

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

El Consejo de Gobierno continuará el curso de subidas significativas a ritmo sostenido de los tipos de interés y los mantendrá en niveles suficientemente restrictivos para asegurar el retorno oportuno de la inflación a su objetivo del 2 % a medio plazo. En consecuencia, en su reunión del 2 de febrero de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos y espera seguir aumentándolos. En vista de las presiones sobre la inflación subyacente, el Consejo de Gobierno prevé aumentar los tipos de interés otros 50 puntos básicos en su próxima reunión de política monetaria de marzo y posteriormente evaluará la senda futura de su política monetaria. Mantener los tipos de interés en niveles restrictivos hará que la inflación se reduzca con el paso del tiempo al moderar la demanda y también servirá de protección frente al riesgo de un desplazamiento persistente al alza de las expectativas de inflación. En todo caso, las futuras decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés oficiales continuarán dependiendo de los datos y siguiendo un enfoque en el que las decisiones se adoptarán en cada reunión.

En su reunión del 2 de febrero de 2023, el Consejo de Gobierno también decidió las modalidades para reducir las tenencias de valores del Eurosystema en el marco del programa de compras de activos (APP). Como se comunicó en diciembre, la cartera del APP se reducirá en 15.000 millones de euros mensuales en promedio desde el comienzo de marzo hasta el final de junio de 2023, y su ritmo de disminución posterior se determinará más adelante. Se llevarán a cabo reinversiones parciales de acuerdo, en líneas generales, con la práctica actual. En particular, las reinversiones restantes se asignarán en proporción a la cuota de amortizaciones de cada uno de los programas que componen el APP y, en el caso del programa de compras de valores públicos (PSPP), a la cuota de amortizaciones correspondiente a cada jurisdicción y a cada emisor nacional y supranacional. Para las compras de bonos corporativos del Eurosystema, las reinversiones restantes se orientarán de forma más pronunciada hacia los emisores con mejor comportamiento climático. Sin perjuicio del objetivo de estabilidad de precios del BCE, este enfoque apoyará la descarbonización gradual de las tenencias de bonos corporativos del Eurosystema en línea con los objetivos del Acuerdo de París.

Actividad económica

Los datos de las encuestas de opinión señalan un debilitamiento de la actividad económica mundial en torno al cambio de año, tras un crecimiento vigoroso en el

tercer trimestre de 2022. El giro repentino de la política de COVID cero aplicada en China probablemente afectará a la actividad a corto plazo de este país. A escala global, las persistentes presiones inflacionistas están erosionando la renta disponible. Los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro han continuado normalizándose, pero las alteraciones de la actividad económica en China podrían dar lugar a nuevos cuellos de botella en la oferta con repercusiones globales. El dinamismo del comercio mundial siguió moderándose en noviembre, mientras que los indicadores adelantados y las predicciones a muy corto plazo (*nowcasts*) apuntan a una contracción en el cuarto trimestre de 2022. Las presiones inflacionistas a escala mundial siguen siendo intensas, pero es posible que hayan alcanzado un máximo, dado que la inflación general en la OCDE en su conjunto continuó disminuyendo en noviembre.

Según la estimación preliminar de avance de Eurostat, la economía de la zona del euro creció un 0,1 % en el cuarto trimestre de 2022. Aunque se sitúa por encima de las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, este resultado señala una notable desaceleración de la actividad económica desde mediados de 2022 y el Consejo de Gobierno espera que continúe siendo débil a corto plazo. La debilidad de la actividad mundial y la elevada incertidumbre geopolítica, debido especialmente a la injustificada guerra de Rusia contra Ucrania y su pueblo, son factores que siguen lastrando el crecimiento de la zona del euro. Junto con la alta inflación y unas condiciones de financiación más restrictivas, estos factores frenan el gasto y la producción, especialmente en el sector manufacturero.

No obstante, los cuellos de botella en la oferta están disminuyendo gradualmente, el suministro de gas es ahora más seguro, las empresas aún están reduciendo las abultadas carteras de pedidos pendientes y la confianza está mejorando. Asimismo, la actividad del sector servicios ha resistido, apoyada por la continuación de los efectos de la reapertura de la economía y una mayor demanda de actividades de ocio. La subida de los salarios y la reciente disminución de la inflación de la energía también deberían atenuar la pérdida de poder adquisitivo experimentada por muchas personas como resultado de la elevada inflación, lo que, a su vez, respaldará el consumo. En general, la economía ha mostrado una capacidad de resistencia mayor de la esperada y debería recuperarse en los próximos trimestres.

La tasa de desempleo se mantuvo en un mínimo histórico del 6,6 % en diciembre de 2022. No obstante, el ritmo de creación de empleo puede ralentizarse y el desempleo podría aumentar en los próximos trimestres.

Las medidas de apoyo público 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. En particular, conforme la crisis energética va siendo menos aguda, es importante comenzar a revertir sin demora esas medidas en consonancia con la caída de los precios de la energía y de manera concertada. Las medidas que no se ajusten a estos principios probablemente aumentarán las presiones inflacionistas a medio plazo, 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

Según la estimación de avance de Eurostat, calculada utilizando estimaciones de Eurostat para Alemania, la inflación se situó en el 8,5 % en enero. Esta cifra sería 0,7 puntos porcentuales inferior a la de diciembre, debido principalmente a una nueva y acusada caída de los precios de la energía. Los indicadores basados en el mercado sugieren que, durante los próximos años, los precios energéticos serán significativamente inferiores a lo esperado en el momento de nuestra reunión de diciembre de 2022. La inflación de los alimentos aumentó hasta situarse en el 14,1 %, dado que la anterior escalada del coste de la energía y de otros insumos para la producción de alimentos sigue transmitiéndose a los precios de consumo.

Las presiones sobre los precios continúan siendo fuertes, debido en parte a que los elevados costes energéticos se están propagando al conjunto de la economía. La inflación excluidos la energía y los alimentos se mantuvo en el 5,2 % en enero, la de los bienes industriales no energéticos aumentó hasta el 6,9 % y la de los servicios descendió hasta el 4,2 %. Otros indicadores de la inflación subyacente también siguen siendo elevados. Las medidas públicas para compensar a los hogares por los elevados precios de la energía moderarán la inflación en 2023, pero se espera que la aumenten tras su retirada. Al mismo tiempo, el alcance de algunas de estas medidas depende de la evolución de los precios energéticos y su contribución esperada a la inflación es particularmente incierta.

Aunque los cuellos de botella en la oferta se están reduciendo gradualmente, sus efectos retardados siguen presionando al alza los precios de los bienes. 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.

Los salarios están creciendo a un ritmo más rápido, respaldados por la solidez de los mercados de trabajo, y las negociaciones salariales se centran principalmente en un cierto grado de convergencia con el elevado nivel de inflación. Asimismo, los datos más recientes sobre la evolución salarial han sido coherentes con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de diciembre de 2022. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque requieren un seguimiento continuo.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para las perspectivas del crecimiento económico están más equilibrados. La guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y su pueblo sigue siendo un importante riesgo a la baja para la economía y podría volver a presionar al alza los costes de la energía y de los alimentos. Un debilitamiento de la economía mundial mayor de lo esperado podría suponer un lastre adicional para el crecimiento de la zona del euro. Por otra parte, la recuperación podría verse obstaculizada si la pandemia se reintensificara y causara nuevas disrupciones en la oferta. No obstante, la perturbación energética podría disiparse más rápido de lo anticipado y las empresas de la zona del euro podrían adaptarse con más rapidez al difícil entorno internacional, lo que respaldaría un crecimiento mayor de lo previsto actualmente.

Los riesgos para las perspectivas de inflación también están ahora más equilibrados, especialmente a corto plazo. Entre los riesgos alcistas, las presiones latentes actuales aún podrían llevar a una subida de los precios minoristas en el corto plazo. Además, un repunte económico más fuerte de lo esperado en China podría dar un nuevo impulso a los precios de las materias primas y a la demanda externa. Factores internos como un aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo, o subidas salariales mayores de lo previsto, podrían dar lugar a un incremento de la inflación, también a medio plazo. Entre los riesgos a la baja, la reciente caída de los precios de la energía, si persiste, podría hacer que la inflación descienda más rápidamente de lo esperado. En ese caso, esta presión a la baja del componente energético también podría traducirse en una dinámica más débil de la inflación subyacente. Un mayor debilitamiento de la demanda contribuiría asimismo a un descenso de las presiones sobre los precios mayor de lo que se espera actualmente, en especial a medio plazo.

Condiciones financieras y monetarias

Con el endurecimiento de la política monetaria del Consejo de Gobierno, los tipos de interés de mercado están subiendo en mayor medida y el crédito al sector privado está encareciéndose. El crédito bancario a las empresas se ha desacelerado de forma acusada durante los últimos meses. Ello se debe en parte a las menores necesidades de financiación de existencias, pero también refleja el descenso de la demanda de préstamos para financiar la inversión empresarial, en el contexto de una pronunciada subida de los tipos de interés de los préstamos bancarios y un considerable endurecimiento de los criterios de concesión, como también señala la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro. Asimismo, el endeudamiento de los hogares ha continuado disminuyendo, como reflejo de la subida de los tipos de interés de los préstamos, el endurecimiento de los criterios de concesión y una notable bajada de la demanda de hipotecas. Con la desaceleración de la creación de crédito, el crecimiento del dinero está ralentizándose también rápidamente, mostrando un mercado descenso en sus componentes más líquidos, incluidos los depósitos a la vista, compensado solo en parte por un desplazamiento a los depósitos a plazo.

Conclusión

En síntesis, el Consejo de Gobierno continuará el curso de subidas significativas a ritmo sostenido de los tipos de interés y los mantendrá en niveles suficientemente restrictivos para asegurar el retorno oportuno de la inflación a su objetivo del 2 % a medio plazo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno, en su reunión del 2 de febrero de 2023, decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos y espera seguir aumentándolos. En vista de las presiones sobre la inflación subyacente, el Consejo de Gobierno prevé aumentar los tipos de interés otros 50 puntos básicos en su próxima reunión de política monetaria de marzo y posteriormente evaluará la senda futura de su política monetaria. Mantener los tipos de interés en niveles restrictivos reducirá con el paso del tiempo la inflación moderando la demanda y también servirá de protección frente al riesgo de un desplazamiento persistente al alza de las expectativas de inflación. Asimismo, a partir de principios de marzo de 2023, el tamaño de la cartera del APP descenderá a un ritmo mesurado y predecible, dado que el Eurosistema no reinvertirá íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo.

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

Decisiones de política monetaria

En su reunión del 2 de febrero de 2023, el Consejo de Gobierno decidió elevar los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito aumentarán hasta el 3,00 %, el 3,25 % y el 2,50 %, respectivamente, con efectos a partir del 8 de febrero de 2023. En vista de las presiones sobre la inflación subyacente, el Consejo de Gobierno prevé aumentar los tipos de interés otros 50 puntos básicos en su próxima reunión de política monetaria de marzo y posteriormente evaluará la senda futura de su política monetaria.

Como se comunicó en diciembre, a partir de principios de marzo de 2023, el tamaño de la cartera del APP descenderá a un ritmo mesurado 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 de junio de 2023 y su ritmo posterior se determinará más adelante. 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.

Conforme a la decisión de diciembre, en febrero el Consejo de Gobierno decidió las modalidades detalladas para reducir las tenencias de valores del Eurosistema en el marco del APP mediante la reinversión parcial del principal de los valores que vayan venciendo.

Durante el período de reinversiones parciales, el Eurosistema seguirá aplicando el enfoque actual de flexibilidad en las reinversiones. Las amortizaciones mensuales en el marco del APP entre marzo y junio de 2023 superarán el ritmo medio de reducción actual acordado de 15.000 millones de euros mensuales. Las reinversiones parciales de los importes que excedan de los 15.000 millones de euros mensuales garantizarán que el Eurosistema mantenga una presencia continua en los mercados bajo el APP durante este período.

Las reinversiones restantes se asignarán en proporción a la cuota de amortizaciones de cada uno de los programas que componen el APP, es decir, el programa de compras de valores públicos (PSPP), el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP), el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3) y el programa de compras de bonos corporativos (CSPP).

En el caso del PSPP, las reinversiones en las distintas jurisdicciones y a lo largo del tiempo continuarán asignándose de acuerdo con la práctica actual. En particular, las reinversiones restantes se asignarán en proporción a la cuota de amortizaciones correspondiente a cada jurisdicción y a cada emisor nacional y supranacional. Las reinversiones se distribuirán a lo largo del tiempo para permitir una presencia regular y equilibrada en los mercados.

En lo que respecta a los programas de compras de activos del sector privado (ABSPP, CBPP3 y CSPP), las adquisiciones en el mercado primario se eliminarán gradualmente hasta el inicio de las reinversiones parciales, con el fin de controlar mejor el importe de las compras efectuadas en el marco de cada programa. Por tanto, la presencia del Eurosistema en los mercados durante el período de reinversiones parciales se centrará en las compras en el mercado secundario. No obstante, los bonos emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario con mejor comportamiento climático y los bonos corporativos verdes seguirán adquiriéndose en el mercado primario.

Por último, el Consejo de Gobierno decidió orientar sus compras de bonos corporativos de forma más pronunciada hacia los emisores con mejor comportamiento climático durante el período de reinversiones parciales. Sin perjuicio del objetivo de estabilidad de precios del BCE, y en consonancia con el plan de actuación climática del Consejo de Gobierno, este enfoque apoyará la descarbonización gradual de las tenencias de bonos corporativos del Eurosistema en línea con los objetivos del Acuerdo de París.

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

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

A medida que las entidades de crédito reembolsen 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 permite al Consejo de Gobierno cumplir su mandato de estabilidad de precios de manera más eficiente.

1 Entorno exterior

Los datos de las encuestas de opinión señalan un debilitamiento de la actividad económica mundial en torno al cambio de año, tras un crecimiento vigoroso en el tercer trimestre de 2022. El giro repentino de la política de COVID cero aplicada en China probablemente afectará a la actividad a corto plazo de este país. A escala global, las persistentes presiones inflacionistas están erosionando la renta disponible. Los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro han continuado normalizándose, pero las alteraciones de la actividad económica en China podrían dar lugar a nuevas presiones sobre las cadenas de suministro con repercusiones globales. El dinamismo del comercio mundial siguió moderándose en noviembre, mientras que los indicadores adelantados y las predicciones a muy corto plazo (nowcasts) apuntan a una contracción en el cuarto trimestre de 2022. Las presiones inflacionistas a escala mundial continúan siendo intensas, pero es posible que hayan alcanzado un máximo, dado que la inflación general en la OCDE en su conjunto siguió disminuyendo en noviembre.

Las perspectivas globales se están viendo frenadas por la desaceleración de la demanda. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de actividad de diciembre confirmó la ralentización del dinamismo de la economía mundial hacia el final del año, ya que se mantuvo por debajo del valor neutral (48,7). El indicador interno de actividad global del BCE, que se basa en datos de alta frecuencia, también señala una pérdida de impulso adicional de la actividad económica en el cuarto trimestre. El debilitamiento del ritmo de crecimiento económico global en ese trimestre se produjo tras un intenso avance en el tercer trimestre, en el que el PIB mundial se incrementó un 1,7 % en tasa intertrimestral, gracias al repunte registrado en Estados Unidos y en China. Con todo, el indicador señaló cierta mejora en diciembre, debido a la mayor solidez del mercado de trabajo y de los datos de los mercados financieros. Ello apunta a una posible recuperación gradual a principios de 2023, que podría verse reforzada a lo largo del año por la reapertura de la economía china.

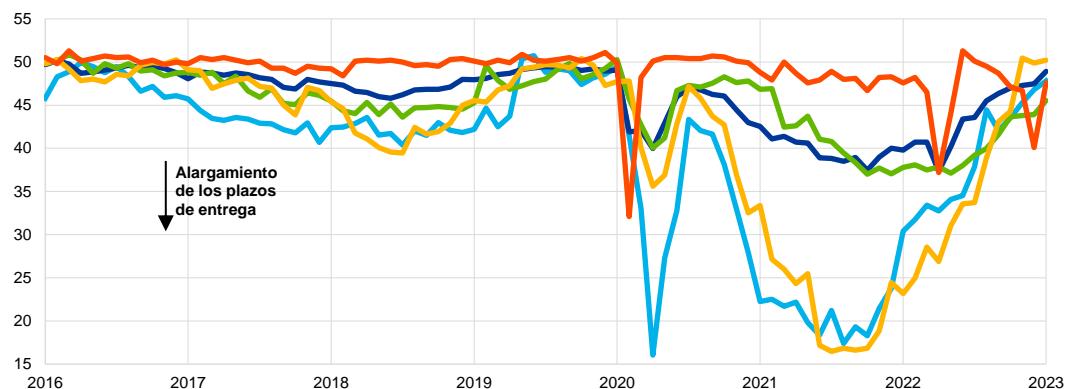
Las cadenas globales de suministro siguen mostrando bastante capacidad de resistencia, pese a las disruptiones relacionadas con el COVID-19 en China. En este país se observaron señales de reaparición de los cuellos de botella en la oferta en un contexto de aumento de los contagios por COVID-19, reflejadas en el PMI de plazos de entrega de los proveedores de China, que se alargaron en noviembre y diciembre. No obstante, existe escasa evidencia de que los mayores plazos de entrega en dicho país se estén propagando al resto del mundo. De hecho, los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro han seguido normalizándose, debido a la desaceleración de la demanda mundial. En enero, el PMI global de plazos de entrega de los proveedores continuó mejorando, y avanzó hacia el valor neutral (gráfico 1). Las presiones de oferta a escala global disminuyeron para todos los bienes, incluidos los productos textiles y los electrónicos. Con todo, el agravamiento de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro sigue representando un riesgo a la baja para la economía mundial tras la retirada de las restricciones asociadas al COVID-19 en China.

Gráfico 1

PMI de plazos de entrega de los proveedores

(Índices de difusión)

- Reino Unido
- Global (excluida la zona del euro)
- Japón
- Estados Unidos
- China



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023.

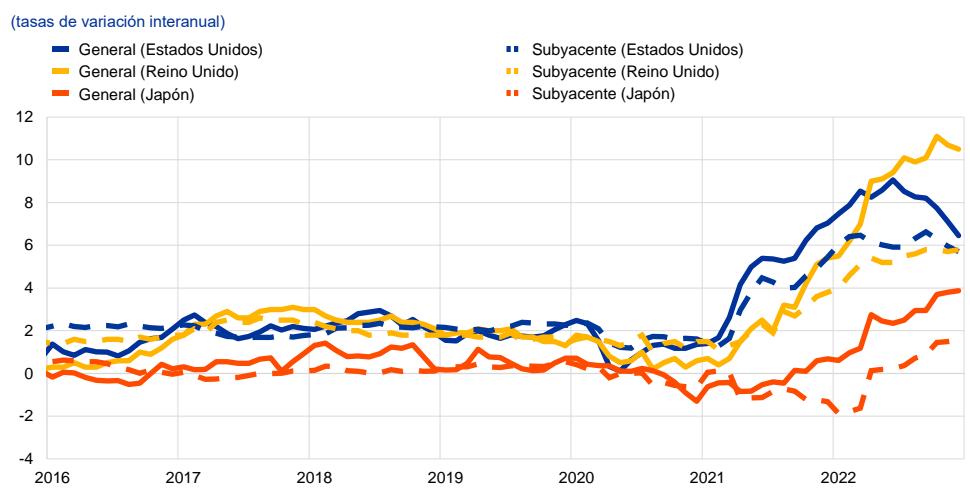
El comercio mundial perdió impulso al final de 2022, en línea con la actividad global. Las importaciones mundiales mostraron cierta capacidad de resistencia en el tercer trimestre del año (con un crecimiento intertrimestral del 0,9 %), pero las perspectivas relativas al comercio en el cuarto trimestre se han ensombrecido más. La dinámica del comercio internacional de mercancías pasó a ser negativa en noviembre, debido a la disminución de las importaciones en las economías avanzadas y en las emergentes. Los indicadores adelantados también apuntan a una reducción de los intercambios comerciales mundiales en el cuarto trimestre de 2022. En particular, los índices agregados del PMI de nuevos pedidos exteriores en las economías avanzadas y en las emergentes correspondientes a diciembre se mantuvieron por debajo de su media de largo plazo y del valor neutral. Esta evolución es acorde con la predicción a muy corto plazo (*nowcast*) del BCE sobre el comercio, según la cual las importaciones mundiales habrían experimentado una contracción en el cuarto trimestre, en un contexto de contribuciones negativas de los indicadores cuantitativos y de los datos sobre transporte.

Las presiones inflacionistas globales siguen siendo intensas, pero es posible que hayan alcanzado un máximo. En los países de la OCDE, la inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) se redujo hasta el 10,3 % (el 7 % si se excluye a Turquía) en noviembre, ya que la tasa de variación de los precios de la energía continuó descendiendo, mientras que la de los precios de los alimentos se mantuvo invariable. La inflación subyacente experimentó una disminución marginal y se situó en el 7,5 %. El avance de la inflación general en términos intertrimestrales anualizados se ralentizó por sexto mes consecutivo, prolongando la tendencia de moderación de las presiones inflacionistas. El ritmo de crecimiento de los servicios y de la inflación subyacente también empezó a frenarse en varias economías avanzadas, lo que sugiere que las presiones inflacionistas

mundiales siguen siendo intensas, aunque es posible que hayan alcanzado un máximo (gráfico 2).

Gráfico 2

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



Fuentes: OCDE, Haver Analytics y cálculos del BCE.

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

Los precios del gas natural han disminuido de forma significativa desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, como consecuencia de la desaceleración de la demanda mundial, así como de un invierno relativamente cálido y de la efectividad de las medidas de ahorro de gas (gráfico 3). Los precios del petróleo se han reducido ligeramente, un 2 %, desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, ya que el aumento previsto de la demanda tras la reapertura de China tuvo menor peso que la desaceleración económica global, que sigue incidiendo en los precios de esta materia prima. El efecto de la reapertura de este país sobre los precios del crudo ha sido relativamente limitado hasta ahora, lo que indica que el impacto del aumento de los contagios por COVID-19 provocó una caída de la actividad económica. Los precios mundiales del petróleo apenas se han visto afectados por el embargo impuesto por la UE y por el tope aplicado a los precios del crudo ruso, mientras que las sanciones han presionado a la baja el precio de venta del petróleo ruso. Con todo, existen riesgos a futuro. En particular, en febrero, el embargo de la UE y el tope a los precios se extendieron a los precios de los productos refinados del petróleo. Además, Rusia anunció que prohibirá las ventas de crudo a los países que apliquen el tope a los precios a partir de febrero. Los precios al contado y de los futuros del gas europeo se redujeron alrededor del 50 %, debido a una demanda muy baja de esta fuente de energía en Europa atribuible a un invierno inusualmente cálido y a la efectividad de las medidas de ahorro de gas. En consecuencia, los niveles de almacenamiento de gas en Europa siguen siendo elevados, lo que debería facilitar la reposición de las existencias antes del próximo invierno. No obstante, el mercado europeo de gas continúa siendo vulnerable a riesgos de abastecimiento a escala global, como un repunte de la demanda china de gas a medida que reabre su economía. El aumento de los precios de los metales (+9 %) registrado desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre ha estado

impulsado por el optimismo acerca de la demanda futura a raíz de la reapertura de China. Tras la atonía observada en 2022, la recuperación de la demanda de este país constituiría un riesgo sustancial al alza para los precios de los metales. El encarecimiento de los alimentos (+1 %) se debió a las revisiones a la baja de la oferta mundial de maíz.

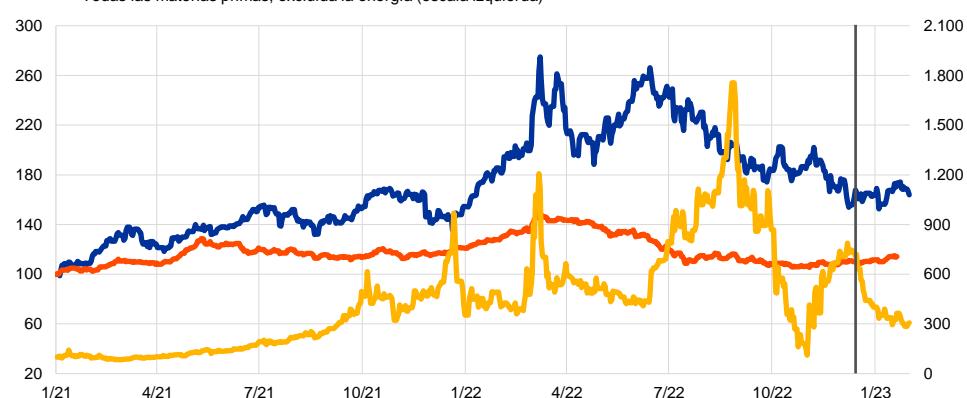
Gráfico 3

Evolución de los precios de las materias primas

(Índice: 1 de enero de 2021 = 100)

- Petróleo (escala izquierda)
- Gas (escala derecha)
- Todas las materias primas, excluida la energía (escala izquierda)

CG de diciembre



Fuentes: Refinitiv, HWWI y cálculos del BCE.

Notas: «Gas» se refiere al precio del gas en el mercado TTF de los Países Bajos. La línea vertical señala la fecha de la reunión del Consejo de Gobierno (CG) de diciembre de 2022. Las últimas observaciones corresponden al 31 de enero de 2023 para el petróleo y el gas, y al 20 de enero de 2023 para las materias primas, excluida la energía.

En Estados Unidos, la actividad económica ha mostrado mayor capacidad de resistencia de lo esperado. El PIB real creció a una tasa anualizada del 2,9 % en el cuarto trimestre de 2022. La ligera desaceleración de la actividad económica en comparación con el trimestre anterior obedeció a la mayor debilidad de la demanda interna y a una caída pronunciada de la demanda exterior neta, atribuible a una disminución más acusada de las exportaciones reales con respecto al trimestre precedente. Sin embargo, el crecimiento más vigoroso observado en la segunda mitad de 2022 en relación con el primer semestre del año oculta una tendencia subyacente a la baja del consumo privado y de la inversión durante el conjunto del año. Pese al tensionamiento del mercado de trabajo, la inflación general está disminuyendo a medida que las presiones sobre los precios de la energía se reducen. La inflación general interanual medida por el IPC se redujo hasta el 6,5 % en diciembre, mientras que la inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta situarse en el 5,7 %, debido a la desaceleración de los precios de bienes básicos que se vio parcialmente compensada por unos precios persistentemente elevados de servicios básicos. De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento para el primer semestre de 2023 siguen ensombrecidas por el deterioro adicional previsto en la inversión residencial privada, pese a la moderación de la inflación y la solidez de los mercados de trabajo.

En China, la brusca finalización de la política de COVID cero está alterando la actividad económica a corto plazo. La retirada repentina de las restricciones

relacionadas con el COVID-19 el 7 de diciembre fue sorpresiva y se produjo a raíz de las protestas que se registraron en el país contra las medidas de contención. En diciembre, el PMI del Instituto Nacional de Estadística de China, que abarcaba la última parte del mes (cuando los contagios estaban aumentando) descendió de manera acusada, en particular en lo que respecta a la actividad de los servicios. Este desplome de la demanda se vio reflejado en el índice de alta frecuencia de consumo de QuantCube para China. Los indicadores diarios de movilidad en ciudades chinas también señalaron un fuerte retroceso en diciembre que, no obstante, fue seguido de un incipiente repunte parcial en enero. Como reflejo de estas tendencias, el avance interanual del PIB se ralentizó hasta situarse en el 2,9 % en el último trimestre de 2022. Las presiones inflacionistas fueron débiles, en consonancia con la debilidad de la actividad económica. En diciembre, la inflación medida por el índice de precios industriales continuó siendo negativa por tercer mes consecutivo, mientras que la inflación interanual medida por el IPC se mantiene por debajo del 2 % desde octubre.

En Japón, la actividad económica continúa recuperándose en un contexto de inflación creciente. El PIB real habría returnedo a un crecimiento positivo en el cuarto trimestre, aunque persisten factores adversos significativos. Hasta ahora, el repunte del consumo privado real ha sido modesto, y el gasto real del sector privado en bienes aún se sitúa por debajo de los niveles registrados antes del COVID-19. Al mismo tiempo, la actividad manufacturera se debilitó en el cuarto trimestre de 2022, lastrada por la moderación de la demanda mundial y la ralentización de la recuperación de las restricciones de oferta. La inflación general aumentó de nuevo y se situó en el 4 % en diciembre, en gran parte sustentada por la subida de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos. La inflación subyacente experimentó un incremento marginal desde el 1,5 % registrado en noviembre hasta el 1,6 % en diciembre. De cara al futuro se espera que la inflación general se reduzca ligeramente en 2023, como consecuencia de las menores presiones sobre los costes de las importaciones, de la mayor fortaleza del yen y de las subvenciones a la energía.

En el Reino Unido se prevé que el dinamismo del crecimiento siga debilitándose. Aunque los datos del PIB mensual sorprendieron al alza en noviembre —con un ligero aumento debido a la intensa actividad en los servicios— la mayoría de los indicadores coyunturales apuntan a una debilidad prolongada del ritmo de crecimiento, ya que los hogares siguen afrontando caídas de los salarios reales, unas condiciones financieras restrictivas y una corrección en el mercado de la vivienda. Las huelgas generalizadas de empleados públicos en este país en diciembre y enero también lastrarán la actividad. La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 10,5 % en diciembre. Este descenso volvió a estar determinado principalmente por la contribución negativa de los precios de los carburantes, que se vio solo parcialmente compensada por la subida de los precios de los alimentos, los restaurantes y los hoteles. La inflación subyacente se mantuvo estable en el 6,3 % en diciembre, en gran parte como consecuencia del encarecimiento de los servicios.

Las perspectivas para las economías emergentes siguen siendo débiles. Los datos procedentes de encuestas correspondientes a diciembre señalan un nuevo

retroceso de la producción manufacturera en los grandes países emergentes, salvo en India y Rusia. Además, las perspectivas para las economías emergentes, aproximadas por los nuevos pedidos exteriores, han empeorado en todos los países. En concreto, Asia —centro neurálgico mundial de fabricación de productos tecnológicos— parece haberse visto afectada de forma significativa por el debilitamiento de la demanda mundial, como pone de manifiesto la disminución de las exportaciones de semiconductores. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IPC descendió en algunos países emergentes, pero continúa siendo elevada y es probable que sea persistente. Los datos de diciembre sugieren que la inflación subyacente se mantuvo prácticamente estable y que ya está superando a la inflación general en varios países.

2

Actividad económica

El crecimiento de la economía de la zona del euro se ralentizó en el segundo semestre de 2022. En el cuarto trimestre el crecimiento fue del 0,1 %, frente al 0,3 % del tercero. La debilidad de la actividad mundial y la elevada incertidumbre geopolítica, debido especialmente a la injustificada guerra de Rusia contra Ucrania, son factores que siguen lastrando el crecimiento de la zona del euro. Junto con la alta inflación y unas condiciones de financiación más restrictivas, estos factores están frenando el gasto y la producción, especialmente en el sector manufacturero. No obstante, los cuellos de botella en la oferta están disminuyendo gradualmente, el suministro de gas es ahora más seguro, las empresas aún están reduciendo las abultadas carteras de pedidos pendientes y la confianza está mejorando. Asimismo, la actividad del sector servicios ha resistido, apoyada por la continuación de los efectos de la reapertura de la economía y una mayor demanda de actividades de ocio. La subida de los salarios y la reciente disminución de la inflación de la energía también deberían atenuar la pérdida de poder adquisitivo experimentada por muchas personas como resultado de la elevada inflación, lo que, a su vez, respaldará el consumo. En general, la economía ha mostrado una capacidad de resistencia mayor de la esperada y debería recuperarse en los próximos trimestres. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento económico están más equilibrados.

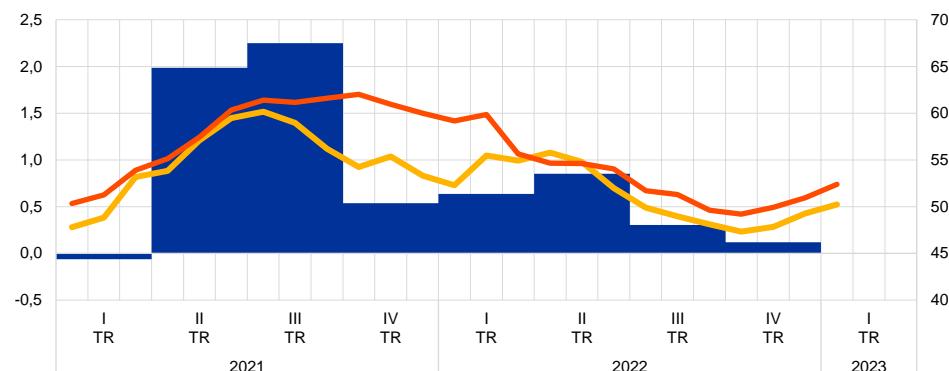
El crecimiento económico de la zona del euro se ralentizó en el segundo semestre de 2022. Tras el dinamismo observado en la evolución económica en la primera mitad de 2022, el crecimiento disminuyó considerablemente hasta situarse en el 0,3 % en el tercer trimestre y en el 0,1 % en el último trimestre del pasado año (gráfico 4). Aunque el vigoroso crecimiento observado previamente tuvo su origen en la recuperación de la demanda de servicios intensivos en contacto fruto de la reapertura económica que siguió a la retirada de las restricciones relacionadas con la pandemia en el primer semestre de 2022, la escalada de los precios de la energía empezó a frenar el gasto y la producción en el segundo semestre. La zona del euro también se ha visto afectada por el impacto del debilitamiento de la demanda mundial, junto con una política monetaria más restrictiva en muchas grandes economías. Pese a que aún no se dispone de un desglose del crecimiento, los indicadores coyunturales y los datos nacionales publicados sugieren que la demanda interna y la variación de existencias contribuyeron negativamente al crecimiento en el cuarto trimestre, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue positiva. Según una primera estimación del crecimiento anual en 2022 basada en datos trimestrales desestacionalizados y ajustados de efectos de calendario, el PIB creció un 3,5 %. Se estima un efecto arrastre sobre el crecimiento en 2023 del 0,5 %, ligeramente por debajo de la contribución media histórica¹.

¹ Esto implica que el PIB crecería un 0,5 % en 2023 si todas las tasas de crecimiento intertrimestral del año fueran cero (es decir, si los niveles trimestrales de PIB se mantienen en el mismo nivel que en el cuarto trimestre de 2022).

Gráfico 4**PIB real de la zona del euro, PMI compuesto de actividad y ESI**

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

- PIB real (escala izquierda)
- PMI compuesto de actividad (escala derecha)
- PMI compuesto de actividad (escala derecha)



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

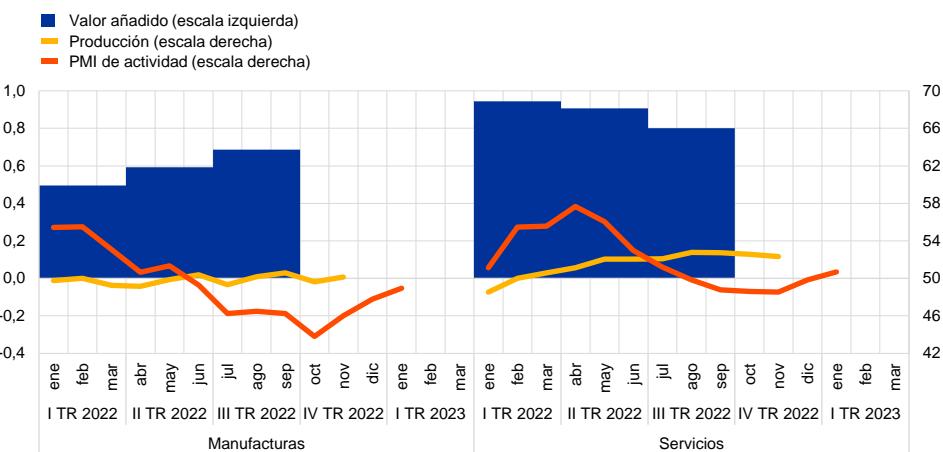
Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea se normaliza y reescaliza para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto de actividad. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2022 para el PIB real y a enero de 2023 para el ESI y el PMI.

Pese a la persistente debilidad, los indicadores económicos recientes proporcionan señales dispares sobre el crecimiento del PIB a principios del año. En enero, el PMI compuesto de actividad de la zona del euro se situó en 50,2, por encima de su media del cuarto trimestre y en línea con un nivel de producción prácticamente estancado. Mientras que el PMI de las manufacturas aún apunta a una contracción en el primer trimestre de 2023, el PMI de los servicios se sitúa ahora en una cota ligeramente superior a 50, lo que indica un crecimiento lento, pero positivo (gráfico 5). Aunque las perspectivas mejoraron algo en enero para ambos sectores, su evolución se está viendo afectada por las disrupciones en las cadenas de suministro que, pese a estar disminuyendo, todavía continúan, así como por los altos precios de las materias primas y la elevada incertidumbre global asociada. Los participantes en la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), realizada a principios de enero, preveían un crecimiento negativo en el primer trimestre que volvería a ser positivo en el segundo². A medida que vayan remitiendo los efectos de la invasión rusa de Ucrania, como la persistencia de una inflación alta, la incertidumbre aún elevada y la reducida demanda externa, se espera una recuperación gradual gracias a la capacidad de resistencia del mercado laboral y las medidas de apoyo fiscal.

² Véase «The ECB Survey of Professional Forecasters – First Quarter of 2023», BCE, Frankfurt am Main, febrero de 2023.

Gráfico 5**Valor añadido, producción y PMI de las manufacturas y los servicios**

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



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

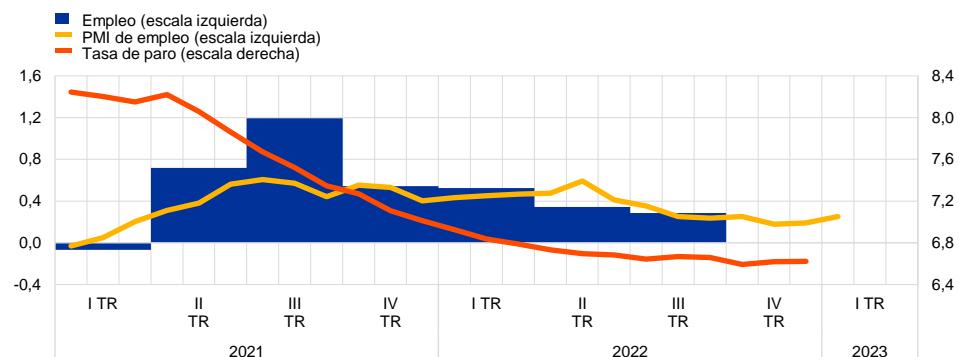
Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2022 para el valor añadido y a enero de 2023 para el PMI de actividad. En el panel de las manufacturas, la última observación para la producción corresponde a noviembre de 2022, mientras que en el panel de los servicios se refiere a octubre de 2022 (con una estimación para noviembre de 2022 basada en los datos nacionales publicados).

El mercado de trabajo de la zona del euro mantiene su vigor, pero está perdiendo algo de impulso. La tasa de paro se situó en el 6,6 % en diciembre de 2022, sin cambios con respecto a noviembre y 0,8 puntos porcentuales por debajo de los niveles observados antes de la pandemia, en febrero de 2020 (gráfico 6). En términos intertrimestrales, el empleo total registró un avance del 0,3 % en el tercer trimestre de 2022, después de crecer un 0,4 % en el segundo, básicamente en consonancia con la evolución de la actividad económica. Como resultado de la recuperación de la economía tras la retirada de las restricciones asociadas a la pandemia, prácticamente se dejó de recurrir a los programas de mantenimiento del empleo, con lo que el porcentaje de la población activa acogido a estos programas volvió a situarse en la cota previa a la pandemia, en torno al 0,3 %, al final de 2022. El total de horas trabajadas en el tercer trimestre del año superó en un 0,2 % los niveles prepandémicos. Entre los principales sectores económicos, en la industria se trabajaron menos horas en el tercer trimestre de 2022 que antes de la crisis de la pandemia, mientras que en los servicios públicos y en la construcción el total de horas trabajadas en el citado trimestre superó los niveles previos a la pandemia.

Gráfico 6

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

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



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2022 para el empleo, a enero de 2023 para el PMI de empleo y a diciembre de 2022 para la tasa de paro.

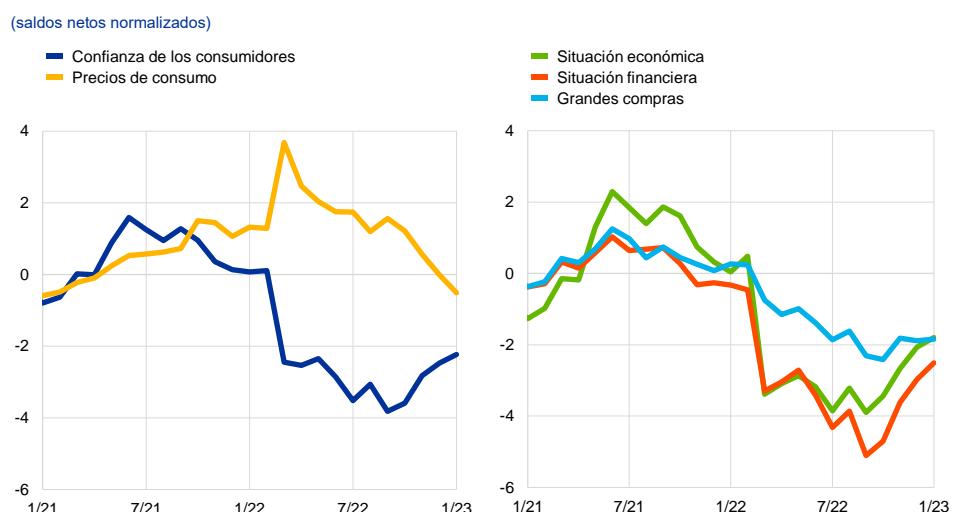
Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo siguen apuntando a que, en general, el mercado laboral de la zona del euro mantendrá su capacidad de resistencia, con algunas señales de estabilización. En enero, el PMI compuesto de empleo se situó en 52,5. Este valor superior a 50 sugiere que el empleo seguirá creciendo, aunque no con tanta fuerza como se indicaba en la segunda mitad de 2022. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, el PMI de empleo continúa señalando un crecimiento robusto del empleo en los servicios y las manufacturas, mientras que sigue mostrando signos de desaceleración en la construcción.

Es probable que el consumo privado mostrara falta de dinamismo en el último trimestre de 2022. La dinámica positiva del consumo de los hogares hasta el tercer trimestre del año se sustentó principalmente en el consumo de servicios, que aumentó con la reapertura de la economía, mientras que el consumo de bienes mantuvo su debilidad. La persistencia de una inflación elevada y unas condiciones de financiación más restrictivas frenaron el gasto en la zona del euro en el cuarto trimestre, pese a que hubo algunas noticias positivas en los últimos datos cuantitativos, lo que también se vio respaldado por la disminución de las perturbaciones de oferta en el sector automovilístico. En consecuencia, las matriculaciones de automóviles siguieron creciendo en diciembre, y en el cuarto trimestre se situaron un 12,6 % por encima del nivel observado en el tercero. La encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey* o CTS, por sus siglas en inglés) del BCE sugiere un número elevado de matriculaciones, debido a cierta reducción de las existencias de vehículos semiterminados, pero indica también que los plazos de entrega todavía son dilatados, aunque se estén acortando ligeramente, y que se espera que las restricciones de oferta continúen siendo un factor que influya a lo largo de 2023. En octubre y noviembre, en términos agregados, las ventas minoristas permanecieron un 0,6 % por debajo del nivel observado en el tercer trimestre, lo que señala una probable contracción del gasto en bienes en el último trimestre. De cara al futuro, los datos económicos cualitativos más recientes apuntan a cierta capacidad de resistencia del gasto en consumo a principios del año, pese a

la persistencia de factores adversos. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea siguió recuperándose en el último trimestre de 2022 (panel izquierdo del gráfico 7) y se situó por encima de su nivel del tercer trimestre, impulsado principalmente por la mejora de las expectativas económicas y financieras de los hogares (panel derecho del gráfico 7), y continuó mejorando en enero. Las últimas encuestas de opinión de la Comisión Europea indican también que la demanda esperada de servicios de alojamiento, restauración, y turismo y viajes se mantuvo sólida a principios del año, así como una cierta recuperación de las expectativas de gasto en grandes compras de los hogares en el cuarto trimestre. Esto también se ve confirmado en la última encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), que apunta a unas expectativas de demanda de vacaciones y de compras de bienes de consumo duradero más favorables en los próximos doce meses. Aunque la renta real disponible de los hogares resistió bastante bien gracias al vigor del mercado de trabajo y al apoyo fiscal, se contrajo ligeramente en el tercer trimestre y es probable que siga disminuyendo, lo que frenaría el gasto en consumo. Con todo, la utilización del ahorro debería contribuir a suavizar el consumo en cierta medida ante la debilidad de la renta real disponible. La tasa de ahorro descendió desde el 14,9 % en el primer trimestre de 2022 hasta el 13,2 % en el tercero, el mismo nivel que al final de 2019. Asimismo, la última encuesta CES indica que los consumidores esperan gastar menos como consecuencia del endurecimiento en curso de las condiciones de financiación.

Gráfico 7

Expectativas de los hogares



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN) y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023.

La inversión empresarial habría sido débil en el cuarto trimestre de 2022. Tras registrar un crecimiento intertrimestral del 7,7 % en el tercer trimestre (el 1,2 % si se excluyen los activos intangibles de Irlanda), el PMI de nuevos pedidos y el PMI de producción del sector de bienes de equipo sugieren que la inversión empresarial en el cuarto trimestre fue débil. Entretanto, la producción de bienes de equipo creció un 3 %

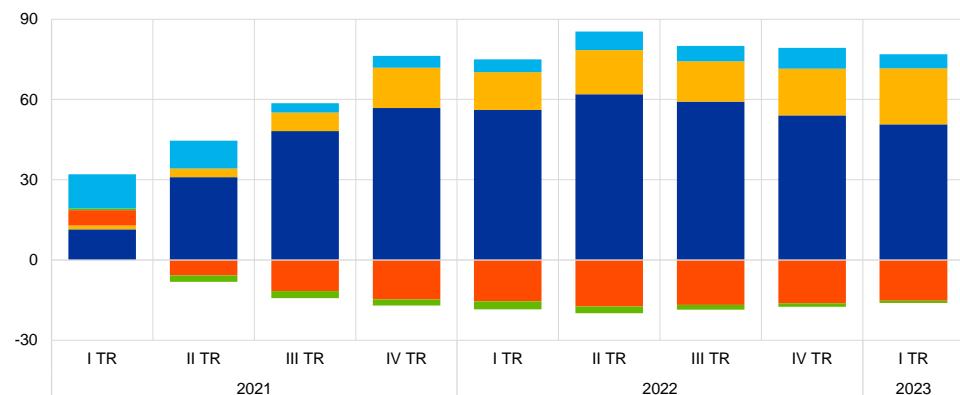
en los dos primeros meses del cuarto trimestre con respecto al tercer trimestre de 2022. Según la encuesta CTS de enero, las perspectivas de inversión en 2023 son relativamente favorables entre las empresas más grandes, pese al aumento de los costes asociado a los precios de la energía, los salarios y las condiciones de financiación³. Los indicadores de opinión de la Comisión muestran que, desde una perspectiva histórica, la disponibilidad de espacio y/o equipos y de mano de obra siguieron siendo los factores más acuciantes que limitaban la producción en el sector de bienes de equipo en el primer trimestre de 2023 (gráfico 8).

Gráfico 8

Factores limitadores de la producción en el sector de bienes de equipo

(variaciones de los saldos netos corregidos por la media)

- Escasez de espacio y/o equipos
- Escasez de mano de obra
- Demanda insuficiente
- Restricciones financieras
- Otros factores



Fuentes: Comisión Europea (DG-ECFIN) y cálculos del BCE.

Notas: Saldos netos ajustados por la media del período 2000-2019. Las últimas observaciones, referidas al primer trimestre de 2023, proceden de los datos publicados correspondientes a enero de 2023.

La inversión en vivienda se mantuvo débil en el último trimestre de 2022. Tras registrar dos descensos intertrimestrales consecutivos en el segundo y tercer trimestre de 2022, la inversión residencial prácticamente se habría estancado en el cuarto trimestre, según varios indicadores coyunturales. La producción del segmento de construcción de edificios en octubre y noviembre se situó, en promedio, un 0,5 % por encima del nivel observado en el tercer trimestre. Sin embargo, el número de visados de obra nueva —un indicador adelantado de la actividad constructora— siguió cayendo en el citado trimestre, lo que señala una disminución de nuevos proyectos en preparación y, por lo tanto, las débiles perspectivas a corto plazo para el sector de la construcción. Además, el PMI de actividad de la construcción residencial se adentró más en terreno contractivo, situándose de media en 40,8 en el cuarto trimestre, frente a un valor de 44,4 en el tercero. Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea relativa a la construcción, el índice de tendencias de actividad de la construcción también se mantuvo contenido hasta enero, debido principalmente a la caída de la demanda y al endurecimiento de las condiciones financieras, mientras que la escasez de mano de obra y de materiales disminuyó. Las

³ Véase el recuadro titulado «[Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#)» en este Boletín Económico.

encuestas del BCE confirman el debilitamiento de la demanda de inversión residencial. La encuesta CES de diciembre reveló un empeoramiento de la percepción de los hogares sobre el mercado de la vivienda en un contexto de condiciones de financiación más restrictivas desde el inicio de 2022. En la encuesta CTS de enero de 2023 los participantes de empresas de construcción también señalaron un debilitamiento generalizado de la demanda en este sector, pese a la capacidad de resistencia observada en algunos países. En general, el descenso de la demanda debería seguir lastrando la inversión residencial a corto plazo.

El dinamismo de las exportaciones de la zona del euro se estabilizó en noviembre, mientras que las importaciones nominales disminuyeron y las perspectivas del comercio mejoraron ligeramente. En noviembre de 2022, las exportaciones nominales de bienes a países que no pertenecen a la zona del euro aumentaron de forma moderada después de descender en octubre, mientras que las importaciones de bienes de fuera de la zona continuaron reduciéndose considerablemente. El saldo de la balanza de bienes pasó a registrar un superávit en noviembre, principalmente como consecuencia de la caída de los precios de la energía importada. Las importaciones reales también se moderaron a medida que los niveles de almacenamiento de gas se acercaban a su plena capacidad⁴. Los datos de alta frecuencia sobre comercio apuntan a que los cuellos de botella en la oferta siguieron disminuyendo en el cuarto trimestre de 2022, respaldando las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro. Los indicadores de opinión sobre nuevos pedidos señalan un comportamiento débil de la actividad exportadora tanto de bienes como de servicios en los próximos meses, pero esta debilidad podría ser menos acusada de lo que suelen sugerir estos indicadores, dado que la disminución de los cuellos de botella en la oferta permite que las empresas sigan reduciendo sus carteras de pedidos pendientes. Los PMI *flash* de nuevos pedidos exteriores de bienes y servicios de enero de 2023 permanecieron en terreno contractivo, pero apuntan a cierta estabilización. Tras la fortaleza exhibida en la temporada estival, los indicadores de turismo se moderaron en noviembre y diciembre en términos desestacionalizados.

⁴ Para más información sobre el efecto de los elevados precios de la energía en los patrones de producción industrial y comercio, véase el recuadro titulado «[¿Cómo ha afectado la subida de los precios de la energía a la producción industrial y a las importaciones?](#)» en este Boletín Económico.

3

Precios y costes

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación de la zona del euro siguió disminuyendo en enero hasta situarse en el 8,5 %. La estimación de avance se ha calculado utilizando estimaciones de Eurostat para Alemania. Este descenso fue atribuible, sobre todo, a una nueva y acusada caída de la tasa de variación de los precios de la energía. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas continuaron siendo intensas en todos los sectores, en parte debido a que los altos costes de la energía siguieron transmitiéndose al conjunto de la economía. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, permaneció en el 5,2 % en enero, y los últimos datos disponibles también muestran que otros indicadores de la inflación subyacente se mantienen en niveles elevados. Los salarios han crecido a un ritmo más rápido, prácticamente en consonancia con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre, respaldados por la solidez de los mercados de trabajo y por el hecho de que las negociaciones salariales se están centrando principalmente en la convergencia con el elevado nivel de inflación. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, aunque requieren un seguimiento continuo.

La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se redujo en enero de 2023 por tercer mes consecutivo, gracias al menor ritmo de variación de los precios de la energía.

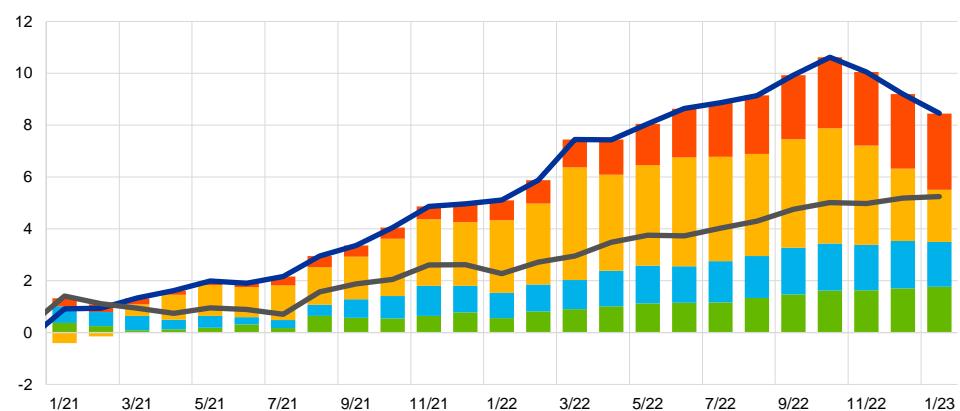
Esta nueva caída —desde el 9,2 % en diciembre de 2022 hasta el 8,5 % en enero de 2023— reflejó una disminución considerable de la tasa de crecimiento de los precios energéticos, del 25,5 % al 17,2 %. Al mismo tiempo, la tasa de variación de los precios de los alimentos siguió aumentando y pasó del 13,8 % en diciembre al 14,1 % en enero, y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), no varió con respecto a diciembre y se mantuvo en el 5,2 %. Esto sugiere que los efectos retardados causados por el fuerte incremento de los costes de la energía y de otros insumos, los cuellos de botella en la oferta y la demanda embalsada continuaron sosteniendo las presiones inflacionistas. Si bien la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a aumentar hasta alcanzar un nuevo récord del 6,9 %, la correspondiente a los servicios se redujo del 4,4 % en diciembre al 4,2 % en enero (gráfico 9).

Gráfico 9

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- IAPC general
- IAPCX
- Energía
- Alimentos
- Bienes industriales no energéticos
- Servicios



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 enero de 2023.

El descenso de la tasa de variación de los precios de la energía en la zona del euro en enero de 2023 reflejó tanto una caída intermensual del nivel de precios como un fuerte efecto de base a la baja, debido a que la importante subida de los precios que se produjo un año antes quedó fuera del cálculo de la tasa interanual. Las divergencias entre países en el ritmo de variación de los precios de la energía siguieron siendo notables, debido, entre otros factores, a diferencias en los *mix* de producción energética, los enfoques regulatorios y las implicaciones de las diversas medidas fiscales aplicadas para compensar la escalada de los precios, así como la distinta cobertura de los tipos de contratos en el IAPC. La tasa de crecimiento de los precios de producción de la energía empezó a disminuir en septiembre de 2022, desde el máximo del 117,3 % alcanzado en agosto hasta el 55,7 % en noviembre (gráfico 10).

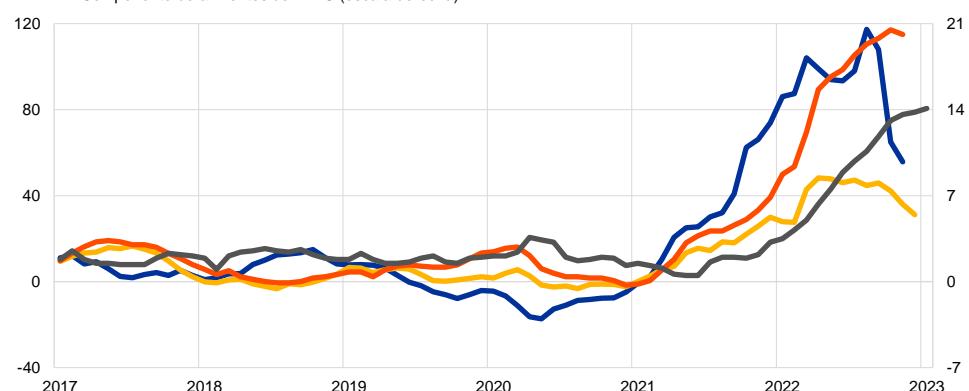
La tasa de variación de los precios de los alimentos de la zona del euro siguió aumentando como consecuencia de una nueva subida de los precios de los alimentos elaborados. Esta evolución es acorde con una transmisión todavía intensa de las presiones latentes de costes, que se tradujo en una tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados del 14,9 % en enero, frente al 14,3 % de diciembre. Al mismo tiempo, la tasa correspondiente a los alimentos no elaborados continuó disminuyendo, hasta situarse en el 11,6 % en enero, desde el 12 % de diciembre, lo que probablemente refleje las correcciones de anteriores repuntes de los precios relacionados con la sequía del verano pasado, entre otros factores (gráfico 10).

Gráfico 10

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

(tasas de variación interanual)

- Índice de precios industriales – energía
- Precios agrícolas en origen de la zona del euro
- Índice de precios industriales – fabricación de productos alimenticios (escala derecha)
- Componente de alimentos del IAPC (escala derecha)



Fuente: Eurostat.

Notas: «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023 para el componente de alimentos del IAPC, a diciembre de 2022 para los precios agrícolas en origen de la zona del euro y a noviembre de 2022 para los demás indicadores.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente de la zona del euro se mantuvieron en niveles elevados durante el período analizado, aunque los datos más recientes muestran señales ambivalentes (gráfico 11). Esta evolución se debió a factores como los efectos indirectos de los precios de la energía y de los alimentos y el impacto de la reapertura de la economía, pese a la disminución reciente de los cuellos de botella en la oferta. La inflación medida por el IAPCX, excluidos los componentes más volátiles de servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y el calzado (IAPCXX), aumentó desde el 4,8 % en noviembre hasta el 5 % en diciembre. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, se elevó hasta el 5,9 % en diciembre, desde el 5,8 % de noviembre. Muchos de estos indicadores de la inflación subyacente basados en la exclusión de componentes se utilizan como indicadores desfasados, dado que los datos se presentan en tasas de variación interanual. El PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos, que se construye filtrando las perturbaciones a más corto plazo y los desarrollos idiosincrásicos de los componentes del IAPC, ha continuado disminuyendo en los últimos meses, y ha caído desde el 5,3 % en noviembre hasta el 4,7 % en diciembre⁵. El PCCI incluye componentes energéticos y, por tanto, su descenso refleja el menor ritmo de variación mensual de los precios de la energía. El PCCI, excluida la energía, también se ha reducido ligeramente desde septiembre y en diciembre se situó en el 4,1 %. Más en general, las tasas de variación a corto plazo de varios indicadores de la inflación subyacente, medida en términos de la

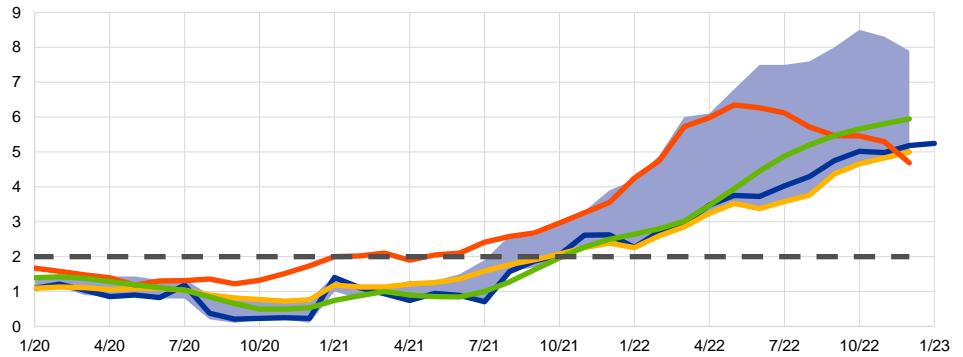
⁵ Véase «PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area», *Statistics Paper Series*, n.º 38, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main, octubre de 2020.

evolución intermensual o intertrimestral, han comenzado a señalar presiones inflacionistas más moderadas.

Gráfico 11
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)

- Rango de indicadores de la inflación subyacente
- IAPCX
- IAPCXX
- PCCI
- Supcore



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

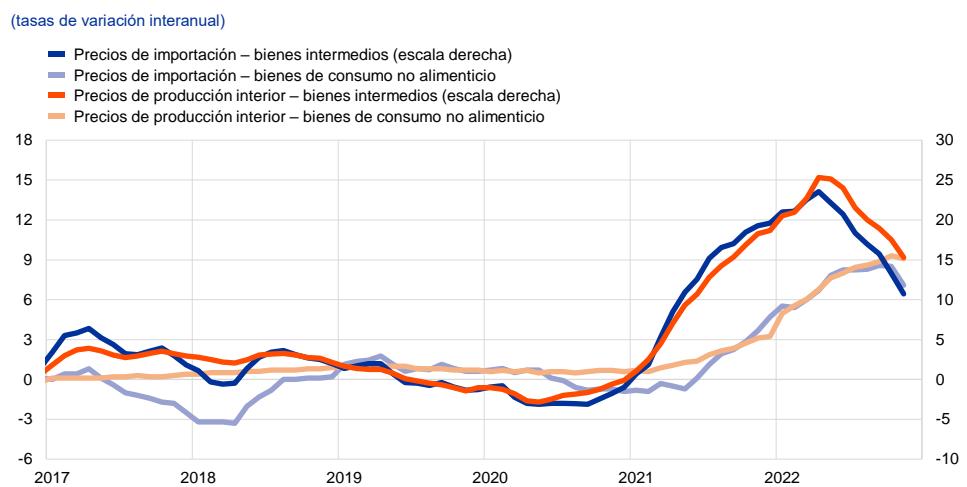
Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluido la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX; el IAPCXX; las medias recortadas al 10 % y al 30 % y la mediana ponderada. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. «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 enero de 2023 para el IAPCX y a diciembre de 2022 para los demás indicadores.

La evolución de los salarios y de los costes laborales ha sido un factor clave en el grado de persistencia de la inflación subyacente en la zona del euro durante el período considerado. Los últimos datos disponibles sugieren que las presiones salariales se están intensificando, aunque se mantienen en niveles moderados. La tasa de crecimiento de los salarios negociados aumentó desde el 2,5 % en el segundo trimestre hasta el 2,9 % en el tercer trimestre. El crecimiento de los salarios reales, medido por la remuneración por asalariado o por hora, continuó viéndose afectado por las distorsiones registradas durante el período de pandemia. Las tasas de crecimiento interanual de estos dos indicadores salariales se situaron en el 3,9 % y el 2,9 %, respectivamente, en el tercer trimestre de 2022, un nivel inferior al del trimestre precedente, pero que refleja, sobre todo, efectos de base. Se aprecian señales más claras de intensificación de las presiones salariales en los próximos meses derivadas de las negociaciones salariales que se concluyeron en 2022.

Si bien se observan algunas señales de relajación de las presiones latentes en la zona del euro durante el período analizado, la tasa de variación de los bienes industriales no energéticos siguió aumentando hasta situarse en el 6,9 % en enero de 2023. Los datos de noviembre muestran que estas presiones han comenzado a remitir en las primeras fases del proceso de formación de precios, como se reflejó en las tasas de crecimiento intermensual negativas de los precios de importación y de los de producción interior de los bienes intermedios. Estas presiones han comenzado también a suavizarse en las fases posteriores del proceso, y la tasa de crecimiento intermensual de los precios de producción interior de los bienes no alimenticios se moderó hasta situarse en el 0,2 % en noviembre, un nivel

próximo a su media histórica del 0,1 %. Al mismo tiempo, aunque las tasas de variación interanual de los precios de importación y de los precios de producción se fueron reduciendo, han seguido siendo altas, lo que indica presiones latentes acumuladas que podrían hacer que los precios de los bienes de consumo continúen aumentando a una tasa elevada durante algún tiempo (gráfico 12).

Gráfico 12
Indicadores de presiones latentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2022.

Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro registraron un descenso marginal hasta situarse en niveles próximos al 2 %, y fueron acordes, en general, con los indicadores de mercado de la compensación por inflación (gráfico 13). Según la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2023, las expectativas medias de inflación a largo plazo (para 2027) se redujeron hasta el 2,1 %. La encuesta de Consensus Economics de enero de 2023 señaló que las expectativas a largo plazo se habían mantenido prácticamente sin variación en el 2,1 %. En la encuesta a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) del BCE de febrero de 2023, la expectativa mediana de inflación a largo plazo permaneció inalterada en el 2 %. Estos datos sugieren que los participantes en la encuesta esperan un rápido descenso de la inflación a corto plazo y apuntan a un anclaje de las expectativas a más largo plazo. La encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de noviembre de 2022 también indicó que las expectativas de inflación a tres años vista se habían mantenido relativamente estables en torno al 3 %⁶. En conjunto, los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) registraron, en general, un descenso durante el período analizado; la variación más acusada se observó a muy corto plazo, con datos de inflación más bajos de lo esperado y un descenso de los precios de la energía. Los indicadores de opinión sugieren que los participantes en el mercado esperan que la inflación retorne

⁶ Véase «[Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – noviembre de 2022](#)», nota de prensa, BCE, Frankfurt am Main, 12 de enero de 2023.

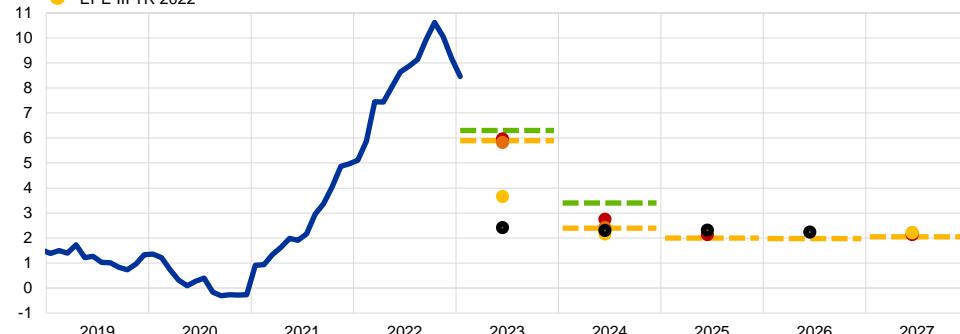
a niveles próximos al 2 % en el transcurso de 2023, más rápido de lo anticipado en la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre. Aunque los indicadores de la compensación por inflación a corto plazo registraron una fuerte caída, los indicadores (prospectivos) de las expectativas a más largo plazo se mantuvieron más estables. El tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años apenas varió y se situó en torno al 2,3 %. Sin embargo, es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en el mercado, dado que contienen primas de riesgo de inflación que compensan ese riesgo.

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual)

- IAPC
- Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema (diciembre de 2022)
- Consensus Economics – IAPC
- Indicadores de mercado de la compensación por inflación (1 de febrero de 2023)
- EPE I TR 2023
- EPE IV TR 2022
- EPE III TR 2022



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema 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 y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 1 de febrero de 2023. La encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre de 2023 se realizó entre el 6 y el 12 de enero de 2023. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue enero de 2023. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del Eurosystema fue el 30 de noviembre de 2022. Las últimas observaciones del IAPC corresponden a enero de 2023.

Los riesgos para las perspectivas de inflación en la zona del euro pasaron a estar más equilibrados durante el período analizado, especialmente a corto plazo. Entre los riesgos alcistas, las presiones latentes actuales aún podrían llevar a una subida de los precios minoristas en el corto plazo. Además, un repunte económico más fuerte de lo esperado en China podría dar un nuevo impulso a los precios de las materias primas y a la demanda externa. A medio plazo, los riesgos al alza se derivan principalmente de factores internos, como un aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo del BCE o subidas salariales mayores de lo previsto. En cambio, un descenso de los costes de la energía y un debilitamiento adicional de la demanda suavizarían las presiones inflacionistas.

4

Evolución de los mercados financieros

Durante el período de referencia (del 15 de diciembre de 2022 al 1 de febrero de 2023), las expectativas de los participantes en los mercados relativas a los tipos de interés oficiales aumentaron sustancialmente en un primer momento, en consonancia con la comunicación del Consejo de Gobierno de diciembre sobre la necesidad de seguir endureciendo la política monetaria para asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2 % a medio plazo. Posteriormente, las expectativas sobre los tipos de interés oficiales más allá de las siguientes reuniones se redujeron en un contexto de percepción de los mercados de que las presiones inflacionistas podrían estar disminuyendo. En consecuencia, al final del período de referencia, los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo se situaban en niveles más altos, mientras que los tipos libres de riesgo a largo plazo habían revertido en parte su ascenso inicial, finalizando dicho período en cotas algo más elevadas. La evolución de los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro prácticamente fue acorde con la de los tipos de interés libres de riesgo, y los diferenciales soberanos apenas registraron cambios. La percepción de los mercados de que las presiones inflacionistas podrían estar remitiendo favoreció a los activos de riesgo, compensando, en última instancia, el freno que supuso el incremento de los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo. Como resultado, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon y los precios de las acciones aumentaron de forma acusada. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en cierta medida.

Tras la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se incrementaron cuando los participantes en el mercado revisaron al alza sus expectativas sobre los tipos de interés oficiales. Durante el período de referencia, el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en 185 puntos básicos, y pasó de una media de 140 puntos básicos entre el 15 y el 20 de diciembre a registrar un promedio de 190 puntos básicos después del 20 de diciembre, es decir, durante el período de mantenimiento de reservas posterior a la subida de tipos de interés de diciembre del BCE. El exceso de liquidez se redujo en unos 358 mm de euros, hasta situarse en 4.128 mm de euros, principalmente como consecuencia del reembolso de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico en diciembre. La curva *forward* del OIS (*overnight index swap*) —basada en el tipo de interés de referencia (€STR)— inicialmente se desplazó al alza en todos los plazos de vencimiento, como consecuencia de la comunicación del Consejo de Gobierno de diciembre de que los tipos de interés tendrán que incrementarse aún significativamente. Durante el resto del período de referencia, los tipos *forward* para horizontes más allá de mediados de 2023 disminuyeron, debido a la percepción de los mercados de que las presiones inflacionistas podrían remitir con el tiempo. Al final del período analizado, dicha curva descontaba casi completamente subidas de los tipos de 50 puntos básicos en las reuniones del Consejo de Gobierno de febrero y de marzo, seguidas de incrementos adicionales

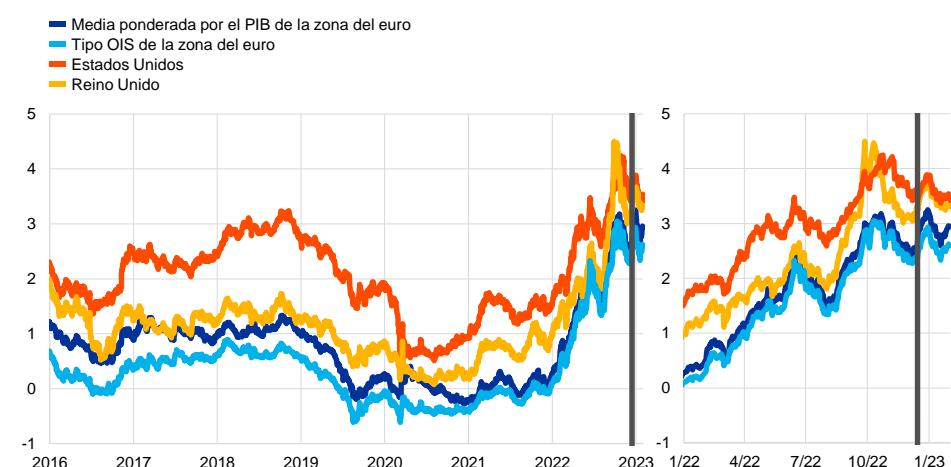
de 30 puntos básicos en total, lo que implicaba que a mediados de 2023 se alcanzaría un tipo máximo de alrededor del 3,4 %.

Los rendimientos soberanos a largo plazo se elevaron ligeramente, dado que el incremento inicial asociado a las expectativas de aumento de los tipos de interés oficiales a corto plazo se vio compensado, en parte, por las expectativas de los mercados de que las presiones inflacionistas podrían estar disminuyendo (gráfico 14). Esta evolución general oculta importantes oscilaciones durante el período, ya que, inicialmente, los rendimientos de los bonos a largo plazo aumentaron de forma sustancial ante las expectativas de nuevas subidas de los tipos oficiales tras la comunicación del Consejo de Gobierno de diciembre. Sin embargo, desde principios del año, el incremento inicial de estos rendimientos se ha revertido parcialmente a raíz de la publicación de unos datos de inflación más baja de lo esperado y de la moderación de los precios de la energía. En conjunto, el rendimiento medio de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se sitúa en torno al 2,9 %, lo que representa un aumento de 19 puntos básicos con respecto a la fecha de la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre. Del mismo modo, los rendimientos de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos, Reino Unido y Alemania se sitúan aproximadamente en el 3,4 %, el 3,3 % y el 2,3 %, respectivamente. En general, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro evolucionaron en sincronía con los tipos de interés libres de riesgo. En consecuencia, el diferencial medio entre el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el tipo OIS se mantuvo relativamente estable en unos 0,3 puntos porcentuales.

Gráfico 14

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (15 de diciembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 1 de febrero de 2023.

Los diferenciales de los bonos corporativos se estrecharon durante el período de referencia, y la disminución más pronunciada se observó en el

segmento de alta rentabilidad. Durante el período considerado, la percepción de los mercados de que las perspectivas económicas estaban mejorando y que las presiones inflacionistas podrían estar remitiendo impulsó el apetito por el riesgo, lo que en último término se tradujo en un estrechamiento de los diferenciales de los bonos corporativos. Los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad registraron una caída de unos 46 puntos básicos, mientras que los de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión descendieron en torno a 14 puntos básicos.

Los mercados bursátiles europeos se anotaron fuertes subidas durante el período de referencia. Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron de forma acusada y superaron los de valores comparables del resto del mundo, ya que la mejora general del apetito por el riesgo compensó el lastre que supuso el incremento de los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo y parte de la caída de las expectativas de beneficios. Las subidas de las cotizaciones en los mercados de renta variable se distribuyeron de forma desigual, y las de los bancos superaron a las de las sociedades no financieras en un entorno de tipos de interés más altos, lo que puede favorecer al sector bancario mediante incrementos de los márgenes de intermediación. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras aumentaron en torno al 7 %, mientras que los de las acciones bancarias se incrementaron alrededor del 22 %. La diferencia entre las sociedades no financieras y los bancos fue menos pronunciada en Estados Unidos, donde las cotizaciones registraron alzas de aproximadamente el 6 % en el caso de las primeras y en torno al 12 % en el de los bancos.

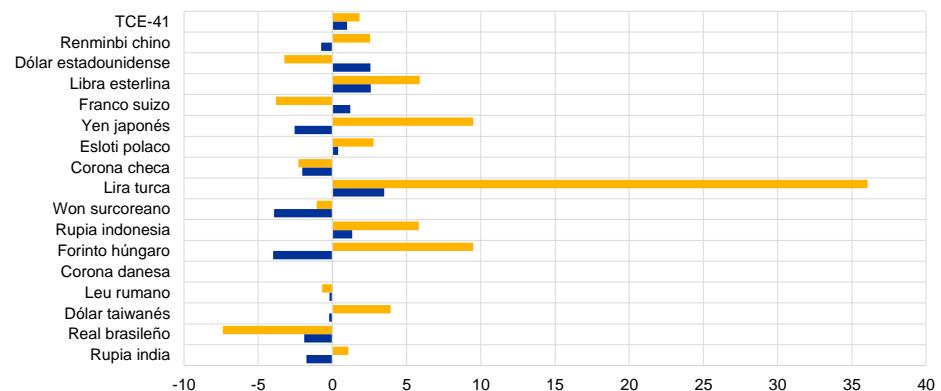
En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció (gráfico 15). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 1 %. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral frente a las principales monedas, el euro se apreció frente al dólar estadounidense (2,6 %), la libra esterlina (2,6 %) y el franco suizo (1,2 %), y perdió valor frente al yen japonés (2,6 %). El euro se depreció también frente al renminbi chino (0,7 %) y las monedas de otras de las principales economías emergentes, así como frente a las monedas de la mayoría de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico 15

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

(tasas de variación)

■ Desde el 15 de diciembre de 2022
■ Desde el 1 de febrero de 2022



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 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 1 de febrero de 2023.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

Los tipos de interés de los préstamos bancarios han seguido aumentando como consecuencia de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE. El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares volvió a moderarse en diciembre, en un entorno de tipos de interés más elevados, demanda más débil y endurecimiento de los criterios de concesión. En el período comprendido entre el 15 de diciembre de 2022 y el 1 de febrero de 2023, el coste de la financiación mediante acciones se redujo, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija se mantuvo estable. Según la última encuesta sobre préstamos bancarios, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares se endurecieron sustancialmente en el cuarto trimestre de 2022, en un contexto en el que los tipos de interés continuaron subiendo. La moderación de la dinámica monetaria prosiguió en diciembre, favorecida por el incremento de los tipos de interés y por la desaceleración del crecimiento del crédito.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvieron prácticamente sin variación en noviembre, dado que los tipos de interés de los depósitos continuaron aumentando, pero la rentabilidad de los bonos bancarios se redujo. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro alcanzó el nivel más alto desde 2014 (panel a del gráfico 16). Tras haber registrado notables incrementos desde el comienzo de 2022, la rentabilidad de los bonos bancarios disminuyó en noviembre, aunque repuntó de nuevo tras la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de diciembre (panel b del gráfico 16). El tipo de interés sintético de los depósitos se situó en el 0,44 % en noviembre, 37 puntos básicos por encima del nivel observado a principios de 2022. Sin embargo, este aumento fue muy inferior al que registraron los tipos de interés oficiales del BCE en ese período (250 puntos básicos). Esta evolución refleja fundamentalmente dos factores. En primer lugar, los depósitos a la vista representan una gran parte de la base de depósitos de las entidades de crédito y su remuneración suele responder menos a las subidas de los tipos de interés oficiales que la de los depósitos a plazo, dado que los depósitos a la vista ofrecen servicios de liquidez y de pago que, por lo general, no tienen un precio explícito. Por tanto, la ampliación del diferencial entre los tipos de interés de los depósitos y los oficiales es característica de los ciclos de subida de tipos de interés. En segundo lugar, los tipos de los depósitos se encontraban en un nivel relativamente elevado en comparación con los tipos de interés del BCE al inicio del actual ciclo de subida, pues las entidades evitaron aplicar tipos negativos a los depósitos minoristas. La recalibración de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) que se hizo efectiva el 23 de noviembre de 2022 también contribuyó a la normalización de los costes de financiación de las entidades de crédito⁷. Entre noviembre de 2022 y enero de 2023, los bancos realizaron cuantiosos reembolsos voluntarios de la

⁷ Véase «[El BCE recalibra sus operaciones de financiación con objetivo específico para ayudar a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo](#)», nota de prensa, BCE, 27 de octubre de 2022.

financiación obtenida en las TLTRO III (858 mm de euros), lo que redujo los saldos vivos en torno a un 40 % tras la recalibración.

En términos de fortaleza de los balances, las entidades de crédito de la zona del euro están adecuadamente capitalizadas en general y superan los requerimientos regulatorios y los objetivos de capital, pero el debilitamiento del entorno económico puede deteriorar la calidad de sus activos y aumentar el riesgo de crédito.

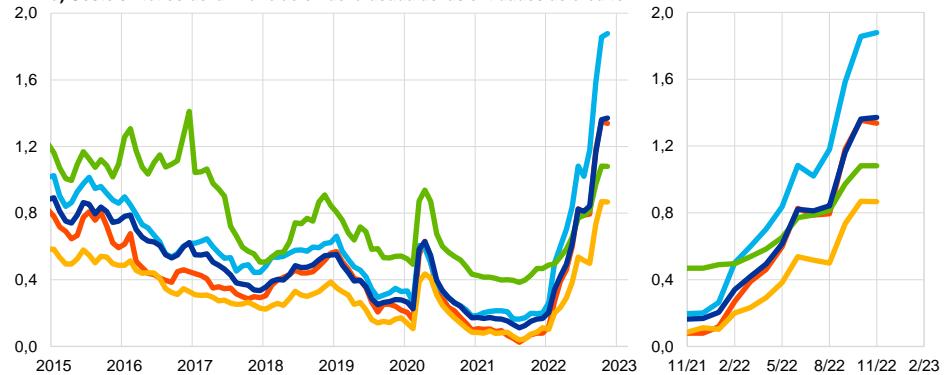
Gráfico 16

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

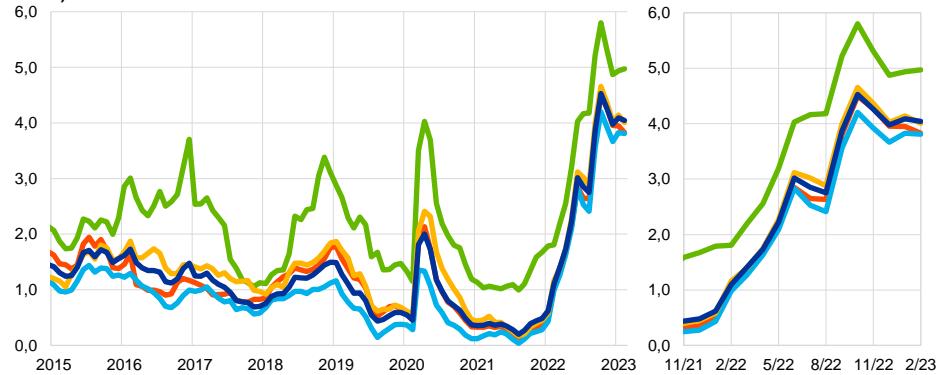
(porcentajes)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España

a) Coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito



b) Rentabilidad de los bonos bancarios



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 noviembre de 2022 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 1 de febrero de 2023 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

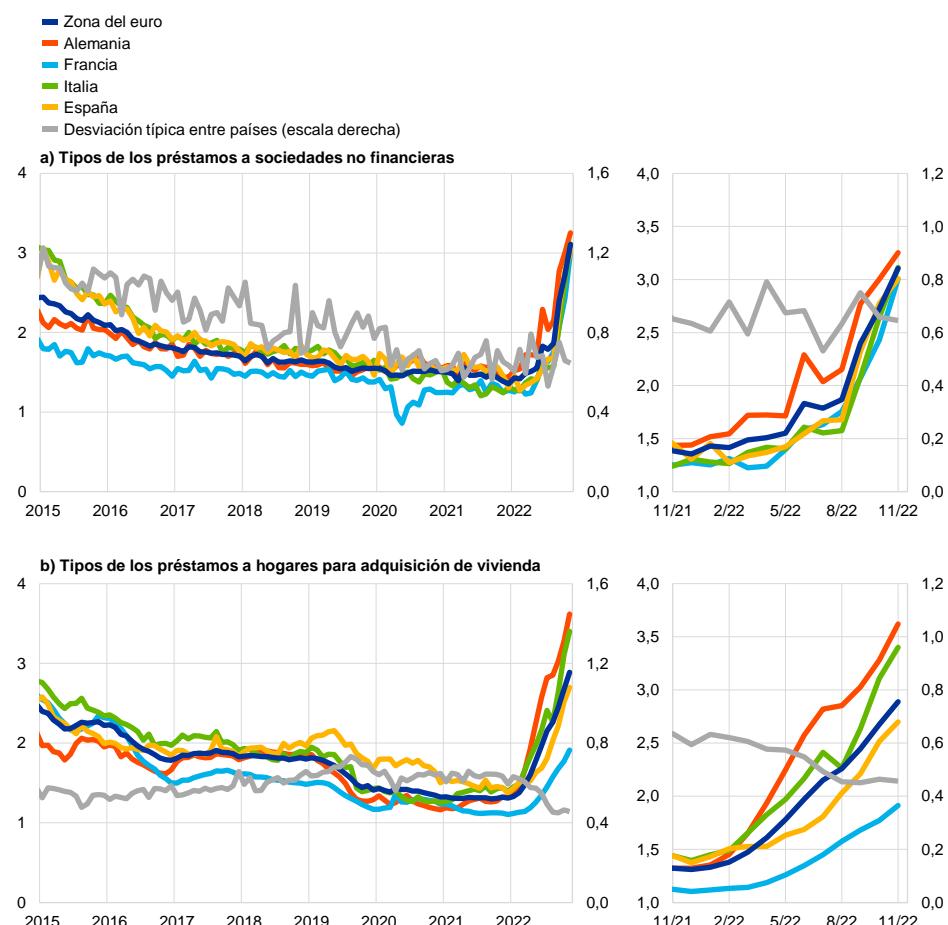
Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares siguieron aumentando en noviembre de 2022, a medida que las entidades continuaron endureciendo su oferta de crédito. Desde principios de 2022, los mayores costes de financiación de las entidades de crédito han impulsado notablemente al alza los tipos de interés de los préstamos en todos los países de la

zona del euro (gráfico 17), al tiempo que los criterios de concesión de crédito se han endurecido. Los tipos de interés aplicados a los préstamos a sociedades no financieras se elevaron hasta el 3,09 % en noviembre, un nivel no observado desde el verano de 2012. Los tipos de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda también continuaron subiendo hasta situarse en el 2,88 % en noviembre, el nivel más alto desde el verano de 2014. Por tanto, los incrementos acumulados de los tipos de interés del crédito a empresas y a hogares con respecto al nivel de principios de 2022 fueron de 123 y 157 puntos básicos, respectivamente. Estos aumentos fueron más rápidos que en anteriores ciclos de subida de tipos, lo que refleja, sobre todo, el ritmo más acelerado de los incrementos de los tipos de interés oficiales. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de noviembre de 2022 indican que los consumidores esperan que los tipos de interés hipotecarios sigan elevándose en los doce meses siguientes y que será más difícil obtener préstamos para vivienda. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se estrechó en noviembre, reflejo de la evolución de los tipos aplicados a estos últimos. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares se mantuvo estable, lo que sugiere que la transmisión del endurecimiento de la política monetaria del BCE está funcionando correctamente (paneles a y b del gráfico 17).

Gráfico 17

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

(porcentajes; desviación típica)



Fuente: BCE.

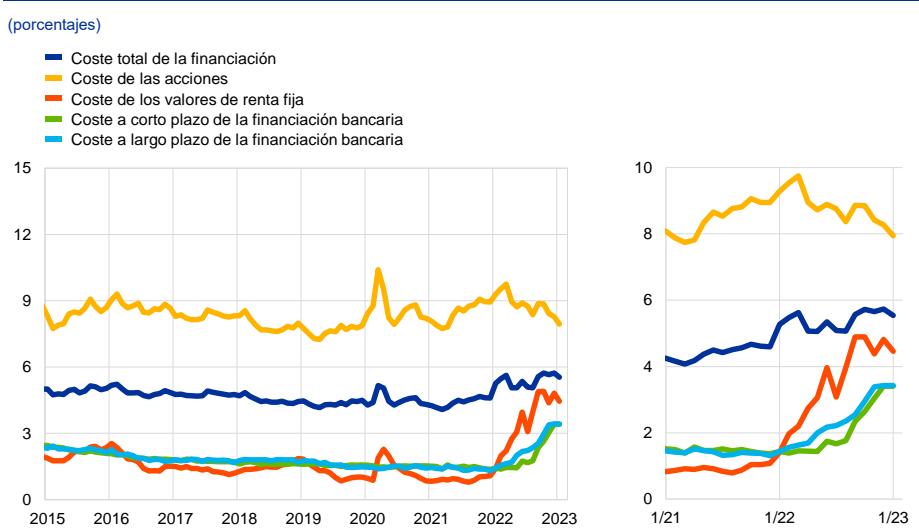
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo con una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas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

En el período comprendido entre el 15 de diciembre de 2022 y el 1 de febrero de 2023, el coste de la financiación mediante acciones para las sociedades no financieras se redujo, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija permaneció inalterado. 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 noviembre de 2022, cuando se situó en el 5,6 %, unos 10 puntos básicos por debajo de su nivel del mes anterior (gráfico 18). Esta evolución fue resultado de una disminución del coste de los valores de renta fija y de las acciones, que compensó con creces el notable aumento que experimentó el coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo. El coste total de la financiación se redujo ligeramente con respecto al pico registrado en octubre, pero en noviembre se mantuvo próximo a los elevados niveles observados a finales de 2011 por última

vez. A lo largo del período analizado, el coste de los valores de renta fija permaneció estable, dado que el incremento de los tipos de interés libres de riesgo —concentrado principalmente en el tramo corto de la curva— compensó la disminución de los diferenciales de los bonos corporativos tanto en el segmento de grado de inversión como, sobre todo, en el de alta rentabilidad. Sin embargo, el coste de las acciones disminuyó como consecuencia de la acusada caída de la prima de riesgo, que contrarrestó con creces el impacto de la subida de los tipos de interés libres de riesgo.

Gráfico 18

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



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 1 de febrero de 2023 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 27 de enero de 2023 para el coste de las acciones (datos semanales) y a diciembre de 2022 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2023, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda se endurecieron sustancialmente en el cuarto trimestre de 2022 (gráfico 19). Desde una perspectiva histórica, el endurecimiento de los criterios de concesión fue el mayor observado desde la crisis de deuda soberana de la zona del euro en 2011. En un contexto de elevada incertidumbre, los principales factores subyacentes al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito a empresas y a hogares fueron el aumento de la percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas, la menor tolerancia al riesgo de las entidades y el incremento de los costes de financiación. En el primer trimestre de 2023, las entidades de crédito esperan que continúe el endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos a estos dos sectores.

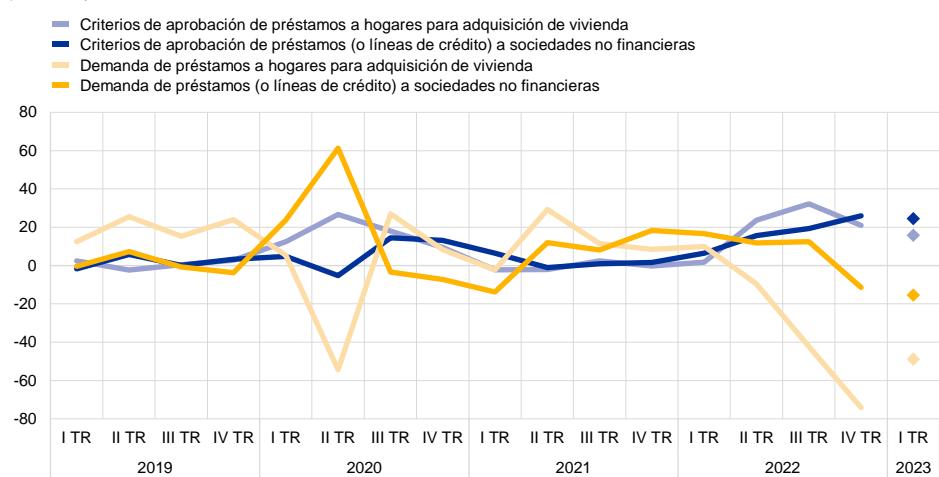
Las entidades señalaron una disminución de la demanda de préstamos por parte de las empresas y, sobre todo, de los hogares, en el cuarto trimestre de 2022 (gráfico 19). Los bancos indicaron que la contribución del aumento del nivel general de los tipos de interés a la demanda de crédito había sido

considerablemente negativa. Las menores necesidades de financiación para inversión en capital fijo habían tenido un impacto moderador adicional en la demanda de préstamos de las empresas, en línea con la esperada desaceleración de la inversión y a pesar de cierta mejora reciente del sentimiento económico. La necesidad de financiar existencias y capital circulante había contribuido positivamente a la demanda de préstamos, aunque en menor medida que en los dos trimestres anteriores, lo que podría reflejar la reducción gradual de los cuellos de botella en la oferta. De acuerdo con la encuesta, el descenso de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda fue el mayor registrado hasta la fecha y se debió, fundamentalmente, a las subidas de los tipos de interés, a la menor confianza de los consumidores y al deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda. Para el primer trimestre de 2023, las entidades esperaban una disminución adicional de la demanda de préstamos a empresas y una nueva y acusada caída de la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda.

Gráfico 19

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

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



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

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

La encuesta también sugiere que las entidades esperan que las consideraciones relativas a la calidad de los activos influyan en sus políticas crediticias en el primer semestre de 2023. Las entidades de crédito indicaron que el cumplimiento de las medidas adoptadas en materia de regulación y supervisión había contribuido al endurecimiento de los criterios de aprobación y de los márgenes de los préstamos en la segunda mitad de 2022. Aunque las ratios de préstamos dudosos de las entidades tuvieron un impacto prácticamente neutral en los criterios de concesión de crédito a empresas y a hogares en el segundo

semestre de 2022, los encuestados esperaban que estas ratios contribuyeran a un endurecimiento tanto de los criterios de aprobación como de las condiciones de los préstamos en la primera mitad de 2023. Las entidades también señalaron un deterioro moderado de su acceso a la financiación minorista, en línea con el aumento de los tipos de interés de los depósitos a plazo.

El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares volvió a ralentizarse en diciembre, en un entorno de tipos de interés más elevados, debilitamiento de la demanda y endurecimiento de los criterios de concesión.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras descendió hasta el 6,3 % en diciembre, desde el 8,3 % registrado en noviembre (panel a del gráfico 20). La desaceleración de los préstamos a empresas fue generalizada en las mayores economías y se observó en los préstamos tanto a corto como a largo plazo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares también se moderó, hasta el 3,8 % en diciembre, desde el 4,1 % de septiembre (panel b del gráfico 20). Esta evolución se debe al menor crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, en un entorno de subidas de los tipos de interés, endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos por parte de las entidades de crédito y debilitamiento de la demanda como consecuencia del deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y de bajo nivel de confianza de los consumidores. La información reciente 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 es probable que la dinámica crediticia siga moderándose en los próximos trimestres⁸.

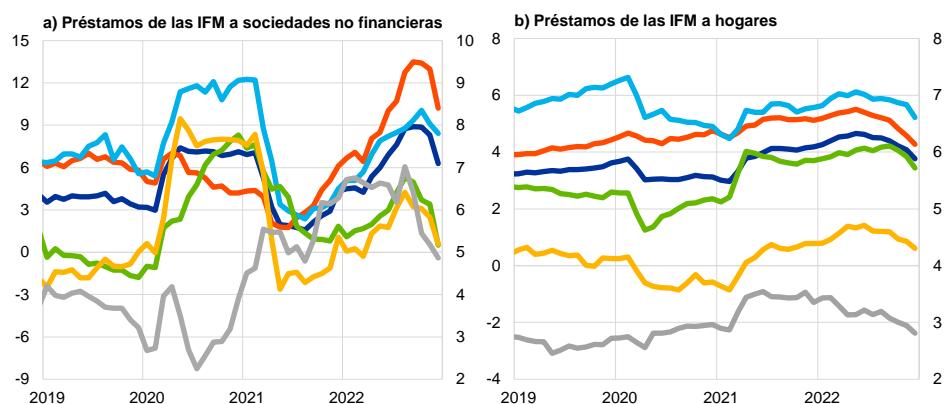
8 Para más información, véase el recuadro titulado «*¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sobre la evolución futura del crédito?*», número 8, BCE, 2022.

Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Desviación típica entre países (escala derecha)



Fuente: BCE.

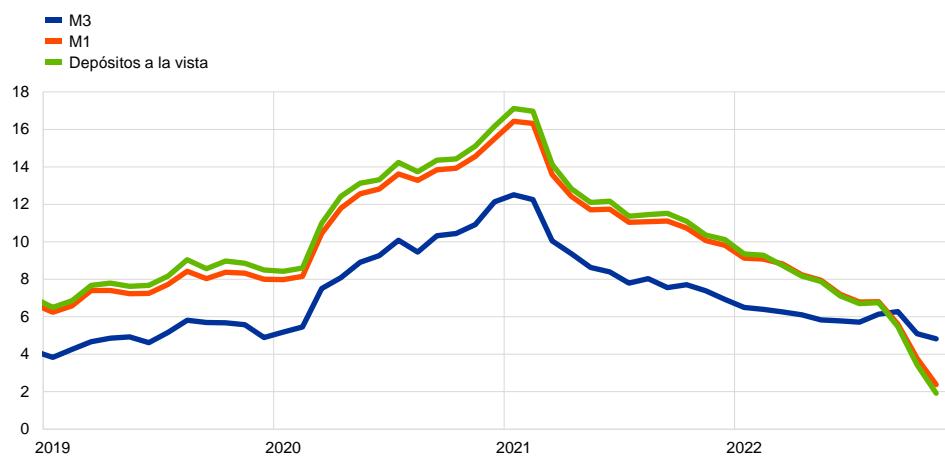
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre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

La redistribución de fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo continuó en diciembre, reflejo de la remuneración relativa de estos instrumentos.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista cayó hasta el 0,6 % en diciembre, desde el 1,9 % de noviembre (gráfico 21). El fuerte descenso del crecimiento de estos depósitos desde el segundo trimestre de 2022 se explica principalmente por su sustitución a gran escala por depósitos a plazo. Esta redistribución de carteras responde a la remuneración más alta de los depósitos a plazo en comparación con la de los depósitos a la vista, en línea con los patrones que son típicos de los ciclos de endurecimiento de la política monetaria. En consonancia con esta evolución, los mayores desplazamientos se observaron, por lo general, en las jurisdicciones en las que los diferenciales de remuneración entre los depósitos a plazo y los depósitos a la vista eran más amplios.

Gráfico 21
M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2022.

La moderación de la dinámica monetaria prosiguió en diciembre, como consecuencia del incremento de los tipos de interés y de la desaceleración del crecimiento del crédito. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se redujo hasta el 4,1 % en diciembre, desde el 4,8 % registrado en noviembre (gráfico 21). Esta tendencia a la baja se ha visto impulsada por el menor dinamismo del crédito en un entorno de tipos de interés más altos. Por lo que se refiere a los componentes del agregado monetario amplio, la continuación del desplazamiento en detrimento de los depósitos a la vista en diciembre provocó una notable disminución adicional del avance del agregado estrecho M1, lo que redujo aún más su aportación al crecimiento interanual de M3. Los depósitos a plazo —incluidos en el agregado monetario amplio— se beneficiaron de esta evolución y fueron los que más contribuyeron al crecimiento de M3. Además, los niveles más elevados de los tipos de interés también favorecieron los desplazamientos hacia otros instrumentos de M3 que ofrecen una remuneración muy ligada a los tipos de mercado. En cuanto a las contrapartidas, el crédito al sector privado fue de nuevo el que más contribuyó al crecimiento interanual de M3. La aportación (interanual) de las compras de deuda pública realizadas por el Eurosistema en el marco del programa de compras de activos y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia siguió disminuyendo como consecuencia de la finalización de las compras netas de activos en julio de 2022. Al mismo tiempo, las entradas monetarias (mensuales) en la zona del euro procedentes del resto de mundo respaldaron el crecimiento del agregado monetario amplio en diciembre, en un contexto de moderación de los precios de la energía.