

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

Se prevé que la inflación seguirá siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. En consecuencia, el 16 de marzo de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos en línea con su determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2 % a medio plazo. El elevado nivel de incertidumbre refuerza la importancia de un enfoque dependiente de los datos para las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés, que estarán determinadas por su valoración de 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.

El Consejo de Gobierno también anunció que estaba haciendo un atento seguimiento de las actuales tensiones en los mercados. Está preparado para responder como resulte necesario a fin de mantener la estabilidad de precios y la estabilidad financiera en la zona del euro. El Consejo de Gobierno señaló que el sector bancario de la zona del euro tenía capacidad de resistencia y posiciones de capital y de liquidez sólidas. En todo caso, el BCE cuenta con todos los instrumentos de política monetaria necesarios para suministrar apoyo de liquidez al sistema financiero de la zona del euro si fuera necesario y preservar la transmisión fluida de la política monetaria.

Las nuevas proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE se finalizaron a principios de marzo, antes de la reciente aparición de tensiones en los mercados financieros. En consecuencia, estas tensiones añaden incertidumbre en torno a las evaluaciones del escenario de referencia para la inflación y el crecimiento. Antes de estos recientes acontecimientos, la senda de referencia para la inflación general ya se había revisado a la baja, debido principalmente a una contribución de los precios de la energía menor de lo esperado anteriormente. Los expertos del BCE prevén ahora que la inflación se situará, en promedio, en el 5,3 % en 2023, el 2,9 % en 2024 y el 2,1 % en 2025. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo fuertes. La inflación excluidos la energía y los alimentos continuó aumentando en febrero y los expertos del BCE esperan que se sitúe en una media del 4,6 % en 2023, por encima de lo estimado en las proyecciones de diciembre. Posteriormente, descendería hasta el 2,5 % en 2024 y el 2,2 % en 2025, en un contexto de desaparición gradual de las presiones al alza debidas a las perturbaciones de oferta anteriores y a la reapertura de la economía, y en el que el endurecimiento de la política monetaria frena cada vez más la demanda.

Las proyecciones de referencia para el crecimiento en 2023 se han revisado al alza hasta una media del 1,0 % como resultado tanto del descenso de los precios de la

energía como de la mayor capacidad de resistencia de la economía ante el difícil entorno internacional. Los expertos del BCE esperan que el crecimiento repunte posteriormente en mayor medida, hasta situarse en el 1,6 %, tanto en 2024 como en 2025, respaldado por la fortaleza del mercado de trabajo, el aumento de la confianza y la recuperación de las rentas reales. Al mismo tiempo, el repunte del crecimiento en 2024 y 2025 es más débil de lo estimado en las proyecciones de diciembre debido a la orientación más restrictiva de la política monetaria.

Actividad económica

La actividad económica mundial siguió siendo débil en torno al cambio de año, pero las perspectivas a corto plazo han mejorado, impulsadas por la reapertura de la economía china y por la persistente capacidad de resistencia de los mercados de trabajo en las economías avanzadas. La disminución de las restricciones de oferta continúa respaldando el comercio internacional y, pese a la reducción de la inflación general, se mantiene la intensidad de las presiones inflacionistas subyacentes. En este contexto, las perspectivas de crecimiento mundial para 2023 y 2024 incluidas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2023 se han revisado al alza con respecto a las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2022. Aunque la reapertura de la economía china sustentará el crecimiento global este año, la actividad económica mundial sigue siendo relativamente débil, con tasas de crecimiento que todavía se sitúan por debajo de las medias históricas durante todo el horizonte de proyección (2023-2025). Las proyecciones relativas al comercio internacional también se han revisado al alza para reflejar la reapertura económica de China y la disminución adicional de las restricciones en las cadenas globales de suministro. Se observan señales crecientes de que la inflación mundial medida por los precios de consumo (IPC) ya alcanzó su máximo en 2022, pero la economía mundial sigue sujeta a fuertes presiones inflacionistas. La desinflación se está viendo estimulada por la reducción de las disrupciones de oferta, la bajada de los precios de la energía y el endurecimiento sincronizado de la política monetaria en todo el mundo. No obstante, la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo y el fuerte crecimiento de los salarios, especialmente en las principales economías avanzadas, sugieren que las presiones inflacionistas subyacentes en la economía mundial siguen siendo intensas y que el proceso de desinflación será gradual.

La economía de la zona del euro se estancó en el cuarto trimestre de 2022, evitando así la contracción esperada anteriormente. No obstante, la demanda interna privada descendió de forma acusada. La elevada inflación, la incertidumbre existente y el endurecimiento de las condiciones de financiación afectaron al consumo privado y a la inversión, que cayeron un 0,9 % y un 3,6 % respectivamente. De acuerdo con el escenario de referencia, se estima que la economía se recuperará durante los próximos trimestres. La producción industrial debería repuntar a medida que sigan mejorando las condiciones de oferta, continúe recuperándose la confianza y las empresas reduzcan las abultadas carteras de pedidos pendientes. La subida de los salarios y el descenso de los precios de la energía compensarán, en parte, la pérdida de poder adquisitivo que muchos hogares están experimentando como

consecuencia de la elevada inflación, lo que, a su vez, respaldará el consumo. Por otra parte, el mercado de trabajo sigue siendo sólido, a pesar del debilitamiento de la actividad económica. El empleo aumentó un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2022 y la tasa de desempleo se mantuvo en su mínimo histórico del 6,6 % en enero de 2023.

En un contexto de mayor seguridad en relación con el suministro de energía, los precios energéticos se han reducido significativamente, la confianza ha mejorado y la actividad debería recuperarse ligeramente a corto plazo. El descenso de los precios de la energía está proporcionando cierto alivio en los costes, especialmente para los sectores intensivos en energía, y los cuellos de botella en la oferta a escala mundial se han disipado en gran medida. Se espera que el mercado de la energía continúe reequilibrándose y que las rentas reales mejoren. Dado que la demanda externa también se ha reforzado, y siempre que se atenúen las actuales tensiones en los mercados financieros, el crecimiento del producto debería repuntar a mediados de 2023, respaldado por la fortaleza del mercado de trabajo. No obstante, la normalización en curso de la política monetaria del BCE y las nuevas subidas de tipos esperadas por los mercados se trasladarán cada vez más a la economía real, con efectos moderadores adicionales derivados del reciente endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito. Ello, unido a la retirada gradual del apoyo fiscal y a la persistencia de algunas preocupaciones sobre los riesgos para el suministro de energía el próximo invierno, afectará al crecimiento económico a medio plazo. En conjunto, se espera que el crecimiento medio anual del PIB real se ralentice hasta el 1,0 % en 2023 (desde el 3,6 % de 2022) y que repunte hasta el 1,6 % en 2024 y 2025. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza en 0,5 puntos porcentuales para 2023, debido a un efecto de arrastre resultante de la evolución mejor de lo esperado en el segundo semestre de 2022 y a la mejora de las perspectivas a corto plazo. Para 2024 y 2025, dichas perspectivas se han revisado a la baja en 0,3 y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente, en un contexto en el que el endurecimiento de las condiciones de financiación y la reciente apreciación del euro compensan con creces los efectos positivos del descenso de la inflación sobre la renta y la confianza.

De acuerdo con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2023, las perspectivas fiscales de la zona del euro mejorarán durante el horizonte de proyección. Tras el significativo descenso estimado para 2022, se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro siga disminuyendo ligeramente en 2023 y de forma más significativa en 2024 (hasta el 2,4 % del PIB), y que permanezca sin variación en 2025. La reducción del saldo presupuestario al final del horizonte de proyección en comparación con 2022 se explica por la mejora tanto del saldo primario ajustado de ciclo como del componente cíclico, mientras que los pagos por intereses aumentarían gradualmente en porcentaje del PIB durante el período abarcado por las proyecciones. Se espera que la deuda de la zona del euro continúe descendiendo, aunque a menor ritmo después de 2022, hasta situarse algo por debajo del 87 % del PIB en 2025. Este descenso sería atribuible principalmente a unos diferenciales tipo de interés-crecimiento negativos, que compensarían con creces los persistentes déficits primarios. No obstante, se prevé que, en 2025, las

ratios tanto de déficit como de deuda permanezcan por encima de los niveles anteriores a la pandemia. En comparación con las proyecciones de diciembre, la trayectoria del saldo presupuestario se ha revisado al alza para el período 2023-2025, aunque solo levemente en la parte final del horizonte de proyección, mientras que la previsión de pagos por intereses se ha incrementado para el período 2024-2025. La ratio de deuda se ha revisado a la baja, lo que refleja sobre todo la mejora prevista en la trayectoria del saldo primario.

Las medidas de apoyo público para proteger la economía del impacto de los altos precios energéticos deberían ser temporales y estar focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. Conforme los precios energéticos y los riesgos para el suministro de energía disminuyan, es importante empezar a revertir esas medidas sin demora y de manera concertada. Es probable que las medidas que no se ajusten a estos principios aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Asimismo, en línea con el marco de gobernanza económica de la UE y de acuerdo con las orientaciones de la Comisión Europea del 8 de marzo de 2023, las políticas fiscales deben estar dirigidas a hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y a reducir gradualmente la elevada deuda pública. Las políticas para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, especialmente en el sector energético, pueden contribuir a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo. A tal fin, los Gobiernos deberían aplicar rápidamente sus planes de inversión y de reformas estructurales en el marco del programa *Next Generation EU*. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.

Inflación

La inflación descendió hasta el 8,5 % en febrero. Esta disminución se debió a una nueva y acusada caída de los precios de la energía. En cambio, la inflación de los alimentos siguió aumentando, hasta situarse en el 15,0 %, dado que la anterior escalada del coste de la energía y de otros insumos para la producción de alimentos continuó transmitiéndose a los precios de consumo.

Asimismo, las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo intensas. La inflación excluidos la energía y los alimentos aumentó hasta el 5,6 % en febrero y otros indicadores de la inflación subyacente también se mantuvieron elevados. La inflación de los bienes industriales no energéticos se incrementó hasta el 6,8 % en febrero, debido principalmente a los efectos retardados de los cuellos de botella en la oferta y los elevados precios de la energía observados anteriormente. La inflación de los servicios, que aumentó hasta el 4,8 % en febrero, también se está viendo impulsada aún por la transmisión gradual de las anteriores subidas de los costes de la energía, por la demanda embalsada tras la reapertura de la economía y por el alza de los salarios.

Las presiones salariales se han intensificado debido a la solidez de los mercados de trabajo y a las demandas de los trabajadores para recuperar parte del poder

adquisitivo perdido como consecuencia de la alta inflación. Asimismo, muchas empresas lograron aumentar sus márgenes de beneficio en sectores que afrontaban una oferta restringida y un repunte de la demanda. Paralelamente, la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan ahora en torno al 2 %, aunque requieren un seguimiento continuo, especialmente dada la reciente volatilidad de las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado.

El fuerte ajuste en los mercados de la energía se ha traducido en una disminución significativa de las presiones sobre los precios, y ahora se espera que la inflación caiga a un ritmo más rápido. La inflación de la energía, que alcanzó un máximo superior al 40 % en el pasado otoño, debería tornarse negativa en el segundo semestre de 2023, debido al descenso de los precios de las materias primas por debajo de los niveles observados por última vez antes de la invasión rusa de Ucrania, a fuertes efectos de base y a la apreciación del tipo de cambio del euro. Las perspectivas más favorables de los precios de las materias primas energéticas implican que las medidas fiscales deberían desempeñar un papel algo menor en la bajada de los precios de la energía en 2023 y, con su retirada, se espera ahora un repunte más contenido de la inflación de la energía en 2024.

Se prevé que las tasas de inflación de otros componentes del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) comiencen a revertir algo más adelante, ya que las presiones latentes relacionadas con la transmisión de los costes —especialmente para la inflación de los alimentos— y los efectos de anteriores cuellos de botella en la oferta y de la reapertura de la economía seguirán estando presentes a corto plazo. Se espera que la inflación general caiga por debajo del 3,0 % a finales de 2023, se estabilice en el 2,9 % en 2024, y que posteriormente se modere hasta alcanzar el objetivo de inflación del 2,0 % en el tercer trimestre de 2025, situándose, en promedio, en el 2,1 % para el conjunto del año. A diferencia de la inflación general, la inflación subyacente medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, será, en promedio, más elevada en 2023 que en 2022, como reflejo de los efectos retardados relacionados con los efectos indirectos derivados de los elevados precios de la energía y de la fuerte depreciación del euro observados anteriormente, que prevalecerán a corto plazo. Los efectos sobre la inflación subyacente de los últimos descensos de los precios de la energía y la reciente apreciación del euro no se dejarán sentir hasta más adelante en el horizonte de las proyecciones. La bajada esperada de la inflación a medio plazo también refleja el impacto gradual de la normalización de la política monetaria. No obstante, considerando las tensiones observadas en los mercados de trabajo y los efectos de la compensación por inflación, se espera que los salarios crezcan a tasas muy superiores a las medias históricas y que, al final del horizonte temporal considerado, se sitúen en términos reales en niveles próximos a los del primer trimestre de 2022. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2022, la inflación medida por el IAPC general se ha revisado a la baja para todo el horizonte de proyección (en 1,0 puntos porcentuales para 2023, 0,5 puntos porcentuales para 2024 y 0,2 puntos porcentuales para 2025). La considerable corrección a la baja para 2023 se debe a importantes sorpresas a la baja del componente energético en los últimos meses y a unos supuestos de precios de la energía mucho más bajos, que se ven compensados, en parte, por sorpresas al alza en los datos de la inflación medida

por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Para 2024 y 2025, las revisiones a la baja están relacionadas con un impacto menor en el componente energético como consecuencia de la retirada de las medidas fiscales, una desaparición más acusada de los efectos indirectos y una transmisión cada vez mayor de la reciente apreciación del euro.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento económico apuntan a la baja. Unas tensiones persistentemente elevadas en los mercados financieros podrían endurecer las condiciones crediticias generales mucho más de lo esperado y erosionar la confianza. La guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y su pueblo sigue siendo un importante riesgo a la baja para la economía y podría volver a presionar al alza los costes de la energía y de los alimentos. Un debilitamiento de la economía mundial mayor de lo previsto también podría suponer un lastre adicional para el crecimiento de la zona del euro. No obstante, las empresas podrían adaptarse con más rapidez al difícil entorno internacional, lo que, junto con la disipación gradual de la perturbación energética, respaldaría un crecimiento mayor de lo esperado actualmente.

Entre los riesgos al alza para la inflación, las actuales presiones latentes aún podrían dar lugar a subidas de los precios minoristas más acusadas de lo esperado a corto plazo. Factores internos como un aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo del Consejo de Gobierno, o incrementos de los salarios y de los márgenes de beneficio mayores de lo previsto, podrían hacer subir la inflación, también a medio plazo. Además, un repunte económico más fuerte de lo esperado en China podría dar un nuevo impulso a los precios de las materias primas y a la demanda externa. Entre los riesgos a la baja para la inflación, unas tensiones persistentemente elevadas en los mercados financieros podrían acelerar la desinflación. Asimismo, el descenso de los precios de la energía podría hacer que las presiones procedentes de la inflación subyacente y los salarios disminuyan. Un debilitamiento de la demanda, también como resultado de una desaceleración del crédito bancario o de una transmisión de la política monetaria más intensa de lo proyectado, contribuiría asimismo a un descenso de las presiones inflacionistas mayor de lo que se espera actualmente, en especial a medio plazo.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado se incrementaron considerablemente en las semanas siguientes a la reunión del Consejo de Gobierno de febrero. Sin embargo, este incremento se revirtió en gran medida con anterioridad a la reunión de marzo en un contexto de fuertes tensiones en los mercados financieros. El crédito bancario a las empresas de la zona del euro se ha encarecido. El crédito a las empresas ha seguido debilitándose, debido al descenso de la demanda y a unas condiciones de oferta de crédito más restrictivas. Los costes de financiación de los hogares también han aumentado, particularmente como resultado de las subidas de los tipos

hipotecarios. Este aumento de los costes de financiación y el consiguiente descenso de la demanda, unidos al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito, han dado lugar a una nueva desaceleración del crecimiento de los préstamos a los hogares. En este entorno de mayor debilidad de la dinámica crediticia, el crecimiento del dinero se ha ralentizado de forma acusada, determinado por sus componentes más líquidos.

Decisiones de política monetaria

Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito aumentarán hasta el 3,50 %, 3,75 % y 3,00 %, respectivamente, con efectos a partir del 22 de marzo de 2023.

El tamaño de la cartera del programa de compras de activos (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 mm de euros mensuales hasta el final de junio de 2023 y su ritmo posterior se determinará más adelante. Por 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, se prevé que la inflación seguirá siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. Por consiguiente, en su reunión de marzo, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 50 puntos básicos en línea con su determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2 % a medio plazo.

El elevado nivel de incertidumbre refuerza la importancia de un enfoque dependiente de los datos para las decisiones sobre los tipos de interés, que estarán

determinadas por la valoración del Consejo de Gobierno de 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.

El Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación vuelva a situarse en su objetivo del 2 % a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

1 Entorno exterior

La actividad económica mundial siguió siendo débil en torno al cambio de año, pero las perspectivas a corto plazo han mejorado, favorecidas por la reapertura de la economía china y por unos mercados de trabajo que todavía muestran capacidad de resistencia en las economías avanzadas. La disminución de las restricciones de oferta continúa respaldando el comercio internacional y, pese a que la inflación general está descendiendo, las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo intensas. En este contexto, las perspectivas de crecimiento mundial para 2023 y 2024 reflejadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2023 se han revisado al alza con respecto a las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022. Aunque la reapertura de la economía china impulsará el crecimiento global este año, la actividad económica mundial sigue siendo relativamente débil, con unas tasas de crecimiento que permanecen por debajo de las medias históricas durante todo el horizonte de proyección (2023-2025). Las proyecciones relativas al comercio internacional también se han revisado al alza para reflejar la reapertura económica de China y la disminución adicional de las restricciones en las cadenas globales de suministro. Se observan señales crecientes de que la inflación global medida por el índice de precios de consumo (IPC) ya alcanzó un máximo en 2022, pero la economía mundial sigue sujeta a fuertes presiones inflacionistas. La desinflación se está viendo apoyada por la reducción de las disrupciones de oferta, la bajada de los precios de la energía y el endurecimiento sincronizado de la política monetaria en todo el mundo. No obstante, la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo y el fuerte crecimiento de los salarios, especialmente en las principales economías avanzadas, sugieren que las presiones inflacionistas subyacentes en la economía mundial siguen siendo intensas.

Los altos niveles de inflación, el endurecimiento de la política monetaria y las disrupciones de oferta derivadas de la pandemia en China frenaron el crecimiento mundial en torno al cambio de año.

Estos factores, junto con la elevada incertidumbre geopolítica relacionada con la guerra en Ucrania y la persistencia de los riesgos de abastecimiento en los mercados internacionales de materias primas energéticas y alimenticias, lastraron la actividad económica. Según las estimaciones, el crecimiento del PIB real mundial descendió de forma acusada, hasta el 0,4 %, en el cuarto trimestre de 2022¹. Aunque esta evolución fue acorde, en general, con lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2022, se ha visto influenciada por dos fuerzas contrapuestas. En primer lugar, la brusca retirada de las medidas sanitarias de contención en China provocó un incremento pronunciado de las tasas de contagio por COVID-19, lo que a corto plazo apunta a una actividad económica mucho más débil de lo previsto anteriormente. En segundo lugar, el crecimiento del PIB real en Estados Unidos fue mayor de lo anticipado, debido a una importante contribución positiva de la

¹ Dado que esta sección se centra en la evolución del entorno mundial, todas las referencias a indicadores económicos agregados mundiales o globales excluyen la zona del euro.

demanda exterior neta y de las existencias, aunque la demanda interna siguió moderándose.

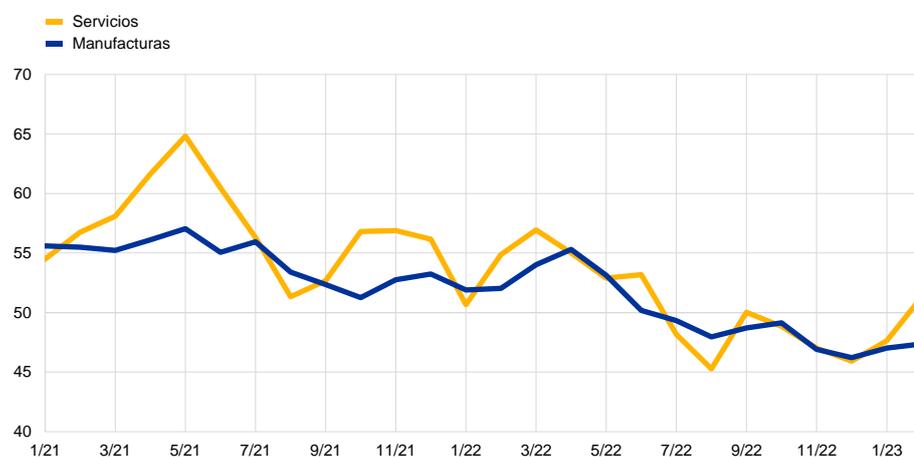
Se espera que el PIB real mundial crezca en el primer trimestre de 2023, pero continúa siendo débil. Este crecimiento refleja el hecho de que las disrupciones recientes en China relacionadas con la pandemia ya parecen estar remitiendo y que la evolución de los mercados de trabajo de las economías avanzadas sigue siendo sólida. También es acorde con las indicaciones procedentes de las últimas encuestas a directores de compras (PMI), que apuntan a una mejora de la actividad económica. En las economías avanzadas, la producción de los servicios se ha incrementado recientemente en paralelo a la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo, mientras que la de las manufacturas permanece en terreno contractivo (panel a del gráfico 1). En China, la recuperación de las disrupciones recientes relacionadas con la pandemia avanza por buen camino, y la producción de las manufacturas y de los servicios repuntó con rapidez en febrero, por lo que los datos agregados de las economías emergentes han mejorado (panel b del gráfico 1).

Gráfico 1

PMI de actividad por sector en economías avanzadas y emergentes

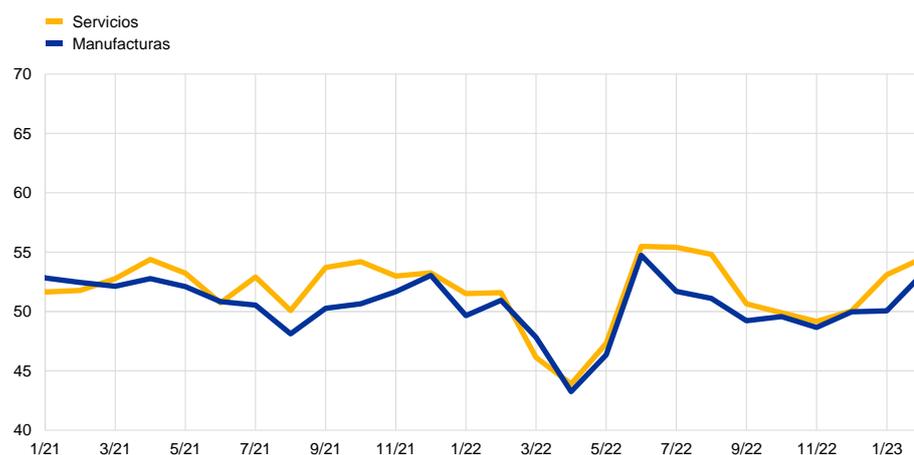
a) Economías avanzadas (excluida la zona del euro)

(índices de difusión)



b) Economías emergentes

(índices de difusión)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023.

Las perspectivas de crecimiento mundial se han revisado al alza para 2023 y 2024. Aunque la reapertura económica de China sustentará el crecimiento global este año, la actividad económica mundial sigue siendo endeble, con unas tasas de crecimiento todavía por debajo de las medias históricas durante el horizonte de proyección. De acuerdo con las proyecciones de marzo de 2023, el ritmo de avance del PIB real mundial será del 3 % en 2023, ligeramente inferior a la tasa de crecimiento del 3,3 % estimada para 2022, y aumentará de manera muy gradual hasta el 3,2 % en 2024 y el 3,3 % en 2025. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2022, las previsiones se han revisado al alza para 2023 (en 0,4 puntos porcentuales) y 2024 (en 0,1 puntos porcentuales), pero no se han modificado para 2025. Un factor determinante de las revisiones es la mejora de las perspectivas de China, ya que se espera que las disrupciones derivadas de la pandemia que se produjeron en torno al cambio de año allanen el camino para un repunte más rápido más avanzado el año, dado que la economía china estará menos constreñida por el

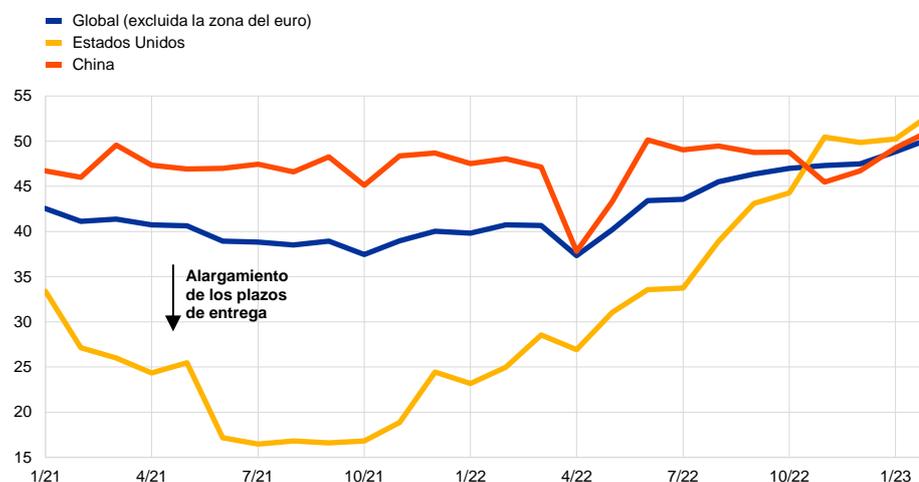
riesgo de nuevos confinamientos. El crecimiento del PIB real en Estados Unidos también se ha revisado al alza en un contexto de continuada fortaleza del mercado de trabajo. En las economías avanzadas se prevé que el PIB real siga creciendo a un ritmo relativamente contenido en 2023, en línea, en general, con las proyecciones de diciembre de 2022, y se espera que posteriormente se recupere solo de manera paulatina. En las economías emergentes se prevén unas tasas de crecimiento estables, en términos generales, de alrededor del 4 % durante todo el horizonte de proyección.

Las proyecciones relativas al comercio internacional también se han revisado al alza para reflejar la reapertura económica de China y la disminución adicional de las restricciones en las cadenas globales de suministro. Estas previsiones siguen a un crecimiento negativo en el cuarto trimestre de 2022, período en el que se estima que el comercio mundial se contrajo como consecuencia del retroceso de los intercambios comerciales de bienes en las economías avanzadas y en las emergentes. Desde entonces se han observado señales incipientes de estabilización en niveles reducidos. El PMI global de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas permanece en terreno contractivo, pero mejoró tanto en enero como en febrero de 2023. Además, las restricciones de oferta a escala global han remitido de forma significativa y los plazos de entrega de los proveedores se han acortado, lo que indica que el impacto sobre las cadenas globales de suministro derivado de las disrupciones relacionadas con la pandemia en China fue relativamente limitado y breve (gráfico 2). De acuerdo con las proyecciones de marzo de 2023, este año, el crecimiento del comercio mundial será menos dinámico que el del PIB real mundial, reflejo de que ha seguido atenuándose el efecto de la disminución de los cuellos de botella en la oferta que contribuyó al fuerte avance del comercio en 2022. A medida que los patrones de consumo se normalicen, en especial en las economías avanzadas, y vuelvan a rotar de los bienes a los servicios, los flujos comerciales internacionales podrían verse afectados negativamente. Según las proyecciones, el comercio mundial crecerá un 2,5 % en 2023 —un ritmo relativamente contenido en comparación con las medias históricas— y un 3,4 % en 2024 y 2025, básicamente en línea con la expansión del PIB real mundial. Se espera que la demanda exterior de la zona del euro siga una trayectoria similar. Las proyecciones de marzo de 2023 apuntan a que dicha demanda aumentará un 2,1 % en 2023, y que posteriormente avanzará hasta situarse en el 3,1 % en 2024 y en el 3,3 % en 2025. Las proyecciones relativas al comercio mundial y a la demanda exterior de la zona del euro se han revisado al alza para 2023, debido, en parte, a unos datos mejores de lo previsto en el tercer trimestre de 2022, que se tradujeron en importantes efectos de arrastre estadístico.

Gráfico 2

PMI de plazos de entrega de los proveedores

(índice)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023.

Las presiones inflacionistas en la economía mundial siguen siendo elevadas.

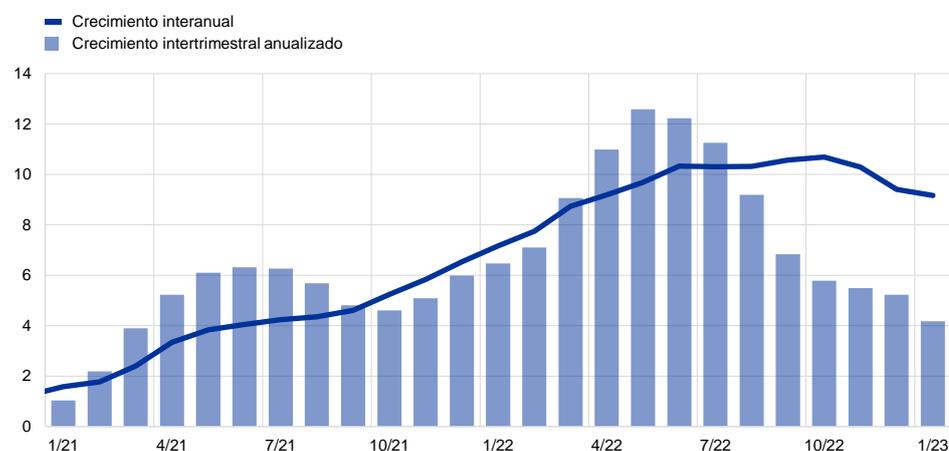
La inflación global medida por el IPC ha estado descendiendo desde el máximo alcanzado en el verano de 2022, debido a la disminución de las disrupciones de oferta, a la bajada de los precios de la energía y al endurecimiento sincronizado de la política monetaria. No obstante, la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo y el fuerte crecimiento de los salarios, en especial en las economías avanzadas, sugieren que las presiones inflacionistas subyacentes son intensas. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general interanual medida por el IPC se redujo ligeramente hasta el 9,2 % en enero de 2023, frente al 9,4 % registrado el mes anterior, y su ritmo de avance se está ralentizando de manera acusada como consecuencia de la caída de los precios de la energía (panel a del gráfico 3). En cambio, la inflación subyacente (que excluye los componentes de energía y alimentos) medida por el IPC se mantuvo invariable en el 7,2 % durante ese período y, aunque ha perdido algo de impulso, permanece en un nivel relativamente elevado, lo que apunta a que las presiones inflacionistas son de naturaleza más persistente (panel b del gráfico 3). La senda prevista para los precios de exportación de los competidores de la zona del euro también refleja esta narrativa y se ha revisado ligeramente a la baja con respecto a las proyecciones de diciembre de 2022.

Gráfico 3

Inflación medida por el índice de precios de consumo en la OCDE

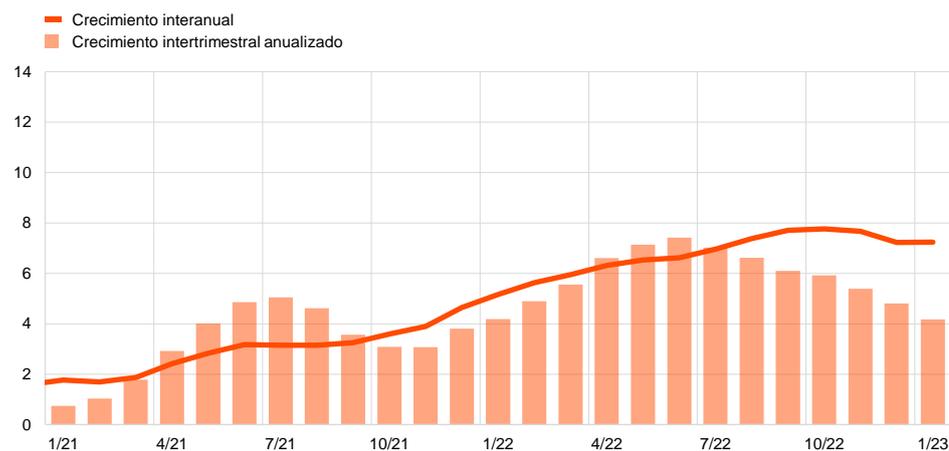
a) General

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



b) Subyacente

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



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: La inflación subyacente medida por el IPC excluye los componentes de energía y alimentos. Las trayectorias de la inflación interanual, tanto general como subyacente, medida por el IPC y sus respectivos ritmos de avance serían similares incluso si excluyera a Turquía (donde la inflación se mantiene en elevadas tasas de dos dígitos) del agregado de la OCDE. En los países de la OCDE, excluida Turquía (que no figura en los paneles), estas dos variables se situaron en el 7,5 % y el 5,7 %, respectivamente, en enero de 2023, frente al 7,6 % y el 5,6 % de diciembre de 2022. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023.

Los precios mundiales del petróleo han disminuido y los precios europeos del gas han caído de forma acusada, aunque permanecen muy por encima de los niveles anteriores a la guerra de Rusia y Ucrania. El éxito de la sustitución de las importaciones de gas ruso por importaciones de gas natural licuado llevada a cabo a lo largo de 2022 contribuyó a la acumulación de existencias de gas en Europa antes del invierno, y sus niveles también se han mantenido elevados, debido a la menor demanda como resultado de un invierno muy suave y a las eficaces medidas de ahorro de gas. Asimismo, gracias a las elevadas existencias de gas actuales, Europa se encuentra en una posición mejor que el año pasado de cara al próximo invierno. No obstante, persisten los riesgos al alza para los precios del gas, debido a la posibilidad de que: i) la demanda china de importaciones de gas natural licuado sea mayor de lo esperado en la actualidad, y ii) Rusia interrumpa el suministro

restante de gas a Europa más avanzado el año. Con respecto al petróleo, la bajada de los precios refleja la mayor debilidad de la demanda global y la creciente preocupación acerca de la demanda futura de esta materia prima a raíz de las tensiones registradas en los mercados financieros con origen en el sector bancario estadounidense. También refleja el efecto de las últimas sanciones impuestas a Rusia sobre la oferta mundial de crudo, que hasta ahora ha sido relativamente limitado y que se ha visto compensado solo en parte con el impacto de la reapertura económica de China. Además, dicha oferta se ha visto impulsada por el aumento de la producción en Kazajistán y Nigeria. Sin embargo, subsisten los riesgos al alza para los precios internacionales del petróleo, debido a la posibilidad de una reducción del suministro de crudo de Rusia, pese a que este país sigue trasladando sus exportaciones, de Europa a China y a la India. Rusia respondió a las sanciones anunciando un recorte del 5 % de su producción de petróleo.

La percepción global del riesgo sigue siendo volátil. Esta volatilidad ha vuelto a aumentar más recientemente en un contexto de fuertes tensiones en los mercados financieros desencadenadas por las quiebras bancarias en Estados Unidos. Inicialmente, los mercados financieros internacionales, y en particular las valoraciones bursátiles, se vieron impulsados por el optimismo generado por la reapertura de la economía china, la moderación de los precios de la energía y los signos incipientes de disminución de las presiones inflacionistas. Con todo, más recientemente han mostrado una evolución heterogénea, dadas las señales de que las presiones inflacionistas subyacentes en la economía mundial continúan siendo intensas, debido a la persistente fortaleza de los mercados de trabajo y el elevado crecimiento de los salarios. Esto ha llevado a que los participantes en los mercados revisen sus expectativas sobre las actuaciones de política monetaria en las principales economías avanzadas, lo que también está afectando a la percepción global del riesgo.

En Estados Unidos se prevé una ralentización de la actividad económica en la primera mitad del año, mientras que es probable que el proceso de desinflación sea más gradual de lo esperado. En el cuarto trimestre de 2022, el PIB real creció un 0,8 %, en tasa intertrimestral, impulsado por la fuerte inversión en existencias, mientras que la demanda interna continuó moderándose. Indicadores recientes apuntan a un crecimiento modesto del gasto en consumo, reflejo, en cierta medida, del endurecimiento de las condiciones financieras el año pasado. Además, la actividad en el sector de la vivienda sigue debilitándose, en gran parte como consecuencia del incremento de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios. Los niveles más elevados de los tipos de interés y el crecimiento más lento de la producción también parecen estar afectando a la inversión empresarial en capital fijo. De cara al futuro, la desaceleración continuada de la demanda interna apunta a un crecimiento débil en la primera mitad del año, pese a la moderación de la inflación y a la solidez del mercado de trabajo. A pesar de la ralentización del crecimiento, el mercado laboral sigue muy tensionado y se observan pocas señales de moderación de las tensiones, al tiempo que el avance de los salarios nominales todavía es elevado, lo que respalda la opinión de que la inflación en este país podría ser más persistente de lo previsto. La inflación general interanual medida por el IPC descendió hasta situarse en el 6 % en febrero de 2023, debido a la bajada de los

precios de los alimentos y la energía, mientras que la inflación subyacente interanual medida por el IPC cayó ligeramente hasta el 5,5 %. Aunque las tensiones en los mercados financieros desencadenadas por las quiebras bancarias podrían suponer un lastre adicional para el crecimiento de la economía estadounidense, su impacto sigue siendo muy incierto.

En China, la recuperación de las disrupciones relacionadas con la pandemia que se produjeron recientemente avanza por buen camino.

El crecimiento intertrimestral del PIB real no experimentó variaciones en el cuarto trimestre de 2022, tras la repentina decisión de las autoridades de renunciar a la estrategia dinámica de COVID cero, que al principio ocasionó un aumento acusado de las tasas de contagio por COVID-19. No obstante, mientras la ola de contagios sigue remitiendo, se espera que la actividad económica repunte ya en el primer trimestre de 2023, y que cobre más intensidad a partir del segundo trimestre a medida que disminuyan las restricciones relacionadas con la pandemia. Esta previsión se ve respaldada por el fuerte incremento de la movilidad y la congestión en las grandes ciudades, si bien, por el momento, la recuperación de otros indicadores que realizan un seguimiento de la actividad económica, como los relativos a los precios del carbón y a la calidad del aire, ha sido más moderada. El turismo internacional chino también estaría repuntando. Mientras tanto, el sector inmobiliario solo está experimentando una ligera recuperación, debido a que la pandemia y la persistencia de percepciones negativas de la viabilidad de los promotores inmobiliarios privados generaron un prolongado efecto sobre la confianza en relación con las compras de importe elevado. Con este trasfondo, las perspectivas de crecimiento de China se han revisado al alza para 2023 y se esperan tasas medias de avance cercanas al objetivo de crecimiento «en torno al 5 %» anunciado recientemente por el Gobierno. Las presiones inflacionistas en este país continúan siendo moderadas y no se espera que aumenten de forma significativa a medida que la economía se reabra.

En Japón, el crecimiento del PIB real se mantuvo estancado en el cuarto trimestre de 2022 en un contexto de debilidad relativa de la demanda interna.

Esta evolución fue peor de lo previsto, ya que en general se esperaba una recuperación más dinámica, dada la contracción del crecimiento en el tercer trimestre. De acuerdo con las proyecciones, la actividad económica aumentará gradualmente en 2023, respaldada por la demanda embalsada, la reapertura económica de China y el apoyo continuado de las políticas monetaria y fiscal. En enero, la inflación general interanual medida por el IPC se incrementó hasta el 4,3 %. A corto plazo se prevé que la inflación se modere, debido a unos efectos de base favorables derivados de la subida de los precios de la energía y los alimentos el año pasado, así como a la prórroga de las subvenciones a la energía por parte del Gobierno.

En el Reino Unido se espera que la actividad económica continúe siendo débil en la primera mitad de 2023.

Después de que la economía evitara por poco una recesión técnica a finales del año pasado, el ritmo de crecimiento fue negativo en torno al cambio de año. Esta evolución, junto con la debilidad de los datos de los indicadores coyunturales, sugiere que el crecimiento podría volver a ser negativo en el primer trimestre, ya que dichos indicadores apuntan a una prolongada falta de

dinamismo del crecimiento y que los hogares continúan afrontando descensos de los salarios reales y unas condiciones financieras más restrictivas. La inflación general interanual medida por el IPC descendió hasta el 10,1 % en enero, reflejo de la bajada de los precios de los combustibles, y la subyacente mostró señales incipientes de moderación, gracias a la caída de la tasa de variación de los precios de los servicios de hostelería. Sin embargo, como el mercado de trabajo sigue tensionado y los salarios están creciendo con fuerza, también se espera que las presiones inflacionistas en la economía británica sean más persistentes, pese a la frágil evolución del crecimiento.

2 Actividad económica

En 2022, el PIB real de la zona del euro creció un 3,5 % y al final del año se situaba un 2,4 % por encima del nivel previo a la pandemia. Sin embargo, este resultado oculta una ralentización significativa de la actividad en el segundo semestre de 2022, reflejo de la desaparición gradual del efecto de los factores que habían respaldado la economía anteriormente en el año, sobre todo del acusado repunte de la demanda de servicios intensivos en contacto tras la relajación de las restricciones relacionadas con el COVID-19. Además, la escalada de los precios de la energía tuvo un impacto negativo sobre el gasto y la producción. La actividad económica de la zona del euro se estancó en el último trimestre de 2022, como resultado de factores contrapuestos. Mientras que la demanda exterior neta tuvo un efecto positivo en el crecimiento, todos los componentes de la demanda interna privada se contrajeron en un contexto de caída de la renta real disponible, incertidumbre persistente y condiciones de financiación más restrictivas. Se espera que la economía de la zona del euro comenzara a situarse en una senda de recuperación progresiva a principios de 2023, dado que los datos de las encuestas más recientes apuntan a un cierto aumento de la actividad y de la confianza. La mayor seguridad del suministro de energía, la reducción sustancial de los precios energéticos, la disminución de los problemas en las cadenas de suministro y el apoyo público deberían seguir proporcionando cierto alivio a los hogares y a los sectores en los próximos trimestres. A medio plazo, la fortaleza del mercado de trabajo, la mejora de la confianza y la recuperación de las rentas reales deberían contribuir a un repunte del crecimiento del PIB de la zona del euro, si bien se espera que el endurecimiento gradual de las condiciones de financiación tenga un efecto moderador en la actividad.

Esta valoración se refleja, en términos generales, en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2023. Se espera que el crecimiento anual del PIB real se ralentice hasta el 1 % en 2023 y que repunte hasta el 1,6 % en 2024 y 2025. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022, las perspectivas se han revisado al alza en 0,5 puntos porcentuales para 2023, y a la baja en 0,3 puntos porcentuales y 0,2 puntos porcentuales para 2024 y 2025, respectivamente. Como las proyecciones se finalizaron a principios de marzo, antes de la reciente aparición de tensiones en los mercados financieros, estas perspectivas están sujetas a una incertidumbre adicional.

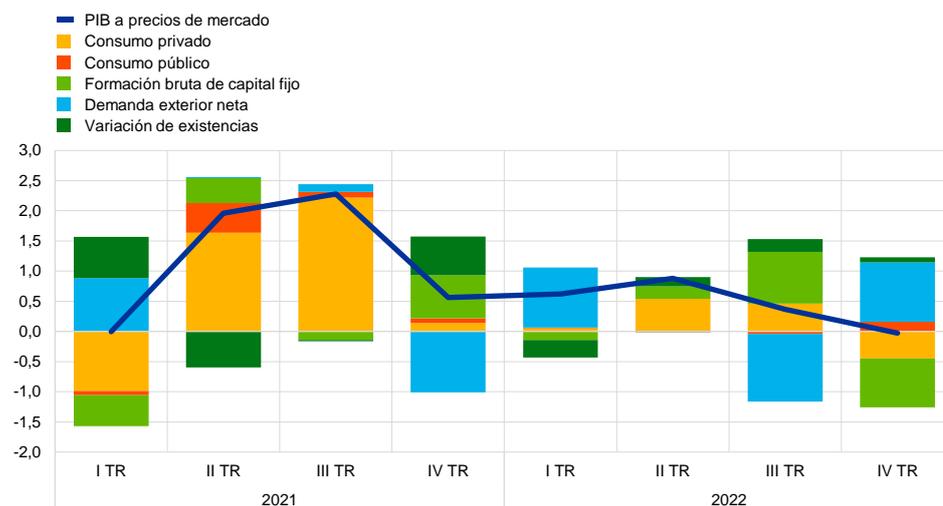
La actividad de la zona del euro se estancó en el cuarto trimestre de 2022. La desagregación del gasto muestra una importante contribución negativa de la demanda interna, con una caída notable tanto del consumo privado como de la inversión (gráfico 4). Sin embargo, esta evolución se vio contrarrestada por la aportación positiva de la demanda exterior neta debida a la atonía de las exportaciones y a la disminución de las importaciones. Aunque la dinámica de la inversión y de las importaciones en el último trimestre de 2022 se vio afectada por la volatilidad observada en Irlanda, la contracción de la demanda interna privada sugiere un dinamismo muy débil del crecimiento subyacente al final del año. Este

último resultado trimestral hizo que el avance anual del PIB real de la zona del euro fuera del 3,5 % en 2022, con un efecto arrastre estimado del 0,4 % sobre el crecimiento en 2023, ligeramente por debajo de la media histórica.

Gráfico 4

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Se espera que el crecimiento del PIB de la zona del euro pase a ser ligeramente positivo en el primer trimestre de 2023, y los indicadores económicos más recientes muestran señales ambivalentes.

Los datos de las encuestas más recientes sugieren que la economía de la zona del euro puede haber crecido levemente en el primer trimestre del año. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad de la zona del euro volvió a aumentar en febrero hasta alcanzar el nivel más alto de los nueve últimos meses y ahora se encuentra prácticamente en línea con su media de largo plazo. Este repunte obedeció en gran medida a la actividad de los servicios (panel a del gráfico 5). La persistente fortaleza de la actividad de los servicios intensivos en contacto a principios de 2023 apunta a algunos efectos aún presentes de la reapertura de la economía. El índice de producción de las manufacturas se situó por encima de 50 en febrero, lo que señala crecimiento por primera vez desde mayo de 2022. El sector manufacturero se benefició de la disminución de los problemas en las cadenas de suministro, como refleja el descenso acusado del indicador de plazos de entrega de los proveedores observado en febrero. No obstante, la fragilidad de las condiciones de demanda siguió lastrando la producción de las manufacturas, que recientemente se ha sustentado sobre todo en la cartera de pedidos pendientes.

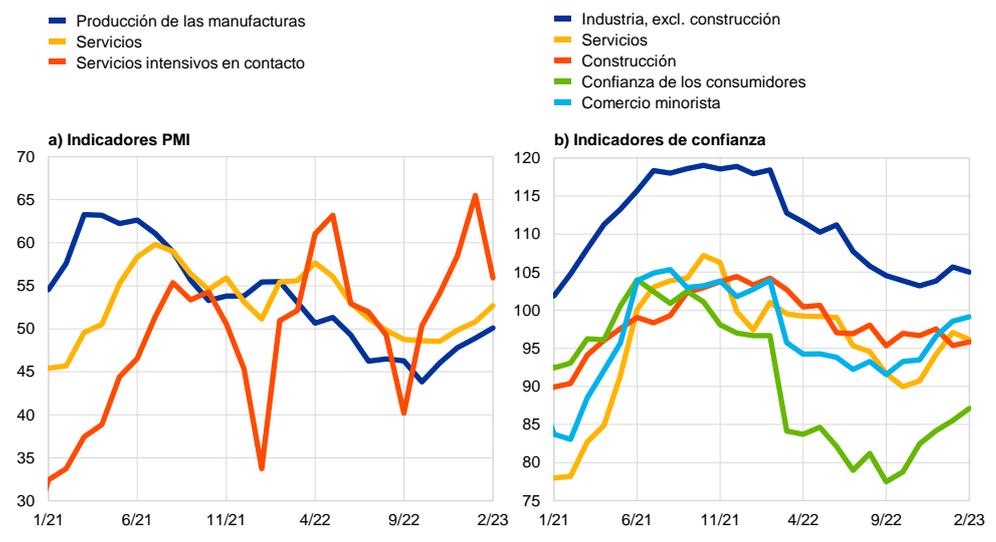
Parece que tanto las manufacturas como los servicios se han visto respaldados por la mejora continuada de la confianza a principios de 2023, pero no está claro en qué medida las tensiones registradas recientemente en los mercados financieros podrían erosionarla en el futuro. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea se mantuvo prácticamente estable

en febrero, tras mejorar de forma sustancial en enero, pero todavía se sitúa en un nivel históricamente bajo. Además, esta estabilidad oculta cierto retroceso del sentimiento en la industria y los servicios que solo se ve compensado con una mayor confianza en los sectores de la construcción y el comercio minorista (panel b del gráfico 5). La confianza de los consumidores siguió recuperándose en febrero y aumentó por cuarto mes consecutivo, aunque el índice permanece muy por debajo de su media de largo plazo y del nivel que alcanzó antes de la guerra en Ucrania. Los resultados de las encuestas muestran también que, en los últimos meses, la preocupación de los hogares por los altos precios energéticos ha empezado a disminuir y que la incertidumbre sobre su situación financiera se ha reducido. Esto señala una recuperación gradual del gasto en consumo pese al probable impacto adverso de la inflación todavía elevada y el aumento de los tipos de interés y, posiblemente, de las recientes tensiones en los mercados financieros.

Gráfico 5

Indicadores de opinión en los distintos sectores de la economía

(panel izquierdo: saldos netos; panel derecho: saldos netos, febrero de 2020 = 100)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023 para los servicios intensivos en contacto y a febrero de 2023 para los demás indicadores.

El mercado de trabajo continuó mejorando en el cuarto trimestre de 2022 y mantuvo su capacidad de resistencia ante el estancamiento del avance del PIB.

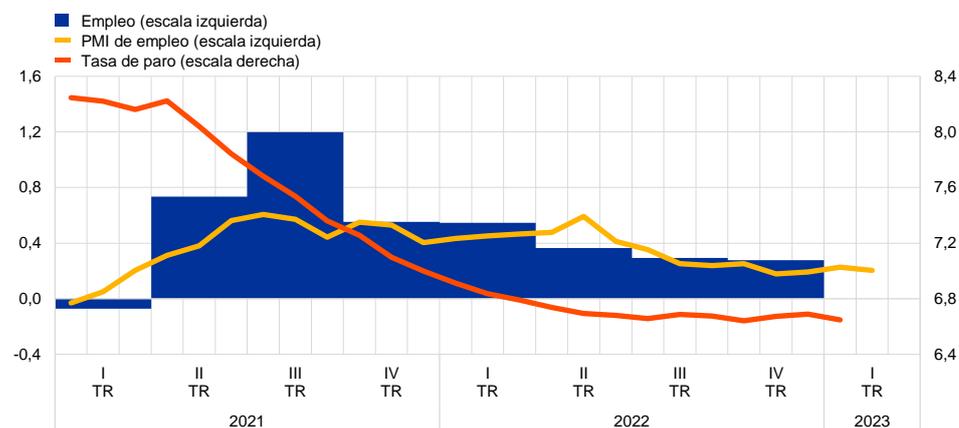
El empleo creció un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2022 y el total de horas trabajadas se incrementó un 0,4 %. Desde el cuarto trimestre de 2019, el empleo ha aumentado un 2,3 % y las horas totales trabajadas un 0,6 % (gráfico 6). Esto representa un descenso del 1,7 % de las horas medias trabajadas, relacionado, en parte, con la fuerte creación de empleo en el sector público desde el cuarto trimestre de 2019, donde las horas medias trabajadas son inferiores, en promedio, a las del total de la economía. La población activa ha crecido considerablemente con respecto a dicho trimestre. La tasa de paro se situó en el 6,6 % en enero y se ha mantenido prácticamente estable desde abril de 2022. La demanda de trabajo sigue siendo vigorosa, y la tasa de vacantes ha permanecido estable en el 3,2 %, la más

alta desde que empezó a publicarse la serie y un punto porcentual por encima de la observada en el cuarto trimestre de 2019.

Gráfico 6

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

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



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

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

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un crecimiento positivo del empleo en el primer trimestre de 2023.

El PMI mensual compuesto de empleo descendió hasta situarse en 52 en febrero de 2022, desde un valor de 52,3 en enero, y se mantuvo por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. Este indicador lleva en terreno expansivo desde febrero de 2021, aunque ha retrocedido sustancialmente desde mayo de 2022, lo que sugiere que el avance del empleo se está ralentizando. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, este indicador señala que el empleo continuará creciendo en la industria y los servicios, y que se estabilizará, en general, en el sector de la construcción.

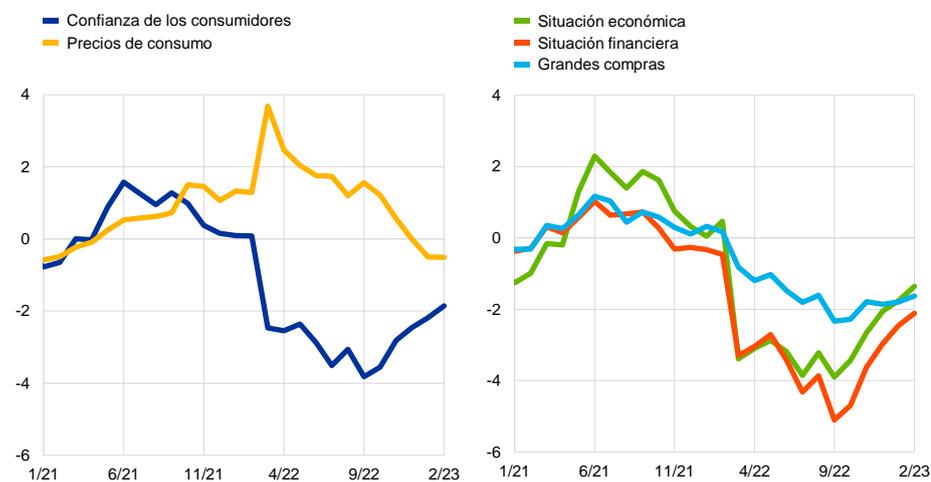
El consumo privado se contrajo en el cuarto trimestre de 2022 como consecuencia de la disminución de la renta real disponible y la persistencia de la incertidumbre.

Pese al impacto favorable de un mercado de trabajo que todavía muestra capacidad de resistencia y del apoyo fiscal, la elevada inflación lastró la renta real disponible en el último trimestre del año. En este contexto, tras tres trimestres consecutivos con una dinámica positiva, el consumo privado se contrajo un 0,9 % en el último trimestre, lo que refleja una evolución dispar de los componentes individuales. El consumo de bienes no duraderos se redujo notablemente al final del año pasado, debido a la evolución de las ventas del comercio minorista (-1,1 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2022). El gasto en servicios registró un ligero descenso, al beneficiarse todavía en cierta medida de la persistencia de los efectos de la reapertura. En cambio, el consumo de bienes duraderos siguió creciendo por segundo trimestre consecutivo, gracias a la disminución de las interrupciones de oferta en el sector de vehículos de motor y a los incentivos públicos para la adquisición de vehículos totalmente eléctricos o de

híbridos enchufables en Alemania. Como resultado, las matriculaciones de automóviles aumentaron un 8 % en el cuarto trimestre del pasado año, aunque retrocedieron un 7,1 % en tasa intermensual en enero por la finalización de estos incentivos. Pese a la persistencia de factores adversos, los nuevos datos muestran algunos signos de recuperación gradual del gasto en consumo en el primer semestre de 2023. Las ventas del comercio minorista registraron un crecimiento intermensual del 0,3 % en enero, y los hogares han revisado a la baja sus expectativas de inflación en los últimos meses (panel izquierdo del gráfico 7), mientras que la incertidumbre sobre su situación financiera ha disminuido. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea continuó recuperándose en febrero, respaldado principalmente por la mejora de las expectativas sobre las perspectivas económicas generales y sobre la propia situación financiera de los hogares (panel derecho del gráfico 7). Las últimas encuestas de opinión de la Comisión Europea indican también que la demanda esperada de servicios de alojamiento, restauración y turismo y viajes siguió aumentando en febrero, así como una mejora continuada de las expectativas de demanda futura de los establecimientos minoristas. Asimismo, el uso del ahorro debería ayudar a suavizar el consumo en cierta medida ante la debilidad de la renta real disponible, pese al coste de oportunidad de mantener dinero en un contexto de subida de los tipos de interés y del actual endurecimiento de las condiciones aplicadas a los préstamos a los hogares.

Gráfico 7 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 febrero de 2023.

La inversión empresarial se contrajo en el cuarto trimestre de 2022 y se prevé que siga siendo débil en el primer semestre de 2023. La inversión, excluida la construcción (la que más se aproxima a la inversión empresarial en las cuentas nacionales), cayó con fuerza en el último trimestre de 2022 —el 5,8 % en tasa intertrimestral— tras una revisión al alza de su crecimiento del 8,4 % en el tercer trimestre. Sin embargo, la mayor parte de la intensa volatilidad observada en esos trimestres se debió a un nuevo episodio de evolución errática de la inversión en

propiedad intelectual relacionada principalmente con las multinacionales en Irlanda². Si se excluye este componente volátil, la inversión empresarial se redujo un 0,3 % en el último trimestre, después de crecer un 1,9 % en el tercero. El descenso del cuarto trimestre tuvo su origen en una contracción pronunciada en el sector de maquinaria y equipo, donde la inversión tanto en maquinaria y equipo de transporte como en el segmento no relacionado con el transporte cayó drásticamente. Los nuevos datos correspondientes al primer trimestre de 2023 sugieren que la inversión empresarial continuará siendo débil en los próximos meses, habida cuenta de la elevada incertidumbre subsistente, la atonía de los pedidos y el aumento de los costes de financiación. El PMI de producción del sector de bienes de equipo volvió a terreno expansivo en febrero, con lo que la media intertrimestral se situó por encima del umbral teórico de expansión por primera vez desde el segundo trimestre de 2022, mientras que los pedidos pendientes del sector también parecen haber aumentado tras experimentar una caída pronunciada en el último trimestre de 2022. Con todo, la misma fuente sugiere que los nuevos pedidos se mantienen en territorio negativo, mientras que la utilización de la capacidad productiva ha disminuido notablemente desde el verano. El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea relativo a este sector correspondiente a febrero de 2023 se mantuvo en torno a una desviación típica por debajo del nivel alcanzado antes de la invasión rusa de Ucrania, mientras que el índice económico general Sentix de confianza de los inversores, más amplio, también permanece muy por debajo su media de largo plazo. Junto con el acusado incremento de los costes de financiación, la persistencia de estas señales ambivalentes apunta a que cabe esperar que la inversión empresarial continúe siendo débil en los próximos trimestres.

La inversión en vivienda disminuyó considerablemente en el cuarto trimestre de 2022 y se espera que siga contrayéndose a corto plazo. La inversión residencial descendió un 1,6 % en el cuarto trimestre, tras registrar una caída intertrimestral del 1,1 % en el tercero. En promedio, la producción del segmento de construcción de edificios prácticamente no varió en el cuarto trimestre, pero cayó de forma acusada en diciembre, lo que apunta a un débil comienzo en el primer trimestre de 2023. Además, el indicador de la Comisión sobre actividad de la construcción en los tres meses anteriores retrocedió de forma acusada en enero y febrero, en promedio, con respecto a la media del cuarto trimestre. Asimismo, pese a experimentar una ligera mejora, el PMI de actividad de la construcción residencial permaneció en terreno contractivo. Parece que las restricciones de oferta continúan reduciéndose paulatinamente. Según la encuesta mensual sobre factores limitadores de la producción de la construcción de la Comisión, el porcentaje de empresas que señaló la escasez de materiales o equipos como factor limitador continuó descendiendo en enero y febrero, en promedio, al igual que el de empresas que indicó falta de mano de obra que, no obstante, siguió siendo elevado. Sin embargo, la proporción de gestores que mencionaron específicamente que la

² Ocasionalmente, la elevada volatilidad estadística de la inversión en activos intangibles en Irlanda afecta de forma sustancial a la dinámica de la inversión en la zona del euro. Para más información, véase el recuadro 1 «[Non-construction investment in the euro area and the United States](#)» del artículo titulado «[The recovery in business investment – drivers, opportunities, challenges and risks](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2022.

demanda insuficiente era un factor que limitaba su actividad constructora volvió a aumentar con respecto a la media del cuarto trimestre, lo que apunta a un debilitamiento de la demanda. Esta información es acorde con los bajos niveles del componente de nuevos pedidos del PMI de la construcción, aunque las intenciones de renovación, compra o construcción de vivienda de los hogares se han estabilizado. En general, es probable que la demanda de vivienda siga debilitándose en un contexto de deterioro significativo de las condiciones de financiación y de aumento sustancial de los costes de construcción, lo que reducirá en mayor medida la inversión residencial en el futuro.

Las exportaciones reales de la zona del euro mantuvieron un ritmo de crecimiento lento en torno al cambio de año debido a la debilidad de la demanda externa global. Las estimaciones iniciales apuntan a un crecimiento modesto de las exportaciones reales de bienes en términos intertrimestrales en diciembre, ya que la demanda externa global se redujo. Al mismo tiempo, los datos mensuales señalan un descenso acusado de la producción en los sectores intensivos en energía (como la industria química), lo que sugiere que, pese a la reciente disminución de los precios energéticos, los efectos de unos costes de la energía todavía elevados siguen lastrando las perspectivas de producción y exportaciones. Como las importaciones reales disminuyeron, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue positiva en el cuarto trimestre de 2022. La caída de los precios energéticos fue también un determinante de la mejora adicional de la relación real de intercambio de la zona del euro, que contribuyó a una intensa recuperación de la balanza por cuenta corriente en dicho trimestre. Los indicadores prospectivos señalan la continuación de la debilidad de las exportaciones reales de la zona a corto plazo. Por otra parte, los plazos de entrega de los proveedores se acortaron en febrero, lo que debería moderar los factores adversos para la actividad comercial de la zona del euro³. La reapertura de China también podría brindar apoyo a las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro, incluido el turismo, pero se espera que su impacto global en la actividad de la zona del euro sea modesto. El PMI de nuevos pedidos del sector turístico repuntó con fuerza en enero y febrero.

Más allá del corto plazo, se espera un fortalecimiento gradual del crecimiento del PIB a medida que se reduzca la incertidumbre y aumenten las rentas reales, pese al endurecimiento de las condiciones de financiación. La mayor seguridad en el suministro de energía, la reducción sustancial de los precios energéticos, la disminución en los problemas en las cadenas de suministro y el apoyo público deberían seguir proporcionando cierto alivio a los hogares y las industrias intensivas en energía en los próximos trimestres. La producción industrial debería repuntar conforme las condiciones de oferta sigan mejorando, la confianza continúe recuperándose y las empresas reduzcan las abultadas carteras de pedidos pendientes. Las subidas de los salarios y el descenso de los precios de la energía deberían compensar, en parte, la pérdida de poder adquisitivo que muchos hogares están experimentando como consecuencia de la elevada inflación, lo que, a su vez, debería respaldar el gasto en consumo. A medio plazo, la fortaleza del mercado de

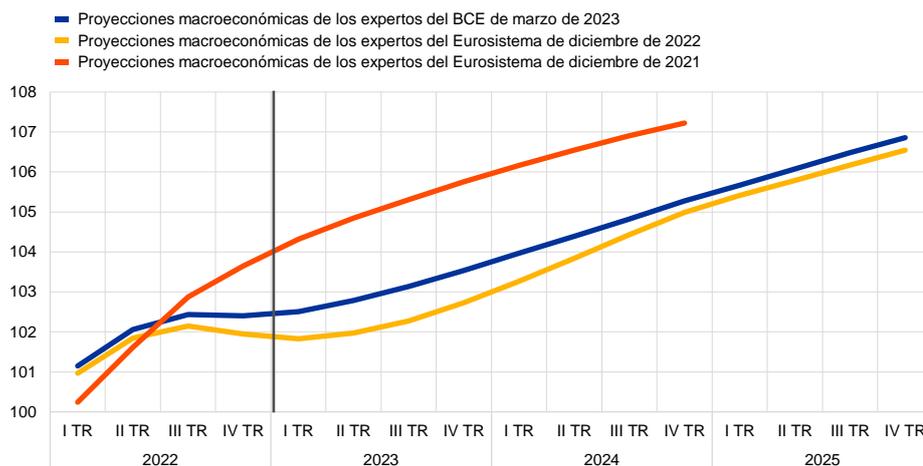
³ Véase el recuadro titulado «Las cadenas globales de valor y la pandemia: el impacto de los cuellos de botella en la oferta» en este Boletín Económico.

trabajo, la mejora de la confianza y la recuperación de las rentas reales deberían contribuir a un repunte del crecimiento del PIB de la zona del euro, pero se espera que el endurecimiento gradual de las condiciones de financiación tenga un efecto moderador sobre la actividad.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2023, el crecimiento anual del PIB real se ralentizará hasta el 1 % en 2023 y repuntará después hasta el 1,6 % en 2024 y en 2025 (gráfico 8). En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, el crecimiento del PIB real se ha revisado al alza en 0,5 puntos porcentuales para 2023 y a la baja en 0,3 puntos porcentuales y 0,2 puntos porcentuales para 2024 y 2025, respectivamente. Como las proyecciones se finalizaron a principios de marzo, antes de la reciente aparición de tensiones en los mercados financieros, estas perspectivas están sujetas a una incertidumbre adicional.

Gráfico 8 PIB real de la zona del euro (incluidas proyecciones)

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



Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2023](#)
Nota: La línea vertical señala el comienzo de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2023.

3 Precios y costes

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación de la zona del euro descendió hasta el 8,5 % en febrero, principalmente como consecuencia de la nueva y acusada caída de los precios de la energía. Sin embargo, la tasa de variación de los precios de los alimentos y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, siguieron aumentando, dado que la anterior escalada del coste de la energía y de otros insumos, así como los impactos de los cuellos de botella en la oferta y de la reapertura de la economía, continuaron transmitiéndose a los precios de consumo con un desfase. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2023, se espera que la inflación general se sitúe, en promedio, en el 5,3 % en 2023, debido, en gran parte, a los efectos de base a la baja relacionados con la energía, las reducciones de los precios energéticos y la relajación de las presiones latentes⁴. Durante el resto del horizonte de proyección, seguiría disminuyendo hasta situarse en el 2,9 % en 2024 y el 2,1 % en 2025. Se espera que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en el 4,6 % en 2023, por encima de lo estimado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2022. Posteriormente, descendería hasta el 2,5 % en 2024 y el 2,2 % en 2025. Las presiones salariales se han intensificado y la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan ahora en torno al 2 %, aunque requieren un seguimiento continuo, especialmente si se considera la reciente volatilidad de las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado.

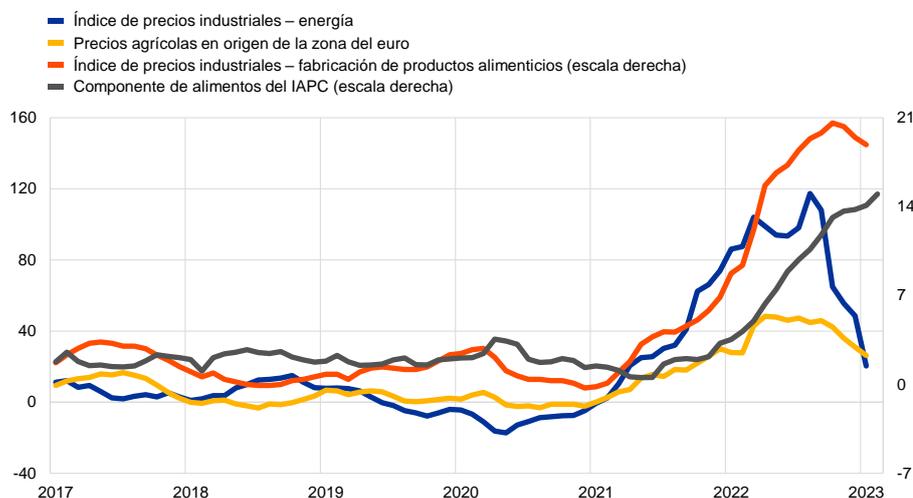
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC siguió disminuyendo hasta situarse en el 8,5 % en febrero, ligeramente por debajo del 8,6 % de enero de 2023. El descenso tuvo su origen en la tasa de variación interanual de los precios de la energía (13,7 % en febrero, frente al 18,9 % de enero), mientras que las tasas de inflación de todos los demás componentes aumentaron. El nuevo incremento de la tasa de variación de los precios de los alimentos hasta situarse en el 15 % en febrero, desde el 14,1 % de enero, se debió a un incremento adicional de la tasa de inflación interanual de los alimentos tanto elaborados como no elaborados, pero especialmente de estos últimos. El fuerte dinamismo de los precios de los alimentos continúa reflejando los efectos retardados de anteriores subidas de los precios internacionales de las materias primas alimenticias y los costes relacionados con la energía desde mediados de 2021. Sin embargo, la moderación de indicadores como los precios agrícolas en origen de la zona del euro apunta a la posible normalización del ritmo de avance de los precios de los alimentos en los próximos meses (gráfico 9).

⁴ Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro se finalizaron a principios de marzo de 2023 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 15 de febrero de 2023.

Gráfico 9

Presión de los costes de los insumos energéticos y alimenticios

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

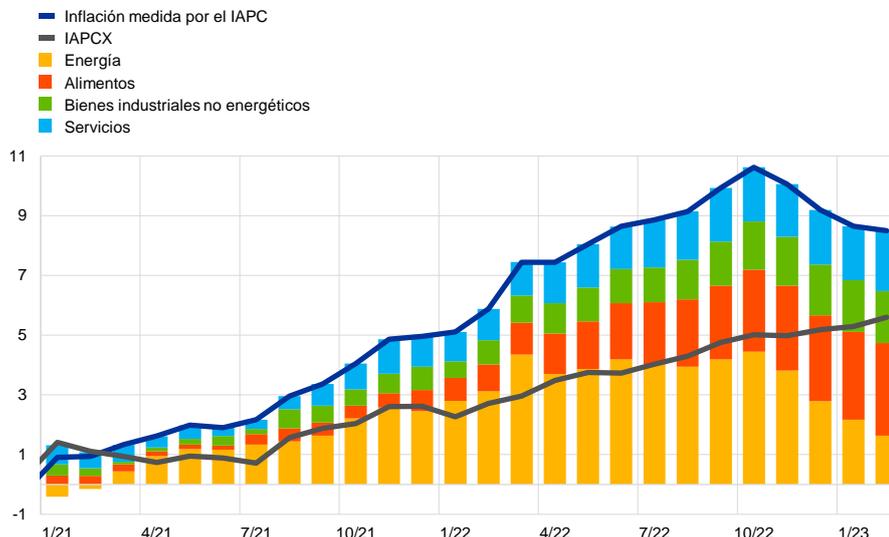
Notas: «IAPC» se refiere al Índice Armonizado de Precios de Consumo. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023 (estimación de avance) para el componente de alimentos del IAPC y a enero de 2023 para los demás indicadores.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), siguió aumentando y se situó en el 5,6 % en febrero, frente al 5,3 % registrado en enero, impulsada por las tasas de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios (gráfico 10). La actual fortaleza y el nuevo avance de la inflación de los bienes industriales no energéticos continúan reflejando las presiones latentes acumuladas como consecuencia de los anteriores cuellos de botella en la oferta y de los altos costes de la energía. La tasa de variación de los precios de los servicios registró un fuerte incremento y se situó en el 4,8 % en febrero, frente al 4,4 % de enero, y es probable que los precios de servicios intensivos en contacto, como los paquetes turísticos, siguieran contribuyendo notablemente. Esta evolución es acorde con las presiones de demanda observadas tras la reapertura de la economía, pero, dado que la mayoría de estos servicios son también intensivos en energía, la escalada de los precios energéticos desde mediados de 2021 habrá generado probablemente presiones al alza adicionales sobre los costes que continúan transmitiéndose.

Gráfico 10

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «IAPC» se refiere al Índice Armonizado de Precios de Consumo. «IAPCX» es la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023 (estimación de avance).

Los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron en niveles elevados y continuaron mostrando señales ambivalentes (gráfico 11)⁵.

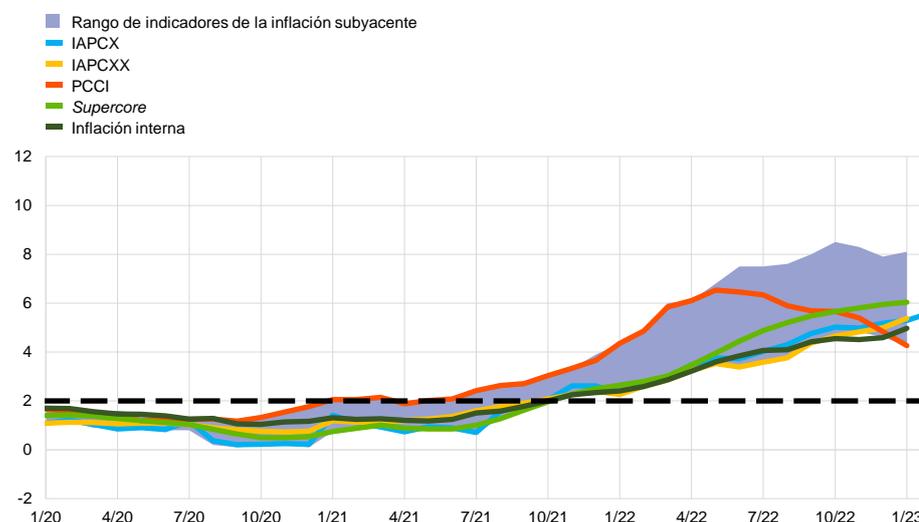
Si bien la inflación medida por el IAPCX siguió aumentando en febrero, otros indicadores de la inflación subyacente, para los que actualmente solo se dispone de datos hasta enero de 2023, mostraron señales ambivalentes. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, y el indicador de la inflación interna, que abarca componentes del IAPC con un menor contenido importador, continuaron registrando subidas hasta enero. En cambio, la tasa de variación del PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos (tanto si se incluyen como si se excluyen los componentes energéticos) se redujo en los meses anteriores a enero. Este movimiento a la baja es acorde con las indicaciones de ralentización del dinamismo del IAPCX, que desde noviembre de 2022 ha registrado unas tasas de variación intertrimestral inferiores a las de los meses precedentes.

⁵ Para un análisis detallado de los indicadores de la inflación subyacente, véase el artículo del blog del BCE titulado «[Inflation Diagnostics](#)».

Gráfico 11

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

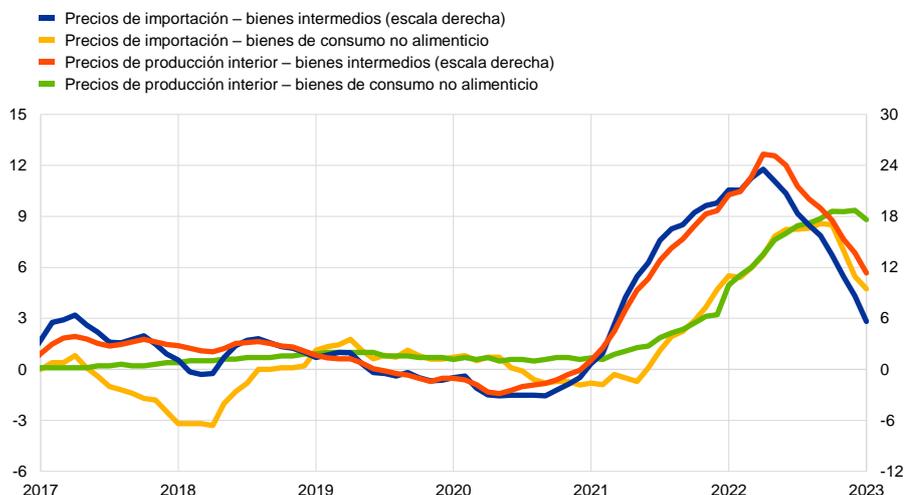
Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX (IAPC sin energía ni alimentos); el IAPCXX (IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado); las medias recortadas al 10 % y al 30 %; el PCCI (componente persistente y común de la inflación), y el indicador *Supercore*. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2023 (estimación de avance) para el IAPCX y a enero de 2023 para los demás indicadores.

Las presiones latentes sobre la inflación de los bienes de consumo siguieron siendo intensas, pese a cierta relajación observada en el proceso de formación de precios (gráfico 12). Las presiones latentes acumuladas originadas por los cuellos de botella en la oferta y la subida de los precios de la energía se siguen dejando sentir, contribuyendo a la tasa persistentemente elevada de inflación de los bienes industriales no energéticos, que alcanzó el 6,8 % en febrero de 2023, frente al 6,7 % del mes anterior. Los datos correspondientes a los precios de producción en enero de 2023 mostraron que las presiones latentes eran todavía intensas, en especial en las fases posteriores del proceso de formación de precios. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio destinados a ventas interiores cayó hasta el 8,8 % en enero de 2023, desde el 9,4 % registrado en diciembre de 2022, lo que muestra señales incipientes de disminución. El avance de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio continuó ralentizándose, a lo que contribuyó la apreciación del tipo de cambio del euro, y se situó en el 4,7 % en enero de 2023, frente al 5,5 % del mes precedente. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación y la de los precios de producción de los bienes intermedios registraron un descenso más acusado en el mismo período y pasaron del 8,6 % al 5,6 % y del 13,7 % al 11,3 %, respectivamente. Esto señala cierta relajación de las presiones a lo largo del proceso de formación de precios.

Gráfico 12

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

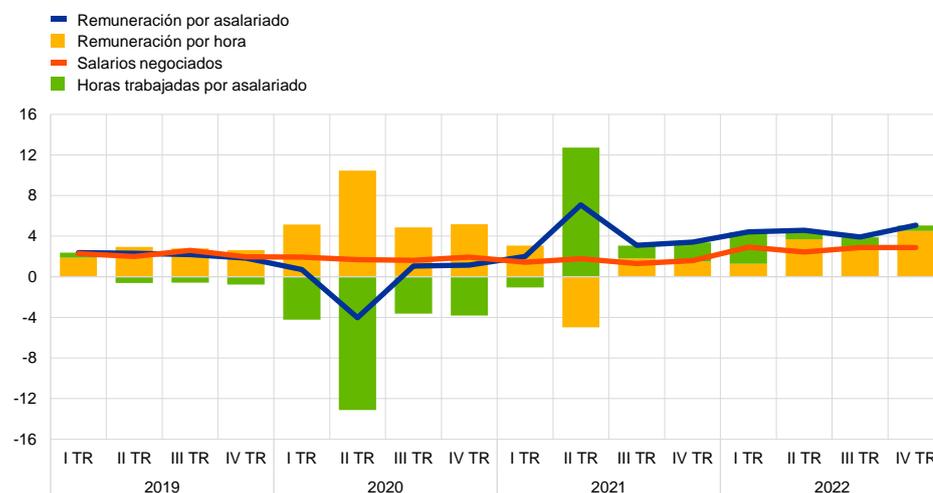
Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023.

Los salarios mostraron un dinamismo mayor al final de 2022. Mientras que el ritmo de avance de los salarios negociados aumentó de forma gradual hasta situarse en el 3 % en el cuarto trimestre de 2022, el crecimiento de los salarios reales, medido por la remuneración por asalariado o por hora, se fortaleció considerablemente (gráfico 13). Las cuentas nacionales muestran que la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro se incrementó hasta el 5,1 % en el cuarto trimestre de 2022 (desde el 3,9 % del trimestre anterior), principalmente impulsada por el mayor crecimiento del sector de servicios de no mercado. El ritmo de avance interanual de la remuneración por hora también se aceleró en el cuarto trimestre de 2022 hasta alcanzar el 4,5 %, frente al 3 % del trimestre precedente. Las altas tasas de inflación de los precios de consumo observadas al final de 2022 implican que, en términos reales, los salarios medios por asalariado y por hora continuaron disminuyendo en el cuarto trimestre de 2022. La información procedente de las negociaciones salariales concluidas a finales de 2022 y a principios de 2023 sugieren que el crecimiento de los salarios nominales mantendrá su vigor.

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

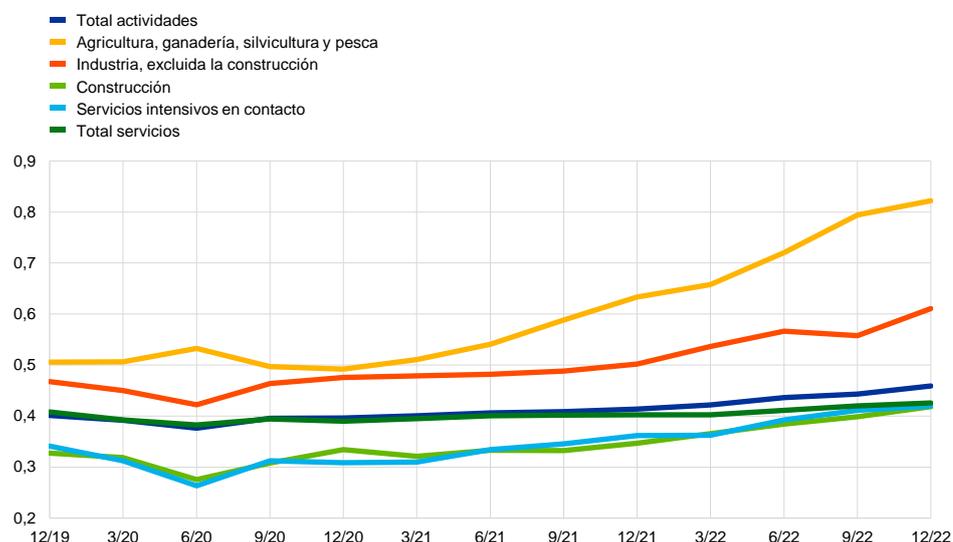
Las presiones inflacionistas de origen interno continuaron aumentando como consecuencia de la evolución de los costes laborales y de los márgenes.

La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se incrementó hasta situarse en el 5,8 % en el cuarto trimestre de 2022, frente al 4,6 % del trimestre precedente, impulsada por los costes laborales y por los beneficios. El ritmo de avance de los costes laborales unitarios se aceleró y pasó del 3,2 % al 4,7 % entre el tercer y el cuarto trimestre de 2022, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los beneficios unitarios (medidos por el excedente bruto de explotación) repuntó con fuerza desde el 7,4 % hasta el 9,4 %. En conjunto, los beneficios unitarios representaron más de la mitad del aumento de las presiones de costes de origen interno en el cuarto trimestre de 2022. El entorno de desequilibrios entre oferta y demanda en muchos sectores, de intensas presiones sobre los precios de los insumos y de inflación elevada en general parece haber facilitado incrementos de los márgenes que superan la mera recuperación de los costes de los insumos. La evolución vigorosa, aunque algo heterogénea, de los beneficios unitarios, se apreció en todos los sectores económicos principales en 2022 y, a diferencia de lo ocurrido en el período de la pandemia, también se ha hecho más ostensible en los sectores de servicios intensivos en contacto (gráfico 14).

Gráfico 14

Evolución sectorial de los beneficios unitarios

(excedente bruto de explotación sobre valor añadido real, niveles)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Para cada sector, los beneficios unitarios se calculan como el excedente bruto de explotación sobre el valor añadido bruto real. El excedente bruto de explotación se calcula como el valor añadido bruto nominal menos la remuneración de los asalariados. La remuneración de los asalariados incluye las rentas del trabajo de los trabajadores autónomos, suponiendo que la remuneración per cápita del trabajo de los autónomos es la misma que la de los trabajadores por cuenta ajena. Los servicios intensivos en contacto incluyen comercio, transporte, servicios de alojamiento y restauración, así como actividades artísticas, recreativas, de entretenimiento y otros servicios. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2022.

La evidencia procedente de las encuestas y los mercados muestra que los analistas continúan esperando que la inflación disminuya, y las expectativas a largo plazo permanecen en torno al objetivo del 2 % del BCE (gráfico 15).

En la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) más reciente, de enero de 2023, las expectativas de inflación para 2023 se revisaron ligeramente al alza en 0,14 puntos porcentuales, hasta el 5,9 %. Las expectativas de inflación a largo plazo para 2027 en esta encuesta fueron algo más bajas para el IAPC (se situaron en el 2,1 %, frente al 2,2 %) y para el IAPCX (2 %, frente al 2,1 %). La mediana de las expectativas de inflación a largo plazo para 2026 obtenida de la encuesta del BCE a analistas de política monetaria de febrero de 2023 se mantuvo sin variación en el 2 %, en consonancia con las rondas recientes de otras encuestas (2 % para 2027 en la encuesta de Consensus Economics de febrero de 2023). Según la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (enero de 2023), la media/mediana de las expectativas de inflación a tres años vista registró una caída notable hasta situarse en el 3,8 %/2,5 %, desde el 4,6 %/3 % de la encuesta anterior. El 15 de marzo de 2023, los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) sugerían que la inflación de la zona del euro disminuirá en 2023 y que en diciembre se situará en el 3,8 %. En el transcurso de 2024, estos indicadores señalan que la inflación se aproximará más al 2 %. Los indicadores de la compensación por inflación a largo plazo aumentaron de forma moderada en el período analizado, y el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se situó en el 2,35 % el 15 de marzo de 2023. No obstante, es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas de inflación

reales de los participantes en el mercado, puesto que contienen primas de riesgo de inflación para compensar la incertidumbre con respecto a esta. En cambio, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo basados en encuestas de opinión, que no incluyen primas de riesgo de inflación, se han mantenido relativamente estables en torno al 2 %. Esta estabilidad relativa sugiere que la actual volatilidad de los indicadores de mercado de las expectativas a largo plazo obedece fundamentalmente a las variaciones de dichas primas.

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 (primer trimestre de 2023), Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro (marzo de 2023) y cálculos del BCE. Notas: «IAPC» se refiere al Índice Armonizado de Precios de Consumo. «EPE» es la encuesta a expertos en previsión económica. La serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de cuatro años. Debido al desfase de indexación, la última tasa de inflación *spot* a un año disponible indica la compensación por inflación entre diciembre de 2022 y el mismo mes de 2023. Las tasas de inflación *forward* también señalan la tasa de inflación en diciembre comparada con la del año anterior. Las últimas observaciones del IAPC corresponden a febrero de 2023 (estimación de avance). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro se finalizaron a principios de marzo de 2023 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 15 de febrero de 2023. La fecha de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue enero de 2023. Las últimas observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 15 de marzo de 2023. La encuesta EPE correspondiente al primer trimestre de 2023 se realizó entre el 6 y el 12 de enero de 2023.

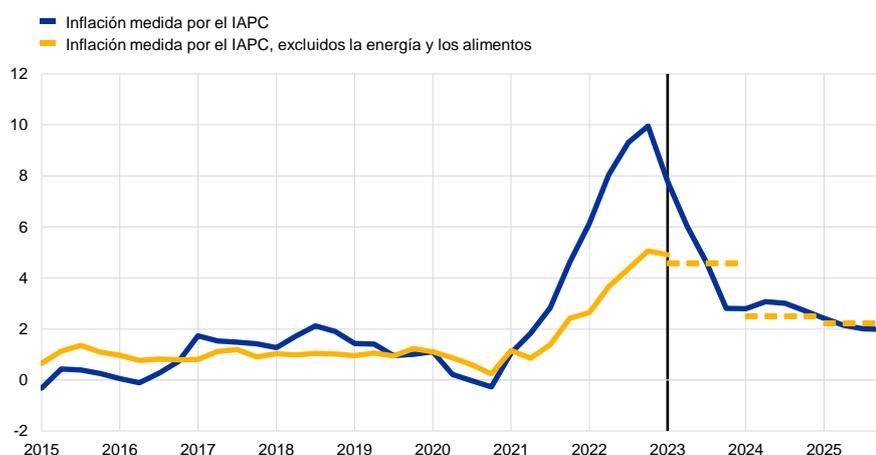
Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2023, la inflación general permanecerá en niveles elevados a corto plazo —en el 5,3 %, en promedio, en 2023— y posteriormente disminuirá hasta en el 2,9 % en 2024 y el 2,1 % en 2025 (gráfico 16). Se espera que la inflación general descienda de manera significativa en el transcurso de 2023, como consecuencia de los efectos de base a la baja relacionados con la energía, del descenso de los precios energéticos y de la relajación de las presiones latentes. En el escenario de referencia de las proyecciones, la inflación general disminuiría desde el 10 % en el cuarto trimestre de 2022 hasta el 2,8 % en el mismo trimestre de 2023. En 2024 oscilaría en torno al 3 % y en el tercer trimestre de 2025 alcanzaría el objetivo de inflación del BCE del 2 %. La inflación medida por el IAPCX se moderaría a medida que las presiones

inflacionistas latentes se relajen gradualmente (ayudada también por las recientes caídas de los precios de la energía) y el endurecimiento de la política monetaria se transmita a la economía, mientras que un crecimiento salarial intenso en términos históricos contribuirá a mantener la inflación subyacente en niveles elevados. El descenso esperado desde el 4,6 % en 2023 hasta el 2,2 % en 2025 sería resultado de la desaparición del impacto alcista de los cuellos de botella en la oferta y de los efectos de la reapertura de la economía, así como del impacto retardado de la desaceleración del crecimiento y de una suavización de los efectos indirectos del encarecimiento de la energía. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, la inflación general se ha revisado a la baja para todos los años del horizonte de proyección (en 1 punto porcentual para 2023, 0,5 puntos porcentuales para 2024 y 0,2 puntos porcentuales para 2025). La fuerte revisión a la baja para 2023 se debió principalmente a una senda de descenso de la tasa de variación de los precios de la energía, mientras que para 2024 y 2025 refleja también la corrección a la baja de la inflación medida por el IAPCX en 0,3 puntos porcentuales y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente.

Gráfico 16

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro* (marzo de 2023).
 Notas: «IAPC» se refiere al Índice Armonizado de Precios de Consumo. «IAPCX» es la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023 (datos) y al cuarto trimestre de 2025 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro se finalizaron a principios de marzo de 2023 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 15 de febrero de 2023. Los datos históricos de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales. Los datos de las previsiones son trimestrales para el IAPC y anuales para el IAPCX.

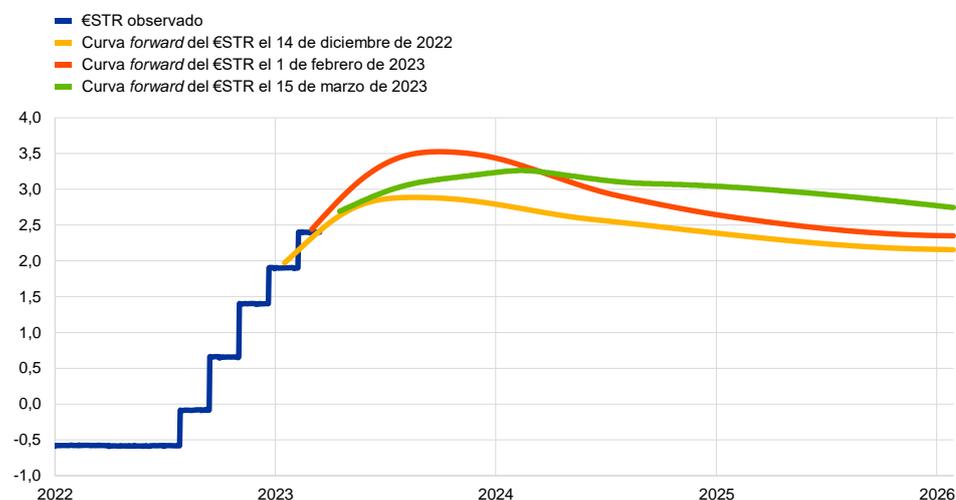
El período de referencia (del 15 de diciembre de 2022 al 15 de marzo de 2023) presentó un patrón de elevada volatilidad en los mercados financieros de la zona del euro y culminó con crecientes tensiones en los mercados y un aumento de la incertidumbre a causa de las dificultades experimentadas por varios bancos regionales de Estados Unidos y una importante entidad financiera suiza. Antes de la aparición de dichas tensiones, los tipos de interés a corto y a largo plazo se incrementaron en gran medida debido a las expectativas de los mercados de un endurecimiento más pronunciado y duradero de la política monetaria, dado que las presiones inflacionistas subyacentes siguieron siendo intensas, pese a que la inflación general se redujo. Estas expectativas de subidas de los tipos disminuyeron considerablemente después de que los agentes revisaran la senda futura esperada de los tipos de interés oficiales, en vista de las crecientes tensiones en los mercados y sus repercusiones en las perspectivas de inflación. Como resultado, durante todo el período analizado, los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro y los rendimientos de los bonos a más largo plazo solo aumentaron ligeramente. Las ventas masivas generalizadas de activos de riesgo hacia el final del período de referencia llevaron a una ampliación considerable de los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad y a una fuerte bajada de las cotizaciones, sobre todo del sector bancario. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo prácticamente sin cambios en el período analizado.

Durante el período de referencia (del 15 de diciembre de 2022 al 15 de marzo de 2023), los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se incrementaron solo ligeramente, dado que las expectativas de los mercados de un endurecimiento más pronunciado de la política monetaria disminuyeron considerablemente hacia el final del período analizado, en un entorno de crecientes tensiones en los mercados financieros. El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) siguió de cerca los cambios del tipo de la facilidad de depósito, que el Consejo de Gobierno subió en 50 puntos básicos en sus reuniones de política monetaria de diciembre (del 1,5 % al 2 %) y de febrero (del 2 % al 2,5 %). Durante la mayor parte del período considerado, la curva *forward* de OIS (*overnight index swap*), basada en el €STR, aumentó significativamente, reflejo de las expectativas más firmes de nuevas subidas de los tipos de interés, impulsadas por unas perspectivas de crecimiento más resiliente y unas presiones inflacionistas subyacentes intensas. Sin embargo, hacia el final del período analizado, la elevada incertidumbre derivada de las dificultades experimentadas en varios bancos regionales de Estados Unidos y en Credit Suisse también generó tensiones en los mercados financieros de la zona del euro. En un contexto de alta volatilidad, la curva *forward* del €STR se desplazó considerablemente a la baja en los distintos plazos. Al final del período analizado se descontaba que el tipo de interés de referencia alcanzaría un máximo próximo al 3,3 % a principios de 2024 (frente a un tipo máximo del 2,9 % al comienzo del período), si bien se reduciría a partir del segundo trimestre de 2024. En conjunto, la curva *forward* del €STR se desplazó al alza en los distintos plazos durante el período analizado.

Gráfico 17

Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

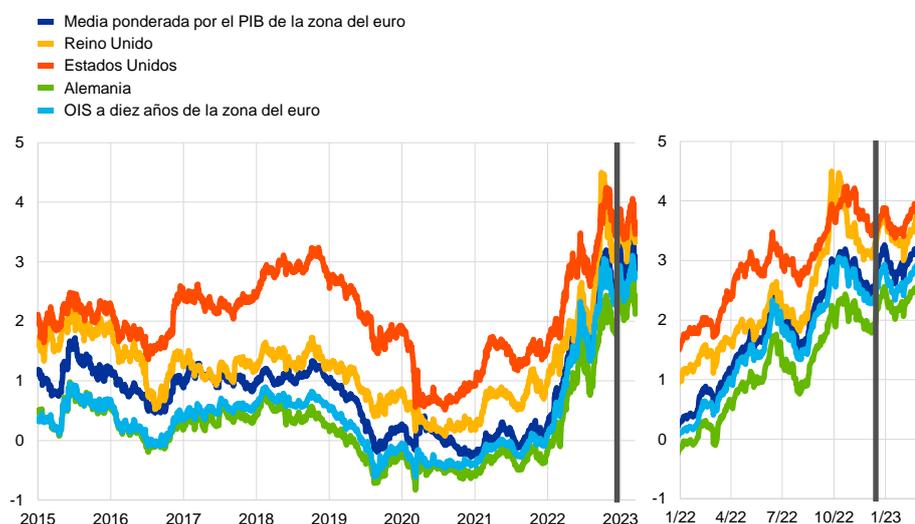
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo siguieron los movimientos de los tipos de interés libres de riesgo y también se vieron muy afectados por el alto nivel de incertidumbre (gráfico 18). Durante el período de referencia, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo siguieron, en general, la evolución de los tipos de interés libres de riesgo y estuvieron sujetos a una volatilidad considerable. Estos rendimientos continuaron siendo sensibles a las nuevas publicaciones de datos macroeconómicos, antes de verse afectados también de manera significativa por la mayor incertidumbre reinante en los mercados financieros a causa de las dificultades de determinados bancos estadounidenses. El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB evolucionó, en general, en línea con el tipo OIS a diez años de la zona del euro durante la mayor parte del período, y se observaron movimientos bastante similares en los rendimientos de la deuda soberana al mismo plazo de Estados Unidos y del Reino Unido. En un contexto de oscilaciones intermedias relacionadas con los datos macroeconómicos publicados, el tipo OIS a diez años de la zona del euro y el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB aumentaron sustancialmente a partir del 15 de diciembre de 2022, pero la mayor parte del aumento se revirtió dadas las crecientes tensiones en los mercados al final del período considerado. Como consecuencia de estas tensiones, el descenso del tipo OIS a diez años fue menor que el del rendimiento de la deuda soberana a diez años ponderado por el PIB —en particular, el rendimiento de la deuda soberana alemana a dicho plazo disminuyó—. Durante el período de referencia en su conjunto, el tipo OIS a diez años de la zona del euro y el rendimiento medio de la deuda soberana a diez años ponderado por el PIB se incrementaron en 31 puntos básicos y 7 puntos básicos, hasta alcanzar el 2,76 % y el 2,84 %, respectivamente.

Gráfico 18

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

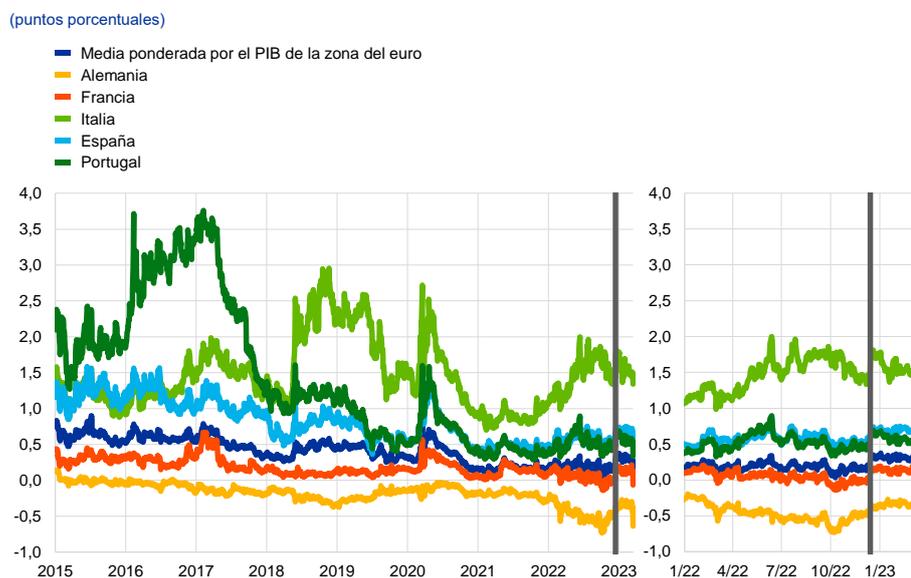
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (15 de diciembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 15 de marzo de 2023.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro evolucionaron bastante en línea con los tipos de interés libres de riesgo durante la mayor parte del período de referencia, y los diferenciales soberanos se estrecharon ligeramente hacia el final del período en los distintos países (gráfico 19). Si

bien los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo mostraron fuertes fluctuaciones durante el período analizado, el diferencial entre el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB y el tipo OIS permaneció relativamente estable hasta los últimos días del período. Con el aumento de las tensiones en los mercados, las acciones de los bancos europeos se desplomaron y la percepción de riesgo entre los participantes en los mercados cayó de forma notable, lo que desencadenó un descenso de los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con respecto a los tipos *swap*. El rendimiento medio de la deuda pública a diez años ponderado por el PIB terminó el período analizado 24 puntos básicos por debajo del nivel registrado a mediados de diciembre de 2022. Este descenso reflejó un estrechamiento de los diferenciales soberanos en los distintos países. Por ejemplo, el diferencial de la deuda soberana a diez años de Italia se redujo 36 puntos básicos, al tiempo que los diferenciales correspondientes de Grecia y Alemania cayeron 28 puntos básicos.

Gráfico 19

Diferenciales de la deuda soberana a diez años de la zona del euro con respecto al 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 (15 de diciembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 15 de marzo de 2023.

Dado que la percepción del riesgo disminuyó al final del período analizado, los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad aumentaron considerablemente y terminaron el período en un nivel superior al observado cuando comenzó. Pese a que los diferenciales de los bonos corporativos se estrecharon durante la mayor parte del período de referencia como consecuencia de la mejora de las perspectivas macroeconómicas, la caída repentina de la percepción de riesgo al final del período dio lugar a que los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad se incrementaran sustancialmente y acabaran el período 23 puntos básicos por encima del nivel inicial. Los diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión se mantuvieron prácticamente sin cambios durante el período considerado.

En consonancia con esta evolución, las cotizaciones europeas experimentaron una fuerte caída en un contexto de ventas masivas generalizadas de activos de riesgo hacia el final del período analizado. Si bien la disminución de los precios de las acciones al final del período de referencia fue generalizada, resultó particularmente intensa para los valores del sector bancario. Sin embargo, antes de la caída, las cotizaciones de la zona del euro se encontraban al alza, impulsadas principalmente por el sector bancario, en un entorno de perspectivas de crecimiento a corto plazo más resiliente y de publicación de resultados mejores de lo esperado en el cuarto trimestre de 2022. Si se considera todo el período de referencia, las cotizaciones de las sociedades no financieras se incrementaron un 5,2 % en la zona del euro y un 1,1 % en Estados Unidos. En el caso del sector bancario, el índice ganó un 8,4 % en la zona del euro, pero perdió un 10,8 % en el país americano.

Gráfico 20

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

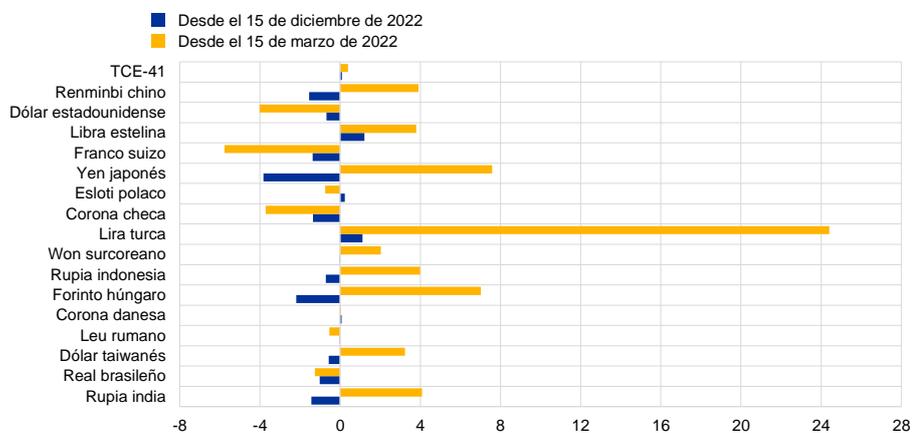
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (15 de diciembre de 2022). Las últimas observaciones corresponden al 15 de marzo de 2023.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo prácticamente sin cambios (gráfico 21). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 0,1 %. Con respecto a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, la moneda única se depreció frente a la mayoría de las principales monedas, como el dólar estadounidense (0,7 %), el renminbi chino (1,5 %), el yen japonés (3,8 %) y el franco suizo (1,4 %). Al mismo tiempo, se fortaleció frente a la libra esterlina (1,2 %), así como frente a algunas otras monedas europeas.

Gráfico 21

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 15 de marzo de 2023.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

Los tipos de interés de los préstamos bancarios siguieron aumentando en enero de 2023 como reflejo de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE. El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuó moderándose en el mismo mes, en un entorno de tipos de interés más elevados, de mayor debilidad de la demanda y de endurecimiento de los criterios de aprobación. En el período comprendido entre el 15 de diciembre de 2022 y el 15 de marzo de 2023, el coste de la financiación mediante acciones se redujo sustancialmente, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija solo experimentó un aumento ligero. El crecimiento del volumen total de financiación externa de las empresas se desaceleró de forma notable. La expansión monetaria se moderó significativamente a causa de sus componentes más líquidos y del menor ritmo de avance del crédito.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro aumentaron en enero como consecuencia de las variaciones de los tipos de interés de mercado y de la subida de los tipos de los depósitos. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se elevó de nuevo y alcanzó su nivel más alto desde 2014 (panel a del gráfico 22). La rentabilidad de los bonos bancarios volvió a incrementarse en enero, reanudando así la fuerte tendencia al alza iniciada el pasado año, y entre enero de 2022 y marzo de 2023 aumentó casi 400 puntos básicos (panel b del gráfico 22). Los tipos de interés de los depósitos se elevaron ligeramente y se situaron en el 0,56 % en enero, frente al 0,50 % registrado en diciembre, lo que supuso un aumento acumulado de alrededor de 50 puntos básicos desde el comienzo de 2022. Esta alza fue mucho más reducida que la que experimentaron los tipos de interés oficiales del BCE durante el mismo período (300 puntos básicos). El lento ajuste de los tipos de los depósitos a las variaciones de los tipos de interés oficiales y la consiguiente ampliación del diferencial entre ambos tipos de interés son acordes con los patrones observados durante ciclos anteriores de subidas de tipos. Esta evolución muestra sobre todo que la remuneración de los depósitos a la vista —que representan una gran parte de la base de depósitos de las entidades de crédito— tiende a responder menos a los aumentos de los tipos oficiales que la remuneración de los depósitos a plazo (que reflejó estrechamente dichos aumentos). Una explicación de este fenómeno es que los depósitos a la vista ofrecen servicios de liquidez y de pago que, por lo general, no tienen un precio explícito. La recalibración de las condiciones de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), que se hizo efectiva el 23 de noviembre de 2022, también contribuyó a la normalización de los costes totales de financiación de las entidades de crédito⁶. Entre noviembre de 2022 y febrero de 2023, los bancos realizaron cuantiosos reembolsos (obligatorios y, sobre todo, voluntarios) de la financiación obtenida en las TLTRO III (896 mm de euros), lo que redujo los saldos vivos en torno a un 42 % tras la recalibración. Además, desde finales de 2021, las entidades de crédito han aumentado sus emisiones de bonos en un entorno de retirada gradual de las TLTRO y de desaceleración de los depósitos. En términos de

⁶ Véase «El BCE recalibra sus operaciones de financiación con objetivo específico para ayudar a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo», nota de prensa, BCE, 27 de octubre de 2022.

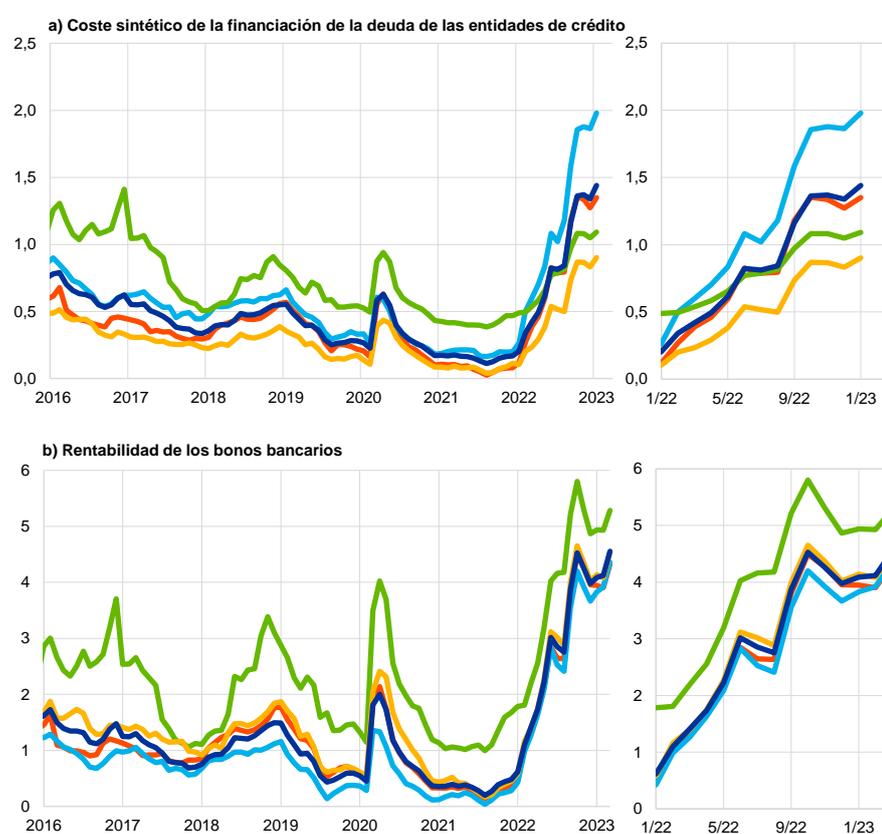
la fortaleza de sus balances, los bancos de la zona del euro están adecuadamente capitalizados en general y superan los requerimientos regulatorios y los objetivos de capital; no obstante, los riesgos derivados de un debilitamiento del entorno económico pueden deteriorar la calidad de los activos bancarios y hay señales incipientes de un creciente riesgo de crédito, como sugiere, por ejemplo, la evolución de los préstamos en vigilancia especial.

Gráfico 22

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
- España
- Italia



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

Notas: Los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 15 de marzo de 2023 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

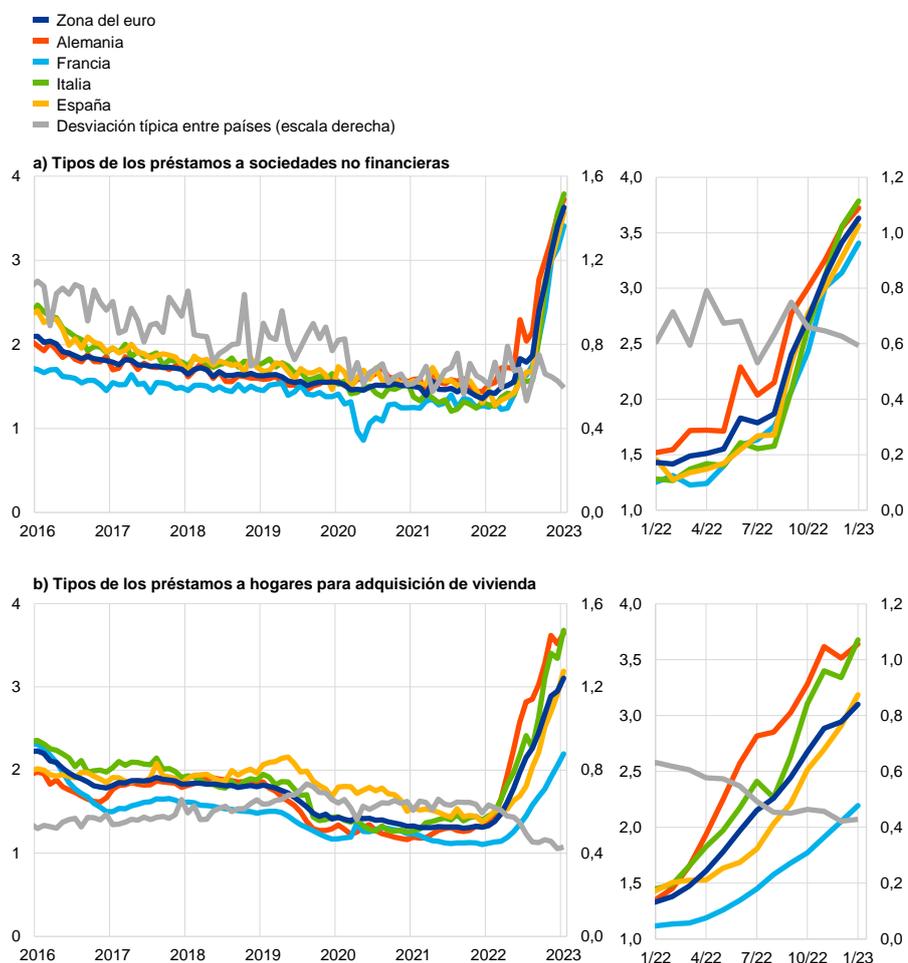
Los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas y los hogares siguieron aumentando en enero de 2023 como reflejo de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE. Los cambios en las medidas de política monetaria del BCE se están transmitiendo a las condiciones del crédito bancario. Desde principios de 2022, los mayores costes de financiación de las entidades de

crédito han impulsado notablemente al alza los tipos de interés de los préstamos en todos los países de la zona del euro (gráfico 23), al tiempo que los criterios de aprobación se han endurecido. Los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios a sociedades no financieras aumentaron hasta el 3,63 % en enero de 2023, frente al 3,41 % en diciembre de 2022 y al 1,43 % un año antes. Los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda también continuaron incrementándose hasta situarse en el 3,10% en enero, comparado con el 2,94 % en diciembre y el 1,33 % un año antes. Estos aumentos 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 enero de 2023 indican que los consumidores esperan que los tipos de interés hipotecarios sigan elevándose en los doce meses siguientes y que será más difícil obtener préstamos para vivienda. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros aumentó ligeramente en enero, debido a la evolución de los tipos aplicados a los primeros, pero se mantuvo próximo a su mínimo histórico. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares se mantuvo estable, lo que sugiere que la transmisión del endurecimiento de la política monetaria del BCE está funcionando correctamente (paneles a y b del gráfico 23).

Gráfico 23

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 enero de 2023.

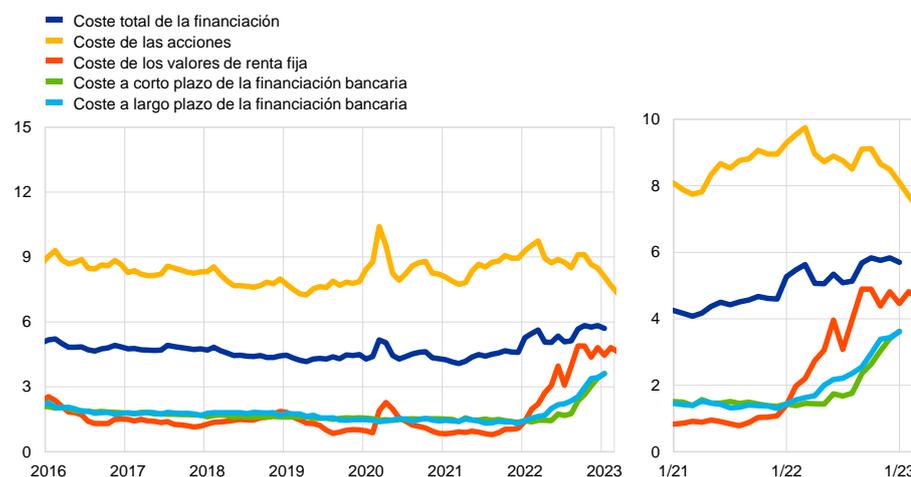
En el período comprendido entre el 15 de diciembre de 2022 y el 15 de marzo de 2023, el coste de la financiación mediante acciones para las sociedades no financieras se redujo sustancialmente, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija solo experimentó un aumento ligero. Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, el coste total de la financiación de las sociedades no financieras —que incluye el coste de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones— solo se puede calcular hasta enero de 2023, cuando se situó en el 5,7 %, unos 15 puntos básicos por debajo de su nivel del mes anterior (gráfico 24). Esta evolución fue resultado de una disminución del coste de los valores de renta fija —debido al descenso de los tipos de interés libres de riesgo y a la compresión de los diferenciales de los bonos corporativos— y de las acciones, que compensó con creces el incremento del coste de la financiación bancaria tanto a corto como a largo

plazo. En enero 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 descendió 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 ascenso, debido al aumento de los tipos de interés libres de riesgo, que fue más pronunciado en el tramo más corto de la curva. Los diferenciales de los bonos corporativos en el segmento de alta rentabilidad también se ampliaron, mientras que los de los bonos con calificación de grado de inversión se mantuvieron prácticamente sin cambios. No obstante, el leve incremento de los tipos de interés libres de riesgo no compensó la acusada disminución de la prima de riesgo de las acciones, lo que se tradujo en una caída considerable del coste de estos valores.

Gráfico 24

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 15 de marzo de 2023 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 10 de marzo de 2023 para el coste de las acciones (datos semanales) y al 31 de enero de 2023 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

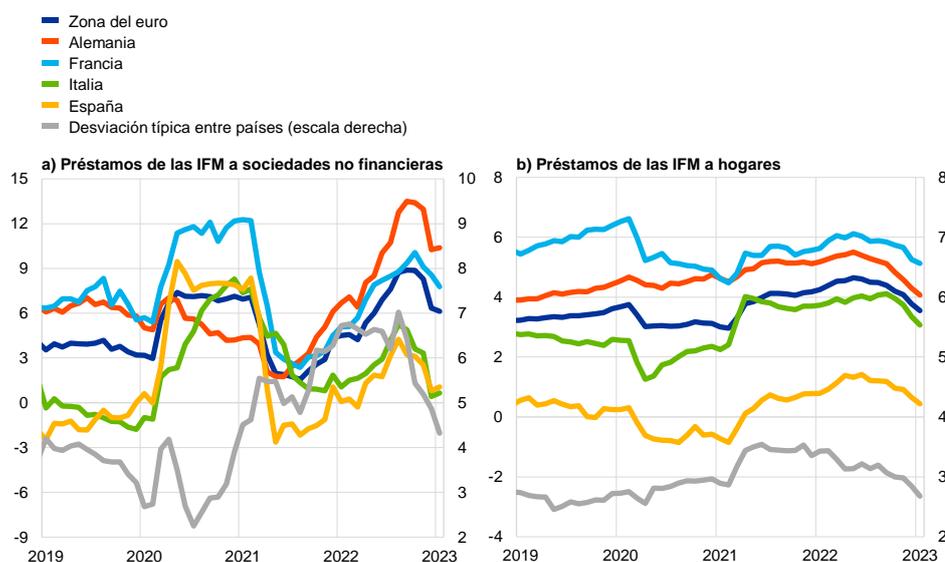
El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares volvió a ralentizarse en enero, en un entorno de tipos de interés más elevados, de debilitamiento de la demanda y de endurecimiento de los criterios de aprobación. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras descendió hasta el 6,1 % en enero, desde el 6,3 % registrado en diciembre (panel a del gráfico 25). Esta desaceleración fue generalizada en las mayores economías y refleja los tipos de interés más elevados, el debilitamiento de la demanda y el endurecimiento de los criterios de aprobación. En términos de plazos, la contracción fue especialmente apreciable en los préstamos a corto plazo ligados a un aumento de los costes del capital circulante. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares también se moderó y pasó del 3,8 % en diciembre al 3,6 % en enero (panel b del gráfico 25). Aunque esta evolución se explica principalmente por la desaceleración continuada del crecimiento de los

préstamos para adquisición de vivienda, el crédito para consumo y otros fines también contribuyó en cierta medida a esta dinámica más débil. Los principales determinantes de la ralentización de los préstamos a hogares fueron las subidas de los tipos de interés, el endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos por parte de los bancos y el debilitamiento de la demanda de crédito como consecuencia del deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y del bajo nivel de confianza de los consumidores.

Gráfico 25

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

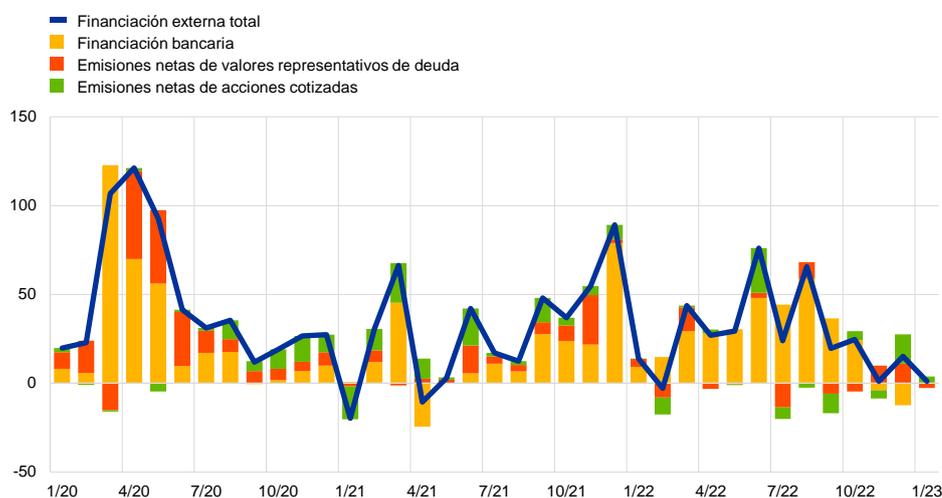
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023.

El crecimiento del volumen total de financiación externa de las empresas se desaceleró de forma notable, reflejo sobre todo de la disminución de los préstamos bancarios. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa se redujo del 3,2 % en octubre al 2,3% en enero de 2023, como consecuencia de las menores necesidades de financiación de las empresas ante la ralentización de la actividad económica y del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito bancario (gráfico 26). Las emisiones netas de valores representativos de deuda volvieron a terreno negativo en enero, tras dos meses de recuperación parcial. Las emisiones de acciones cotizadas mostraron falta de dinamismo en general, pero repuntaron de nuevo en diciembre, impulsadas por la recapitalización pública de una gran empresa intensiva en energía.

Gráfico 26

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

(flujos mensuales; mm de euros)



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

Notas: La financiación externa neta es la suma de la financiación bancaria (préstamos de las IFM), las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de las IFM están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023.

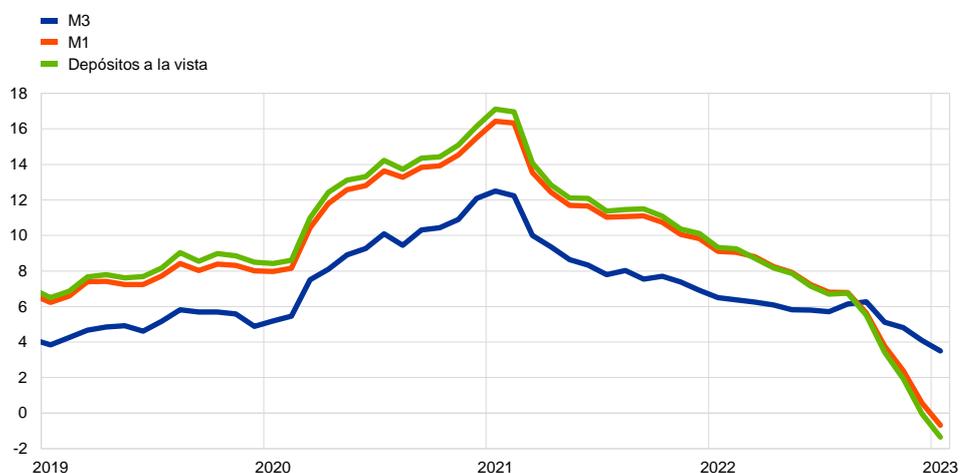
La redistribución de los fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo continuó en enero, reflejo de los cambios en la remuneración relativa de estos instrumentos.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista pasó a ser negativa en enero y se situó en el $-1,3\%$. El fuerte descenso del crecimiento de estos depósitos desde el segundo trimestre de 2022 (gráfico 27) se explica por su sustitución a gran escala por depósitos a plazo y por el menor crecimiento económico. Esta redistribución de carteras ha sido provocada por la remuneración más alta de los depósitos a plazo en comparación con la de los depósitos a la vista. Esta evolución está en línea con los patrones históricos durante ciclos de endurecimiento, en los que la remuneración de los depósitos a la vista se ajusta lentamente a las variaciones de los tipos de interés oficiales, mientras que la remuneración de los depósitos a plazo se ajusta con mayor rapidez, lo que da lugar a una ampliación de los diferenciales de tipos de interés. Sin embargo, el desplazamiento hacia los depósitos a plazo en el ciclo de endurecimiento actual es más acusado que en ciclos de endurecimiento anteriores, ya que los depósitos a la vista habían adquirido un peso mayor de lo habitual durante el período de bajos tipos de interés, en el que el coste de oportunidad de mantener activos muy líquidos era particularmente reducido.

Gráfico 27

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2023.

La expansión monetaria se moderó significativamente en el cuarto trimestre de 2022 y en enero de 2023 a causa de sus componentes más líquidos y del menor ritmo de avance del crédito. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se redujo hasta el 3,5 % en enero, desde el 4,1 % registrado en diciembre (gráfico 27). La tendencia a la baja siguió estando impulsada por la eliminación progresiva de las compras netas de activos del Eurosistema y de las TLTRO, el menor dinamismo del crédito en un entorno de subidas de los tipos de interés y el desplazamiento gradual de las entidades de crédito hacia fuentes de financiación a más largo plazo. Las salidas monetarias de la zona del euro hacia el resto del mundo frenaron el crecimiento de M3 en enero en un contexto de ventas netas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes. En cuanto a los componentes del agregado monetario amplio, el crecimiento del agregado estrecho M1 volvió a registrar un marcado descenso y pasó a terreno negativo por primera vez desde la creación de la Unión Económica y Monetaria, por lo que su contribución al crecimiento de M3 fue negativa. Esta evolución también se está viendo determinada por el desplazamiento de fondos desde los depósitos a la vista hacia los depósitos a plazo, mejor remunerados, en el contexto de tipos de interés más elevados.

6 Evolución de las finanzas públicas

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2023, las perspectivas fiscales de la zona del euro siguen mejorando, pero los ratios de déficit y de deuda permanecen muy por encima de los niveles anteriores a la pandemia. Se espera que la ratio de déficit de la zona descienda hasta situarse en el 3,4 % en 2023 y en el 2,4 % en 2024, y que se mantenga en ese nivel en 2025. A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro será prácticamente neutral en 2023, se endurecerá de forma significativa en 2024 y volverá a ser neutral en 2025. Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro disminuya desde el 91 % en 2022 hasta alrededor del 87 % en 2025. Las proyecciones fiscales de referencia siguen sujetas a una incertidumbre elevada, sobre todo en relación con la magnitud del apoyo energético ante la caída reciente de los precios de la energía. Desde la perspectiva de las políticas, las medidas de apoyo público para proteger la economía del impacto de los altos precios energéticos deberían ser temporales, y estar focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. Conforme los precios energéticos y los riesgos para el suministro de energía disminuyan, es importante empezar a revertir esas medidas sin demora y de manera concertada. Es probable que las medidas fiscales que no se ajusten a estos principios aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Asimismo, en la declaración del Eurogrupo del 13 de marzo de 2023 se insta a los Estados miembros a que continúen retirando paulatinamente las medidas de apoyo energético si no se producen nuevas perturbaciones de precios, lo que contribuiría también a reducir los déficits públicos. Además, en línea con el marco de gobernanza económica de la UE, las políticas fiscales deberían estar orientadas a hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y a reducir gradualmente los elevados niveles de deuda pública. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2023, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará durante el horizonte de proyección^{7, 8}. Se prevé

que el déficit presupuestario de la zona del euro descienda hasta situarse en el 3,4 % del PIB en 2023, que registre una caída más significativa en 2024, hasta el 2,4 % del PIB, y que se mantenga sin variación en 2025 (gráfico 28). La reclasificación estadística de los créditos fiscales para financiar mejoras en la construcción de viviendas en Italia, que pasaron de contabilizarse según el criterio de caja a basarse en el principio de devengo, dio lugar a revisiones significativas de la previsión de déficit fiscal de la zona del euro. El déficit se revisó al alza en unos 0,3 puntos porcentuales del PIB en 2022 (hasta el 3,7 % del PIB), y a la baja en torno a 0,1 puntos porcentuales durante el resto del horizonte de proyección. Aparte de la reclasificación estadística de Italia, a falta de novedades presupuestarias

⁷ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2023», publicadas en el sitio web del BCE el 16 de marzo de 2023.

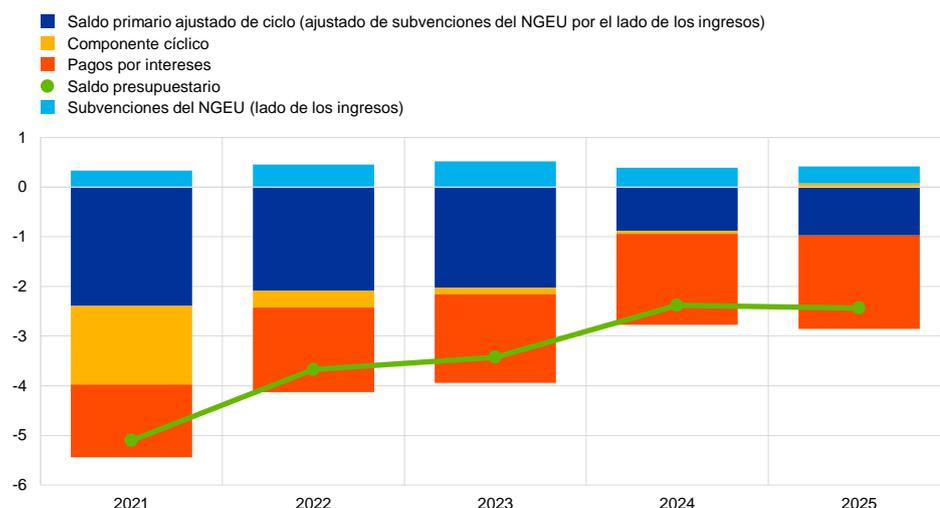
⁸ Los datos históricos de Italia y de la zona del euro no se podrán revisar hasta que se publique el conjunto de datos completo sobre las notificaciones a efectos del procedimiento de déficit excesivo.

importantes, las perspectivas de déficit de la zona del euro se ven influidas principalmente por el reajuste a la baja de las medidas de apoyo fiscal que están aplicando los Gobiernos en respuesta a la crisis energética y a la elevada inflación. Ahora se estima que estas medidas serán equivalentes al 1,8 % del PIB de la zona del euro en 2023, frente a un porcentaje superior al 1,9 % del PIB en las proyecciones de diciembre, y al 0,5 % del PIB en 2024 (recuadro 9).

Gráfico 28

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2023.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los países de la zona del euro. El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas y sus componentes se han ajustado por el impacto estimado de una reclasificación estadística en Italia durante el período de referencia de las proyecciones relativas a las finanzas públicas (2022-2025). Para los datos anteriores (2021), este ajuste estará disponible en el contexto de las notificaciones a Eurostat de abril de 2023 a efectos del procedimiento de déficit excesivo y de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2023 (de próxima publicación en ambos casos).

Se estima que la orientación de la política fiscal de la zona del euro será prácticamente neutral en 2023, se endurecerá de forma significativa en 2024 y volverá a ser neutral en 2025⁹. La orientación prácticamente neutral de la política

fiscal en 2023 se explica por la reversión parcial prevista de los ingresos extraordinarios de 2021 a 2022, que se verá ampliamente compensada por cierto endurecimiento de las medidas discrecionales generales, reflejo de la retirada de parte de las medidas de estímulo aplicadas por los Gobiernos en respuesta a la crisis de la pandemia y de la reclasificación estadística en Italia. Se prevé que, en 2024, el tono de la política fiscal se endurezca de forma más significativa, principalmente como consecuencia de la retirada de alrededor del 70 % del respaldo fiscal relacionado con la energía y con la inflación proporcionado por los Gobiernos de la zona del euro en 2023. También se proyecta que el apoyo procedente de los

⁹ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del programa *Next Generation EU* procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «*The euro area fiscal stance*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

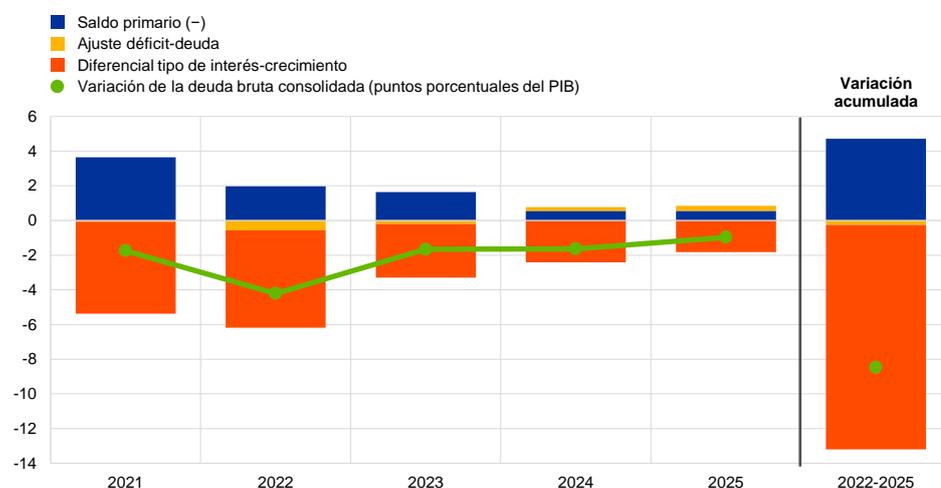
fondos concedidos en el marco del programa *Next Generation EU* (NGEU) se reduzca con respecto a 2023, mientras que cierta reversión adicional de los ingresos extraordinarios mitigaría el endurecimiento de la orientación fiscal en 2024-2025.

Se prevé que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continúe descendiendo hasta situarse ligeramente por debajo del 87 % del PIB en 2025. Después de que la ratio de deuda aumentara unos 13 puntos porcentuales, hasta alrededor del 97 % en 2020, debido a las respuestas de los Gobiernos de la zona del euro a la crisis del COVID-19, se espera que dicha ratio alcance el 91 % del PIB en 2022, descienda hasta aproximadamente el 89 % del PIB en 2023 y vuelva a caer hasta situarse en torno al 87 % del PIB en 2025. Esta reducción obedece, sobre todo, a unos diferenciales negativos entre los tipos de interés y el crecimiento del PIB nominal que, aunque disminuyeron después de 2022, se prevé que sigan compensando con creces los déficits primarios (gráfico 29). Los ajustes entre déficit y deuda deberían ser prácticamente neutros en términos acumulados durante todo el horizonte de proyección. Pese a esta disminución gradual, para 2025 se espera que la ratio agregada de deuda de la zona del euro permanezca por encima del nivel previo a la pandemia (en casi 3 puntos porcentuales).

Gráfico 29

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2023.

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los países de la zona del euro.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2022, la trayectoria del saldo presupuestario de la zona del euro se ha revisado ligeramente al alza para el período 2023-2025.

Esta revisión al alza es solo marginal, pese al aumento esperado de los pagos por intereses entre 2024 y 2025. La ratio de deuda se ha revisado a la baja, lo que refleja sobre todo la mejora del saldo primario.

Las medidas de apoyo público para proteger la economía del impacto de los altos precios energéticos deberían ser temporales, y estar focalizadas y

adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía.

Conforme los precios energéticos y los riesgos para el suministro de energía disminuyan, es importante empezar a revertir esas medidas sin demora y de manera concertada. Es probable que las medidas fiscales que no incorporen estos principios agudicen las presiones inflacionistas, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Además, en línea con el marco de gobernanza económica de la UE, las políticas fiscales deben estar orientadas a hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y a reducir gradualmente los elevados niveles de deuda pública. Tras la publicación de la [Comunicación de la Comisión Europea el 9 de noviembre de 2022](#) y de las [Conclusiones del Consejo sobre las Orientaciones para una reforma del marco de gobernanza económica de la UE para la sesión del Consejo ECOFIN del 14 de marzo de 2023](#), la reforma de la gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.