

# Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

## Resumen

Las perspectivas de inflación siguen demasiado altas y lo han sido durante demasiado tiempo. A la luz de las presiones inflacionistas elevadas y sostenidas, en su reunión del 4 de mayo de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En conjunto, la última información disponible respalda, en líneas generales, la valoración sobre las perspectivas de inflación a medio plazo que el Consejo de Gobierno realizó en su reunión de política monetaria anterior, el 16 de marzo. Aunque la inflación general ha descendido durante los últimos meses, las presiones subyacentes sobre los precios siguen siendo fuertes. Al mismo tiempo, las anteriores subidas de los tipos se están transmitiendo con fuerza a las condiciones de financiación y monetarias de la zona del euro, mientras que los desfases y la intensidad de la transmisión a la economía real siguen siendo inciertos.

Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales se fijen en niveles lo suficientemente restrictivos para lograr que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en su objetivo del 2 % a medio plazo y que se mantengan en esos niveles durante el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel y la duración apropiados de la restricción. En particular, las decisiones sobre los tipos de interés oficiales seguirán basándose en la valoración del Consejo de Gobierno sobre las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

Los tipos de interés oficiales del BCE siguen siendo el instrumento principal del Consejo de Gobierno para fijar la orientación de la política monetaria. Asimismo, el Consejo de Gobierno continuará reduciendo la cartera del programa de compras de activos del Eurosistema (APP) a un ritmo medido y predecible. En línea con estos principios, el Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del APP a partir de julio de 2023.

## Actividad económica

A principios de 2023, la actividad económica global fue más vigorosa de lo esperado. La economía mundial se vio respaldada por la reapertura económica de China tras la finalización de su política de COVID cero, así como por la capacidad de resistencia del mercado de trabajo estadounidense, pese al significativo

endurecimiento de la política monetaria. Con todo, los flujos comerciales continuaron siendo relativamente débiles, ya que la recuperación de la actividad se concentró en componentes de la demanda menos intensivos en comercio, como los servicios. La inflación general mundial sigue disminuyendo, mientras que la subyacente se mantiene en niveles elevados.

Según la estimación preliminar de avance de Eurostat, la economía de la zona del euro creció un 0,1 % en el primer trimestre de 2023. La bajada de los precios de la energía, la reducción de los cuellos de botella en la oferta y el respaldo de la política fiscal a las empresas y los hogares han contribuido a la capacidad de resistencia de la economía. Al mismo tiempo, es probable que la demanda interna privada, especialmente de consumo, se haya mantenido débil.

Si bien la confianza de las empresas y de los consumidores se ha recuperado de forma sostenida en los últimos meses, sigue siendo más débil que antes de la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y su pueblo. El Consejo de Gobierno observa una divergencia entre los distintos sectores de la economía. El sector manufacturero está atendiendo una abultada cartera de pedidos pendientes, pero sus perspectivas están empeorando. Los servicios han crecido con más fuerza, especialmente debido a la reapertura de la economía.

La renta de los hogares se está beneficiando de la fortaleza del mercado laboral, y la tasa de desempleo se ha situado en un nuevo mínimo histórico del 6,5 % en marzo. El empleo ha seguido creciendo y el total de horas trabajadas supera los niveles anteriores a la pandemia. Al mismo tiempo, el número medio de horas trabajadas es aún ligeramente inferior a su nivel anterior a la pandemia y su recuperación se ha estancado desde mediados de 2022.

En el contexto de la resolución de la crisis energética, los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. Las políticas para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, especialmente en el sector energético, pueden contribuir también a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo. A este respecto, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción la publicación de las propuestas legislativas de la Comisión Europea para la reforma del marco de gobernanza económica de la UE, que debería concluirse en breve.

## Inflación

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación se situó en el 7,0 % en abril, tras haber registrado un descenso desde el 8,5 % observado en febrero hasta el 6,9 % registrado en marzo. Aunque los efectos de base se han traducido en un cierto incremento de la inflación de los precios energéticos, desde el -0,9 % en marzo hasta el 2,5 % en abril, la tasa se sitúa bastante por debajo de los niveles

registrados después del inicio de la guerra de Rusia contra Ucrania. Sin embargo, la inflación de los precios de los alimentos sigue siendo elevada y alcanzó el 13,6 % en abril, tras el 15,5 % de marzo.

Las presiones sobre los precios siguen siendo intensas. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, fue del 5,6 % en abril, tras descender ligeramente en comparación con marzo y volver a su nivel de febrero. El aumento de los precios de los bienes industriales no energéticos cayó hasta el 6,2 % en abril, frente al 6,6 % registrado en marzo, mes en que descendió por primera vez en varios meses. En cambio, la inflación de los servicios se incrementó hasta el 5,2 % en abril, desde el 5,1 % de marzo. La inflación sigue viéndose impulsada por la transmisión gradual de las subidas de los costes de la energía y los cuellos de botella en la oferta observados anteriormente. En los servicios, especialmente, también está siendo aún estimulada por la demanda embalsada debida a la reapertura de la economía y por el alza de los salarios. La información disponible hasta marzo sugiere que los indicadores de la inflación subyacente se mantienen elevados.

Las presiones salariales han seguido intensificándose, dado que los trabajadores, en un contexto de solidez de los mercados de trabajo, han recuperado parte del poder adquisitivo perdido como consecuencia de la alta inflación. Por otra parte, en algunos sectores, las empresas han podido incrementar sus márgenes debido a los desajustes entre oferta y demanda y la incertidumbre debida a los elevados niveles y la volatilidad de la inflación. Aunque la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, algunos indicadores han aumentado y requieren un seguimiento continuo.

## Evaluación de riesgos

Si las renovadas tensiones en los mercados financieros persisten, supondrían un riesgo a la baja para las perspectivas de crecimiento, ya que podrían endurecer las condiciones crediticias generales más de lo previsto y erosionar la confianza. La guerra de Rusia contra Ucrania también sigue representando un importante riesgo a la baja para la economía. Sin embargo, si la reciente reversión de las anteriores perturbaciones de oferta adversas continúa, podría impulsar la confianza y respaldar un crecimiento mayor de lo esperado actualmente. El mantenimiento de la capacidad de resistencia del mercado de trabajo también podría traducirse en un crecimiento mayor de lo previsto, al fomentar la confianza y el gasto de los hogares.

Las perspectivas de inflación todavía están sujetas a riesgos alcistas considerables, entre los que se incluyen las presiones latentes existentes, que podrían llevar a una subida de los precios minoristas mayor de lo esperado a corto plazo. Además, la guerra de Rusia contra Ucrania podría volver a ejercer presión al alza sobre los costes de la energía y de los alimentos. Del mismo modo, un aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo del Consejo de Gobierno, o incrementos de los salarios o de los márgenes empresariales mayores de lo previsto, podrían hacer subir la inflación, también a medio plazo. Los acuerdos salariales negociados recientemente han aumentado los riesgos alcistas para la

inflación, especialmente si los márgenes siguen siendo elevados. Entre los riesgos a la baja se incluyen tensiones renovadas en los mercados financieros, que podrían reducir la inflación a un ritmo más rápido del proyectado. Un debilitamiento de la demanda, debido por ejemplo a una ralentización más acusada del crédito bancario o una transmisión más fuerte de la política monetaria, también se traduciría en un descenso de las presiones inflacionistas mayor de lo esperado hasta ahora, sobre todo a medio plazo.

## Condiciones financieras y monetarias

El sector bancario de la zona del euro ha mostrado capacidad de resistencia frente a las tensiones que se produjeron en los mercados financieros antes de la reunión del Consejo de Gobierno de marzo. Las subidas de los tipos de interés oficiales por parte del Consejo de Gobierno se están transmitiendo con fuerza a los tipos de interés sin riesgo y a las condiciones de financiación para las empresas, los hogares y las entidades de crédito. En el caso de las empresas y los hogares, el crecimiento de los préstamos se ha debilitado debido al aumento de los tipos de interés aplicables, al endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito y a la disminución de la demanda. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro más reciente señaló un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito en general, que fue más acusado de lo que las entidades preveían en la encuesta anterior y que sugiere que la dinámica del crédito podría seguir debilitándose. La debilidad del crédito ha hecho que el crecimiento del dinero también haya seguido desacelerándose.

## Decisiones de política monetaria

En su reunión del 4 de mayo de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito aumentaron hasta el 3,75 %, el 4,00 % y el 3,25 %, respectivamente, con efectos a partir del 10 de mayo de 2023.

El tamaño de la cartera del APP está descendiendo a un ritmo medido y predecible, dado que el Eurosistema no está reinvertiendo íntegramente el principal de los valores que van venciendo. El descenso será, en promedio, de 15.000 millones de euros mensuales hasta el final de junio de 2023. El Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del APP a partir de julio de 2023.

En lo que se refiere al programa de compras de emergencia frente a la pandemia (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.

## Conclusión

En síntesis, las perspectivas de inflación siguen demasiado altas y lo han sido durante demasiado tiempo. A la luz de las presiones inflacionistas elevadas y sostenidas, en su reunión del 4 de mayo de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En conjunto, la última información disponible respalda, en líneas generales, la valoración sobre las perspectivas de inflación a medio plazo que el Consejo de Gobierno realizó en su reunión de política monetaria anterior, el 16 de marzo. Aunque la inflación general ha descendido durante los últimos meses, las presiones subyacentes sobre los precios siguen siendo fuertes. Al mismo tiempo, las anteriores subidas de los tipos se están transmitiendo con fuerza a las condiciones de financiación y monetarias de la zona del euro, mientras que los desfases y la intensidad de la transmisión a la economía real siguen siendo inciertos.

Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales se fijen en niveles lo suficientemente restrictivos para lograr que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en su objetivo del 2 % a medio plazo y que se mantengan en esos niveles durante el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel y la duración apropiados de la restricción. En particular, las decisiones sobre los tipos de interés oficiales seguirán basándose en la valoración del Consejo de Gobierno sobre las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

En cualquier caso, 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 a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

## Entorno exterior

A principios de 2023, la actividad económica global fue más vigorosa de lo esperado. La economía mundial se vio respaldada por la reapertura económica de China tras la finalización de su política de COVID cero, así como por la capacidad de resistencia del mercado de trabajo estadounidense, pese al significativo endurecimiento de la política monetaria. Con todo, los flujos comerciales continuaron siendo relativamente débiles, ya que la recuperación de la actividad se concentró en componentes de la demanda menos intensivos en comercio, como los servicios. La inflación general en las economías de la OCDE sigue disminuyendo, mientras que la subyacente se mantiene en niveles elevados.

**La actividad económica global sorprendió al alza a principios del año.** Los nuevos datos sobre las economías emergentes y las avanzadas fueron mejores de lo esperado, en gran parte como consecuencia de la reapertura económica de China (gráfico 1). El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de actividad aumentó de nuevo en marzo y alcanzó el valor de 51,8 en el primer trimestre, frente a 48,4 del trimestre anterior. Los datos del PMI señalan una divergencia creciente entre los servicios, que en marzo registraron su nivel más alto de los ocho últimos meses, y las manufacturas, que siguieron adentrándose en terreno contractivo en algunas economías avanzadas importantes.

### Gráfico 1

#### Índice de sorpresas económicas de Citigroup

(índice)



Fuentes: Citigroup, Haver y cálculos del BCE.

Notas: El índice es una media ponderada de las desviaciones típicas históricas de sorpresas en los datos (diferencia entre las expectativas y los datos publicados) de varios indicadores económicos, y promedia las observaciones diarias en una ventana móvil de tres meses. Las últimas observaciones corresponden al 3 de mayo de 2023.

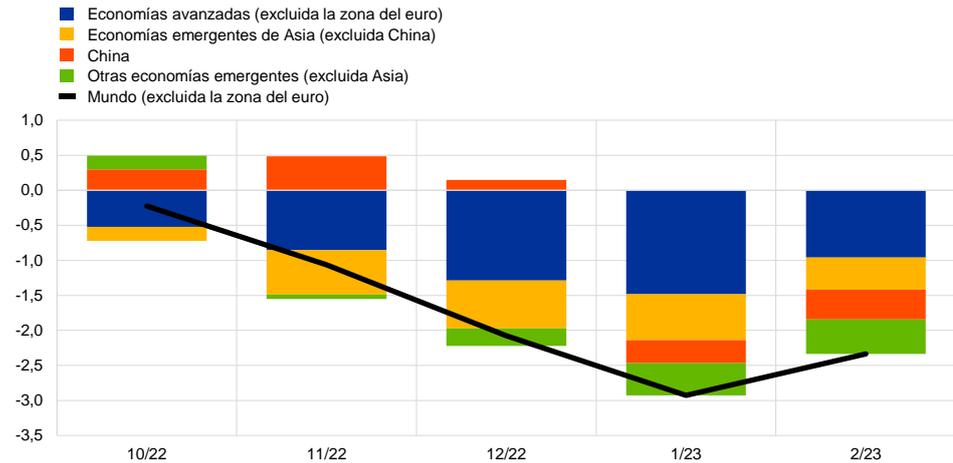
**A diferencia del impulso positivo de la actividad económica, el comercio internacional sigue falto de dinamismo.** El ritmo de crecimiento del comercio mundial de mercancías (en términos intertrimestrales) continuó siendo negativo en febrero (gráfico 2). La debilidad de los flujos comerciales en comparación con la actividad económica se debe, en parte, a efectos de composición, ya que el repunte reciente de la actividad estuvo determinado fundamentalmente por los servicios menos intensivos en comercio y por el consumo. Se espera que los intercambios comerciales se recuperen gradualmente, beneficiándose asimismo de la

normalización de las restricciones de oferta a escala mundial. El PMI de escasez de suministros volvió a mejorar en marzo, tras superar el valor neutral en febrero por primera vez desde el inicio de la pandemia de coronavirus (COVID-19).

## Gráfico 2

### Ritmo de crecimiento del comercio de mercancías

(importaciones reales, tasas de variación de tres en tres meses)



Fuentes: CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023.

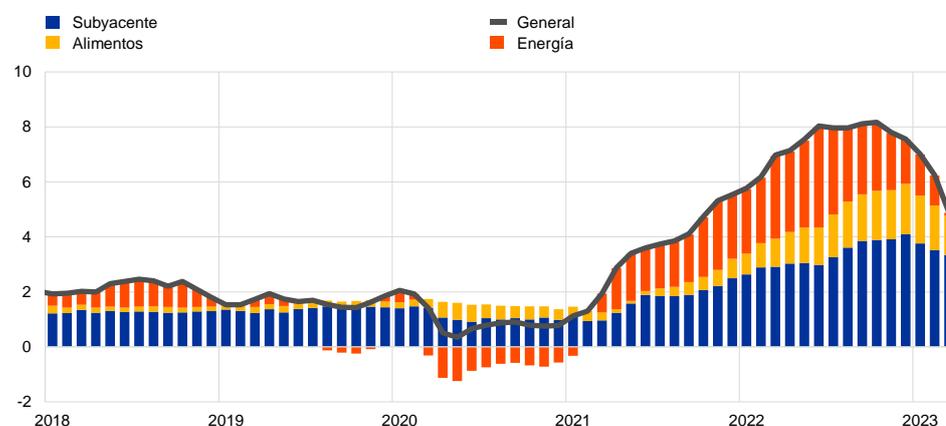
### La inflación en las economías de la OCDE continuó disminuyendo, pero las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo persistentemente elevadas.

En marzo, la inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países de la OCDE (excluida Turquía) experimentó un descenso acusado y se situó en el 5,8 % en tasa interanual, frente al 7,3 % de febrero, debido principalmente a la disminución de la tasa de variación de los precios de la energía (gráfico 3). En cambio, sin la energía y los alimentos, la inflación subyacente en los países miembros de la citada organización (excluida Turquía) continúa apuntando a una mayor persistencia de las presiones inflacionistas subyacentes, y en marzo se desaceleró hasta el 4,5 %, desde el 4,8 % de febrero.

### Gráfico 3

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la OCDE no incluye Turquía y se calcula utilizando ponderaciones anuales del IPC de la OCDE. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2023.

**Los precios del petróleo prácticamente no han variado (+1 %) desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo, ya que la subida que experimentaron en respuesta al recorte de la oferta por parte del grupo de países que integran la OPEP+ se vio contrarrestado por la inquietud acerca de la demanda en el contexto de las tensiones recientes en el sector bancario de Estados Unidos.**

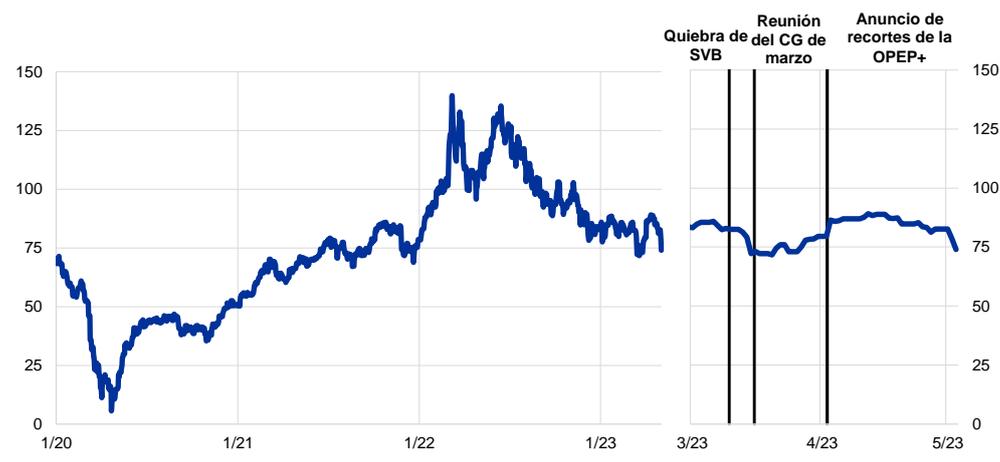
Los precios del crudo se incrementaron un 9 % inmediatamente después de que la OPEP+ anunciara planes para reducir la producción en unos 1,7 millones de barriles diarios (gráfico 4). Esta organización comunicó su intención de actuar de forma preventiva para estabilizar los mercados de petróleo en previsión de una disminución de la demanda mundial de esta materia prima. Sin embargo, las subidas de los precios del crudo tras el anuncio de la OPEP+ prácticamente se revirtieron ampliamente porque los precios siguieron viéndose afectados por riesgos a la baja para la demanda de Estados Unidos en el contexto de las tensiones que se han producido recientemente en el sector bancario. No obstante, si estos riesgos a la baja no se materializan, cabe señalar que los recortes de la producción se llevarán a efecto en la segunda mitad de 2023, cuando la Agencia Internacional de la Energía espera que se produzca un déficit de oferta de petróleo. Los precios europeos del gas descendieron un 13 % y se situaron por debajo de 40 EUR/MWh, al tiempo que la UE inicia la temporada de reposición de existencias de gas con unos niveles de almacenamiento en máximos históricos. Con la prolongación de las medidas de ahorro de gas de la UE —que prevén una reducción del 15 % del consumo de gas por parte de los Estados miembros entre el 1 de abril de 2023 y el 31 de marzo de 2024— la UE va por el camino adecuado para lograr su objetivo de unos niveles de almacenamiento del 90 % en noviembre de 2023. Los precios de las materias primas no energéticas prácticamente no han variado desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo. Los precios internacionales de las materias primas alimenticias continuaron viéndose afectados por graves sequías en Argentina y por los anuncios de prohibiciones temporales de las importaciones de cereal ucraniano impuestas por Polonia, Hungría y Eslovaquia, que contrarrestaron los efectos de la ampliación de la Iniciativa de Cereales del Mar Negro en los precios de los cereales.

Por otra parte, los precios de los metales se vieron favorecidos por el aumento de la demanda china tras la reapertura reciente de la economía de ese país, pero se vieron lastrados por la preocupación acerca de la demanda mundial en un contexto de tensiones en el sector bancario.

#### Gráfico 4

##### Evolución de los precios del petróleo

(dólares estadounidenses por barril)



Fuente: Refinitiv.

Notas: Las líneas señalan los siguientes acontecimientos: 10 de marzo de 2023: quiebra del banco Silicon Valley Bank, 16 de marzo de 2023: reunión del Consejo de Gobierno de marzo y 2 de abril de 2023: anuncio de recortes por parte de la OPEP+. Las últimas observaciones corresponden al 3 de mayo de 2023.

**En Estados Unidos, la actividad económica se está moderando, debido a la debilidad de la demanda interna.** En el primer trimestre de 2023, el PIB creció un 0,3 % (de tres en tres meses), la mitad que el trimestre anterior, principalmente como consecuencia de la disminución de las existencias del sector privado y del debilitamiento de la inversión no residencial. El consumo privado recuperó impulso como resultado de una bajada excepcional de los impuestos en enero, aunque siguió siendo débil durante el resto del trimestre. La quiebra del banco Silicon Valley Bank (SVB) desencadenó un episodio breve pero intenso de tensiones en el sector bancario que provocó un endurecimiento de las condiciones crediticias que podría lastrar el gasto en consumo. Mientras tanto, el mercado de trabajo sigue mostrando capacidad de resistencia, pese al endurecimiento de la política monetaria. El crecimiento de los salarios nominales se está moderando, pero se mantiene en niveles elevados, lo que apunta a un mercado laboral tensionado. En marzo, la inflación general interanual experimentó un descenso y se situó en el 5 %, desde el 6 % registrado en febrero, debido fundamentalmente a efectos de base en los precios de la energía relacionados con la subida de estos precios tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia en 2022. Con todo, las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo elevadas y la inflación subyacente registró un aumento marginal en marzo, hasta el 5,6 %, debido a la alta inflación que se observa actualmente en el sector servicios.

**La economía china se está recuperando con rapidez.** En el primer trimestre de este año, el crecimiento económico fue mayor de lo esperado, después del retroceso que experimentó la actividad económica en torno al cambio de año

asociado a la retirada de la política de COVID cero y al consiguiente aumento de los contagios por COVID-19. Ese trimestre, el PIB avanzó un 2,2 % en tasa intertrimestral. El repunte del gasto en consumo se adelantó más de lo previsto, con el consumo y la actividad de los servicios como motor del crecimiento, mientras que las manufacturas y la inversión continuaron siendo débiles. Mientras tanto, el sector inmobiliario está mostrando señales de incipiente recuperación. Las construcciones terminadas y las ventas de inmuebles residenciales aumentaron a principios del año en términos intermensuales, mientras que se mantuvieron relativamente estables en tasa interanual. Los precios medios de la vivienda se incrementaron por primera vez en 18 meses, impulsados por los desarrollos registrados en las ciudades de mayor tamaño y más desarrolladas del país.

**En Japón, la actividad económica se estuvo recuperando en el primer trimestre del año, y las presiones inflacionistas se generalizaron en mayor medida.** Los datos de alta frecuencia sugieren que es posible que el gasto en consumo y la confianza estén repuntando, sosteniendo moderadamente la demanda interna pese al persistente descenso de los salarios reales. La inflación general interanual disminuyó de manera acusada en febrero, reflejo del impacto de las nuevas subvenciones a la energía por parte del Gobierno. Con todo, las presiones inflacionistas subyacentes se están generalizando, y la inflación subyacente siguió aumentando hasta el 2,3 % en marzo, el nivel más elevado desde 1992 (si se excluyen los efectos de la subida del IVA). Además, es probable que las presiones salariales se acrecienten, ya que las primeras rondas de las negociaciones salariales de primavera (*Shunto*) apuntan a subidas sustanciales de los salarios en comparación con años anteriores. Por lo que respecta a los mercados de renta fija, las considerables presiones al alza sobre los rendimientos de la deuda pública japonesa en los últimos meses empezaron a moderarse tras la caída de los rendimientos a escala mundial en un contexto de tensiones en el sector bancario. En general, los rendimientos de la deuda pública a diez años ahora se sitúan ligeramente por debajo de los límites superiores del objetivo impuesto por el Banco de Japón.

**El Reino Unido evitó entrar en recesión, pero las perspectivas económicas siguen siendo débiles.** El PIB se incrementó un 0,1 % (de tres en tres meses) en los tres meses transcurridos hasta febrero, impulsado principalmente por la mejora observada en los servicios y la construcción. Mientras que la economía evitó una recesión técnica, la disminución de los salarios reales, las subidas de los tipos de interés y la desaceleración del mercado de la vivienda siguen suponiendo un lastre para la actividad económica y apuntan a un crecimiento anémico en los meses restantes del año. Al mismo tiempo, las condiciones crediticias parecen mantenerse estables tras las tensiones registradas recientemente en los mercados financieros. La inflación general interanual medida por el IPC sigue siendo muy elevada y en marzo se situó en el 10,1 %, por encima de las expectativas de los mercados, mientras que la inflación subyacente se mantuvo sin variación en el 6,2 %. El Gobierno prorrogó de abril a junio las subvenciones a la energía, lo que reducirá la tasa interanual de inflación en 1 punto porcentual a partir del segundo trimestre de 2023. Se espera que las presiones inflacionistas subyacentes sigan siendo elevadas hasta mediados de 2024.

**La subida de los precios de consumo y el debilitamiento de la demanda externa pueden frenar el crecimiento en economías emergentes importantes.**

El PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero se mantuvo en terreno contractivo en marzo en las economías emergentes, y también se deterioró en varios países con respecto a febrero. Por otra parte, la alta inflación también está afectando a las perspectivas de crecimiento en dichas economías, ya que erosiona el poder adquisitivo de los consumidores. Aunque la bajada de los precios de la energía y de los alimentos, así como la disipación gradual del impacto de anteriores depreciaciones de las monedas de varios países emergentes, contribuyen a la reducción de la inflación general, la inflación subyacente continúa siendo elevada y muestra solo leves indicios de retroceso. La recuperación de China proporciona cierto respaldo a corto plazo al crecimiento en Asia, pero es improbable que su efecto persista en un entorno de desaceleración de la demanda mundial.

## 2 Actividad económica

*El PIB real de la zona del euro creció un 0,1 % en el primer trimestre de 2023. La bajada de los precios de la energía, la reducción de los cuellos de botella en la oferta y el respaldo de la política fiscal a las empresas y los hogares han contribuido a la capacidad de resistencia de la economía. Al mismo tiempo, es probable que la demanda interna privada, especialmente de consumo, se haya mantenido débil. Si bien la confianza de las empresas y los consumidores se ha recuperado de forma sostenida en los últimos meses, sigue siendo más baja que antes de la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y su pueblo. El sector manufacturero está atendiendo una abultada cartera de pedidos pendientes, pero sus perspectivas están empeorando. Entretanto, los servicios están creciendo con más fuerza, especialmente debido a la reapertura de la economía. Las rentas de los hogares se están beneficiando de la fortaleza del mercado laboral, y la tasa de paro se ha situado en un nuevo mínimo histórico. En el contexto de la resolución de la crisis energética, los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada para evitar un aumento de las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. Las políticas para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, en especial en el sector energético, podrían contribuir también a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo. Los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento están relacionados con las renovadas y persistentes tensiones en los mercados financieros, así como con la guerra de Rusia contra Ucrania. Sin embargo, una reversión sostenida de las anteriores perturbaciones adversas de oferta, así como el mantenimiento de la fortaleza del mercado de trabajo, también podrían dar lugar a un crecimiento mayor de lo previsto.*

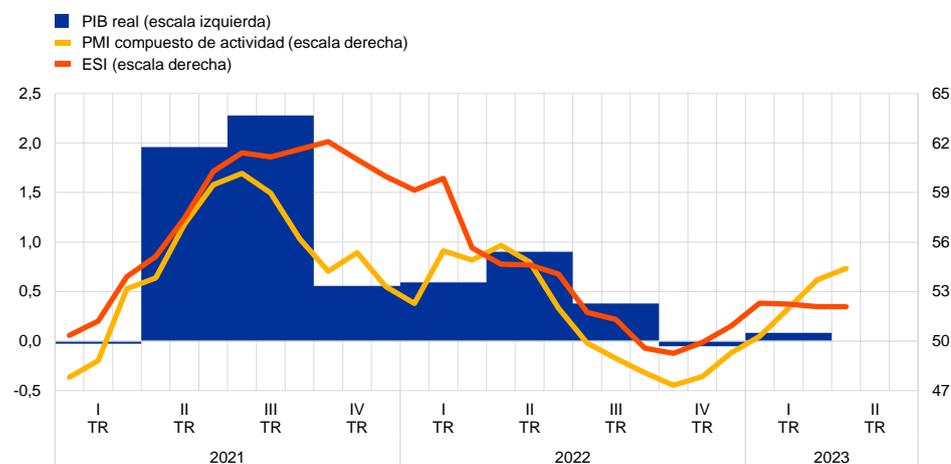
**El producto de la zona del euro creció ligeramente en el primer trimestre de 2023.** Según la estimación preliminar de avance de Eurostat, el crecimiento aumentó un 0,1 % en el primer trimestre del año, después de estancarse a finales de 2022 (gráfico 5). Varios factores están determinando el crecimiento de la zona del euro en la coyuntura actual. La actividad se está viendo estimulada por las medidas de apoyo fiscal que están contribuyendo a contener el impacto negativo de la alta inflación de la energía, así como por la fortaleza de los mercados de trabajo. Sin embargo, persisten factores adversos en forma de unos niveles de inflación que continúan siendo elevados y de endurecimiento adicional de las condiciones de financiación<sup>1</sup>. Aunque no se dispone aún de una descomposición del crecimiento por factores coadyuvantes, los indicadores coyunturales y los datos nacionales disponibles sugieren que, por el lado del gasto, la debilidad de la demanda interna privada se vio contrarrestada por la mayor capacidad de resistencia de las exportaciones.

<sup>1</sup> Véase el recuadro titulado «Evaluación basada en modelos del impacto macroeconómico del endurecimiento de la política monetaria del BCE desde diciembre de 2021» en este Boletín Económico.

## Gráfico 5

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

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



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

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

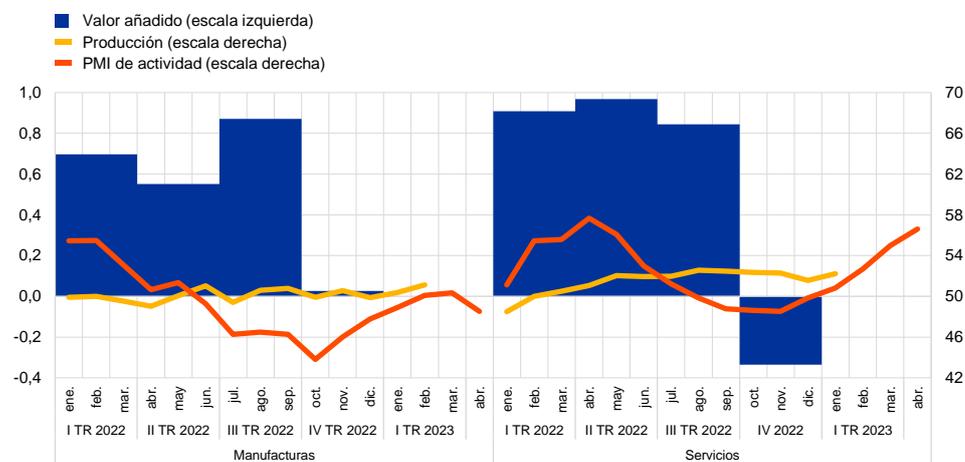
**Los datos disponibles hasta ahora para el segundo trimestre de 2023 sugieren que el crecimiento continuó siendo positivo, pero moderado.** En abril de 2023, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad de la zona del euro alcanzó un valor de 54,4, superior a su media del primer trimestre (52) y en línea con un nivel de producto en expansión. Este aumento estuvo impulsado exclusivamente por la actividad de los servicios, que ahora se sitúa muy por encima del umbral de expansión de 50 al beneficiarse de la continuación de la reapertura de la economía (gráfico 6). Pese a verse respaldado por la solidez de las carteras de pedidos, el índice de producción de las manufacturas descendió hasta situarse por debajo de 50, en parte como consecuencia de los efectos desfavorables de las huelgas en Francia, donde la producción manufacturera cayó hasta su nivel más bajo desde mayo de 2020. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea muestra una imagen bastante similar. Los participantes en la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), realizada a principios de abril, preveían un crecimiento reducido, pero positivo, en el segundo trimestre de 2023, seguido de una leve aceleración en el tercer trimestre<sup>2</sup>. A medida que vayan remitiendo poco a poco los efectos adversos de la invasión rusa de Ucrania —vinculados a la inflación alta, la incertidumbre elevada y la reducida demanda externa— se espera una recuperación gradual gracias a la capacidad de resistencia del mercado laboral y a la relajación adicional de las condiciones de oferta.

<sup>2</sup> Véase «Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al segundo trimestre de 2023», nota de prensa, BCE, Frankfurt am Main, 5 de mayo de 2023.

## Gráfico 6

### 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 Market Intelligence, Eurostat y cálculos del BCE.

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

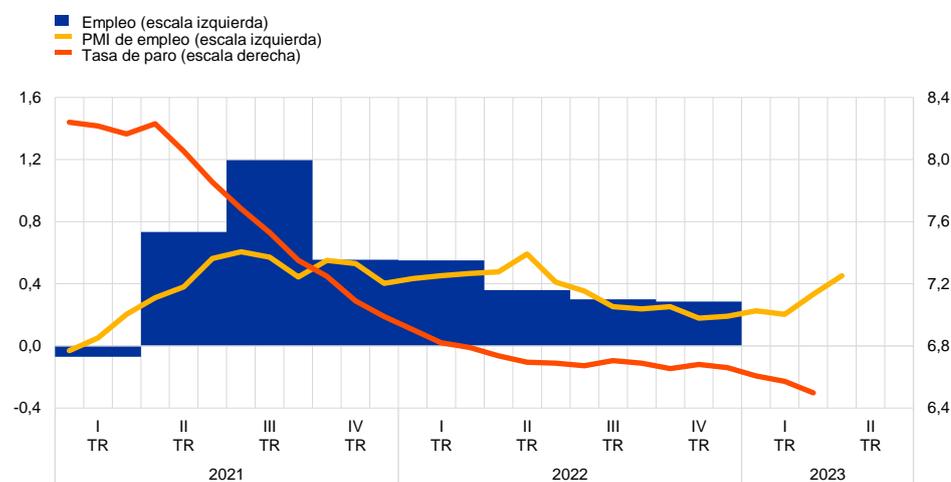
### El mercado de trabajo en la zona del euro mantiene su capacidad de resistencia.

La tasa de paro se situó en el 6,5 % en marzo de 2023, ligeramente inferior a la tasa del 6,6 % registrada en febrero y 0,9 puntos porcentuales por debajo de los niveles observados antes de la pandemia, en febrero de 2020 (gráfico 7). En términos intertrimestrales, el empleo total registró un avance del 0,3 % en el cuarto trimestre de 2022, después de crecer un 0,3 % en el tercero, respaldado por el aumento de la población activa (que se vio impulsado, entre otros factores, por los mayores flujos migratorios de entrada). 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. Sin embargo, las horas medias trabajadas en el cuarto trimestre de 2022 aún se situaban un 1,6 % por debajo de los niveles anteriores a la pandemia y neutralizaron parcialmente el fuerte crecimiento del empleo. El reducido nivel de las horas medias trabajadas fue una característica común en los principales sectores de la actividad económica. Aunque el número medio de horas trabajadas se redujo un 1,2 % en el sector industrial (excluida la construcción) y un 1,4 % en los servicios de mercado con respecto a los niveles prepandemia, la caída fue más sustancial en la construcción y en el sector público, de alrededor del -1,9 % y el -2,4 %, respectivamente. El número medio de horas trabajadas parece haberse visto afectado, además de por factores sectoriales, por el incremento de las bajas por enfermedad en la segunda mitad de 2022.

## Gráfico 7

### 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 Market Intelligence y cálculos del BCE.

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

### Los indicadores coyunturales relativos al mercado de trabajo siguen apuntando a que el mercado laboral de la zona del euro mantiene su fortaleza.

En abril de 2023, el PMI compuesto de empleo se situó en 54,7. Este valor superior a 50 sugiere que el empleo seguirá creciendo en el primer y segundo trimestre del año. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, este indicador continúa señalando un fuerte crecimiento del empleo en los servicios, pero muestra signos de debilitamiento en las manufacturas. El PMI de empleo del sector de la construcción lleva en terreno contractivo desde abril de 2022.

### Es probable que el crecimiento del consumo privado fuera reducido en el primer trimestre de 2023.

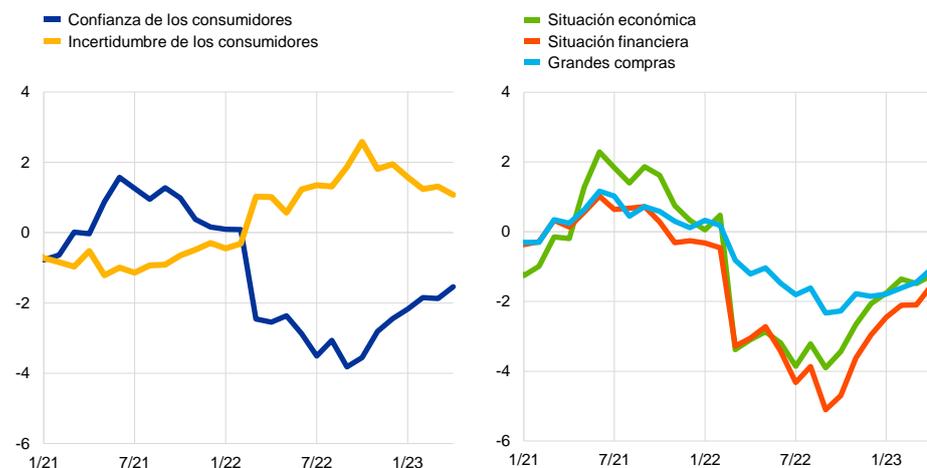
La dinámica negativa del consumo de los hogares en el cuarto trimestre de 2022 obedeció fundamentalmente a la debilidad del consumo de bienes, mientras que el de servicios mantuvo su fortaleza, en general, gracias a los prolongados efectos de la reapertura. Esta dicotomía probablemente continuó en el primer trimestre de 2023. La elevada inflación sigue lastrando la renta disponible, al tiempo que la persistencia de la incertidumbre está frenando el gasto en consumo. Las cifras de ventas minoristas en enero y febrero sugieren que es probable que el gasto en bienes se siguiera contrayendo en el primer trimestre. Las matriculaciones de automóviles descendieron en el citado trimestre, principalmente como consecuencia de la retirada de los incentivos para la adquisición de vehículos eléctricos en Alemania. En cambio, el consumo de servicios probablemente mostró más capacidad de resistencia en el primer trimestre, como apunta el PMI de servicios intensivos en contacto, que se mantuvo firmemente en terreno expansivo. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea continuó recuperándose en el primer trimestre de 2023 (panel izquierdo del gráfico 8), pero desde niveles bajos, impulsado por una mejora de las expectativas de los hogares (panel derecho del gráfico 8). Los últimos datos económicos señalan que el gasto en consumo está aumentando, aunque todavía es débil. La confianza de los

consumidores volvió a mejorar en abril, pero permaneció en niveles reducidos. Pese a que las expectativas de actividad del comercio minorista registraron un leve deterioro, la demanda esperada de servicios de alojamiento, restauración, y turismo y viajes se mantuvo resistente, por encima de su media histórica, y las expectativas de producción de bienes de consumo siguieron recuperándose. La encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores corrobora estas conclusiones, dado que indica que se espera un nivel bajo de compras de importe elevado, pero un incremento de las reservas de vacaciones.

**La renta real disponible de los hogares disminuyó en el cuarto trimestre de 2022 debido a la alta inflación, pese a verse respaldada por la evolución vigorosa del mercado laboral.** Al mismo tiempo, el ahorro de los hogares en relación con su renta disponible aumentó. Aunque es posible que la nueva disminución de la incertidumbre económica reduzca los incentivos para ahorrar, es probable que los tipos de interés más elevados y el endurecimiento de las condiciones crediticias impulsen el ahorro, limitando así el crecimiento del consumo a corto plazo.

**Gráfico 8**  
Confianza, incertidumbre y expectativas de los hogares

(saldos netos normalizados)



Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

**La inversión empresarial habría vuelto a crecer a principios de 2023, tras registrar una contracción en el cuarto trimestre de 2022.** En términos intertrimestrales, la inversión real, excluida la construcción, se redujo un 5,8 % en el cuarto trimestre del pasado año. Si se excluye la importante contribución negativa de la inversión en productos de propiedad intelectual en Irlanda, habría disminuido un 0,3 % en tasa intertrimestral<sup>3</sup>. La producción hasta febrero de 2023 creció un 1,2 % con respecto al trimestre anterior, y el PMI de actividad aumentó en el sector de bienes de equipo en un contexto de disminución de las disrupciones de oferta y

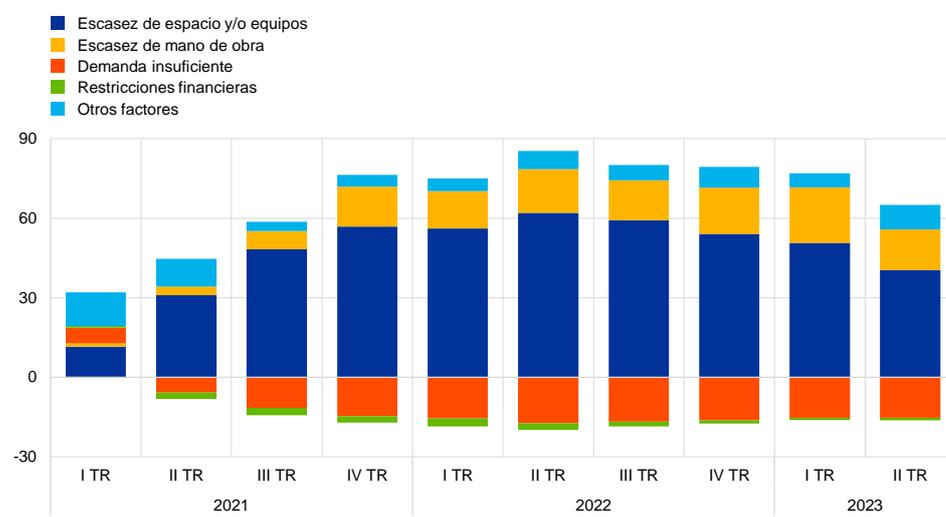
<sup>3</sup> Véase el recuadro titulado «Los activos intangibles de las multinacionales en Irlanda y su impacto en el PIB de la zona del euro» en este Boletín Económico.

de bajada de los costes energéticos<sup>4</sup>. Entretanto, la importancia relativa de la financiación interna de las empresas está creciendo conforme sube el coste de financiación y se endurecen los criterios de aprobación de los préstamos. Los indicadores de opinión de la Comisión Europea muestran que la percepción de que la producción se está viendo limitada en el sector de bienes de equipo disminuyó en el segundo trimestre de 2023 con respecto al trimestre precedente, pese a que se mantiene por encima de las medias históricas, debido al menor impacto de los factores relacionados con el espacio y/o equipos, así como con la mano de obra (gráfico 9).

### Gráfico 9

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

(variaciones de los saldos netos corregidos por la media)



Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) y cálculos del BCE.

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

#### Se espera que la inversión en vivienda siga siendo débil en la primera mitad de 2023 en un contexto de cierta volatilidad a corto plazo.

La inversión residencial podría haber repuntado en el primer trimestre de 2023, como sugiere el crecimiento de la producción del segmento de construcción de edificios en enero y febrero, del 3,7 %, en promedio, con respecto al cuarto trimestre de 2022. Este resultado refleja un fuerte efecto de base en un contexto de volatilidad de las condiciones meteorológicas y de persistencia de abultadas carteras de pedidos pendientes. Con todo, el dinamismo subyacente de la inversión en vivienda sigue contenido como consecuencia de la prolongada debilidad de la accesibilidad (aproximada por la renta media necesaria para afrontar el pago de la hipoteca de una vivienda normal) y de la rentabilidad (medida por la ratio de precios de la vivienda en relación con los costes de construcción, lo que se conoce como la «Q» de Tobin). Aunque la accesibilidad y la rentabilidad suelen moverse en direcciones opuestas, impulsadas por las fluctuaciones de los precios de la vivienda, ambas se

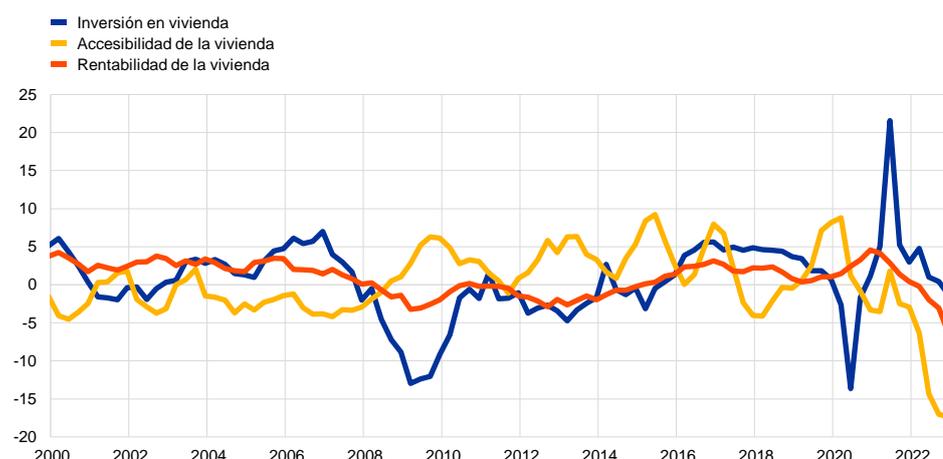
<sup>4</sup> Los contactos de las empresas indican también que el crecimiento del sector de bienes de equipo obedeció a la disminución de las disrupciones de oferta; véase el recuadro titulado «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras» en este Boletín Económico.

contrajeron a un ritmo sin precedentes en el cuarto trimestre de 2022, debido a la subida de los tipos de interés hipotecarios y de los costes de construcción, respectivamente (gráfico 10). Es probable que este débil dinamismo de la inversión en vivienda persista en la primera mitad de 2023, como sugieren diversos indicadores. El PMI de actividad de la construcción residencial permaneció en terreno contractivo hasta marzo de 2023. El índice de tendencias recientes de actividad de la construcción que elabora la Comisión Europea continuó descendiendo hasta abril, principalmente como resultado de la reducción de la demanda, la creciente escasez de mano de obra y el endurecimiento de las condiciones financieras, pese a la disminución de las restricciones en el suministro de materiales. Las últimas encuestas del BCE, tanto la encuesta sobre expectativas de los consumidores (*Consumer Expectations Survey*) como la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*), también señalan la persistencia de unas expectativas de tipos de interés hipotecarios elevados y unas condiciones restrictivas de acceso al crédito para los hogares, a pesar de cierta moderación de las presiones de costes para las empresas<sup>5</sup>.

### Gráfico 10

#### Inversión, accesibilidad y rentabilidad de la vivienda en la zona del euro

(variación interanual, porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La rentabilidad de la vivienda es la ratio de precios de la vivienda en relación con los costes de construcción (aproximados por el deflactor de la inversión en vivienda), lo que se conoce como la «Q» de Tobin. La accesibilidad de la vivienda se calcula siguiendo la metodología utilizada por la *National Association of Realtors* de Estados Unidos como la ratio de renta media de los hogares (aproximada por la renta bruta disponible per cápita de los hogares) en relación con las cuotas hipotecarias medias. Estas últimas se calculan como la cuota media de una hipoteca a quince años a un tipo de interés constante (medido por el tipo hipotecario a más de diez años) y el valor actual del principal (aproximado por los precios de la vivienda). Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2022.

#### El dinamismo de las exportaciones de la zona del euro siguió siendo contenido en los primeros meses del año, mientras que las importaciones continuaron reduciéndose.

El dinamismo de las exportaciones de bienes de la zona del euro se ralentizó en febrero porque la moderación del comercio mundial superó los beneficios derivados de la disminución de las restricciones en las cadenas de suministro. Además, la evidencia empírica sugiere que las subidas de

<sup>5</sup> Para un análisis de los determinantes estructurales de la disminución de la inversión en vivienda en la zona del euro y una comparación con Estados Unidos, véase el recuadro titulado «[La política monetaria y la inversión residencial en la zona del euro y en Estados Unidos](#)» en este Boletín Económico.

los costes de la energía pueden haber afectado al comportamiento de las exportaciones<sup>6</sup>. Las importaciones continuaron disminuyendo, debido, en parte, al descenso de las importaciones de gas vinculado a las menores necesidades energéticas en el invierno 2022-2023 como consecuencia del debilitamiento de la demanda de gas. Las importaciones de manufacturas también se moderaron, en consonancia con la desaceleración de la demanda interna de la zona del euro. De cara al futuro, los indicadores de opinión señalan una recuperación moderada de las perspectivas relativas a las exportaciones y sugieren que los plazos de entrega de los proveedores del sector manufacturero han seguido acortándose y que la congestión portuaria se está reduciendo con rapidez en todo el mundo. Sin embargo, aunque los nuevos pedidos exteriores de este sector han mejorado, permanecen en terreno contractivo, lo que señala un ligero repunte de las exportaciones. El indicador de pedidos exteriores de los servicios muestra una pujanza mayor. En particular, los indicadores de turismo apuntan a una buena temporada estival.

---

<sup>6</sup> Véase el recuadro titulado «[La perturbación energética, la competitividad-precio y la evolución de las exportaciones de la zona del euro](#)» en este Boletín Económico.

### 3 Precios y costes

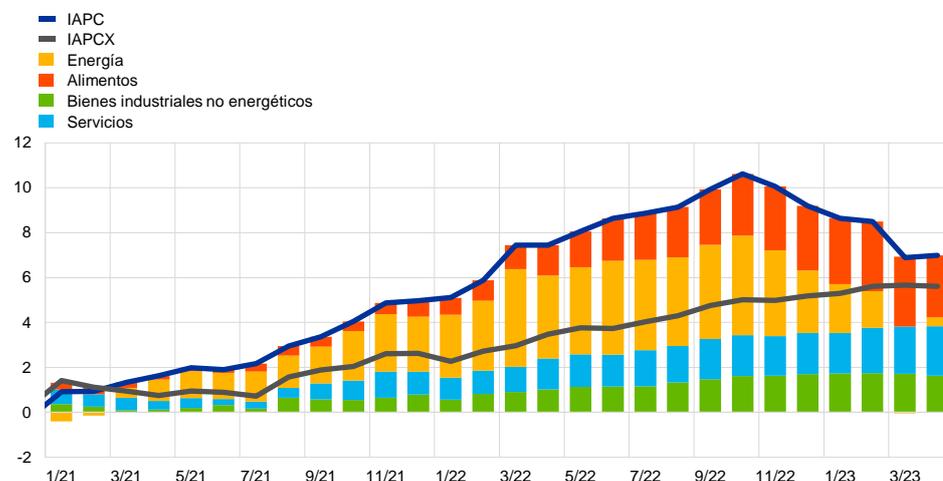
*Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación se situó en el 7 % en abril de 2023, tras haber registrado un descenso desde el 8,5 % observado en febrero hasta el 6,9 % registrado en marzo. Las tasas de inflación de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos descendieron, mientras que la de los servicios registró un ligero incremento adicional. Las presiones inflacionistas continuaron siendo intensas en todos los sectores, dado que los efectos de los elevados costes de la energía, los cuellos de botella en la oferta y la reapertura de la economía siguieron transmitiéndose. Esta evolución se reflejó en los últimos datos disponibles de los indicadores de la inflación subyacente, que se mantuvieron en niveles altos. Entretanto, los datos del cuarto trimestre de 2022 indican que las presiones salariales continuaron intensificándose en ese trimestre, y en algunos sectores aumentaron los márgenes empresariales. Aunque la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, algunos indicadores se han incrementado y requieren un seguimiento continuo.*

**La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se situó en el 7 % en abril, tras haber registrado un descenso desde el 8,5 % observado en febrero hasta el 6,9 % registrado en marzo.** El incremento de abril obedeció al avance de la inflación de la energía, que pasó del -0,9 % al 2,5 % en el mismo período. Entretanto, la tasa de variación de los precios de los alimentos disminuyó y se situó en el 13,6 % en abril, frente al 15,5 % de marzo, y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX) se redujo ligeramente hasta el 5,6 %, desde el 5,7 % registrado en marzo. Estas cifras siguen siendo elevadas, lo que sugiere que los anteriores repuntes de los costes de los insumos energéticos y los cuellos de botella en la oferta previos continúan transmitiéndose. Si bien la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos cayó levemente hasta situarse en el 6,2 % en abril, la de los servicios se elevó hasta el 5,2 % (frente al 5,1 % de marzo), probablemente impulsada aún por la demanda embalsada debida a la reapertura de la economía y por el aumento de los salarios (gráfico 11).

## Gráfico 11

### Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023 (estimación de avance).

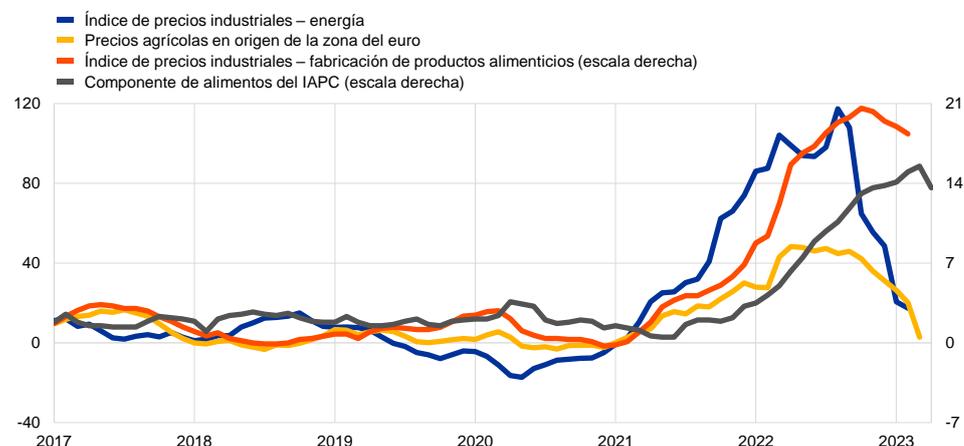
**El aumento de la inflación de la energía en abril reflejó un efecto de base al alza, mientras que los precios energéticos siguieron disminuyendo en términos intermensuales.** La tasa de variación interanual de los precios de la energía se incrementó en la mayoría de las cinco economías más grandes de la zona del euro, aunque la heterogeneidad entre esos países continuó siendo considerable debido —entre otros factores— a diferencias en los *mix* de producción energética, las modalidades de contratación y los patrones de consumo, los enfoques regulatorios y las medidas de apoyo público. Las presiones latentes de los precios de la energía han continuado disminuyendo, y la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de la energía se situó en el 17,3 % en febrero de 2023, frente al máximo del 117,3 % alcanzado en agosto de 2022 (gráfico 12).

**En abril, la tasa de variación de los precios de los alimentos de la zona del euro descendió por primera vez desde septiembre de 2021, con disminuciones de las tasas interanuales tanto de los alimentos elaborados como de los no elaborados.** La inflación de los alimentos se situó en el 13,6 % en ese mes, frente al 15,5 % de marzo, con una caída de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos no elaborados hasta el 10 % (frente al 14,7 % de marzo) debido a un acusado descenso intermensual de los precios. Esta disminución observada en los alimentos no elaborados reflejó probablemente una corrección a la baja después de dos meses de fuertes subidas de los precios. Además, la tasa de avance interanual de los precios de los alimentos elaborados también se redujo hasta situarse en el 14,7 % en abril, desde el 15,7 % de marzo, lo que refleja, sobre todo, un efecto de base a la baja (puesto que los precios de los alimentos elaborados siguieron aumentando en términos intermensuales). Este descenso sugiere que las presiones de costes acumuladas que afectan a los precios de los alimentos como resultado de los precios de los insumos energéticos y alimenticios pueden haber comenzado a remitir (gráfico 12).

## Gráfico 12

### Precios del componente de alimentos del IAPC, costes de los insumos energéticos y alimenticios

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023 (estimación de avance) para el componente de alimentos del IAPC, a marzo de 2023 para los precios agrícolas en origen de la zona del euro y a febrero de 2023 para los demás indicadores.

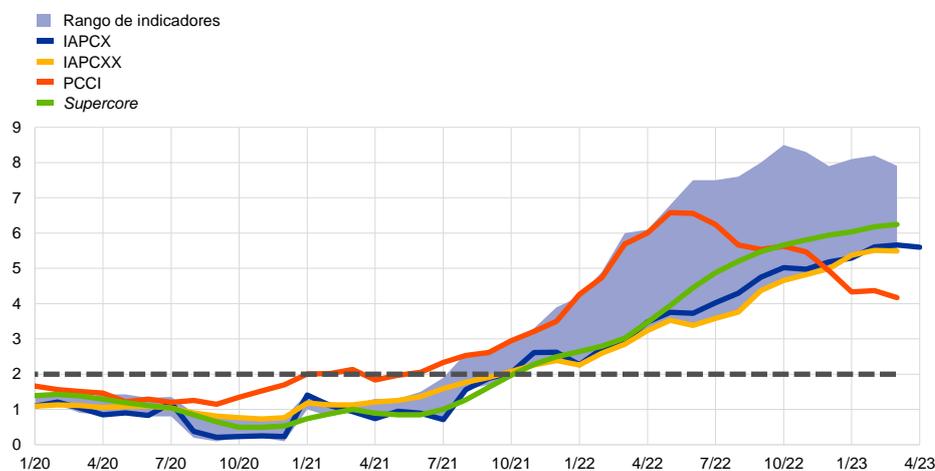
### La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente de la zona del euro se mantuvieron en niveles elevados (gráfico 13).

Al mismo tiempo, la heterogeneidad en los niveles de los distintos indicadores siguió siendo considerable, lo que apunta a la incertidumbre que rodea a la dinámica de la inflación subyacente. Si bien se dispone de datos del IAPCX para abril, otras medidas de la inflación subyacente solo incluyen datos hasta marzo y han ido mostrando señales dispares. Los indicadores basados en la exclusión de componentes —como el IAPCXX (es decir, el IAPCX menos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado, que son componentes volátiles)— y el indicador de la inflación interna (que excluye componentes con un elevado contenido importador) permanecieron prácticamente sin variación en marzo, al igual que el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente», que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo). Sin embargo, los indicadores de la inflación subyacente basados en la exclusión de componentes suelen expresarse en tasas de crecimiento interanual, por lo que sus señales pueden conllevar un desfase. El indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos, que se expresa en tasa anualizada, registró un descenso en marzo (con independencia de si se incluye o no la energía). Más en general, las tasas de crecimiento a corto plazo de varios indicadores de la inflación subyacente, medida en términos de la evolución intermensual o intertrimestral, han comenzado a apuntar a una cierta moderación de las presiones inflacionistas. Esta reducción de los indicadores de la inflación subyacente sería acorde con la idea de que incluyen efectos indirectos del anterior repunte de los precios de la energía que ahora se están revirtiendo gradualmente, puesto que la evolución de los precios energéticos lleva meses moderándose.

### Gráfico 13

#### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX; el IAPCXX; las medias recortadas al 10 % y al 30 %, el PCCI y una mediana ponderada. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023 (estimación de avance) para el IAPCX y a marzo de 2023 para los demás indicadores.

#### Al ir perdiendo importancia los costes de la energía, la evolución de los salarios y de otros costes laborales influye cada vez más en la persistencia de la inflación subyacente de la zona del euro.

Los últimos datos disponibles apuntan a una intensificación de las presiones salariales, con una tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados del 2,9 % en el tercer y cuarto trimestres de 2022, frente al 2,5 % registrado en el segundo trimestre. El crecimiento de los salarios reales, medido por la remuneración por asalariado y la remuneración por hora, aumentó considerablemente en el cuarto trimestre de 2022. Las tasas de avance interanual de estos dos indicadores salariales se incrementaron hasta el 5 % y el 4,3 %, respectivamente, desde el 3,9 % y el 2,9 %, respectivamente, en el tercer trimestre. Las negociaciones salariales concluidas en los últimos meses sugieren que las presiones salariales han seguido creciendo en 2023. La medida en que estas presiones se transmitirán a la dinámica de la inflación subyacente dependerá de la evolución de los márgenes, y los datos agregados de las cuentas nacionales correspondientes al cuarto trimestre de 2022 apuntan a una intensificación de las presiones que tienen este origen.

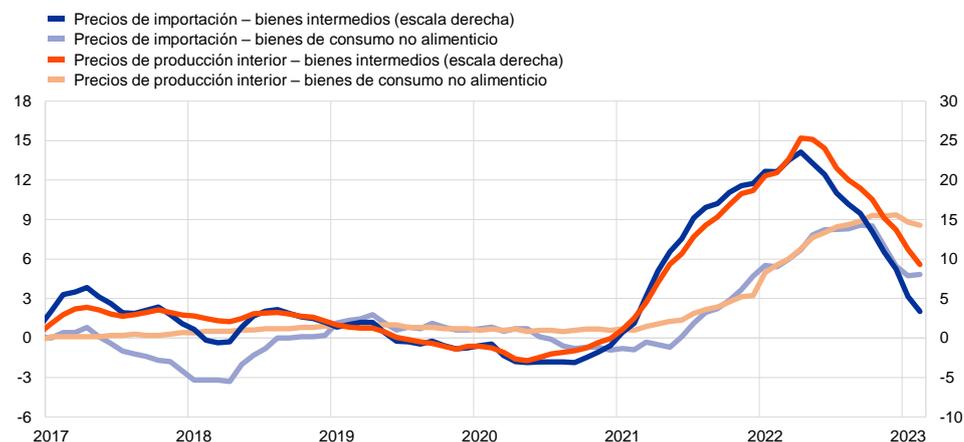
#### La inflación de los bienes industriales no energéticos disminuyó y se situó en el 6,2 % en abril, frente al 6,6 % de marzo.

Si se analizan las primeras fases de dicho proceso, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios y la de los precios de importación de esos bienes continuaron descendiendo de manera acusada en febrero. En las fases posteriores del proceso, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio retrocedió desde el 8,8 % en enero hasta el 8,6 % de febrero, el segundo mes consecutivo en el que se registró una caída interanual. Aunque las tasas de crecimiento interanual de los precios de importación y de los precios de producción se han ido reduciendo, siguen siendo altas, lo que indica presiones latentes acumuladas que podrían hacer que la tasa de variación de los precios de consumo

de los bienes industriales no energéticos permanezca en niveles elevados durante algún tiempo (gráfico 14).

### Gráfico 14 Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023.

**La mayoría de los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro se mantienen más o menos sin variación en torno al 2 %, en niveles acordes, en general, con los indicadores de mercado de la compensación por inflación (gráfico 15).** En la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2023, las expectativas medias de inflación a más largo plazo (para 2027) permanecieron inalteradas en el 2,1 %. En la encuesta de Consensus Economics de abril de 2023, las expectativas de inflación para 2027 aumentaron hasta el 2,1 % (desde el 2 % de enero). En la encuesta a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) del BCE de marzo de 2023, las expectativas medianas de inflación a largo plazo no variaron y siguieron situándose en el 2 %. Si se combinan con las expectativas a más corto plazo, estos datos sugieren que los participantes en la encuesta esperan un descenso rápido de la inflación y apuntan al anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo. En la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de marzo de 2023, las expectativas medianas a tres años vista se elevaron hasta el 2,9 %, desde el 2,4 % de febrero<sup>7</sup>. En conjunto, los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) permanecieron prácticamente sin variación en el período considerado a más corto plazo, pero registraron un aumento a largo plazo, habida cuenta de la menor preocupación por las recientes turbulencias en el sector bancario. A corto plazo, el tipo *swap* de inflación (ILS) a un año dentro de un año se situó en torno al 2,2 % a principios de mayo, prácticamente sin cambios con respecto al inicio del período de referencia, a mediados de marzo. Por lo que se refiere a los tipos a largo plazo, el tipo ILS a cinco

<sup>7</sup> Véase «Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – marzo de 2023», nota de prensa, BCE, Fráncfort del Meno, 11 de mayo de 2023.

años dentro de cinco años finalizó el período analizado ligeramente más alto, en torno al 2,4 % a principios de mayo, tras haber alcanzado un máximo de casi el 2,5 % durante ese período. 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 15

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2023 y cálculos del BCE. Notas: La serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 2 de mayo de 2023. La encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al segundo trimestre de 2023 se realizó entre el 31 de marzo y el 5 de abril de 2023. La fecha límite de recepción de datos para las proyecciones a largo plazo de Consensus Economics fue abril de 2023. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del BCE fue el 2 de marzo de 2023. La última observación para el IAPC corresponde a abril de 2023 (estimación de avance).

### Todavía existen riesgos significativos al alza para las perspectivas de

**inflación.** A corto plazo, las presiones latentes existentes podrían encarecer los precios minoristas más de lo esperado, al tiempo que la guerra de Rusia contra Ucrania podría volver a impulsar al alza los precios de la energía y de los alimentos. A medio plazo, las expectativas de inflación que se sitúen persistentemente por encima del objetivo del BCE podrían elevar la inflación, como también podrían hacerlo unos incrementos de los salarios o de los márgenes empresariales mayores de lo previsto. Asimismo, los acuerdos salariales negociados recientemente han acrecentado los riesgos alcistas para la inflación, y esos riesgos se agravarán si los márgenes siguen siendo elevados. Entre los riesgos a la baja se incluyen la posibilidad de tensiones renovadas en los mercados financieros, que podrían reducir la inflación a un ritmo más rápido de lo proyectado. Un debilitamiento de la demanda, por ejemplo, como consecuencia de una ralentización más acusada del crédito bancario o de una transmisión más fuerte de la política monetaria, también se traduciría en un debilitamiento de las presiones inflacionistas mayor de lo esperado actualmente, sobre todo a medio plazo.

*Durante el período de referencia (del 16 de marzo al 3 de mayo de 2023), la evolución de los mercados financieros estuvo determinada, en gran parte, por la menor preocupación en torno a las turbulencias registradas en el sector bancario a principios de marzo, así como por las decisiones de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno ese mes. Las expectativas de los mercados relativas a los tipos de interés oficiales de la zona del euro aumentaron en el período analizado, pero siguieron siendo más bajas que antes de las turbulencias bancarias, es decir, antes de que se produjeran ventas masivas generalizadas de activos de riesgo motivadas por las dificultades que experimentaron algunos bancos regionales de Estados Unidos. Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro finalizaron el período analizado sin apenas cambios y se mantuvieron por debajo de los niveles previos a las turbulencias, con unos diferenciales soberanos estables. En conjunto, los activos de riesgo de la zona del euro mejoraron, a pesar de la volatilidad inicial que mostraron como consecuencia de las tensiones en el sector bancario: los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona se redujeron en todos los segmentos, y los mercados de renta variable —salvo las cotizaciones bancarias— registraron ligeros avances. En ambos casos, esta evolución representa una reversión general de las fluctuaciones que se habían producido durante las turbulencias. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en general.*

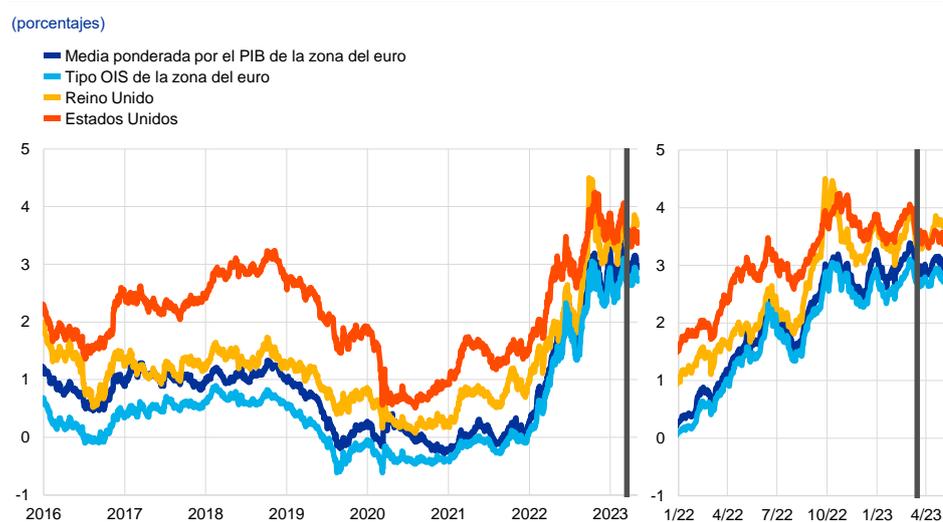
**Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se incrementaron tras la reunión del Consejo de Gobierno de marzo de 2023, ya que los participantes en los mercados revisaron al alza sus expectativas relativas a los tipos de interés oficiales, pero todavía se mantuvieron por debajo del nivel anterior a las turbulencias.**

Durante el período de referencia, el tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en 284 puntos básicos, y pasó de una media de 240 puntos básicos entre el 16 y el 21 de marzo a registrar un promedio de 290 puntos básicos después del 22 de marzo, es decir, durante el período de mantenimiento de reservas posterior a la subida de tipos de interés de marzo aplicada por el BCE. El exceso de liquidez se mantuvo estable y aumentó en unos 31 mm de euros, hasta una cifra de 4.096 mm de euros. La reacción inicial de los tipos de interés libres de riesgo a las decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno de marzo fue relativamente tímida en todos los plazos. Posteriormente, la curva *forward* del OIS (*overnight index swap*), basada en el tipo de referencia (€STR), se desplazó al alza en los plazos cortos, como reflejo de la menor inquietud de los participantes en los mercados acerca del sector bancario y de que estos volvieron a centrar la atención en la actividad mundial y en la inflación. Al final del período analizado, dicha curva había descontado subidas de los tipos de 34 puntos básicos y 16 puntos básicos para las reuniones del Consejo de Gobierno de mayo y de junio, respectivamente, así como incrementos adicionales de 30 puntos básicos en total. Esto implica que a finales de 2023 se alcanzaría un tipo máximo de alrededor del 3,7 %, inferior al máximo registrado el 6 de marzo, justo antes de que comenzase la venta masiva de activos de riesgo provocada por las dificultades de algunos bancos regionales estadounidenses.

**Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo terminaron el período de referencia prácticamente inalterados, por debajo del nivel observado antes de las turbulencias que se produjeron en el sector bancario a principios de marzo (gráfico 16).** El rendimiento medio de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se situó en torno al 2,9 %, por lo que apenas varió durante el período analizado y continuó siendo ligeramente inferior al registrado antes de las turbulencias. La evolución de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro fue, en general, acorde con la de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo, lo que se tradujo en un diferencial estable de unos 0,2 puntos porcentuales con respecto al tipo OIS de la zona. Fuera de la zona del euro, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos se redujo 21 puntos básicos y se situó en el 3,4 %, mientras que el correspondiente a la deuda del Reino Unido aumentó 26 puntos básicos y alcanzó el 3,7 %.

### Gráfico 16

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



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (16 de marzo de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 3 de mayo de 2023.

**Los diferenciales de los valores de renta fija privada se redujeron, pese a haberse ampliado inicialmente como consecuencia de las turbulencias experimentadas por el sector bancario a principios de marzo.** En los primeros días del período analizado, los diferenciales de los bonos corporativos mostraron un comportamiento muy volátil, que estuvo determinado principalmente por el segmento de instituciones financieras y el de alta rentabilidad. Para finales de marzo esta volatilidad había disminuido y los diferenciales se estrecharon gradualmente a partir de entonces, lo que se tradujo en un descenso en el período de referencia en su conjunto. Concretamente, los diferenciales de los bonos corporativos, tanto de alta rentabilidad como de grado de inversión, descendieron unos 20 puntos básicos. En el segmento de grado de inversión, los diferenciales de la deuda de las instituciones financieras registraron la caída más acusada, 22 puntos básicos, y finalizaron el período considerado ligeramente por encima del nivel previo a las

turbulencias bancarias. Por su parte, los diferenciales de la deuda de las sociedades no financieras disminuyeron 17 puntos básicos y terminaron el período analizado en un nivel algo más bajo que antes de las turbulencias.

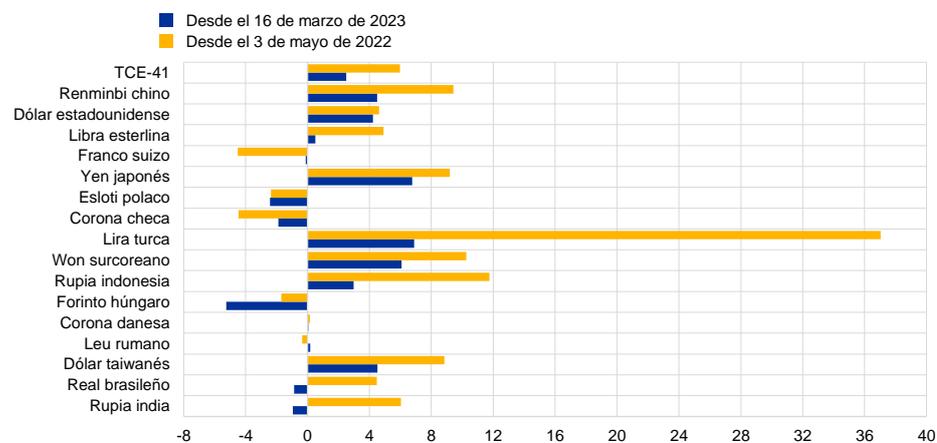
**Los mercados de renta variable de la zona del euro se anotaron subidas y los indicadores prospectivos de volatilidad descendieron.** Los precios de las acciones de la zona del euro repuntaron y los indicadores prospectivos de la volatilidad de los mercados bursátiles cayeron con respecto al nivel más alto en seis meses observado durante las turbulencias bancarias de principios de marzo. En conjunto, las cotizaciones de las sociedades no financieras aumentaron en torno a un 3,8 %, mientras que las del sector bancario de la zona del euro experimentaron una subida más moderada de alrededor del 1,2 %, por lo que se situaron muy por debajo de los niveles previos a las turbulencias. En el caso de Estados Unidos, el incremento de los precios de las acciones de las sociedades no financieras en el período de referencia fue del 3,5 % aproximadamente, mientras que las cotizaciones bancarias se redujeron en torno al 4,3 %.

**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se fortaleció en general (gráfico 17).** Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo (TCE) nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 2,5 %. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral frente a las principales monedas, el euro se apreció frente al dólar estadounidense (4,2 %) en un contexto de subidas de los diferenciales de tipos de interés y de relajación de las tensiones en los mercados financieros, y también frente al yen japonés (6,8 %) y a la libra esterlina (0,5 %). Asimismo, la moneda única se fortaleció frente al renminbi chino (4,5 %) y frente a las monedas de otras de importantes economías emergentes, pero se depreció frente a las de algunos países de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

### Gráfico 17

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

(tasas de variación)



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 3 de mayo de 2023.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

*Los costes de financiación de las entidades de crédito aumentaron significativamente en el primer trimestre de 2023, y los diferenciales de los bonos bancarios se ampliaron durante las turbulencias registradas en los mercados financieros en marzo. Los tipos de interés de los préstamos bancarios siguieron incrementándose en febrero de 2023 como reflejo de las subidas de los tipos de interés oficiales del Banco Central Europeo (BCE). En el período comprendido entre el 16 de marzo y el 3 de mayo de 2023, el coste de la financiación de las empresas tanto mediante acciones como mediante valores de renta fija se redujo ligeramente. El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuó moderándose en marzo, en un entorno de tipos de interés más elevados, de mayor debilidad de la demanda y de endurecimiento de los criterios de aprobación. En la encuesta sobre préstamos bancarios más reciente, las entidades de la zona del euro señalaron un sustancial endurecimiento adicional de los criterios de aprobación de préstamos, por encima de lo esperado, y una reducción considerable de la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares, lo que apunta a un debilitamiento persistente de la dinámica crediticia. La expansión monetaria se mantuvo contenida en marzo de 2023 debido a sus componentes más líquidos y al menor ritmo de avance del crédito.*

### **Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro siguieron aumentando en febrero, como consecuencia de las variaciones de los tipos de interés de mercado y de la subida de los tipos de los depósitos.**

Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre los tipos de interés de los depósitos, el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro a 3 de mayo (la fecha de cierre de este Boletín) solo se ha podido calcular hasta febrero. El indicador se elevó de nuevo y se situó en su nivel más alto en diez años (panel a del gráfico 18). La rentabilidad de los bonos bancarios se incrementó en 48 puntos básicos desde principios de 2023 (panel b del gráfico 18) y los diferenciales de esos valores se ampliaron significativamente durante las turbulencias de los mercados a mediados de marzo de 2023, sobre todo en el caso de los bonos más subordinados y, en particular, de los instrumentos de capital de nivel 1 adicional (AT1). A pesar de que el aumento inicial se revirtió parcialmente, los diferenciales continúan en niveles muy superiores a los observados antes de las turbulencias. El coste de los depósitos mantuvo su trayectoria al alza sostenida, aunque se observó disparidad entre los diferentes tipos de productos. Los tipos de interés de los depósitos a plazo se están ajustando con rapidez a las variaciones de los tipos oficiales, mientras que los de los depósitos a la vista lo siguen haciendo con mayor lentitud. Aunque los depositantes están reaccionando a esta ampliación de los diferenciales cambiando los depósitos a la vista por depósitos a plazo, los primeros continúan representando una parte importante de la base de depósitos. Por tanto, el diferencial entre los tipos de interés sintéticos de los depósitos y los tipos de interés oficiales sigue creciendo, como se observó durante ciclos anteriores de subidas de tipos.

### **Los reembolsos de la financiación obtenida en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) también**

**contribuyeron a elevar los costes de financiación de las entidades de crédito.**

Desde la recalibración de las condiciones de las TLTRO III, con fecha efectiva el 23 de noviembre de 2022, las entidades han realizado cuantiosos reembolsos (obligatorios y, sobre todo, voluntarios) de la financiación obtenida en ese programa. El total reembolsado asciende a 1,015 billones de euros, lo que ha reducido los saldos vivos en torno a un 48 %<sup>8</sup>. Además, las entidades de crédito han aumentado sus emisiones de bonos, que se remuneran por encima de los tipos de interés de los depósitos y de los tipos oficiales, en un entorno de retirada gradual de las TLTRO y de disminución de los depósitos. Las emisiones de bonos bancarios se han incrementado en casi 170 mm de euros desde septiembre de 2022, mientras que los depósitos se han reducido en alrededor de 200 mm de euros en el mismo período.

---

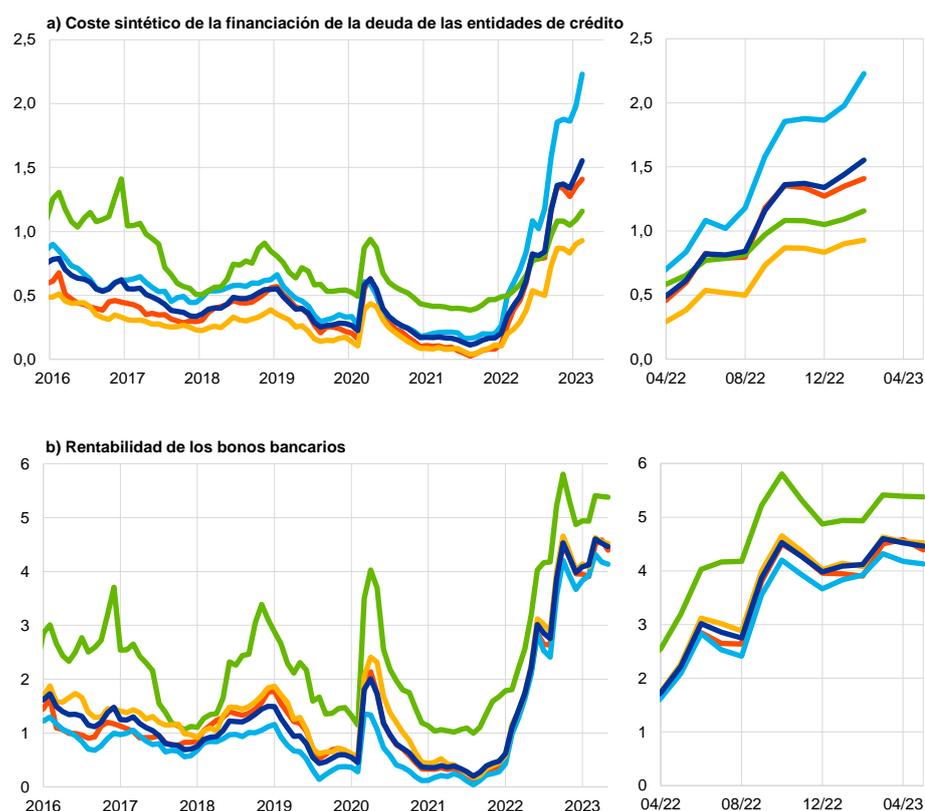
<sup>8</sup> Véase «[El BCE recalibra sus operaciones de financiación con objetivo específico para ayudar a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo](#)», *nota de prensa*, BCE, Fráncfort del Meno, 27 de octubre de 2022.

## Gráfico 18

### 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



Fuentes: BCE, índices I 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 febrero de 2023 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 3 de mayo de 2023 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

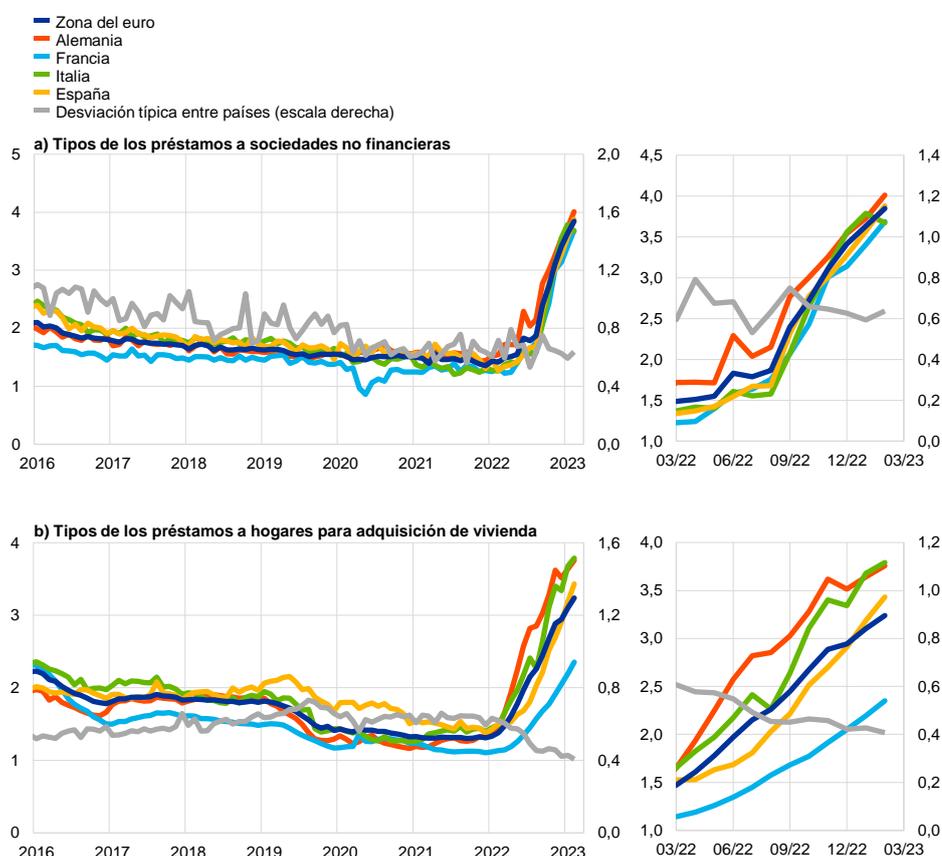
**Los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas y los hogares siguieron aumentando en febrero de 2023 como reflejo de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE.** Los cambios en las medidas de política monetaria del BCE se están transmitiendo a las condiciones del crédito bancario, con un incremento de los tipos bancarios y un endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos, según se indica a continuación. Los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios a sociedades no financieras se elevaron de nuevo hasta alcanzar el 3,85 % en febrero, frente al 3,63 % en enero y al 1,55 % en mayo de 2022. Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda también continuaron aumentando hasta situarse en el 3,24 % en febrero, comparado con el 3,10 % en enero y el 1,78 % en mayo de 2022. Estos incrementos fueron más rápidos que en anteriores ciclos de alzas, lo que refleja, sobre todo, el ritmo más acelerado de las subidas de los tipos de interés oficiales. Los resultados

de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de febrero de 2023 sugieren que los consumidores esperan que los tipos de interés hipotecarios sigan ascendiendo en los doce meses siguientes y, además, 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 aumentó ligeramente en febrero, reflejando una disparidad entre países, pero se mantuvo en niveles reducidos en términos históricos. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares permaneció estable en general (paneles a y b del gráfico 19).

### Gráfico 19

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

(porcentajes; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023.

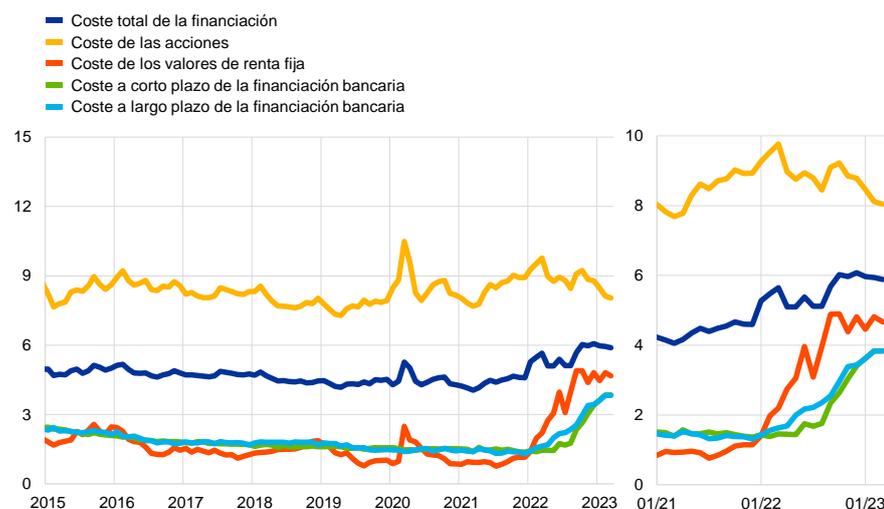
**En el período comprendido entre el 16 de marzo y el 3 de mayo de 2023, el coste de la financiación de sociedades no financieras tanto mediante acciones como mediante valores de renta fija disminuyó ligeramente.** Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, a 3 de mayo el coste total de la financiación de las sociedades no financieras —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones— solo se podía calcular hasta febrero de 2023, cuando se situó en el

5,9 %, casi sin variación con respecto a su nivel del mes anterior (gráfico 20). Esto fue resultado del descenso del coste de las acciones, que compensó el aumento del coste de los valores de renta fija —debido sobre todo al alza de los tipos de interés libres de riesgo, pues los diferenciales de los bonos corporativos apenas variaron—, y del incremento del coste de la deuda bancaria a corto y a largo plazo. En febrero de 2023, el coste total de la financiación se mantuvo próximo a los elevados niveles observados por última vez a finales de 2011, si bien disminuyó ligeramente con respecto al pico alcanzado en octubre de 2022. A lo largo del período analizado, el coste de los valores de renta fija registró un leve descenso, gracias a la estabilidad general de los tipos de interés libres de riesgo unida a una reducción considerable de los diferenciales de los bonos corporativos emitidos por las empresas no financieras tanto en el segmento de grado de inversión como, sobre todo, en el de alta rentabilidad. Dado que los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo se mantuvieron prácticamente estables, el coste de las acciones reflejó la evolución de la prima de riesgo, que cayó durante el período considerado.

### Gráfico 20

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 3 de mayo de 2023 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 28 de abril de 2023 para el coste de las acciones (datos semanales) y al 28 de febrero de 2023 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 abril de 2023, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda experimentaron un sustancial endurecimiento adicional en el primer trimestre de 2023, lo que apunta a un persistente debilitamiento de la dinámica crediticia (gráfico 21).** El endurecimiento fue más

acusado de lo esperado por las entidades en el trimestre anterior y, desde una perspectiva histórica, para las empresas su ritmo fue el mayor observado desde la crisis de deuda soberana de la zona del euro en 2011. En un entorno de aumento

de la incertidumbre, los principales factores determinantes del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito a empresas y a hogares fueron la mayor percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas y, en menor medida, la menor tolerancia al riesgo de las entidades. En un contexto de subidas de los tipos de interés oficiales del BCE y de disminución de la liquidez del banco central, los mayores costes de financiación y la menor disponibilidad de fondos de las entidades también contribuyeron al endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos a empresas de la zona del euro. Para el segundo trimestre de 2023, las entidades de crédito esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares experimenten un nuevo endurecimiento, aunque más moderado.

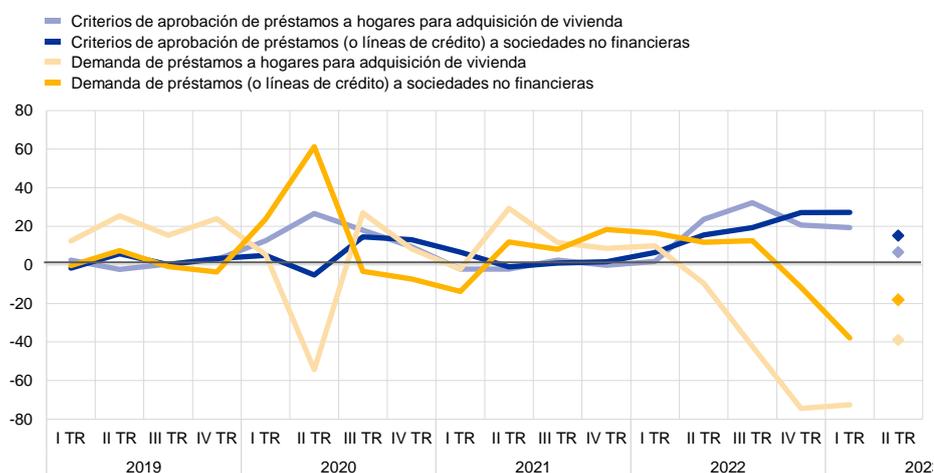
**Las entidades señalaron una fuerte disminución de la demanda de préstamos de las empresas y los hogares en el primer trimestre de 2023.**

El descenso de la demanda de préstamos de las empresas fue el más acusado desde la crisis financiera global, mientras que el de los hogares fue el mayor registrado desde que comenzó a realizarse la encuesta en 2003. La contracción de la demanda de crédito por parte de las empresas y los hogares fue más pronunciada de lo esperado por las entidades en el trimestre precedente. Las entidades indicaron que el principal factor determinante de esta caída de la demanda había sido el nivel general de los tipos de interés, en un entorno de endurecimiento de la política monetaria. Las menores necesidades de financiación para inversión en capital fijo también tuvieron un intenso impacto moderador en la demanda de préstamos de las empresas. La disminución de la demanda de crédito para adquisición de vivienda siguió siendo pronunciada y estuvo determinada, fundamentalmente, por las subidas de los tipos de interés, el debilitamiento de las perspectivas del mercado de la vivienda y el bajo nivel de confianza de los consumidores. En el segundo trimestre de 2023, las entidades esperan un descenso (neto) adicional, aunque más moderado, de la demanda de préstamos de las empresas y los hogares.

## Gráfico 21

### 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 primer trimestre de 2023.

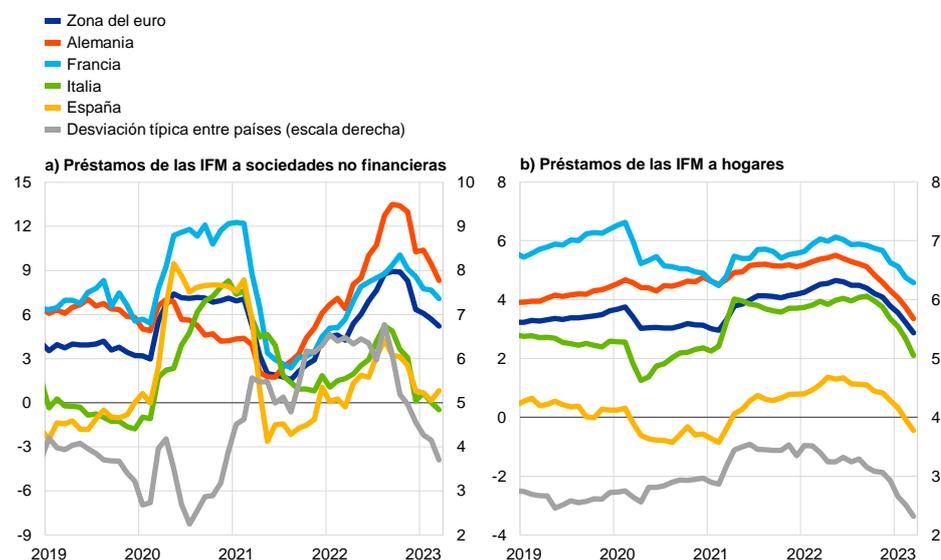
**Además, las entidades de crédito esperan que las medidas de política monetaria no convencionales del BCE contribuyan al debilitamiento de la dinámica crediticia debido a su efecto en sus condiciones de financiación y en su situación de liquidez.** El acceso de las entidades a la financiación minorista y mayorista se deterioró en el primer trimestre de 2023, lo que posiblemente refleje las turbulencias registradas en los mercados en marzo de 2023 y revierta la mejora en el acceso a los mercados observada al final del año pasado. Las entidades señalaron que la reducción gradual de la cartera de activos del BCE relacionados con la política monetaria y la retirada progresiva de las TLTRO III también habían incidido de forma negativa en sus condiciones de financiación en los mercados y en su situación de liquidez durante los seis meses anteriores. Además del impacto de las subidas de los tipos de interés y de la mayor aversión al riesgo, los reembolsos de la financiación obtenida en las TLTRO III están contribuyendo a una reducción de los volúmenes de crédito, a medida que siguen endureciéndose los criterios de aprobación de préstamos. Al mismo tiempo, las entidades indicaron que las decisiones del BCE sobre los tipos de interés oficiales habían tenido un impacto notablemente positivo en sus márgenes de intermediación, mientras que el impacto en la rentabilidad bancaria a través de ingresos no relacionados con los intereses había sido negativo. Asimismo, las entidades señalaron un efecto moderador sobre la rentabilidad debido a las mayores provisiones y deterioros de valor, que podrían reflejar un mayor riesgo de crédito dado que el endurecimiento de la política monetaria frena la actividad económica y aumenta la carga de intereses de los prestatarios.

**El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuó moderándose en marzo, en un entorno de tipos de interés más elevados, de mayor debilidad de la demanda y de endurecimiento de los criterios de aprobación.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras descendió hasta el 5,2 % en marzo, desde el 5,7 % registrado en febrero (panel a del gráfico 22). Esta desaceleración fue generalizada en las mayores economías y refleja los tipos de interés más altos, el acusado descenso de la demanda de crédito y el sustancial endurecimiento adicional de los criterios de aprobación. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares también siguió moderándose, pasando del 3,2 % en febrero al 2,9 % en marzo (panel b del gráfico 22), en un entorno de deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda, de sustancial endurecimiento adicional de los criterios de aprobación del crédito bancario y de aumento de los tipos de interés aplicados. Esta moderación estuvo determinada, principalmente, por la desaceleración continuada del crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, pero, desde principios de 2023, otros préstamos a hogares, y en particular los concedidos a empresarios individuales (es decir, pequeñas empresas sin personalidad jurídica), han registrado considerables flujos netos negativos y, por tanto, también contribuyeron al debilitamiento.

### Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización 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 marzo de 2023.

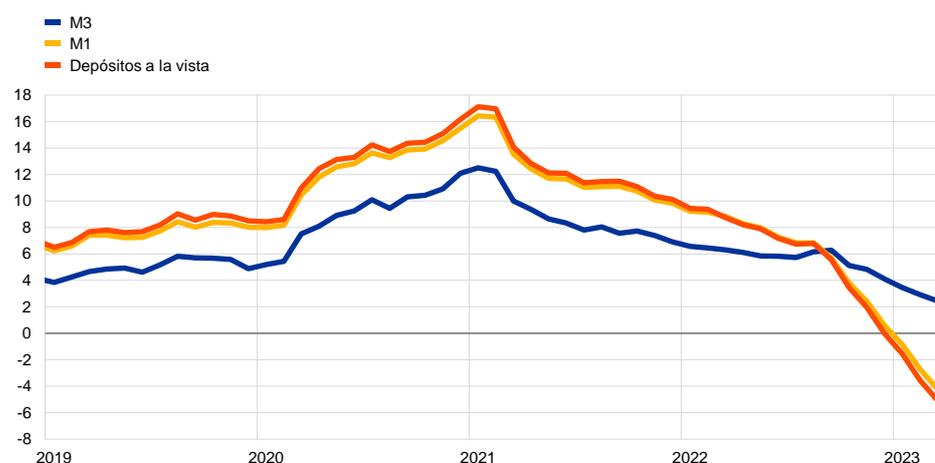
**Los depósitos a la vista registraron una fuerte contracción en marzo, debido al desplazamiento de fondos hacia instrumentos con mayor remuneración, en particular depósitos a plazo, pero también instrumentos financieros no bancarios.** La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista disminuyó hasta el -5,1 % en marzo, desde el -3,5 % registrado en febrero. La acusada caída

del crecimiento de estos depósitos y, por tanto, también del agregado monetario estrecho M1, es la mayor contracción observada desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria en 1999 (gráfico 23). Tras registrar su primera tasa de crecimiento interanual negativa en enero (-0,8 %), el crecimiento de M1 siguió debilitándose, pasando del -2,7 % en febrero al -4,2 % en marzo. Esta evolución se debe, especialmente, a la sustitución a gran escala de los depósitos a la vista por depósitos a plazo, pero también refleja el desplazamiento hacia los bonos bancarios y, en menor medida, hacia las participaciones en fondos del mercado monetario. El hecho de que no se registrara un incremento significativo del efectivo en circulación sugiere que la confianza del público en las entidades de crédito de la zona del euro no se deterioró de forma generalizada tras las turbulencias de marzo. Este patrón de recomposición de carteras también se observó en ciclos de endurecimiento anteriores, dado que la remuneración de los depósitos a la vista se ajusta lentamente a las variaciones de los tipos de interés oficiales. Sin embargo, la remuneración de los depósitos a plazo y de los instrumentos de mercado se ajusta con mayor rapidez, lo que genera una ampliación de los diferenciales de tipos de interés, que a su vez crea incentivos para la redistribución de carteras. El fuerte desplazamiento en detrimento de los depósitos a la vista en el actual ciclo de endurecimiento puede explicarse por los siguientes factores principales. En primer lugar, el ritmo de endurecimiento de la política monetaria del BCE es más rápido que en ciclos restrictivos previos, lo que da lugar a una acusada ampliación de los diferenciales entre los depósitos a la vista y los depósitos a plazo. En segundo lugar, el peso acumulado de los depósitos a la vista era excepcionalmente elevado después del período de bajos tipos de interés y de la pandemia de COVID-19. En tercer lugar, el fuerte debilitamiento de la dinámica crediticia frena la creación de dinero en general.

### Gráfico 23

#### M3, M1 y depósitos a la vista

(tasa de crecimiento interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2023.

**La expansión monetaria se mantuvo en terreno negativo en marzo de 2023 debido a sus componentes más líquidos y al menor ritmo de avance del**

**crédito.** El crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) disminuyó desde el 3,4 % en enero y el 2,9 % en febrero hasta el 2,5 % en marzo, la tasa más baja registrada desde octubre de 2014 (gráfico 23). Además, la dinámica a corto plazo de M3 se sitúa en torno a mínimos históricos, con cifras similares a las observadas solo a principios de 2010. La actual ralentización del crecimiento monetario puede explicarse por el mayor coste de oportunidad de mantener dinero y por el deterioro de la dinámica crediticia, en un entorno de tipos de interés oficiales más elevados, de debilidad de la actividad económica y de endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos. La retirada progresiva de las compras netas de activos del Eurosistema y de las TLTRO también está contribuyendo a la desaceleración de la dinámica monetaria, en el caso de estas últimas al incentivar la emisión de bonos bancarios, lo que lleva a una recomposición de carteras de los tenedores de dinero en detrimento de los depósitos.