

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

En su reunión del 25 de enero de 2024, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. La información más reciente confirmó en líneas generales su anterior valoración sobre las perspectivas de inflación a medio plazo. Al margen de un efecto de base alcista sobre la inflación general relacionado con la energía, la tendencia a la baja de la inflación subyacente ha continuado y las subidas anteriores de los tipos de interés siguen transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación. Las restrictivas condiciones de financiación están frenando la demanda, lo que está ayudando a reducir la inflación.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno considera que los tipos de interés oficiales del BCE están en niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial a este objetivo. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario.

El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

Actividad económica

La economía de la zona del euro se habría estancado en el último trimestre de 2023¹. Si bien los últimos datos siguen apuntando a un crecimiento débil a corto plazo, algunos indicadores adelantados basados en las encuestas sugieren un repunte más adelante.

El mercado de trabajo ha mantenido su fortaleza. La tasa de desempleo, que se situó en el 6,4 % en noviembre, ha caído hasta su nivel más bajo desde la

¹ La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 24 de enero de 2024. Según la estimación preliminar de avance publicada por Eurostat el 30 de enero de 2024, el PIB real de la zona del euro no varió del tercer trimestre al cuarto trimestre de 2023.

introducción del euro y más trabajadores se han incorporado a la población activa. No obstante, la demanda de trabajo está descendiendo y se anuncian menos ofertas de empleo.

Los Gobiernos deben seguir retirando las medidas de apoyo relacionadas con la energía a fin de evitar un aumento de las presiones inflacionistas a medio plazo. Las políticas fiscales y estructurales deben orientarse a lograr una mayor productividad y competitividad de la economía de la zona del euro y una reducción gradual de los elevados niveles de la ratio de deuda pública. Las reformas estructurales y las inversiones para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, que estarían respaldadas por la plena implementación del programa *Next Generation EU*, pueden contribuir a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo, y apoyar al mismo tiempo las transiciones verde y digital. Tras el reciente acuerdo del Consejo ECOFIN sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE, el proceso legislativo debe concluirse rápidamente de forma que las nuevas normas puedan aplicarse sin retrasos. Por otra parte, es imperativo acelerar los progresos hacia la unión de los mercados de capitales y la finalización de la unión bancaria.

Inflación

La inflación aumentó hasta el 2,9 % en diciembre de 2023 debido a la desaparición de los efectos de algunas de las anteriores medidas fiscales para amortiguar el impacto de los altos precios de la energía de la tasa de variación interanual, si bien el repunte fue menor de lo esperado². Al margen de este efecto de base, la tendencia general de descenso de la inflación se mantuvo. La inflación de los precios de los alimentos cayó hasta el 6,1 % en diciembre. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, también volvió a disminuir hasta situarse en el 3,4 %, debido a que la inflación de los bienes bajó hasta el 2,5 %. La inflación de los servicios se mantuvo estable en el 4,0 %.

Se espera que la inflación siga descendiendo durante 2024 a medida que desaparezcan los efectos de las anteriores perturbaciones energéticas, de los cuellos botella en la oferta y de la reapertura de la economía tras la pandemia, y el endurecimiento de la política monetaria siga dejándose sentir en la demanda.

Casi todos los indicadores de la inflación subyacente siguieron retrocediendo en diciembre. El vigoroso ritmo de las subidas de los salarios y la bajada de la productividad laboral están manteniendo las elevadas presiones internas sobre los precios, si bien estas también han comenzado a relajarse. Al mismo tiempo, la disminución de los beneficios unitarios ha comenzado a moderar el efecto inflacionista de la subida de los costes laborales unitarios. Los indicadores de las expectativas de inflación a corto plazo han descendido de forma acusada, mientras que los que miden las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en su mayoría en torno al 2 %.

² Según la estimación de avance de Eurostat del 1 de febrero de 2024, la inflación medida por el IAPC descendió hasta el 2,8 % en enero de 2024.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico siguen apuntando a la baja. El crecimiento podría ser menor si los efectos de la política monetaria son más intensos de lo esperado. Un debilitamiento de la economía mundial o una desaceleración adicional del comercio internacional también afectarían al crecimiento de la zona del euro. La guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y el trágico conflicto en Oriente Próximo son fuentes importantes de riesgo geopolítico, que podría deteriorar la confianza de las empresas y de los hogares sobre el futuro y alterar el comercio internacional. El crecimiento podría ser mayor si la mejora de las rentas reales hace que el gasto aumente más de lo previsto, o si la economía mundial crece más vigorosamente de lo esperado.

Los riesgos al alza para la inflación incluyen una escalada de las tensiones geopolíticas, especialmente en Oriente Próximo, que podría impulsar una subida de los precios de la energía y los costes de los fletes a corto plazo y dificultar el comercio internacional. La inflación también podría ser más alta de lo previsto si los salarios aumentan más de lo esperado o si los márgenes de beneficios muestran mayor resistencia. En cambio, la inflación podría sorprender a la baja si la política monetaria frena la demanda más de lo previsto, o si el entorno económico en el resto del mundo empeora inesperadamente. A corto plazo, la inflación podría descender más rápidamente si los precios de la energía evolucionan en consonancia con el reciente desplazamiento a la baja de las expectativas de los mercados sobre la senda futura de los precios del petróleo y del gas.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado han mostrado un comportamiento, en general, estable desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada el 14 de diciembre de 2023. La política monetaria restrictiva del Consejo de Gobierno sigue transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación generales. Los tipos de interés de los préstamos a las empresas disminuyeron ligeramente, hasta situarse en el 5,2 % en noviembre, mientras que los tipos hipotecarios continuaron aumentando hasta el 4,0 %.

Los elevados tipos de interés, y las consiguientes reducciones en los planes de inversión y en las compras de vivienda, dieron lugar a una nueva contracción de la demanda de crédito en el cuarto trimestre de 2023, como indica la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2024. Aunque los criterios de aprobación de los préstamos a las empresas y a los hogares se moderaron, han seguido siendo restrictivos, dada la preocupación de las entidades de crédito por los riesgos a que se enfrentan sus clientes.

En este contexto, la dinámica del crédito, aunque ha mejorado ligeramente, sigue siendo, en general, débil. Tras contraerse en octubre, los préstamos a las empresas se estancaron en noviembre de 2023 en comparación con el año anterior, con un

repunte del flujo mensual de préstamos a corto plazo. Los préstamos a los hogares crecieron a una tasa interanual contenida del 0,5 %.

Decisiones de política monetaria

El tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantienen sin variación en el 4,50 %, 4,75 % y 4,00 %, respectivamente.

El tamaño de la cartera del programa de compras de activos está reduciéndose a un ritmo medido y predecible, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo.

El Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente durante el primer semestre de 2024 el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que vayan venciendo. En el segundo semestre del año, espera reducir la cartera del PEPP en 7,5 mm de euros mensuales en promedio. El Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del PEPP al final de 2024.

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 y sus actuales reembolsos están contribuyendo a la orientación de su política monetaria.

Conclusión

En su reunión del 25 de enero de 2024, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno considera que los tipos de interés oficiales del BCE están en niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial a este objetivo. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados.

En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación vuelva a

situarse en su objetivo a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

1 Entorno exterior

La actividad económica mundial se moderó en el cuarto trimestre de 2023. Los factores que han impulsado el gasto en consumo como consecuencia del tensionamiento de los mercados de trabajo están empezando a debilitarse, mientras que el anterior endurecimiento de la política monetaria sigue transmitiéndose a la economía. La inflación subyacente continuó descendiendo en el cuarto trimestre, aunque su ritmo de descenso podría ralentizarse porque el crecimiento de los salarios aún es elevado y se mantiene por encima de sus medias de largo plazo. Los precios del petróleo aumentaron durante el período transcurrido entre las reuniones del Consejo de Gobierno de diciembre y enero, en un entorno de cierta volatilidad, ya que los ataques a petroleros en el mar Rojo han intensificado las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo, mientras que los precios del gas en Europa se han reducido en un contexto de persistencia de baja demanda y altos niveles de gas almacenado en la UE.

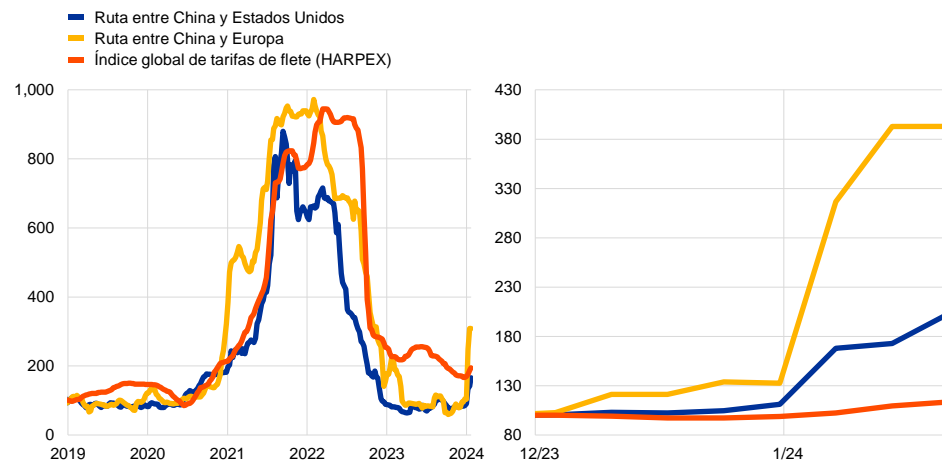
El crecimiento económico mundial se moderó en torno al cambio de año. El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de actividad señala una reducción de la tasa de crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre de 2023. Indicadores de alta frecuencia, como las ventas globales del comercio minorista, también sugieren una desaceleración del gasto en consumo hacia el final del año. Esta evolución refleja que los factores que han impulsado el consumo en las grandes economías avanzadas se están debilitando porque el tensionamiento en los mercados de trabajo está disminuyendo de forma gradual, el crecimiento de los salarios nominales se está moderando y el exceso de ahorro que acumularon los hogares ha ido descendiendo. Al mismo tiempo, el anterior endurecimiento de la política monetaria sigue transmitiéndose a la economía mundial.

Se espera que el crecimiento del comercio mundial siga aumentando, pero las disrupciones en el transporte marítimo plantean riesgos a la baja. El ritmo de avance del comercio de mercancías volvió a situarse en terreno positivo en octubre de 2023, en un contexto de mejora generalizada a escala global. El comercio internacional se ha visto respaldado por la desaparición gradual de los factores que, tras la pandemia, lastraron el comercio el año pasado, como la reducción de las existencias acumuladas en 2022 por parte de las empresas. No obstante, se observan riesgos a la baja para esta normalización del crecimiento del comercio, ya que algunas compañías navieras han suspendido servicios a través del mar Rojo y del canal de Suez tras los ataques a buques de carga. Los plazos de entrega se están alargando porque los buques se están desviando por el cabo de Buena Esperanza, mientras que las tarifas *spot* del transporte de contenedores han subido, en particular las de la ruta entre China y Europa (gráfico 1). Aunque la situación sigue siendo muy incierta, por ahora su impacto sobre los flujos comerciales ha sido mucho más limitado que el causado por las disrupciones en el comercio relacionadas con la pandemia en 2021-2022. Ello se debe al crecimiento relativamente más bajo de la demanda de bienes, a la mayor capacidad de transporte marítimo sin utilizar y a la menor congestión en los puertos que se observa actualmente.

Gráfico 1

Costes globales del transporte marítimo

(Índices: enero de 2019 = 100 [panel izquierdo], noviembre de 2023 = 100 [panel derecho])



Fuentes: Bloomberg, Freightos, HARPER PETERSEN y cálculos del BCE.

Notas: El Freightos Baltic Index (FBX) realiza un seguimiento de los costes de los fletes (de los precios por contenedor de transporte en unidades equivalentes a cuarenta pies) de las rutas entre China y Estados Unidos y entre China y Europa, entre otras. El índice global de tarifas de flete (HARPEX) es el HARPER PETERSEN Charter Rates Index, que sigue el coste de flete de buques portacontenedores que operan todas las rutas mundiales. Las últimas observaciones corresponden al 21 de enero de 2024.

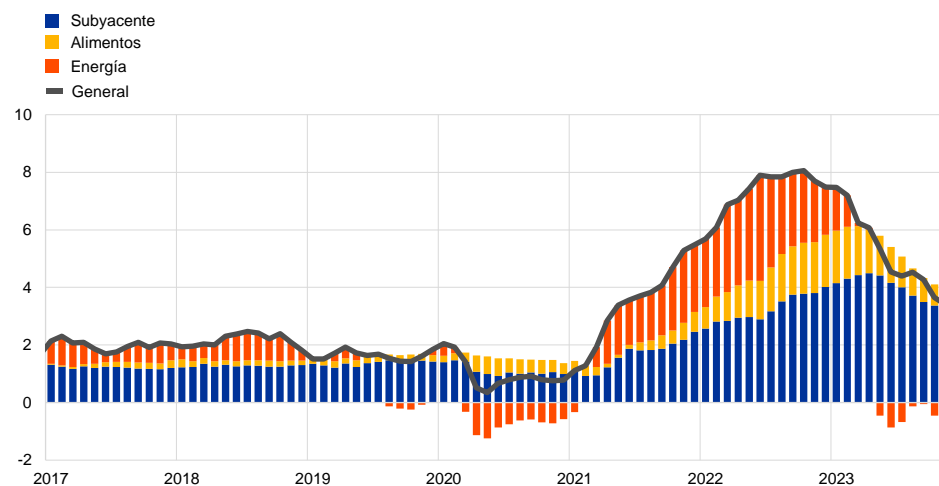
En diciembre de 2023, la inflación subyacente continuó descendiendo en los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), pero podría seguir normalizándose con lentitud.

En los países de la OCDE, excluida Turquía, la inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) se redujo hasta el 3,4 % en noviembre, desde el 3,6 % de octubre, debido a una ligera disminución de la tasa de variación de los precios de los alimentos (gráfico 2). La inflación subyacente (inflación general, excluidos la energía y los alimentos) también descendió (0,2 puntos porcentuales) en noviembre y se situó en el 4,1 %, pero continúa siendo elevada. Los PMI de precios de los insumos y de los de producción, que tienen buenas propiedades de indicadores adelantados de la inflación subyacente global de los bienes y los servicios, apuntan a que, en los segundos, la inflación subyacente se mantiene persistente y está tardando en retornar a su media de largo plazo. Esto refleja, en parte, la mayor holgura observada en los mercados de trabajo, aunque todavía están tensionados.

Gráfico 2

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: La inflación en la OCDE no incluye Turquía y se calcula sobre la base de índices de precios de consumo nacionales y de ponderaciones del gasto anual en consumo final privado expresado en términos de paridad del poder adquisitivo. La inflación subyacente se refiere a la inflación general, excluidos la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2023.

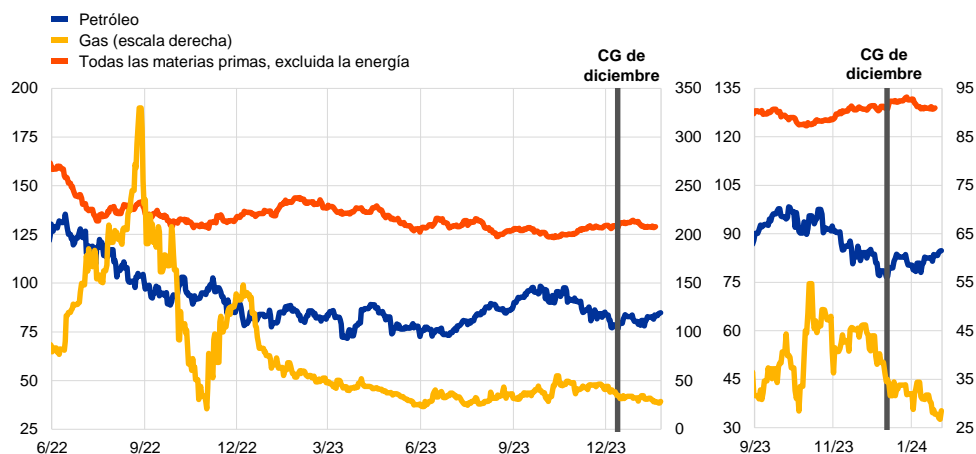
Los precios de las materias primas energéticas han mostrado una evolución heterogénea desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2023, en un entorno de subida de los precios del petróleo y de bajada de los del gas.

Los precios del crudo en dólares estadounidenses se han incrementado un 10,4 %, en un contexto de preocupación por que los ataques a buques en el mar Rojo afecten al transporte marítimo de esta materia prima por el canal de Suez, que es un corredor clave para el transporte por mar de crudo a escala mundial (gráfico 3). Según la Agencia Internacional de la Energía, el mercado internacional de petróleo se mantendría equilibrado en el primer trimestre de 2024, en un entorno en el que algunos países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo más otros países productores (OPEP+) introdujeron voluntariamente mayores recortes de la producción a principios de año. Con todo, es probable que durante el resto del año haya exceso de oferta de crudo, reflejo de las revisiones al alza de la oferta de Estados Unidos y del debilitamiento de la demanda de las economías avanzadas, entre otros factores. Los precios del gas en Europa han descendido un 18,2 %, en un contexto de persistencia de niveles reducidos de demanda. El consumo de gas en esta región se mantuvo por debajo de regularidades históricas para la temporada de calefacción, debido a la combinación de un invierno con temperaturas suaves, cambios en el comportamiento de los consumidores y baja actividad industrial. Al mismo tiempo, los países de Europa Central y Oriental aprovecharon la posibilidad de obtener gas de instalaciones de almacenamiento de Ucrania, lo que también contribuyó a que los niveles de almacenamiento de gas en la UE continuaran siendo elevados.

Gráfico 3

Evolución de los precios de las materias primas

(escala izquierda: USD/barril [petróleo], índice: 2020 = 100 [todas las materias primas, excluida la energía]; escala derecha: EUR/MWh [gas])



Fuentes: LSEG, HWWI y cálculos del BCE.

Notas: «Gas» se refiere al precio del gas en el mercado TTF de los Países Bajos. La línea vertical señala la fecha de la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno (CG) de diciembre de 2023. Las últimas observaciones corresponden al 24 de enero de 2024 para el petróleo y el gas, y al 19 de enero de 2024 para las materias primas, excluida la energía.

Los precios de las materias primas no energéticas se han mantenido estables en un entorno de ligeras subidas de los precios de los metales, pero de bajada de los de los alimentos. Los precios de los metales se han incrementado un 1 % desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, impulsados principalmente por los incrementos de los precios del estaño, el plomo y el aluminio. Los precios del aluminio mostraron cierta volatilidad, debido a la preocupación por el creciente tensionamiento del mercado de aluminio cuando el Gobierno británico impuso sanciones al comercio de metales rusos, y una explosión en un depósito de combustible en Guinea en diciembre suscitó temores de que una escasez de bauxita pudiera afectar a la producción de aluminio en China. Los precios de las materias primas alimenticias han descendido un 1,7 % como consecuencia de la caída de los precios de la soja y de los cereales.

En Estados Unidos se esperaba que el crecimiento económico exhibiera algunas señales de moderación al final del año pasado, tras el sólido avance registrado en el tercer trimestre³. Indicadores de alta frecuencia, como el gasto con tarjetas de crédito, sugieren una desaceleración del gasto en consumo en torno al cambio de año. Al mismo tiempo, el aumento de los impagos de préstamos para consumo indica que los balances de los hogares se están viendo sometidos a una presión creciente. En diciembre de 2023, la inflación general medida por el IPC en Estados Unidos aumentó 0,3 puntos porcentuales y se situó en el 3,4 %, debido a la contribución menos negativa de los precios de la energía. La inflación subyacente descendió 0,1 puntos porcentuales, hasta el 3,9 %, ya que la tasa de variación de los precios de los servicios continuó disminuyendo, aunque con lentitud. Por otra parte, la Reserva Federal mantuvo sin variación los tipos de interés en su reunión de

³ La estimación de avance del PIB estadounidense para el cuarto trimestre de 2023 se publicó con posterioridad a la fecha de cierre de datos de este Boletín Económico.

diciembre por segunda vez consecutiva. También revisó a la baja sus proyecciones de inflación y las relativas a los tipos de interés en 2024, señalando que es probable que la demanda lastre la economía durante el año.

En China, la actividad económica se desaceleró en el cuarto trimestre de 2023 porque el sector inmobiliario continúa actuando de freno. Ese trimestre, el crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo hasta el 1 %, desde el 0,5 % del trimestre precedente. En 2023 en su conjunto, el avance del PIB alcanzó el 5,2 %, muy en línea con el objetivo del Gobierno de alcanzar un crecimiento de «alrededor del 5 %» para 2024. El sector inmobiliario sigue constituyendo un lastre para la economía. Los precios de la vivienda continúan descendiendo, al tiempo que la actividad de la construcción se mantiene en niveles reducidos, lo que afecta a la inversión en su conjunto. Aunque el avance del gasto en consumo es positivo en términos interanuales, el consumo de bienes y servicios relacionados con la vivienda (como mobiliario) sigue contrayéndose. Por su parte, las tasas interanuales de inflación general medida por el IPC se mantuvieron en terreno negativo en el cuarto trimestre, y los precios descendieron un 0,3 % en diciembre, debido fundamentalmente a la bajada de los precios de los alimentos. En cambio, la inflación subyacente interanual permaneció en un nivel positivo del 0,6 % en el mismo mes. A corto plazo es probable que las presiones inflacionistas continúen siendo débiles, reflejo de los reducidos precios de los alimentos, así como de la debilidad de la demanda interna y externa.

En Japón, el gasto en consumo muestra señales de una ligera recuperación, al tiempo que las presiones inflacionistas persisten. Los indicadores de actividad económica apuntan a un fortalecimiento gradual de la demanda interna, dado que la confianza de los consumidores está mejorando en un contexto de subidas de los salarios. Con todo, predomina la incertidumbre relacionada con el impacto económico del terremoto que se produjo el día de Año Nuevo en la parte central de Japón, pero en estos momentos parece que las disrupciones en las cadenas de suministro son relativamente limitadas. Por otra parte, la inflación general medida por el índice de precios de consumo descendió hasta el 2,6 % en diciembre, desde el 2,8 % registrado el mes anterior. Al mismo tiempo, la inflación subyacente repuntó levemente (0,1 puntos porcentuales) y se situó en el 2,8 % en diciembre, lo que apunta a la persistencia de las presiones inflacionistas subyacentes. Pese a que el Banco de Japón mantuvo sin variación el tipo de interés oficial en diciembre, se espera ampliamente un cambio hacia una orientación más restrictiva de la política monetaria en 2024.

En el Reino Unido, la actividad económica sigue siendo débil, mientras que se espera que la inflación continúe descendiendo. El crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2023 se revisó a la baja, hasta el -0,1 % en tasa intertrimestral. Datos recientes de alta frecuencia señalan una mayor capacidad de resistencia, lo que sugiere que el PIB registró un avance modesto en el cuarto trimestre del año. Se prevé que la actividad económica continúe siendo moderada en los próximos trimestres, ya que el anterior endurecimiento de la política monetaria y los costes de financiación más elevados de las empresas lastrarían la demanda. Con todo, la reciente disminución de los tipos de interés hipotecarios ha estimulado la demanda

de nuevos préstamos hipotecarios y podría impulsar el gasto en consumo en cierta medida. La inflación general medida por el IPC sorprendió ligeramente al alza en diciembre con un aumento interanual de 0,1 puntos porcentuales y se situó en el 4 % tras haber descendido de manera acusada en meses previos. Se prevé que la inflación continúe cayendo en los próximos meses, aunque a un ritmo más lento, dado que se espera que persistan las presiones procedentes de un crecimiento de los salarios todavía acusado, reflejo del continuado tensionamiento del mercado de trabajo.

2 Actividad económica

La economía de la zona del euro se habría estancado en el último trimestre de 2023, tras un año de crecimiento prácticamente estancado⁴. Ello se debe a la prolongada debilidad del comercio internacional y a la intensa transmisión de la política monetaria. Los últimos datos disponibles muestran señales de un leve fortalecimiento del crecimiento en el primer trimestre de 2024. El mercado de trabajo mantiene su capacidad de resistencia, aunque indicadores más recientes sugieren signos de enfriamiento a raíz del período prolongado de atonía de la actividad económica. Se espera que la economía de la zona del euro empiece a mejorar gradualmente a lo largo de este año. El crecimiento debería verse respaldado por el aumento de la renta real disponible, que a su vez debería beneficiarse de la caída de la inflación y del avance vigoroso de los salarios. Al mismo tiempo, las exportaciones deberían acompañarse a la mejora de la demanda externa.

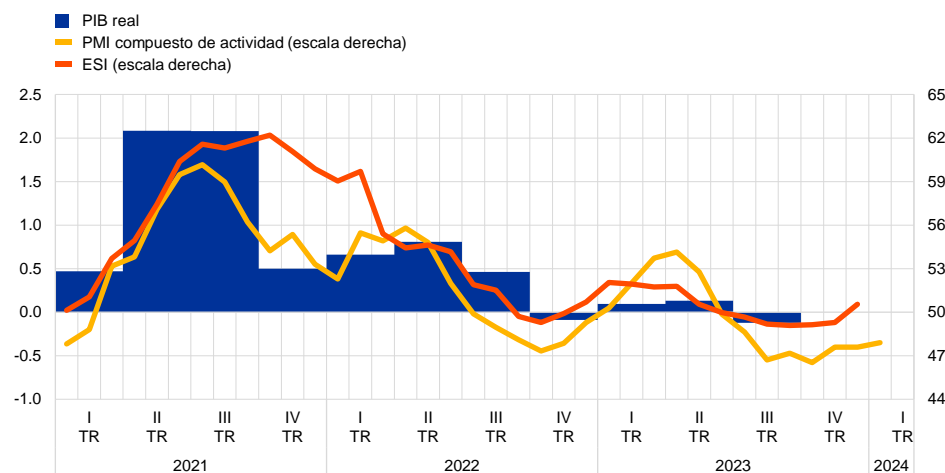
El avance del PIB real de la zona del euro habría seguido siendo débil en el último trimestre de 2023. La economía de la zona del euro se contrajo ligeramente en el tercer trimestre de 2023 (gráfico 4), tras un año de crecimiento estancado. La variación de existencias fue el principal factor negativo que determinó el resultado del tercer trimestre. La contribución de la demanda interna fue forma positiva, mientras que la demanda exterior neta tuvo un impacto neutro. Los últimos datos disponibles para el cuarto trimestre apuntan a la persistencia de un crecimiento débil del producto. En octubre y noviembre de 2023, la producción industrial de la zona del euro se situó un 1,2 % por debajo de su nivel medio del tercer trimestre, un descenso que fue generalizado en los distintos sectores industriales. Además, la actividad de los servicios se contrajo un 0,9 % en tasa intermensual en octubre, hasta situarse un 0,7 % por debajo de su media en el citado trimestre, lo que indica que la frágil dinámica de crecimiento se propagó al conjunto de la economía. Datos más actualizados procedentes de encuestas correspondientes al cuarto trimestre completo confirman este panorama de crecimiento lento —o incluso de caída de la producción— en ese período. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad de la zona del euro descendió desde un valor de 47,5 en el tercer trimestre hasta 47,2 en el cuarto, pero en diciembre de 2023 se recuperó y se situó en 47,6, frente a un valor de 46,5 en octubre, como reflejo de la evolución tanto de la industria como de los servicios (véase [recuadro 2](#)).

⁴ Según la estimación preliminar de avance publicada por Eurostat el 30 de enero de 2024, el PIB real de la zona del euro registró un crecimiento nulo, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2023. Esta estimación no estaba disponible en la fecha límite de recepción de datos para este Boletín Económico.

Gráfico 4

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

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



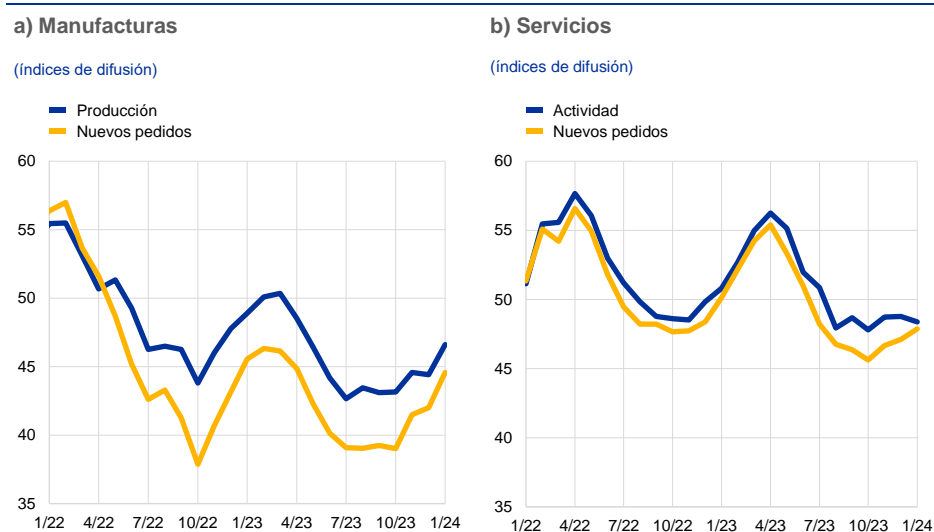
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el PMI compuesto de actividad. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 para el PIB real, a diciembre de 2023 para el ESI y a enero de 2024 para el PMI.

Aunque el crecimiento del producto de la zona del euro continúa siendo débil, se espera una ligera mejora a principios de 2024. Los datos del PMI de enero muestran que la debilidad continuó a principios de año, debido al impacto creciente de la falta de dinamismo del comercio mundial y de la intensa transmisión de la política monetaria. Sin embargo, el PMI compuesto de actividad mejoró ligeramente, y siguió reflejando el sólido aumento de la producción manufacturera, junto con una leve disminución de la actividad del sector servicios (gráfico 5). Los nuevos pedidos tanto de las manufacturas como de los servicios siguieron aumentando entre diciembre de 2023 y enero de 2024, lo que señala una pequeña mejoría en el primer trimestre de este año. Los resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras (véase [recuadro 3](#)) también sugieren que el crecimiento se fortalecerá de forma gradual. Asimismo, los resultados de la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), realizada en enero, indican que la actividad económica empezará a recuperarse lentamente en el primer trimestre de 2024.

Gráfico 5

PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024.

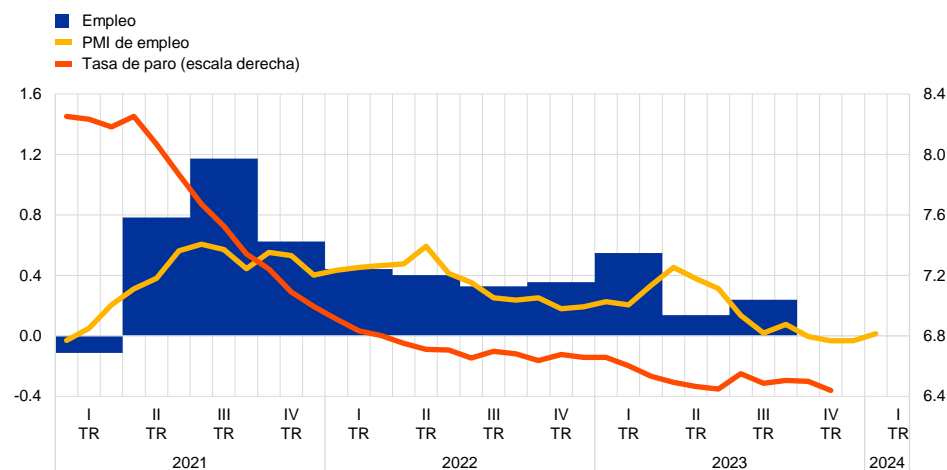
El mercado de trabajo mantiene su capacidad de resistencia, aunque indicadores recientes señalan un enfriamiento a raíz del debilitamiento de la actividad económica.

El empleo siguió registrando un crecimiento sólido en el tercer trimestre del año, con una tasa intertrimestral del 0,2 %. El aumento del empleo ocultó una disminución de las horas trabajadas a causa de los altos niveles de bajas por enfermedad y de cierta infrautilización del factor trabajo. Conforme la población activa continuó creciendo, la tasa de paro retornó al nivel más bajo observado desde la introducción del euro y se situó en el 6,4 % en noviembre, frente al 6,5 % en octubre de 2023 (gráfico 6). Indicadores coyunturales recientes sugieren una nueva pérdida de impulso en la creación de empleo en un contexto de mayor debilidad de la economía en general. En este sentido, el PMI de empleo del conjunto de la economía apunta a una ralentización de la dinámica del empleo en el segundo semestre de 2023. Según la estimación de avance del PMI, el correspondiente al empleo se situó en 50,1 en enero, ligeramente por encima de su valor neutral de 50. En cuanto a los distintos sectores, esta estimación sugiere que el empleo ha estado descendiendo en las manufacturas pero que ha continuado aumentando de forma moderada en los servicios. Pese a la mejora observada con respecto a diciembre de 2023, en general, el PMI compuesto de empleo ha seguido una senda descendente desde abril del año pasado. Los contactos de la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*) indicaron que el crecimiento del empleo se había debilitado en el cuarto trimestre de 2023. Un número creciente de empresas informaron de ligeros descensos de las tasas de empleo en general, principalmente como consecuencia de la no sustitución de los empleados que se habían jubilado o habían abandonado la empresa.

Gráfico 6

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

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



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 para el empleo, a enero de 2024 para el PMI de empleo y a noviembre de 2023 para la tasa de paro.

El crecimiento del consumo privado se mantuvo débil en el último trimestre de 2023, como consecuencia de la contención continuada del gasto en bienes.

Una indicación de esta evolución fue la persistente debilidad de las ventas del comercio minorista, que en octubre y noviembre se situaron, en promedio, en el mismo nivel que en el tercer trimestre de 2023. Asimismo, en el cuarto trimestre del año, las matriculaciones de automóviles descendieron un 0,6 % por debajo de las registradas en el tercer trimestre, tras producirse una fuerte recuperación en dicho período como resultado, sobre todo, de los pedidos de coches eléctricos que se habían retrasado anteriormente. Aunque el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea siguió mejorando en diciembre, permanece muy por debajo de su media de largo plazo.

Los datos de las encuestas más recientes continúan apuntando a una falta de dinamismo, en general, del gasto en bienes y a la fortaleza del gasto en servicios a principios de año.

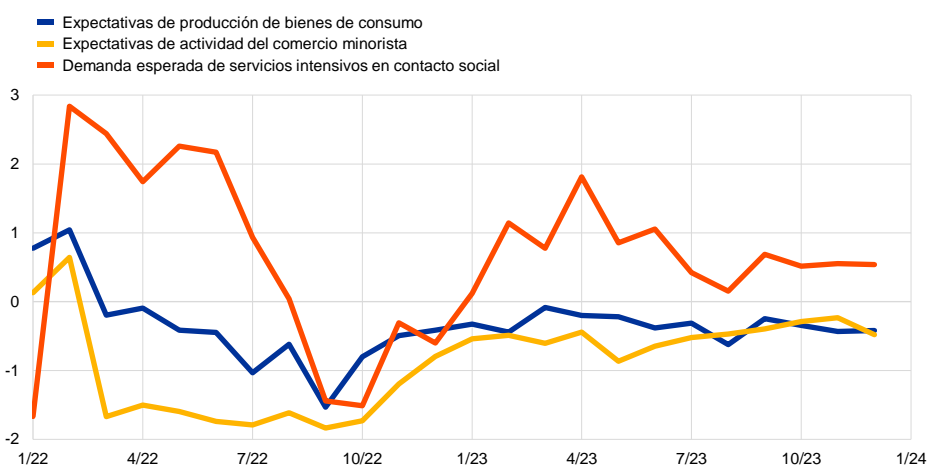
Los indicadores de la Comisión Europea de las expectativas de actividad del comercio minorista y las de gasto en grandes compras de los consumidores se mantuvieron en niveles reducidos en diciembre de 2023, pese a leve mejoría observada en las segundas. En cambio, no se produjo una fuerte corrección a la baja de la demanda esperada de servicios intensivos en contacto social, que siguió mostrando capacidad de resistencia en diciembre, permaneciendo por encima de su media histórica (gráfico 7). Asimismo, la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de diciembre sugiere que la demanda prevista de reservas de vacaciones resiste. Del mismo modo, los contactos recientes del BCE con el sector no financiero indican que es probable que la demanda de servicios intensivos en contacto social se mantenga relativamente vigorosa, mientras que se espera que la demanda de bienes, en particular de bienes de consumo duradero, continúe siendo débil. La transmisión del endurecimiento de las condiciones de financiación a la economía

real probablemente seguirá frenando el endeudamiento de los hogares, lo que se traducirá en niveles de ahorro elevados y mantendrá el crecimiento del gasto en consumo en cotas reducidas a corto plazo. Al mismo tiempo, este gasto debería beneficiarse del aumento del poder adquisitivo debido a la caída de la inflación y a la solidez que todavía muestra el mercado laboral.

Gráfico 7

Expectativas de producción de bienes de consumo, de actividad del comercio minorista y de demanda de servicios

(saldos netos)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: «Servicios intensivos en contacto social» se refiere a la media ponderada de los servicios de alojamiento, restauración y turismo y viajes. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2023.

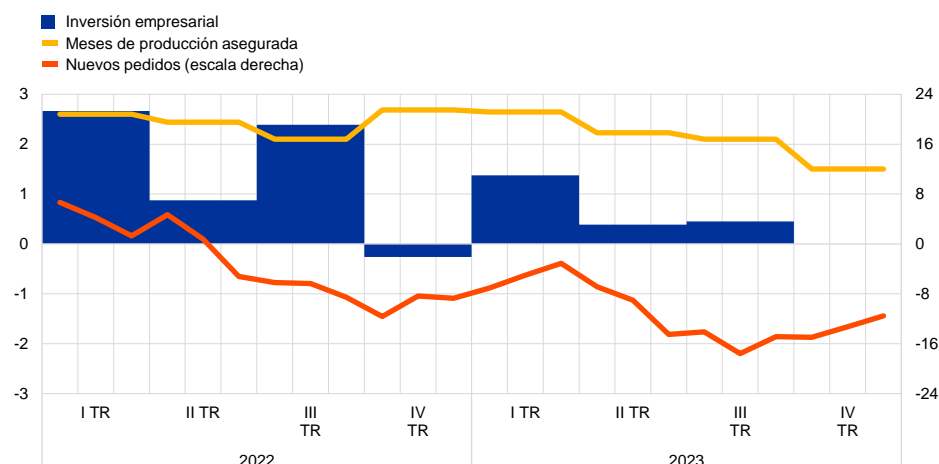
Es probable que el crecimiento de la inversión empresarial se desacelerara en el cuarto trimestre, en un contexto de debilidad de la demanda y condiciones de financiación restrictivas. Tras un avance intertrimestral del 0,5 % en el tercer trimestre de 2023, la debilidad de los indicadores de bienes de equipo sugiere que el crecimiento de la inversión empresarial, excluida la inversión en intangibles en Irlanda, habría disminuido en el cuarto trimestre. Asimismo, aunque el PMI de nuevos pedidos permaneció en terreno contractivo en el cuarto trimestre de 2023, el volumen existente de pedidos aún garantizaba la producción de bienes de equipo para un período más largo que antes de la pandemia, según las encuestas de opinión de la Comisión Europea (panel a del gráfico 8), lo que puede haber respaldado la inversión a finales del año pasado. Por otra parte, los concursos de acreedores en la zona del euro aumentaron en los tres primeros trimestres de 2023 con respecto al mismo período de 2022, aunque partían de niveles reducidos. Esto se produjo conforme se retiraban las medidas de apoyo relacionadas con la pandemia y las crisis energéticas y se endurecían las condiciones de financiación. Estas vulnerabilidades de las empresas, junto con la atonía de la demanda y la elevada incertidumbre sobre la situación geopolítica y las condiciones de financiación, podrían lastrar la inversión este año, como sugieren las menores perspectivas de inversión señaladas por los contactos de las empresas (véase recuadro 5).

Gráfico 8

Inversión empresarial y residencial e indicadores coyunturales

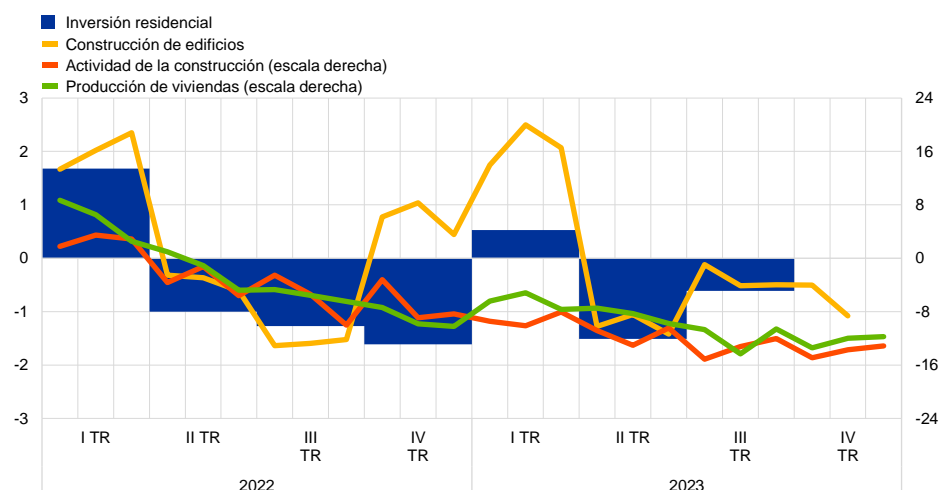
a) Inversión empresarial

(tasas de variación intertrimestral, desviaciones con respecto a la media)



b) Inversión residencial

(tasas de variación intertrimestral, desviaciones con respecto a la media)



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

Notas: Las líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. La inversión empresarial se aproxima por la inversión sin construcción y excluye los productos de propiedad intelectual irlandeses. La inversión empresarial y el PMI de nuevos pedidos de bienes de equipo se expresan en desviaciones respecto a la media del período 1999-2019. Los meses de producción asegurada de bienes de equipo asociada a los pedidos existentes también se expresan en desviaciones respecto a la media de 1999-2019. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 para la inversión, al cuarto trimestre de 2023 para los meses de producción asegurada y a diciembre de 2023 para las demás variables. El índice de producción de la construcción de edificios se calcula como la variación porcentual con respecto al nivel medio del trimestre anterior. El índice de la Comisión Europea sobre actividad de construcción de edificios en los tres meses anteriores se calcula como la variación con respecto al nivel medio del cuarto trimestre de 2021. El PMI de producción de vivienda (es decir, de construcción residencial) se expresa en desviaciones respecto a 50. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 para la inversión residencial, a noviembre de 2023 para la construcción de edificios y a diciembre de 2023 para las demás variables.

Es probable que la inversión residencial siguiera disminuyendo en el cuarto trimestre de 2023, como muestran los indicadores cuantitativos y cualitativos.

La producción de la construcción de edificios —un indicador adelantado de la inversión en vivienda— descendió un 1,1 %, en promedio, en octubre y noviembre con respecto a su nivel medio del tercer trimestre. Además, los indicadores de actividad basados en encuestas, como el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios en los tres últimos meses y el PMI de producción de la construcción residencial permanecieron en terreno contractivo

hasta diciembre de 2023, aunque mejoraron ligeramente en los dos últimos meses del cuarto trimestre del año (panel b del gráfico 8). Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea sobre los factores que limitan la actividad de la construcción, las empresas mencionaron la demanda insuficiente con más frecuencia en el cuarto trimestre de 2023 que en el tercero, y este factor continuó siendo el más citado, seguido de la escasez de mano de obra. Los visados de obra nueva para edificios residenciales (medidos por superficie) aumentaron en septiembre, pero en el tercer trimestre siguieron descendiendo sustancialmente, en general, tras cinco trimestres consecutivos de caída. Esta tendencia a la baja sostenida de los visados de obra nueva indica que es probable que la débil dinámica de la inversión residencial continúe a corto plazo, en consonancia con la contención del endeudamiento de los hogares para adquisición de vivienda.

El dinamismo del comercio de la zona del euro siguió siendo contenido al final del año. En noviembre, las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se contrajeron un 0,4 % (tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores). Aunque la disminución de los cuellos de botella continuó prestando cierto apoyo, las exportaciones se vieron lastradas por la debilidad de la demanda externa y la reducción de la competitividad relacionada con la anterior apreciación del euro, así como por la perturbación energética que sigue afectando a algunos sectores. Al mismo tiempo, el ciclo de existencias global también tuvo un impacto en la demanda de exportaciones (véase [recuadro 1](#)). De cara al futuro, a medida que la actividad mundial se recupere y la reducción de existencias disminuya, el lastre sobre las exportaciones de la zona del euro debería desaparecer gradualmente. A corto plazo, los indicadores adelantados —de exportaciones de bienes y servicios— siguen apuntando a una moderación. Además, la situación en el mar Rojo plantea riesgos a la baja adicionales para las perspectivas. Las importaciones reales de bienes procedentes de fuera de la zona del euro volvieron a contraerse un 2,4 % (tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores), tras observarse un debilitamiento de la actividad y un descenso acusado de las existencias en la zona del euro.

Más allá del corto plazo, se prevé que el crecimiento del PIB se fortalezca gradualmente. Se espera que la economía de la zona del euro empiece a mejorar de forma sostenida durante este año. El crecimiento debería verse respaldado por el aumento de la renta real disponible, que a su vez debería beneficiarse de la caída de la inflación y del avance vigoroso de los salarios. Además, las exportaciones deberían acompañarse a la mejora de la demanda externa. La desaparición gradual del impacto del endurecimiento de la política monetaria del BCE y de las condiciones adversas de oferta de crédito también deberían apoyar esta recuperación a medio plazo.

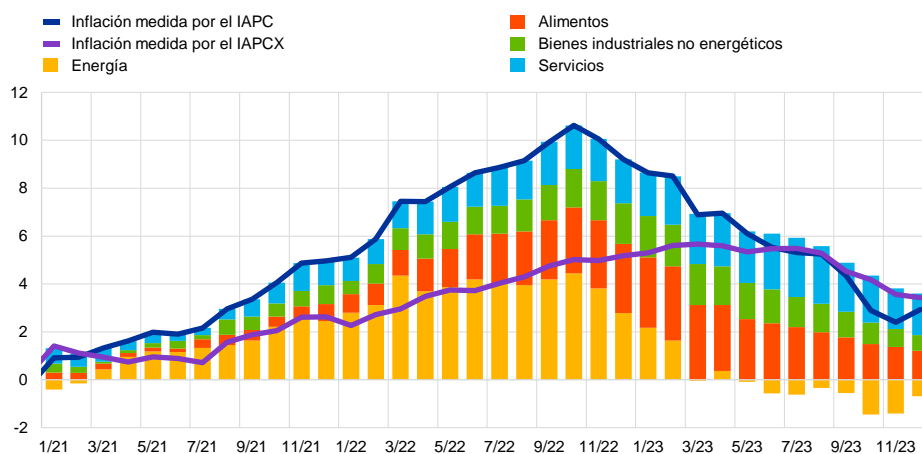
3 Precios y costes

La inflación general de la zona del euro aumentó hasta el 2,9 % en diciembre de 2023, desde el 2,4 % registrado en noviembre, debido a efectos de base relacionados con la energía, aunque el repunte fue menor de lo esperado⁵. Al mismo tiempo, la tendencia a la baja de la inflación subyacente continuó. La inflación, excluida la energía y los alimentos, volvió a descender, del 3,6 % en noviembre al 3,4 % en diciembre, como consecuencia de la disminución de la tasa de variación de los precios de los bienes. Casi todos los indicadores de la inflación subyacente siguieron retrocediendo en diciembre. El vigoroso ritmo de las subidas de los salarios y la caída de la productividad del trabajo están manteniendo las elevadas presiones internas sobre los precios, aunque estas presiones también han empezado a descender. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 %, al tiempo que los indicadores de las expectativas a más corto plazo se han reducido de forma notable.

La inflación general de la zona del euro se incrementó hasta situarse en el 2,9 % en diciembre, desde el 2,4 % de noviembre, tras la caída notable observada a lo largo del año (gráfico 9). Este aumento estuvo impulsado por una tasa de variación de los precios de la energía menos negativa, principalmente como consecuencia de efectos de base. A su vez, la inflación de los alimentos y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, continuaron disminuyendo.

Gráfico 9
Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2023.

Como se esperaba, la inflación de la energía experimentó un alza en diciembre, pero la variación registrada, hasta el -6,7 % desde el -11,5 % de noviembre, fue menor de lo anticipado. La causa principal de la tasa de variación

⁵ Según la estimación de avance de Eurostat correspondiente a enero de 2024, publicada después de la fecha límite de recepción de datos para este Boletín Económico (24 de enero), la inflación general se redujo del 2,9 % al 2,8 %.

interanual menos negativa fue un considerable efecto de base, relacionado con las medidas de apoyo extraordinarias adoptadas en Alemania para limitar el precio del gas, así como con la caída sustancial de los precios de los combustibles observada en diciembre de 2022.

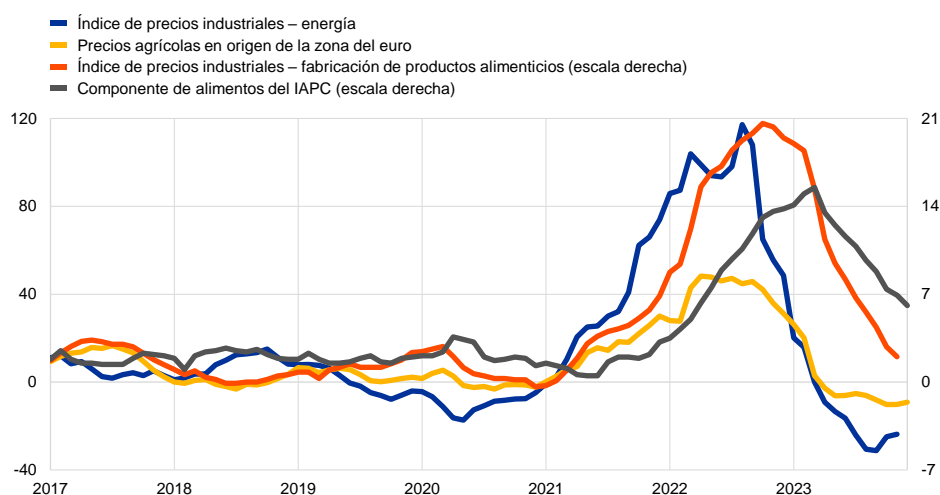
La inflación de los alimentos siguió descendiendo hasta situarse en el 6,1 % en diciembre, desde el 6,9 % de noviembre, pero permaneció en niveles elevados (gráfico 10). El descenso se debió al menor crecimiento de los precios de los alimentos elaborados (5,9 % en términos interanuales, frente al 7,1 % registrado en noviembre). Esta evolución reflejó disminuciones de los costes energéticos y de los precios de las materias primas alimenticias medidos, por ejemplo, por los precios agrícolas en origen de la zona del euro. Si bien la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados se incrementó del 6,3 % en noviembre al 6,8 % en diciembre, este aumento reflejó un efecto de base derivado de la evolución observada un año antes, más que la dinámica más reciente de los precios.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), continuó descendiendo y pasó del 3,6 % en noviembre al 3,4 % en diciembre. Por lo que respecta a sus componentes, la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos se redujo desde el 2,9 % hasta el 2,5 %, debido a la desaparición gradual del impacto de perturbaciones anteriores. La inflación de los servicios no varió y fue del 4 % en diciembre. La persistencia relativamente mayor de la inflación de este componente es acorde con el fuerte crecimiento de los salarios y el papel más destacado que los costes laborales desempeñan en la producción de los servicios.

Gráfico 10

Costes de los insumos energéticos y alimenticios, y precios del componente de alimentos del IAPC

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

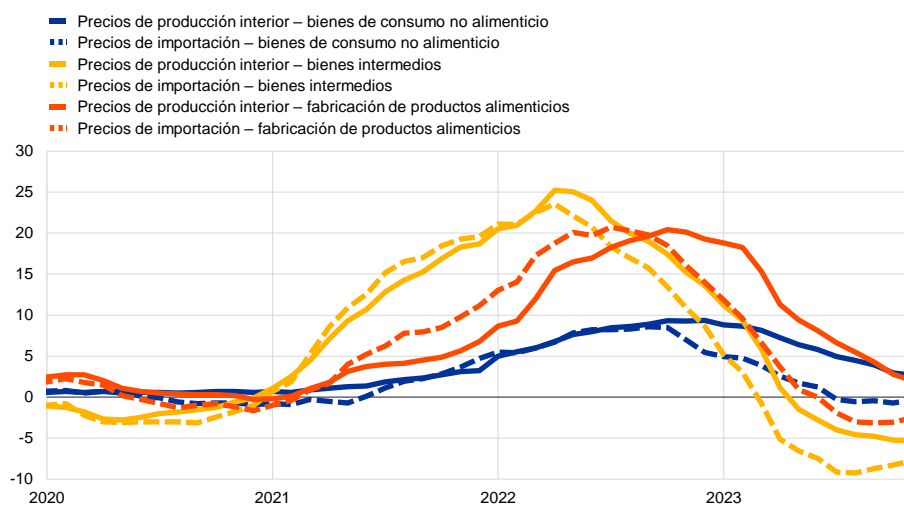
Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2023 para el índice de precios industriales y a diciembre de 2023 para los precios agrícolas en origen de la zona del euro y para el componente de alimentos del IAPC.

Las presiones sobre los precios de producción y de importación siguieron siendo negativas en todas las categorías industriales principales (gráfico 11).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores fue negativa y permaneció inalterada (-5,3 % en noviembre y en octubre). La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de dichos bienes también se mantuvo en un nivel considerablemente negativo, aunque algo menos que en el mes anterior (-7,8 %, frente al -8,3 % en octubre). En las fases posteriores de la cadena de precios, la tasa de avance interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio continuó descendiendo hasta situarse en el 2,7 % en noviembre, desde el 3 % de octubre, y alcanzó su cota más baja desde septiembre de 2021. La tasa de crecimiento de los precios de importación de dichos bienes se redujo del -0,4 % al -0,6 %. En el segmento de los bienes de consumo manufacturados, los precios de producción y de importación mostraron las mismas tendencias a la baja, lo que confirma la relajación gradual general de las presiones latentes sobre los precios de los bienes de consumo.

Gráfico 11 Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2023.

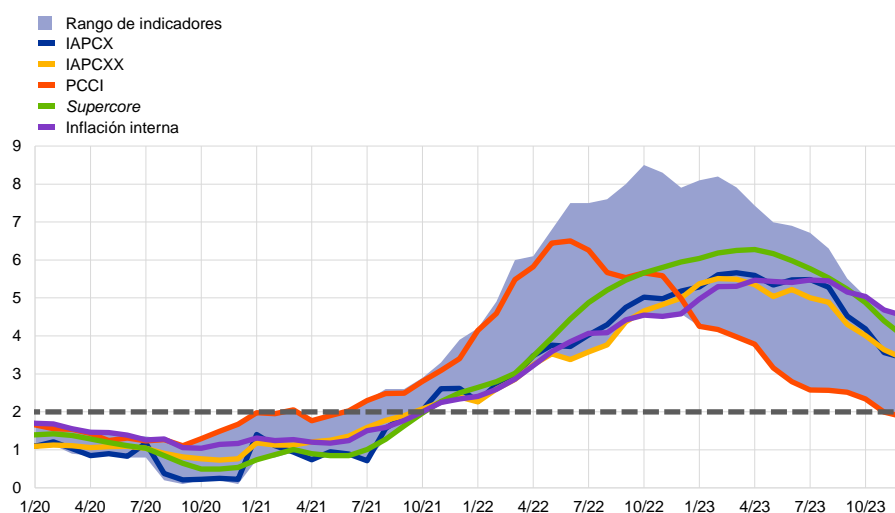
Los indicadores de la inflación subyacente de la zona del euro continuaron retrocediendo, gracias a la desaparición progresiva del impacto de las perturbaciones anteriores y al descenso de la demanda en un entorno de endurecimiento de la política monetaria (gráfico 12).

El rango de los indicadores ha ido reduciéndose y estrechándose desde julio de 2023, pero se mantiene en niveles relativamente altos, dado que el efecto de las perturbaciones anteriores aún no se ha disipado por completo en la mayoría de los indicadores. El PCCI (componente persistente y común de la inflación) se mantuvo en la parte inferior del rango y volvió a disminuir hasta situarse en el 1,9 % en diciembre. La inflación medida por el IAPCXX (IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado) se redujo al mismo ritmo que el IAPCX y

se situó en el 3,4 % en diciembre, frente al 3,6 % de noviembre. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, continuó su descenso y pasó del 4,4 % en noviembre al 4 % en diciembre, pero se encuentra aún en un nivel relativamente elevado. La inflación interna (que abarca componentes con un contenido importador bajo) también se está moderando desde niveles más altos que otros indicadores, y retrocedió del 4,7 % en noviembre al 4,5 % en diciembre. El mayor nivel y la relajación más gradual de este indicador refleja sobre todo la gran proporción de servicios que lo componen, particularmente los sensibles a las presiones salariales.

Gráfico 12
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX; el IAPCXX; la inflación interna; las medias recortadas al 10 % y al 30 %; el PCCI; el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), y una mediana ponderada. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2023.

Los indicadores del crecimiento de los salarios apenas han variado recientemente y se han mantenido en niveles elevados. Los últimos datos disponibles se refieren al tercer trimestre de 2023 y muestran que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados aumentó hasta situarse en el 4,7 %, desde el 4,4 % registrado en el segundo trimestre del mismo año. Los indicadores de salarios de carácter prospectivo señalan que continúan las intensas presiones salariales, aunque se observan algunos tímidos indicios de enfriamiento a finales de 2023. El crecimiento de los salarios reales, medido por la remuneración por asalariado y la remuneración por hora, disminuyó en el tercer trimestre de 2023 hasta el 5,3 % y el 5,2 %, respectivamente, frente al 5,5 % y al 5,3 % del segundo trimestre. Por su parte, los costes laborales son los que más contribuyeron a las presiones inflacionistas internas, medidas por la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB, mientras que la aportación de los beneficios unitarios fue menor en el tercer trimestre de 2023 después de haber alcanzado un máximo histórico en la primera mitad del año.

La mayoría de los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro, así como los indicadores de mercado de la compensación por inflación ajustados por las primas de riesgo, se sitúan en torno al 2 % (gráfico 13). La encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2024 señala expectativas medias de inflación a más largo plazo (para 2028) del 2 %, revisadas a la baja desde el 2,1 % indicado en el cuarto trimestre de 2023. Las expectativas de inflación a largo plazo también se situaron en el 2 % en la encuesta de enero de 2024 de Consensus Economics. En la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts* o SMA) de ese mismo mes, la mediana de las expectativas a largo plazo no varió y se mantuvo en el 2 %. En la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) correspondiente a diciembre de 2023, la mediana de las expectativas para los doce meses siguientes se redujo del 3,2 % en noviembre al 3,1 % en diciembre, mientras que las expectativas a tres años vista se elevaron hasta el 2,4 %, desde el 2,2 %⁶. Por lo que respecta a la percepción de inflación pasada, no siguió el descenso de la inflación medida por el IAPC entre junio y octubre de 2023. Sin embargo, se observó una relajación considerable a partir de octubre de 2023, y la mediana descendió del 8 % en septiembre al 6,2 % en diciembre. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación de la zona del euro (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) se mantuvieron prácticamente sin variación entre mediados de diciembre de 2023 y el 24 de enero de 2024, tras la caída sustancial registrada durante los meses anteriores. En el tramo corto de la curva de rendimientos, el tipo swap de inflación (ILS) *forward* a un año dentro de un año se situó en torno al 2,1 % a finales de enero, 9 puntos básicos por debajo de los niveles observados a mediados de diciembre. Entretanto, el tipo ILS *forward* a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro permaneció básicamente inalterado en el 2,3 %. No obstante, cabe señalar que estos indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en los mercados, dado que contienen primas de riesgo de inflación que compensan ese riesgo.

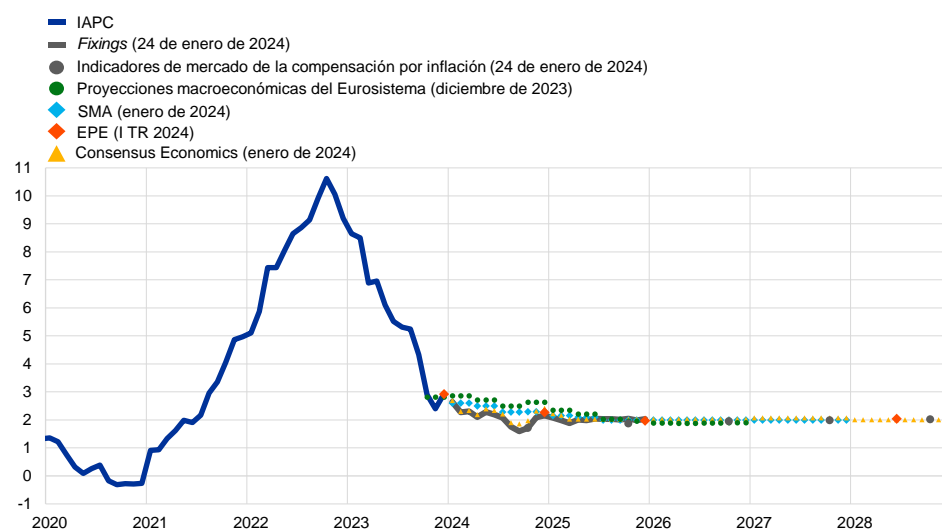
⁶ Véase «[Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – diciembre de 2023](#)», nota de prensa, BCE, 6 de febrero de 2024.

Gráfico 13

Inflación general, proyecciones y expectativas de inflación

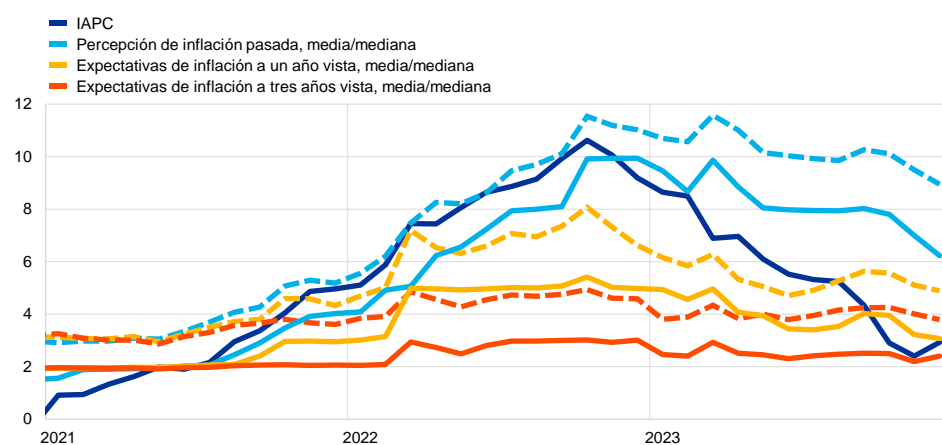
a) Inflación general, indicadores de opinión de las expectativas de inflación, proyecciones de inflación e indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



b) Inflación general y encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, CES, EPE, SMA, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2023 y cálculos del BCE.

Notas: Las series de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basan en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 24 de enero de 2024. Los *inflation fixings* son contratos de *swaps* vinculados a publicaciones mensuales específicas de la inflación interanual medida por el IAPC, excluido el tabaco, de la zona del euro. La encuesta EPE correspondiente al primer trimestre de 2024 se realizó entre el 5 y el 10 de enero de 2024. La fecha de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue enero de 2024. En la CES, las líneas discontinuas representan la media, y las líneas continuas la mediana. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema fue el 23 de noviembre de 2023. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2023.

Durante el período de referencia (del 14 de diciembre de 2023 al 24 de enero de 2024), la evolución de los mercados financieros de la zona del euro reflejó expectativas cambiantes sobre los tipos de interés oficiales, dado que los mercados siguieron centrándose en el ritmo de desinflación y en los ajustes esperados en la política monetaria. Tras la ampliamente esperada decisión de política monetaria que adoptó el Consejo de Gobierno en diciembre de 2023 de mantener sin variación los tipos oficiales del BCE, el tramo corto de la curva de tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro varió solo marginalmente durante el período analizado, reflejo de las expectativas estables de que los tipos de interés oficiales del BCE no se modificarían en la reunión de enero. En cambio, las expectativas relativas a los tipos de interés oficiales a más largo plazo fluctuaron en mayor medida, pero finalizaron el período considerado en niveles próximos a los de mediados de diciembre. Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro evolucionaron en consonancia con los tipos de interés libres de riesgo, que aumentaron ligeramente, y el anuncio realizado en la reunión de diciembre de comenzar a reducir gradualmente las reinversiones en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) a mediados de 2024 no tuvo un impacto visible en los rendimientos soberanos. Las cotizaciones bursátiles permanecieron dentro de un rango limitado, debido a que las menores expectativas de beneficios se vieron compensadas por la reducción de la prima de riesgo de las acciones. Los mercados de renta fija privada de la zona del euro apenas registraron cambios, pero se observó cierto retroceso en el segmento de alta rentabilidad. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció ligeramente.

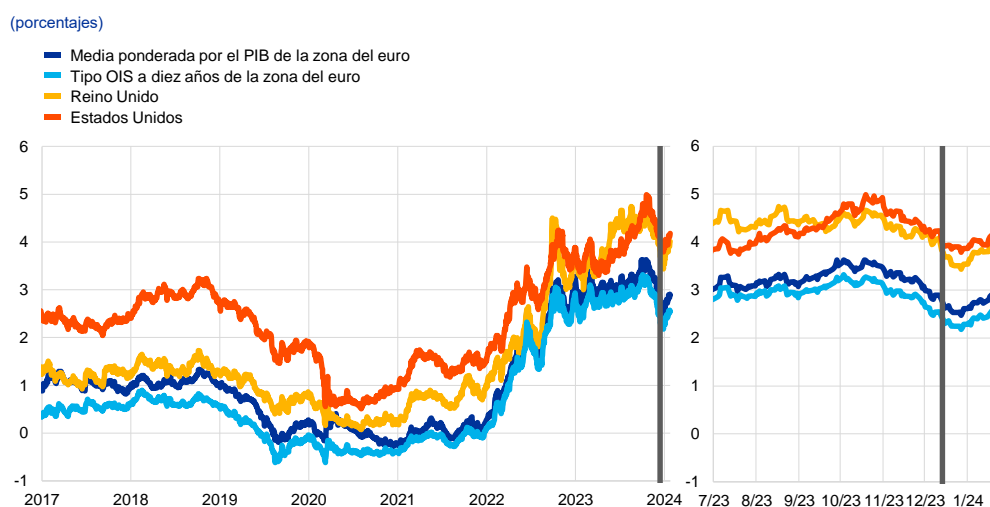
Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro finalizaron el período de referencia en niveles básicamente acordes con los observados en torno a la fecha en la que se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre. El tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en el 3,90 % durante el período analizado. El exceso de liquidez disminuyó alrededor de 63 mm de euros, hasta una cifra de 3.521 mm de euros. La curva *forward* del OIS (*overnight index swap*), que se basa en el tipo de referencia €STR, se mantuvo estable en los vencimientos a corto plazo tras la ampliamente esperada decisión de política monetaria adoptada por el Consejo de Gobierno en diciembre de mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Sin embargo, los tipos *forward* a corto plazo para horizontes posteriores a la reunión del Consejo de Gobierno de enero de 2024 estuvieron sujetos a una mayor volatilidad durante el período considerado porque los mercados continuaron centrándose en el ritmo de desinflación y en los consiguientes ajustes en la política monetaria. En conjunto, la probabilidad descontada de un primer recorte de los tipos de interés en marzo y en abril de 2024 disminuyó. Cuando terminó el período de referencia, los mercados habían descontado plenamente una rebaja de los tipos de 25 puntos básicos para junio y recortes acumulados de 133 puntos básicos para el final de 2024. Los tipos libres de riesgo a más largo plazo de la zona del euro se incrementaron ligeramente durante el período analizado, tras caer en los días siguientes a la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre y retornar a sus niveles previos en las primeras semanas de 2024. El tipo de interés nominal libre de

riesgo a diez años de la zona del euro, por ejemplo, se redujo hasta el 2,2 % al final de diciembre y posteriormente se recuperó y se situó en torno al 2,5 %, finalizando el período considerado con un incremento total de 16 puntos básicos.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo evolucionaron básicamente en consonancia con los tipos de interés libres de riesgo en un contexto de estabilidad general de los diferenciales soberanos (gráfico 14). El 24 de enero, el rendimiento medio de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se situó en torno al 2,9 %, unos 19 puntos básicos por encima del nivel registrado al comienzo del período de referencia. Las variaciones de los diferenciales soberanos en todas las jurisdicciones de la zona del euro fueron muy limitadas durante el período analizado, y el anuncio de la reunión de diciembre de 2023 de comenzar a reducir gradualmente las reinversiones en el marco del PEPP a mediados de 2024 no pareció tener un efecto notable. La subida de los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro siguió una dinámica similar a escala global: el rendimiento de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos aumentó 26 puntos básicos hasta situarse en el 4,2 %, y el correspondiente al Reino Unido se incrementó 23 puntos básicos y fue del 4 %.

Gráfico 14

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de diciembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 24 de enero de 2024.

Los diferenciales de los bonos corporativos no variaron sustancialmente durante el período de referencia, pero se observó una reducción en los del segmento de alta rentabilidad. Los diferenciales correspondientes a las empresas de grado de inversión finalizaron el período analizado prácticamente sin cambios, mientras que los del segmento de alta rentabilidad mostraron mayor volatilidad y se redujeron en 34 puntos básicos.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro permanecieron dentro de un rango limitado, debido a que las menores expectativas de beneficios se vieron

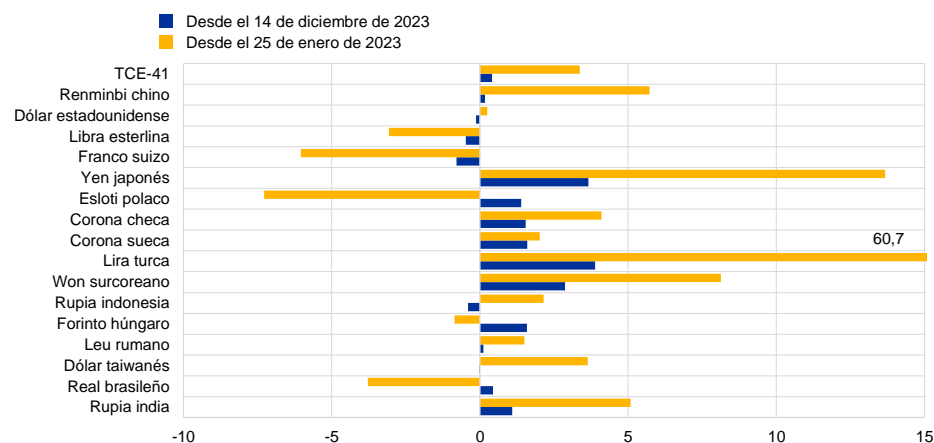
compensadas por la reducción de la prima de riesgo de las acciones. Los índices bursátiles amplios de la zona del euro apenas registraron variaciones durante el período analizado, en un contexto de disminución de las expectativas de beneficios, mientras que, en Estados Unidos, se incrementaron un 2,7 %. En la zona del euro, las caídas de las cotizaciones se concentraron en el sector no financiero, y los precios de las acciones de sectores sensibles a los tipos de interés —como el tecnológico y el inmobiliario— se situaron por debajo del índice amplio, mientras que los de las acciones del sector financiero continuaron superándolo. En conjunto, las cotizaciones de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyeron un 0,9 % aproximadamente, mientras que las de las entidades de crédito y otras entidades financieras de la zona subieron un 2,4 % y un 3,1 %, respectivamente. En Estados Unidos, los precios de las acciones aumentaron un 3,1 % en el caso de las sociedades no financieras y prácticamente no variaron en el sector bancario.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció ligeramente (gráfico 15). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 0,4 %. La evolución esperada de la política monetaria siguió siendo un importante factor determinante de las fluctuaciones de los tipos de cambio y generó cierta volatilidad. Con todo, el euro se mantuvo bastante estable frente al dólar estadounidense y se depreció solo un 0,1 %, dado que, desde el inicio del año, las expectativas de reducción de los tipos de interés de Estados Unidos disminuyeron en cierta medida tras la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto de diciembre de 2023. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral frente a otras monedas principales, la moneda única se apreció frente a la lira turca (3,9 %) y al yen japonés (3,7 %), pero se depreció frente al franco suizo (0,8 %) y a la libra esterlina (0,5 %).

Gráfico 15

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

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del 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 24 de enero de 2024.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

En noviembre de 2023, los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas disminuyeron ligeramente, mientras que los tipos de interés hipotecarios siguieron aumentando. Tras descender significativamente en noviembre, el coste de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) mediante valores de renta fija se incrementó en el período comprendido entre el 14 de diciembre de 2023 y el 24 de enero de 2024, si bien el coste de la financiación mediante acciones continuó reduciéndose en ese período. La última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro indica que los criterios de concesión de los préstamos a empresas registraron un endurecimiento neto adicional, aunque moderado, y se espera un mayor endurecimiento en el primer trimestre de 2024. La demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares siguió disminuyendo sustancialmente, aunque de forma menos acusada que en el trimestre anterior. En la segunda mitad de 2023, las condiciones del crédito bancario a empresas se hicieron más restrictivas en el sector inmobiliario y en la construcción que en otros sectores. El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuó siendo débil en noviembre, como consecuencia de la intensa transmisión del endurecimiento de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos, así como de la menor demanda de préstamos y del endurecimiento de los criterios de aprobación. El crecimiento monetario siguió contrayéndose, con unas tasas interanuales próximas a mínimos históricos, debido a los elevados costes de oportunidad, a la falta de dinamismo del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro disminuyeron ligeramente en noviembre de 2023, debido a la reducción de la rentabilidad de los bonos bancarios. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se situó algo por debajo del nivel del mes anterior, en un entorno de heterogeneidad considerable entre países (panel a del gráfico 16). El sustancial descenso de la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b del gráfico 16) reflejó la traslación de caídas similares en los tipos de interés libres de riesgo. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los depósitos continuaron incrementándose, con algunas variaciones entre instrumentos y sectores. Los tipos de interés ofrecidos a las empresas por los depósitos a plazo se situaron cerca del tipo de la facilidad de depósito del BCE y se mantuvieron por encima de los aplicados a los hogares. Además, la composición de la financiación de las entidades de crédito continuó cambiando hacia fuentes más caras, en concreto los bonos bancarios y los depósitos a plazo, dado que el creciente coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista llevó a los depositantes a sustituir grandes volúmenes de estos productos por depósitos a plazo y otros instrumentos con una remuneración más alta.

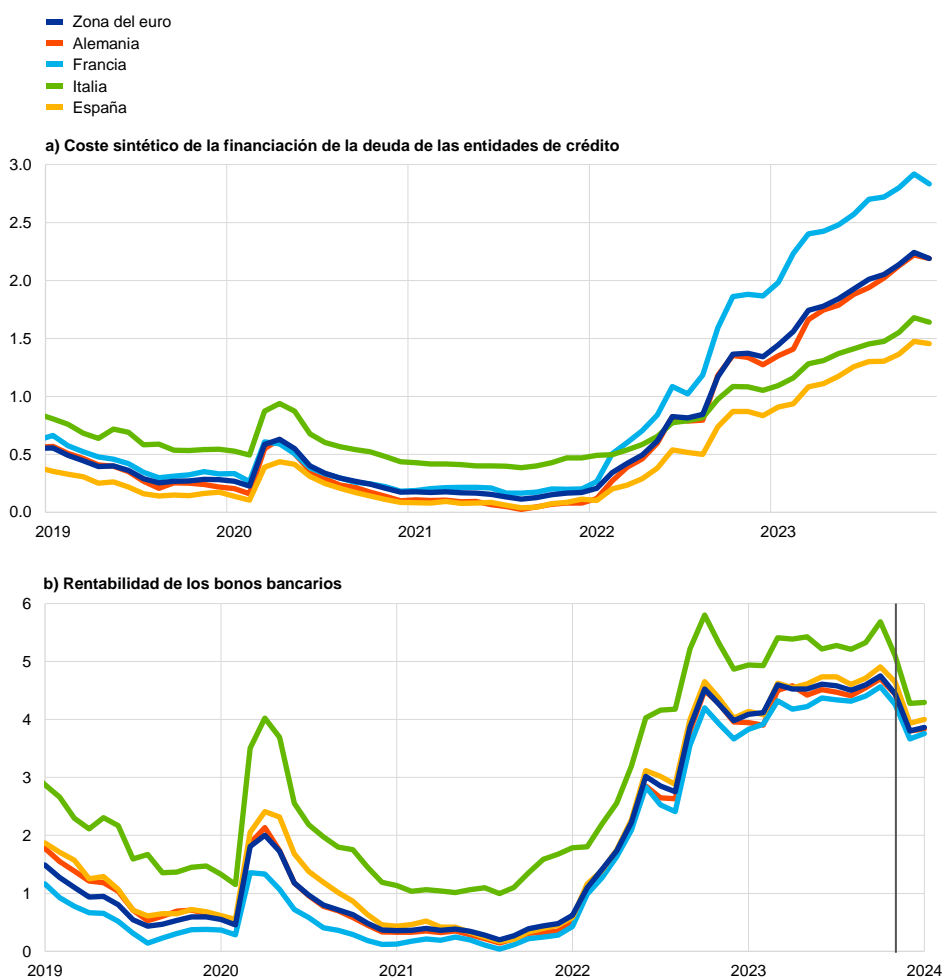
La reducción en curso del balance del Eurosistema ha contribuido a la disminución del exceso de liquidez, aunque la liquidez sigue siendo abundante en todo el sistema. Pese a que no se produjeron reembolsos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) durante el período considerado, la finalización de las reinversiones del principal de

los valores que han ido venciendo por parte del Eurosistema en julio ha seguido absorbiendo liquidez de forma automática del sistema financiero. Para compensar la menor liquidez proporcionada por el BCE, los bancos han aumentado sus emisiones de valores de renta fija y de instrumentos del mercado monetario. El volumen de las emisiones de bonos bancarios, que para las entidades de crédito son más caros que los depósitos, se ha incrementado desde septiembre de 2022, en un contexto de contracción del balance del Eurosistema y de disminución de los depósitos a la vista.

Gráfico 16

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

(porcentajes)



Fuentes: BCE, S&P Dow Jones Indices LLC y/o sus filiales, y cálculos del BCE.

Notas: Los costes 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. La línea vertical gris del panel b) marca el 30 de noviembre de 2023. Las últimas observaciones se refieren a noviembre de 2023 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito y al 24 de enero de 2024 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

En noviembre de 2023, los tipos de interés de los préstamos a empresas disminuyeron ligeramente por primera vez desde julio de 2022, mientras que

los tipos de los préstamos para adquisición de vivienda siguieron

augmentando. Si bien los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares han reaccionado con fuerza a la subida de los tipos de interés oficiales desde el comienzo del ciclo de endurecimiento, la respuesta a los descensos recientes de los tipos de mercado ha sido relativamente contenida hasta ahora. Entre principios de julio de 2022 y septiembre de 2023, los tipos de interés oficiales del BCE subieron sustancialmente y con rapidez (450 puntos básicos en términos acumulados). Estas alzas dieron lugar a un incremento acusado de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares en todos los países de la zona del euro (gráfico 17). Desde mayo de 2022, es decir, antes de que el BCE diera señales de la primera subida de tipos del ciclo de endurecimiento actual, los tipos de interés de los préstamos a empresas y para adquisición de vivienda se han elevado en torno a 368 puntos básicos y 223 puntos básicos, respectivamente. En noviembre de 2023, los tipos de interés de los préstamos concedidos a las empresas disminuyeron hasta el 5,23 %, frente al 5,27 % de octubre. El pequeño descenso podría ser una indicación temprana de que los tipos aplicados al crédito a empresas han dejado atrás su pico, después de que los tipos de interés libres de riesgo comenzaran a reducirse en el otoño de 2023. Esta disminución estuvo determinada principalmente por los préstamos de más de un millón de euros, con una heterogeneidad sustancial entre países. Los tipos de interés bancarios de los nuevos préstamos a hogares para consumo retrocedieron desde el 7,90 % en octubre hasta el 7,85 % en noviembre, al tiempo que los aplicados a las nuevas operaciones en la modalidad de «préstamos a hogares para otros fines», que incluye empresarios individuales, también cayeron ligeramente en noviembre y se situaron en el 5,55 %, frente al 5,58 % en octubre. Asimismo, los tipos de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda siguieron aumentando hasta alcanzar el 4,01 % en noviembre, desde el 3,91 % de octubre. Este aumento fue generalizado en todos los países de la zona del euro y en todos los períodos de fijación de los tipos, y se explica por los márgenes de los préstamos de mayor riesgo y otros factores, a pesar de los considerables descensos observados en los tipos de interés de mercado a plazos medios y largos. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de noviembre de 2023 sugieren que los consumidores encuestados esperaban que los tipos de interés hipotecarios se redujeran con respecto a los niveles de ese momento en los doce meses siguientes. Un elevado (aunque cada vez menor) porcentaje neto de encuestados percibía que los criterios de concesión eran restrictivos y esperaba que fuera más difícil obtener préstamos para adquisición de vivienda en ese mismo período. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares permaneció en niveles reducidos (gráfico 17), lo que sugiere una correcta transmisión de la política monetaria en los países de la zona del euro.

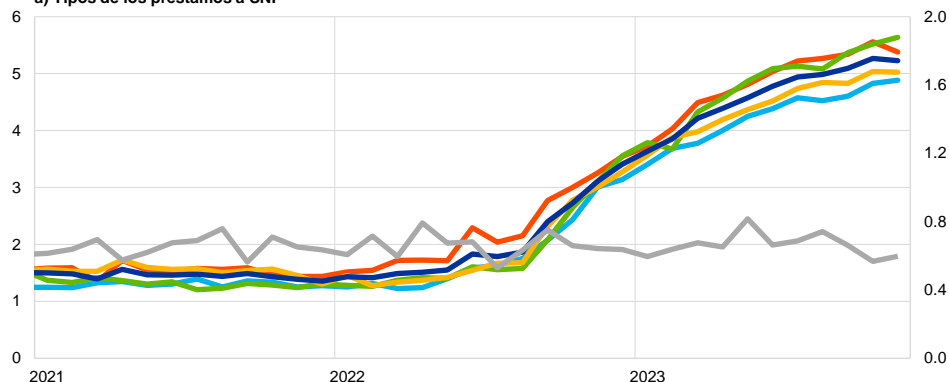
Gráfico 17

Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a SNF y a hogares en una selección de países

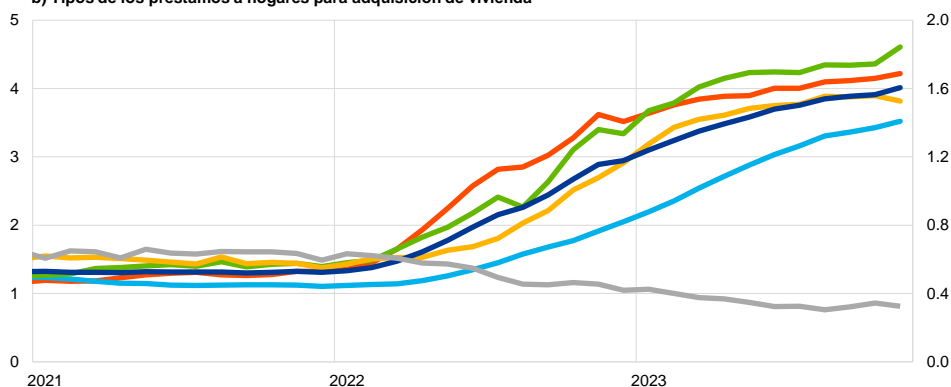
(porcentajes; desviación típica)

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

a) Tipos de los préstamos a SNF



b) Tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a sociedades no financieras (SNF) 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 noviembre de 2023.

Tras descender significativamente en noviembre, los datos diarios del período de referencia —entre el 14 de diciembre de 2023 y el 24 de enero de 2024— muestran que el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija se incrementó, si bien el coste de la financiación mediante acciones se redujo ligeramente. En noviembre, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— disminuyó de forma considerable desde el máximo de varios años alcanzado en octubre y se situó en el 6,07 %, casi 50 puntos básicos por debajo del nivel del mes anterior (gráfico 18)⁷. Todos los componentes contribuyeron a la caída del coste de financiación en noviembre, siendo los principales motores el coste de

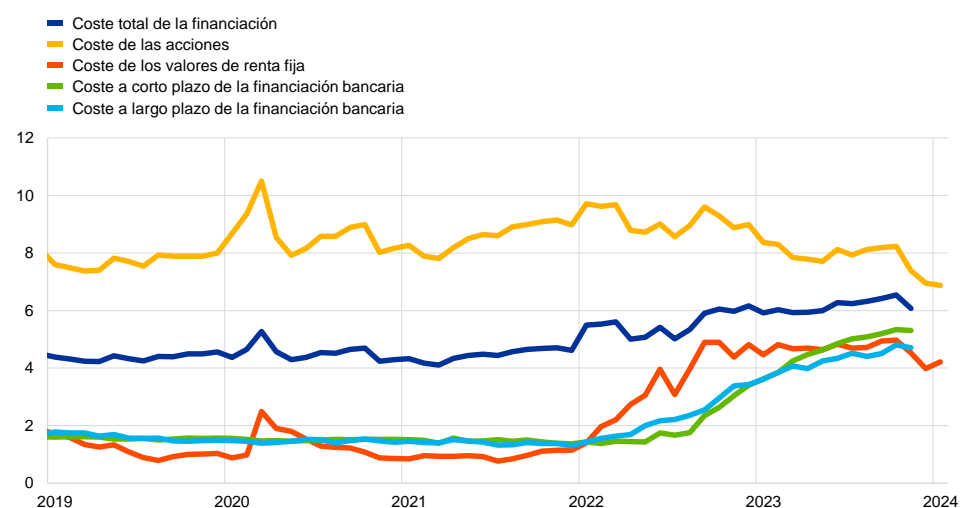
⁷ Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta noviembre de 2023.

los valores de renta fija y el de las acciones. Sobre la base de datos diarios, el coste de los valores de renta fija aumentó entre el 14 de diciembre de 2023 y el 24 de enero de 2024, debido al incremento del tipo de interés libre de riesgo, mientras que los diferenciales de los bonos emitidos por las SNF se mantuvieron estables o incluso se redujeron en los segmentos de grado de inversión y de alta rentabilidad, respectivamente. La significativa caída de la prima de riesgo de las acciones compensó con creces la subida del tipo de interés libre de riesgo (aproximado por el tipo OIS [Overnight Index Swap] a diez años), lo que se tradujo en un menor coste de la financiación mediante acciones (véase sección 4).

Gráfico 18

Coste nominal de la financiación externa de las SNF de la zona del euro, por componente

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 24 de enero de 2024 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a noviembre de 2023 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2024, los criterios de concesión de los préstamos a empresas registraron un moderado endurecimiento adicional en el cuarto trimestre de 2023 (gráfico 19).

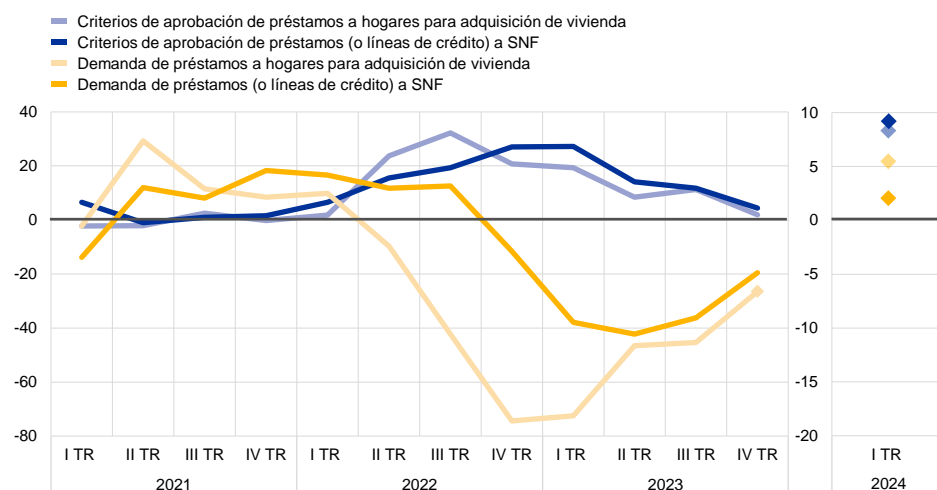
Este se suma al sustancial endurecimiento acumulado desde 2022, que, junto a la debilidad de la demanda, ha contribuido a la intensa caída del crecimiento de los préstamos a empresas. Los riesgos relacionados con las perspectivas económicas y la situación financiera de las empresas continuaron contribuyendo al endurecimiento, mientras que el impacto del coste de financiación y la situación del balance de las entidades, la competencia y la tolerancia al riesgo fue neutro, en general, a escala de la zona del euro en el cuarto trimestre de 2023. El impacto del endurecimiento pasado seguirá frenando el crecimiento de los préstamos en los próximos trimestres. En línea con las propiedades de indicador adelantado de los criterios de concesión (unos cinco o seis trimestres antes de la dinámica de crecimiento real de los préstamos), cabe esperar que el crédito a empresas continúe siendo débil en 2024. Los bancos de la zona del euro esperaban que los criterios de

aprobación de los préstamos a dicho sector registrarán un endurecimiento adicional en el primer trimestre de 2024.

Gráfico 19

Variación de los criterios de aprobación y de la demanda neta de préstamos a SNF y a hogares para adquisición de vivienda

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



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

Notas: «SNF» corresponde a «sociedades no financieras». En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que contestaron «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que respondieron que la demanda «ha aumentado considerablemente» y «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que contestaron que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» y «ha disminuido considerablemente». Los rombos indican las expectativas de las entidades de crédito en la última encuesta. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023.

Las entidades de crédito señalaron un endurecimiento neto adicional de los criterios de concesión de los préstamos a hogares en el cuarto trimestre de 2023, que fue ligero en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y más pronunciado en el de los préstamos para consumo.

La percepción de riesgos fue un importante determinante del endurecimiento de los criterios de aprobación de ambas modalidades de préstamos, y la menor tolerancia al riesgo de las entidades también fue otro factor en el caso de los préstamos para consumo. Aunque el leve endurecimiento en el segmento de préstamos para adquisición de vivienda estuvo determinado por los países más pequeños de la zona del euro, los criterios de concesión del crédito para consumo se endurecieron en las cuatro economías principales de la zona. En ambas modalidades, el endurecimiento neto fue menor que en el tercer trimestre, en línea con las expectativas de las entidades. Para el primer trimestre de 2024, las expectativas de las entidades de crédito de la zona del euro señalan un repunte del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que para el crédito para consumo apuntan a un endurecimiento neto similar al indicado para el último trimestre de 2023.

La demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares continuó disminuyendo sustancialmente en el cuarto trimestre de 2023, aunque de

forma menos acusada que en el trimestre anterior. La caída de la demanda de préstamos a empresas se debió principalmente a la subida de los tipos de interés y a la menor inversión en capital fijo, en consonancia con el fuerte descenso neto de la demanda de préstamos a largo plazo. En cuanto a los préstamos para adquisición de vivienda y para consumo, la disminución obedeció a la subida de los tipos de interés y a la baja confianza de los consumidores, si bien las perspectivas del mercado de la vivienda también ejercieron una presión considerable a la baja sobre la demanda de los primeros. Las entidades también indicaron un incremento neto adicional del porcentaje de solicitudes denegadas de préstamos a empresas y para adquisición de vivienda. Para el primer trimestre de 2024, las entidades de crédito esperan un ligero aumento neto de la demanda de préstamos a empresas (por primera vez desde el segundo trimestre de 2022) y un ascenso de la de préstamos para adquisición de vivienda (por primera vez desde el primer trimestre de 2022), pero una reducción adicional de la demanda de préstamos para consumo.

Las condiciones del crédito bancario se hicieron más restrictivas en el sector inmobiliario y en la construcción que en otros sectores, según los resultados de las preguntas ad hoc sobre el segundo semestre de 2023 planteadas a los encuestados. Las condiciones de financiación de las empresas siguieron endureciéndose moderadamente en la mayoría de los sectores económicos en la segunda mitad de 2023, y oscilaron entre un endurecimiento neto casi nulo en los servicios y un endurecimiento neto relativamente importante en el sector inmobiliario comercial y residencial, y en la construcción. La demanda de préstamos disminuyó en términos netos en todos los sectores de la economía, en particular en el inmobiliario y la construcción. Las entidades también indicaron que su acceso a la financiación mayorista había mejorado algo en el cuarto trimestre de 2023, pero se había endurecido levemente para la financiación minorista a corto plazo y las operaciones de titulización. Las medidas de supervisión y regulación contribuyeron a elevar los niveles de capital de los bancos, así como sus activos líquidos y sus activos ponderados por riesgo, lo que, a su vez, favoreció un endurecimiento de los criterios de aprobación y de los márgenes de los préstamos en la mayoría de las modalidades en 2023. Los riesgos de calidad crediticia percibidos en las carteras de préstamos de las entidades propiciaron un endurecimiento moderado de los criterios de concesión de los préstamos a empresas y del crédito para consumo en la segunda mitad de 2023, mientras que su impacto fue neutro en los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda. Las entidades indicaron que la disminución del exceso de liquidez mantenido en el Eurosistema en el segundo semestre de 2023 solo había tenido un impacto limitado sobre sus condiciones de financiación.

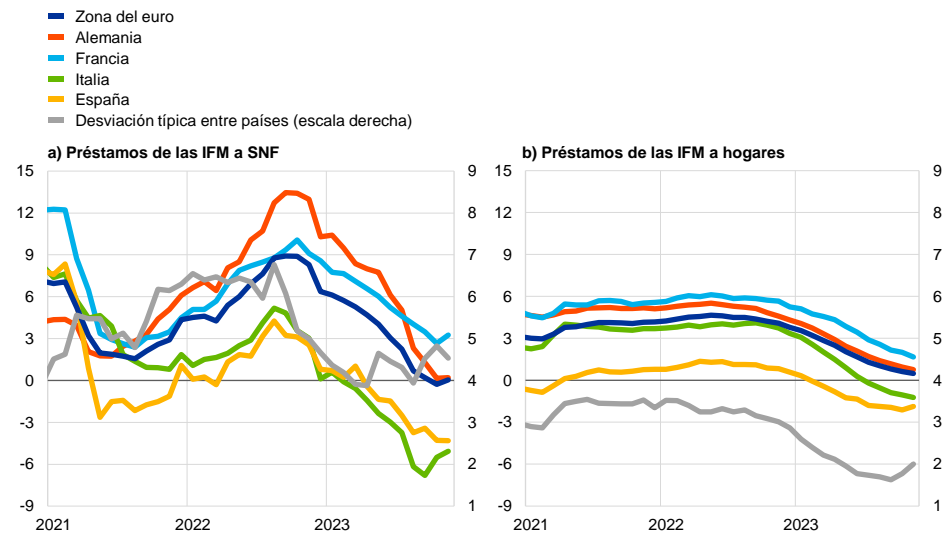
El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuó siendo débil en noviembre de 2023, como consecuencia de la intensa transmisión del endurecimiento de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos, así como de la menor demanda de crédito y del endurecimiento de los criterios de aprobación. Como reflejo de los abundantes flujos mensuales, el crecimiento interanual de los préstamos a SNF repuntó ligeramente y se situó en el 0 % en noviembre, frente al -0,3 % de octubre (panel a del gráfico 20), en un entorno de considerable heterogeneidad entre países y plazos. En conjunto, el estancamiento de la demanda de préstamos se explica por los altos tipos de interés

y los consiguientes recortes en los planes de gasto. Además, la oferta de crédito también influye, como sugiere el moderado endurecimiento adicional de los criterios de aprobación en el cuarto trimestre de 2023. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se redujo hasta el 0,5 % en noviembre, desde el 0,6 % observado en octubre (panel b del gráfico 20), en un entorno de perspectivas negativas para el mercado de la vivienda, de ligero endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito y de tipos de interés más elevados de los préstamos. La disminución estuvo determinada principalmente por los préstamos para adquisición de vivienda y a empresarios individuales (pequeñas empresas sin personalidad jurídica), mientras que los préstamos para consumo tuvieron una resiliencia mayor, a pesar del endurecimiento adicional de los criterios de concesión y de la baja confianza de los consumidores.

Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuentes: BCE y cálculos del 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 (SNF), los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2023.

Los hogares continuaron desplazando fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo en noviembre, mientras que las empresas moderaron estos movimientos a medida que se normalizó la distribución de sus depósitos. El

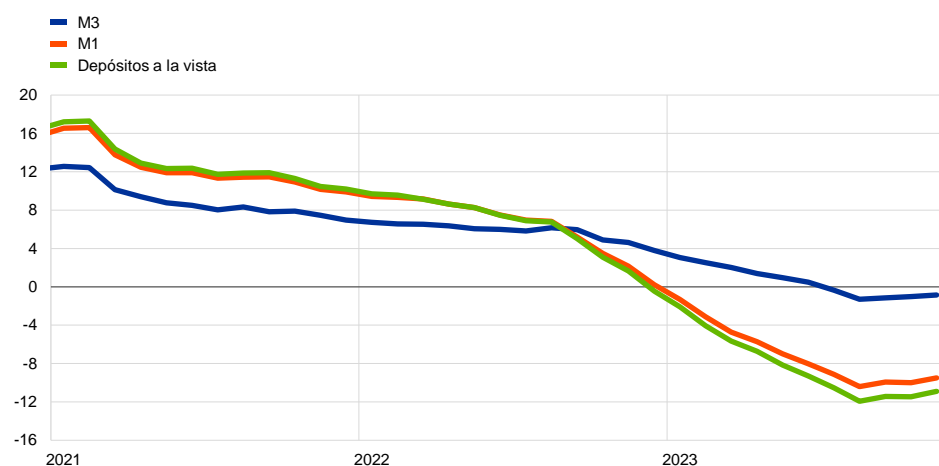
crecimiento interanual de los depósitos a la vista siguió cayendo a tasas de doble dígito y se situó en el -10,9 % en noviembre, frente al -11,5 % de octubre (gráfico 21). En el caso de los hogares, en noviembre se registró otro importante desplazamiento mensual de fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo, mientras que las empresas cambiaron de unos a otros a un ritmo considerablemente menor. La fuerte preferencia por los depósitos a plazo se explica por la ampliación del diferencial entre los tipos de los depósitos a plazo y los de los depósitos a la vista durante el ciclo de endurecimiento, dado que, en línea con los ciclos de endurecimiento anteriores, los tipos de interés de los segundos se han

ajustado más lentamente que los de los primeros a las variaciones de los tipos de interés oficiales⁸. Sin embargo, el peso de los depósitos a la vista de los hogares en sus tenencias totales de depósitos sigue siendo muy superior a los niveles históricos, debido a los efectos heredados del reducido coste de oportunidad de mantener estos depósitos durante un período de tipos de interés bajos, mientras que este peso es ahora menor en el caso de las empresas.

Gráfico 21

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2023.

En noviembre de 2023, el crecimiento monetario siguió contrayéndose a tasas interanuales próximas a mínimos históricos recientes, debido a los elevados costes de oportunidad, a la falta de dinamismo del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema. El avance interanual del agregado monetario amplio (M3) de la zona del euro se estabilizó en torno a unas tasas históricamente bajas y se situó en el $-0,9\%$ en noviembre, frente al -1% registrado en octubre y el $-1,2\%$ de septiembre (gráfico 21). El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1) continuó disminuyendo a tasas de casi doble dígito, y la débil dinámica monetaria se vio reforzada por los desplazamientos de carteras. En noviembre se situó en el $-9,5\%$, frente al -10% de octubre y el $-10,4\%$ de septiembre. Como en meses anteriores, la reducción del balance del Eurosistema y las adquisiciones de bonos por parte del sector tenedor de dinero siguieron teniendo un efecto contractivo en la dinámica monetaria en noviembre. Además, los reembolsos de las TLTRO y el mayor coste de oportunidad que supone para los depositantes mantener activos líquidos están llevando a las entidades a emitir bonos a plazos más largos que no se incluyen en M3. Al mismo tiempo, el creciente superávit por cuenta corriente en un entorno de debilidad de las importaciones ha dado lugar a un aumento de los flujos monetarios procedentes del resto del mundo.

⁸ Véase también el recuadro titulado «La dinámica monetaria durante el ciclo de endurecimiento», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023.