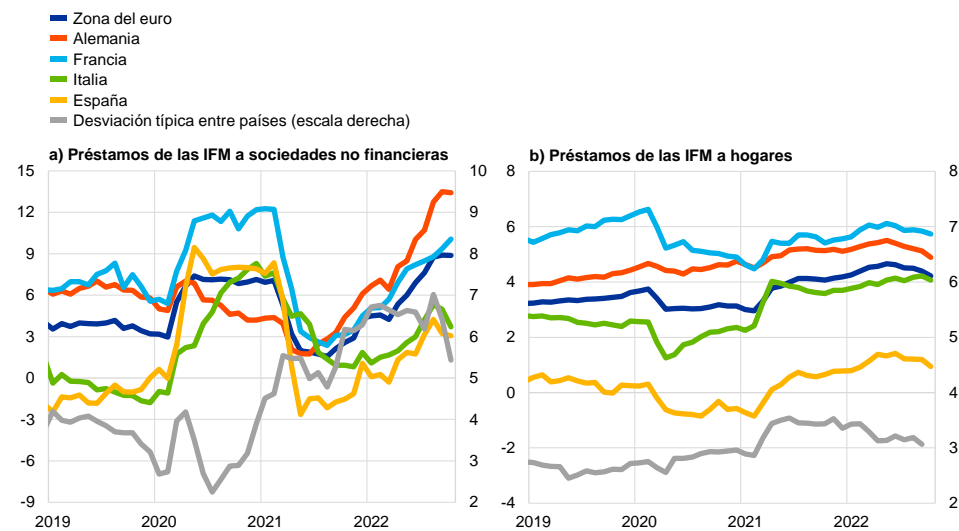
crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras permaneció sin variación en el 8,9 % en octubre, mientras que el flujo de entradas fue menor que en meses anteriores (panel a del gráfico 24). La elevada tasa de crecimiento de los préstamos a empresas continúa reflejando una demanda fuerte de préstamos bancarios, dado que las empresas utilizan el crédito para financiar los costes más elevados de la producción y la inversión, y sustituyen los bonos por préstamos bancarios, al tiempo que los costes de financiación en los mercados son mayores que los de la financiación bancaria. En términos de composición por plazos, los flujos de préstamos a más largo plazo fueron los que más contribuyeron al crecimiento del crédito a las empresas en octubre, y ello reflejó las elevadas necesidades de financiación de la inversión en términos nominales debido a la inflación y la sustitución de los valores representativos de deuda. La acusada caída de la contribución de los flujos de préstamos a corto plazo en octubre podría estar relacionada con un punto de inflexión en la acumulación de existencias por parte de las empresas, en línea con las señales procedentes de los indicadores de opinión de la variación de existencias, que tienen propiedades de indicador adelantado. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares descendió hasta el 4,2 % en octubre, desde el 4,4 % registrado en septiembre (panel b del gráfico 24). Esta evolución se explica por la moderación de los préstamos para adquisición de vivienda por una combinación de fuerzas de oferta y demanda, en la que las entidades endurecieron los criterios de concesión y la demanda se debilitó debido al empeoramiento de las perspectivas económicas, las subidas de los tipos hipotecarios y el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda. La información procedente de la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#), que tiene propiedades de indicador adelantado del crecimiento futuro de los préstamos a empresas y a hogares, sugiere que la dinámica crediticia se moderará en los próximos trimestres¹². Esta valoración es acorde con la previsión de desaceleración de la economía de la zona del euro y con la normalización de la política monetaria.

¹² Para más información, véase el recuadro titulado «¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sobre la evolución futura del crédito?» de este Boletín Económico.

Gráfico 24

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

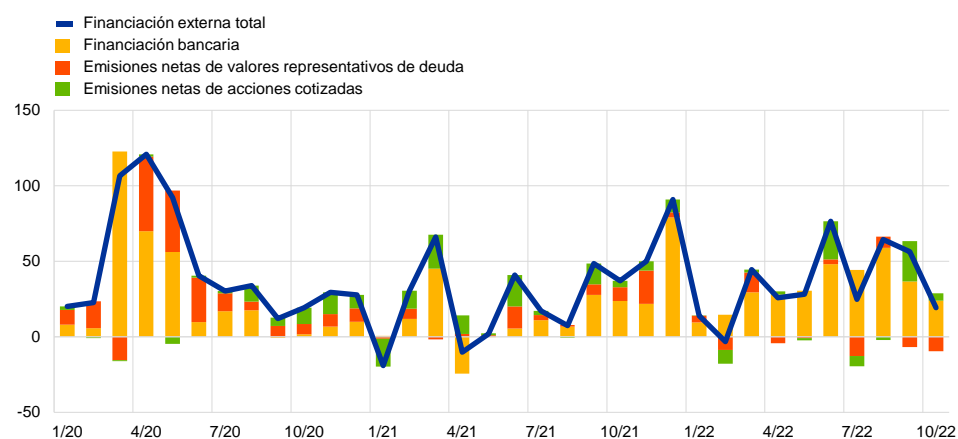
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre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

El volumen total de financiación externa de las empresas se moderó, en un entorno de apoyo procedente de la financiación bancaria. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa se redujo desde el 3,6 % observado en septiembre hasta el 3,4 % en octubre, debido al endurecimiento de los tipos de interés de los préstamos y de los criterios de concesión, en un contexto de sólido crecimiento de la inversión, en términos nominales, y de persistencia de las necesidades de capital circulante de las empresas. Desde principios de 2022, los flujos de financiación externa se han visto fuertemente respaldados por el incremento de los volúmenes de préstamos bancarios concedidos a las empresas, mientras que las emisiones netas de valores representativos de deuda y de acciones cotizadas han sido más débiles en general (gráfico 25). La mayor financiación bancaria de las empresas y la menor emisión de valores representativos de deuda reflejan el aumento del coste relativo de la financiación mediante este tipo de valores. El repunte temporal de las emisiones de acciones cotizadas en septiembre obedece a la salida a bolsa por un importe excepcionalmente elevado de una sola empresa.

Gráfico 25

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

(flujos mensuales; mm de euros)



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

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

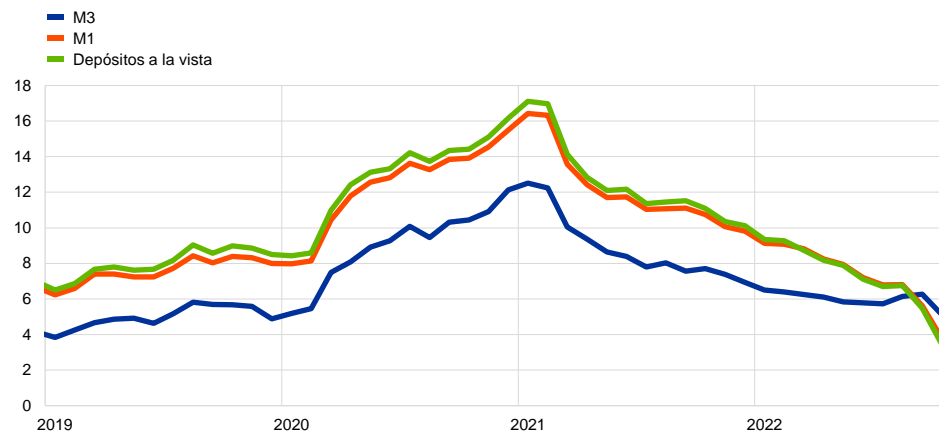
La redistribución de los fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo continuó en octubre en el contexto de la normalización de la política monetaria.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista registró otra fuerte caída en octubre y se situó en el 3,4 %, frente al 5,5 % observado en septiembre (gráfico 26). El descenso se explica por la sustitución a gran escala de los depósitos a la vista por depósitos a plazo. Esta redistribución de carteras se ha producido por la remuneración cada vez más alta de los depósitos a plazo en comparación con la de los depósitos a la vista, en línea con los patrones históricos que son típicos de los ciclos de endurecimiento. El acusado interés por los depósitos a plazo se observa, sobre todo, en las empresas y otras instituciones financieras (OIF), que han estado desplazando fondos desde el verano de 2022, cuando los depósitos a plazo comenzaron a recibir una remuneración relativamente más elevada. Antes los hogares preferían los depósitos a la vista —debido a motivos de precaución y al estrecho diferencial de remuneración entre los depósitos a plazo y a la vista—, pero recientemente han mostrado más interés por los depósitos a plazo ante el aumento del diferencial, aunque la sustitución de carteras fue mucho menos pronunciada que en los otros dos sectores. Al mismo tiempo, los depósitos de las empresas y los hogares crecieron de forma dispar entre países.

Gráfico 26

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2022.

La dinámica monetaria reanudó la senda de moderación en octubre, reflejo de la evolución del crédito a las empresas y los hogares.

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se redujo hasta el 5,1 % en octubre, desde el 6,3 % registrado en septiembre (gráfico 26). El acusado descenso de esta tasa está relacionado con la reversión de un factor técnico puntual y con la evolución del crédito a las empresas y los hogares¹³. Por lo que se refiere a los componentes, el desplazamiento en detrimento de los depósitos a la vista en octubre provocó una fuerte disminución del agregado estrecho M1, lo que redujo su aportación al crecimiento interanual de M3. Al mismo tiempo, los depósitos a plazo incluidos en M3 contribuyeron al crecimiento de este agregado amplio en mayor medida que en meses anteriores. En cuanto a las contrapartidas, el crédito al sector privado fue de nuevo el que más contribuyó al crecimiento interanual de M3. La aportación de las compras de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de activos y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia siguió disminuyendo como consecuencia de la finalización de las compras netas de activos en julio de 2022. Asimismo, las salidas monetarias netas anuales hacia el resto del mundo continuaron frenando el crecimiento del agregado monetario amplio, pues los elevados precios de la energía están teniendo un impacto negativo sobre la balanza comercial de la zona del euro.

¹³ Las cifras de M3 correspondientes a septiembre de 2022 incluyen una abultada posición temporal del Eurosistema frente a una cámara de compensación, clasificada en el sector «instituciones financieras no monetarias (excluidas las empresas de seguros y los fondos de pensiones)». En septiembre, todos los agregados a los que pertenecen estos depósitos estaban inflados por este factor técnico puntual.

6 Evolución de las finanzas públicas

El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro continuó mejorando en 2022 con respecto a los elevados déficits registrados durante la pandemia, de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022. No obstante, se espera que el saldo presupuestario experimente un ligero deterioro en 2023 antes de mejorar nuevamente en 2024. Este empeoramiento transitorio está determinado en gran medida por el significativo apoyo público de carácter discrecional dirigido a contrarrestar el encarecimiento de la energía y el aumento del coste de la vida de los hogares. En las proyecciones anteriores se preveía que estas medidas se limitarían fundamentalmente al año 2022, lo que comportaría una mejora continua de las perspectivas de déficit. Sin embargo, desde entonces, los Gobiernos han presupuestado un nivel de apoyo similar al proporcionado en 2022, de alrededor del 2 % del PIB, o han realizado otros anuncios indicando que en 2023 mantendrán este apoyo. Las proyecciones fiscales siguen sujetas a una incertidumbre notable, relacionada sobre todo con la guerra en Ucrania y con la evolución en los mercados energéticos, que podrían hacer que los Gobiernos adopten medidas adicionales de estímulo fiscal. Desde la perspectiva de las políticas, las medidas de apoyo fiscal para proteger a la economía del impacto de los altos precios energéticos deberían ser temporales, y estar focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. Es probable que las medidas fiscales que no incorporen estos principios agudicen las presiones inflacionistas, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Además, en línea con el marco de gobernanza económica de la UE, las políticas fiscales deben estar orientadas a hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y a reducir gradualmente la elevada deuda pública. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.

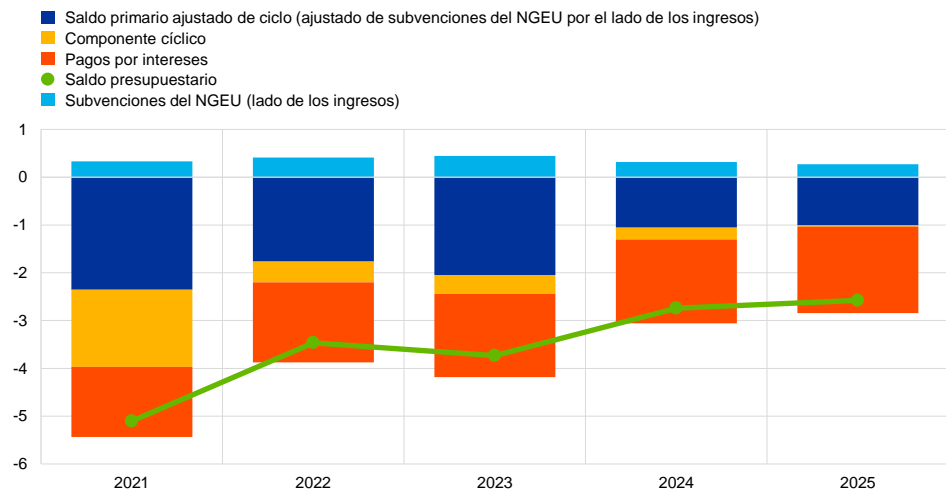
El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro experimentará un ligero deterioro en 2023, pero mejorará en 2024, de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022¹⁴. La ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona en relación con el PIB descendió hasta situarse en el 5,1 % en 2021, tras alcanzar un nivel sin precedentes, el 7,1 %, en 2020 (gráfico 27). Esta ratio habría seguido disminuyendo hasta el 3,5 % del PIB en 2022, pero se prevé que aumente levemente y se sitúe en el 3,7 % en 2023. No obstante, se espera que vuelva a reducirse en 2024, cuando debería situarse en el 2,7 %, y que permanezca prácticamente en ese nivel hasta el final del horizonte de proyección en 2025. La mejora del saldo presupuestario en 2022 habría estado impulsada por el ciclo económico y por un saldo primario ajustado de ciclo más elevado después de que gran parte de las medidas de emergencia frente a la pandemia empezaran a expirar. Las medidas aplicadas en 2022 en respuesta a la elevada inflación y a la guerra en Ucrania son de una cuantía menos elevada que las que se adoptaron durante la

¹⁴ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2022», publicadas en el sitio web del BCE el 15 de diciembre de 2022.

pandemia, aunque siguen siendo muy sustanciales —equivalentes a alrededor del 2 % del PIB—. Se espera que en 2023 se articulen medidas de apoyo de una magnitud similar (gráfico 28). Sin embargo, su composición cambiará en favor de las subvenciones, en particular para respaldar los topes a los precios de la energía, y en detrimento de las transferencias sociales, como el apoyo a la renta de los hogares que dominó gran parte de la respuesta inicial de los Gobiernos a la perturbación de los precios energéticos. Con todo, factores no discrecionales, como la disminución de los ingresos extraordinarios, deberían contribuir a un empeoramiento ligero y transitorio del déficit en 2023. La mejora prevista del saldo presupuestario agregado de las Administraciones Públicas en 2024 puede explicarse plenamente por un saldo primario ajustado de ciclo más favorable, bajo el supuesto de expiración las medidas de apoyo público relacionadas con la energía.

Gráfico 27
Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentajes del PIB)

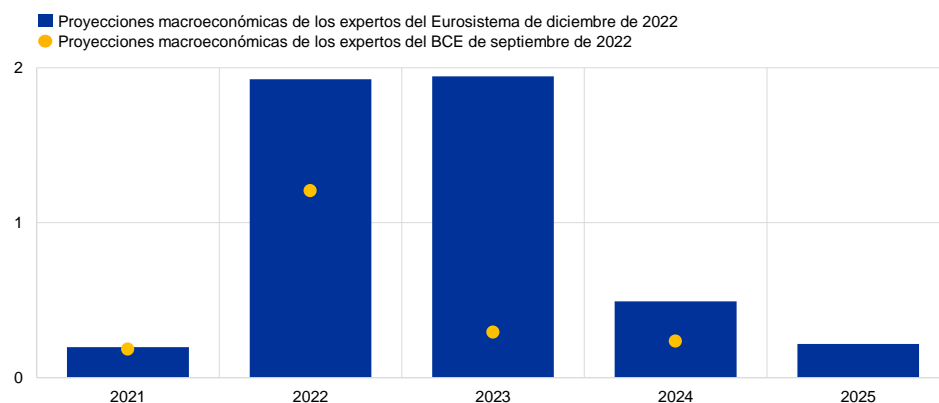


Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022.
Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los países de la zona del euro.

Gráfico 28

Apoyo presupuestario en la zona del euro en respuesta a los elevados niveles de los precios energéticos y de inflación

(porcentajes del PIB, nivel por año)



Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas.

La orientación de la política fiscal de la zona del euro se habría endurecido en 2022 y, aunque en 2023 se relajaría moderadamente, se espera que experimente un endurecimiento significativo en 2024, salvo que se adopten medidas discrecionales adicionales¹⁵. En 2022, el tono más restrictivo que recoge este indicador de la orientación de la política fiscal puede atribuirse a importantes factores no discrecionales, que principalmente reflejan la continuación de los elevados ingresos extraordinarios que ya había comenzado el año anterior. La relajación de la orientación fiscal esperada en 2023 se explica por la reversión parcial prevista de dichos ingresos, que contrarresta con creces un cierto endurecimiento de las medidas discrecionales generales. Este tono más restrictivo se debe a la retirada de parte de las amplias medidas frente a la pandemia y de estímulo para la recuperación adoptadas desde el inicio de la crisis del coronavirus (COVID-19). Con todo, se espera que la orientación de la política fiscal se endurezca de forma significativa en 2024, cuando la mayoría de las medidas de apoyo frente a la inflación deberían expirar —aunque esta proyección está sujeta a una incertidumbre considerable—, y que la orientación sea prácticamente neutral al final del horizonte, en 2025¹⁶.

¹⁵ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del programa *Next Generation EU* (NGEU) procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «[The euro area fiscal stance](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

¹⁶ Se estima que el impacto de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro, tras ajustar por los ingresos relacionados con las subvenciones del NGEU (a fecha de 2021), fue de +1 punto porcentual del PIB en 2021 y +0,5 puntos porcentuales del PIB en 2022. Se prevé que sea de -0,3, +1 y +0,1 puntos porcentuales del PIB en 2023, 2024 y 2025, respectivamente. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2022, se ha revisado en +0,4 puntos porcentuales para 2022 y en -1 y +1,1 puntos porcentuales para 2023 y 2024, respectivamente.

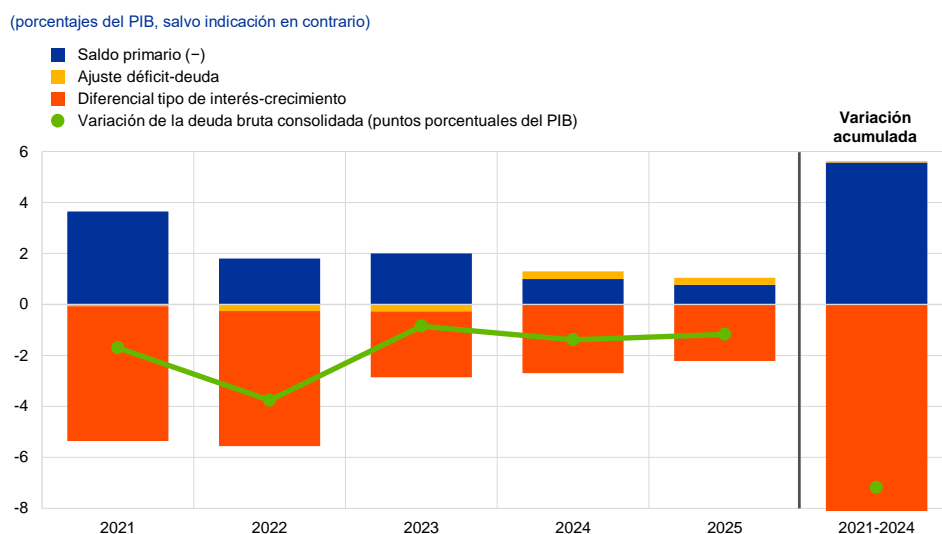
En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2022, el saldo presupuestario agregado de la zona del euro se ha revisado ligeramente al alza para 2022, pero se espera una evolución significativamente más adversa en 2023. En particular, la ratio de saldo presupuestario en relación con el PIB de la zona del euro se ha revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales, debido a unas contribuciones mejores de lo esperado tanto del ciclo económico como del saldo primario ajustado de ciclo. Sin embargo, en 2023, el saldo presupuestario empeoraría de forma muy acusada —en 0,9 puntos porcentuales de PIB—, principalmente como consecuencia de un ciclo primario ajustado de saldo más negativo, reflejo de la expectativa de que se mantengan las medidas de apoyo público relacionadas con la elevada inflación y con la guerra en Ucrania¹⁷.

Después de incrementarse de forma notable en 2020, se espera que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se reduzca poco a poco hasta situarse justo por debajo del 90 % del PIB en 2024 y 2025, pero que permanezca por encima de su nivel anterior a la crisis. Después de que la ratio de deuda aumentara en unos 13 puntos porcentuales, hasta alrededor del 97 % en 2020, el déficit primario aún elevado contabilizado en 2021 se habría visto contrarrestado con creces por la importante contribución de un diferencial tipo de interés-crecimiento favorable a la reducción de la deuda. Esto se plasmó en una disminución moderada de la ratio de deuda sobre el PIB, que continuaría descendiendo de manera lenta pero sostenida en el período comprendido entre 2022 y 2025. Este descenso sería el resultado de unas contribuciones todavía favorables de los diferenciales tipo de interés-crecimiento que compensarían los déficits primarios —que aumentan la deuda—, mientras que los ajustes entre déficit y deuda deberían ser prácticamente neutros en términos acumulados durante todo el horizonte de proyección (gráfico 29). Se prevé que, al final de dicho horizonte, en 2025, la ratio de deuda se sitúe en el 88 % del PIB, es decir, 4 puntos porcentuales por encima del nivel registrado antes de la crisis en 2019.

¹⁷ Se estima que las medidas adicionales de apoyo público destinadas a compensar el aumento de los precios de la energía y otros gastos en respuesta a la guerra en Ucrania ascenderán al 0,9 % del PIB de la zona del euro en 2022.

Gráfico 29

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



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

Las proyecciones fiscales de referencia continúan sujetas a una incertidumbre considerable, relacionada fundamentalmente con los elevados precios energéticos y el entorno inflacionista y con las posibles respuestas de política. En lo que respecta a los supuestos fiscales, los riesgos para el escenario de referencia actual apuntan a estímulos fiscales adicionales en 2023-2024 y a un nuevo aplazamiento de la retirada del apoyo fiscal discrecional ya incorporado en las previsiones.

Desde la perspectiva de las políticas, las medidas de apoyo fiscal para proteger a la economía del impacto de los altos precios energéticos deberían ser temporales, y estar focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. Es probable que las medidas fiscales que no incorporen estos principios agudicen las presiones inflacionistas, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Además, en línea con el marco de gobernanza económica de la UE, las políticas fiscales deben estar orientadas a hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y a reducir gradualmente los elevados niveles de deuda pública. Una coordinación efectiva y continua de las políticas en la zona del euro será importante para garantizar que las políticas fiscales no contribuyen a las presiones inflacionistas al tiempo que protegen la sostenibilidad de la deuda y promueven la capacidad de las finanzas públicas para favorecer el crecimiento¹⁸. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.

¹⁸ El análisis más reciente del Eurosistema sobre el impacto de las medidas de apoyo relacionadas con la energía para 2023 sugiere que su magnitud podría ser significativamente mayor que la contemplada en las previsiones de otoño de 2022 de la Comisión a partir de la información recogida en los proyectos de planes presupuestarios de los Estados miembros. Ello sugiere que es probable que se materialicen los riesgos que la Comisión ha identificado a este respecto. Para información más detallada, véase el recuadro 8 titulado «Implicaciones para la política fiscal de los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro para 2023» de este Boletín Económico.