



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 1/ 2024



# Índice

<b>Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
Resumen	2
1 Entorno exterior	7
2 Actividad económica	13
3 Precios y costes	20
4 Evolución de los mercados financieros	26
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	29
<b>Recuadros</b>	<b>38</b>
1 El comercio mundial en el entorno pospandemia	38
2 ¿El PMI es un indicador fiable para realizar previsiones a corto plazo del PIB real de la zona del euro?	46
3 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	50
4 Evaluación de los efectos macroeconómicos de las políticas de transición relacionadas con el cambio climático	55
5 Vulnerabilidad de las empresas según la encuesta SAFE	62
6 Errores en las expectativas de política monetaria durante el reciente ciclo de endurecimiento: información procedente de la encuesta del BCE a analistas de política monetaria	68
7 Actualización sobre las estimaciones del tipo de interés natural de la zona del euro	71
8 Medidas de política fiscal en respuesta a las perturbaciones energética e inflacionista y al cambio climático	76
<b>Artículo</b>	<b>80</b>
1 La respuesta del Eurosistema a los cambios en los pagos minoristas	80

# 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 2023<sup>1</sup>. 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

<sup>1</sup> 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 esperado<sup>2</sup>. 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 %.

---

<sup>2</sup> 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.

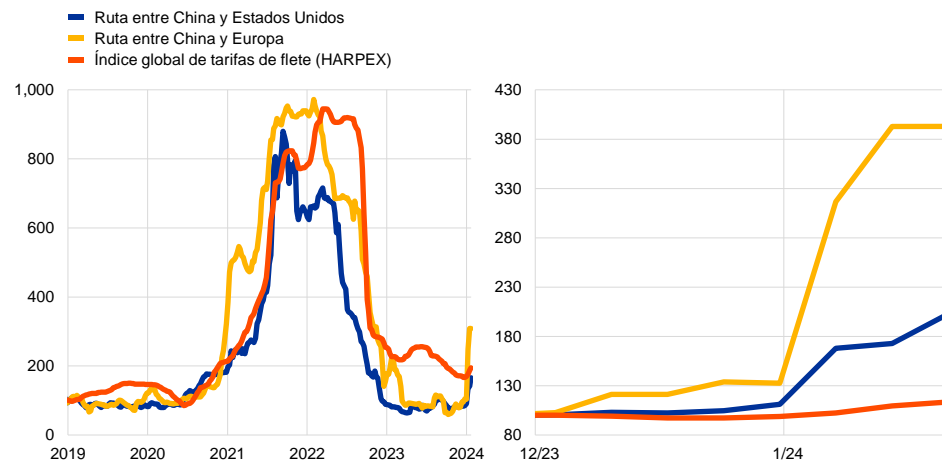
**Se espera que el crecimiento del comercio mundial siga aumentando, pero las disrupciones en el transporte marítimo plantean riesgos a la baja.** El ritmo de avance del comercio de mercancías volvió a situarse en terreno positivo en octubre de 2023, en un contexto de mejora generalizada a escala global. 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.

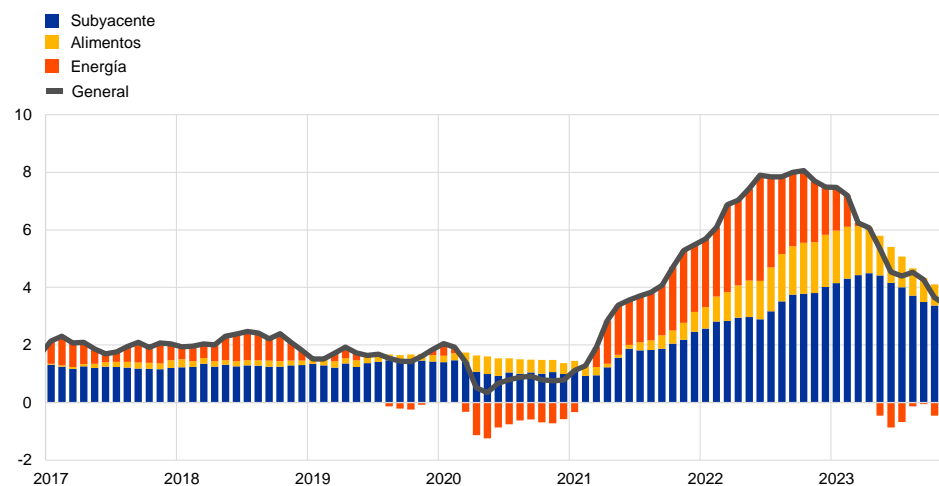
### En diciembre de 2023, la inflación subyacente continuó descendiendo en los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), pero podría seguir normalizándose con lentitud.

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.

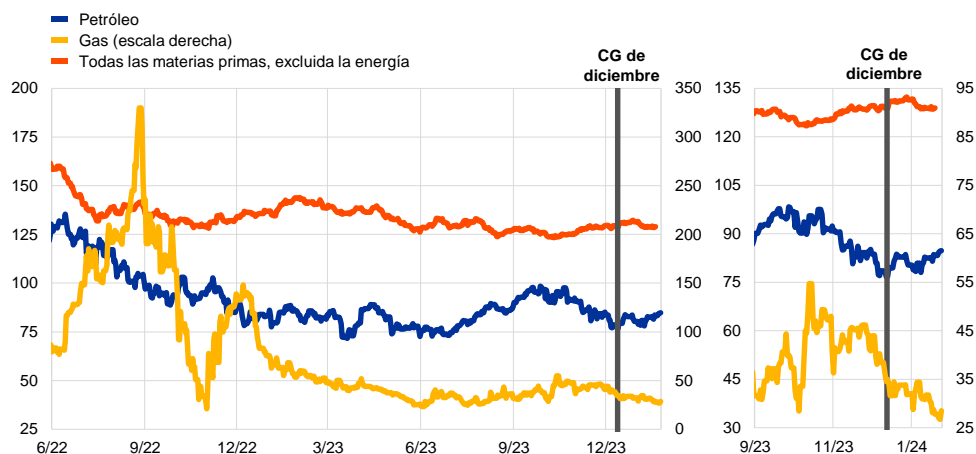
### Los precios de las materias primas energéticas han mostrado una evolución heterogénea desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2023, en un entorno de subida de los precios del petróleo y de bajada de los del gas.

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 trimestre<sup>3</sup>.** 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

<sup>3</sup> 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 estancado<sup>4</sup>. 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](#)).

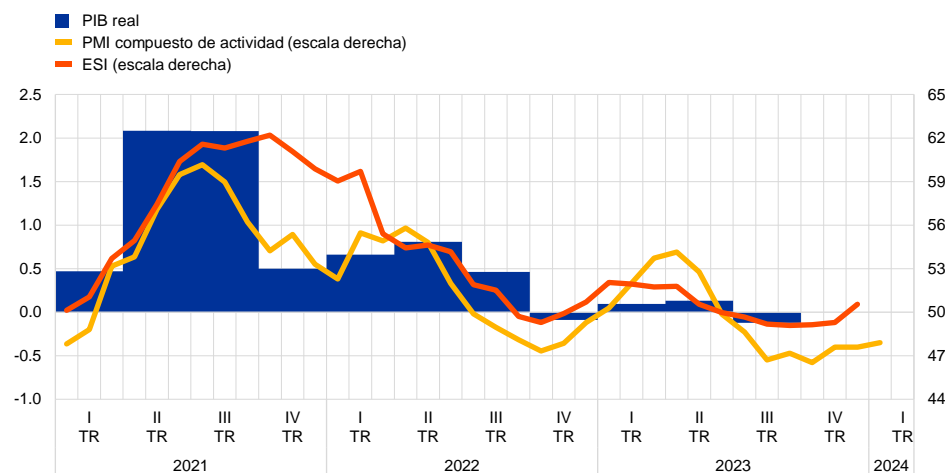
---

<sup>4</sup> 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)



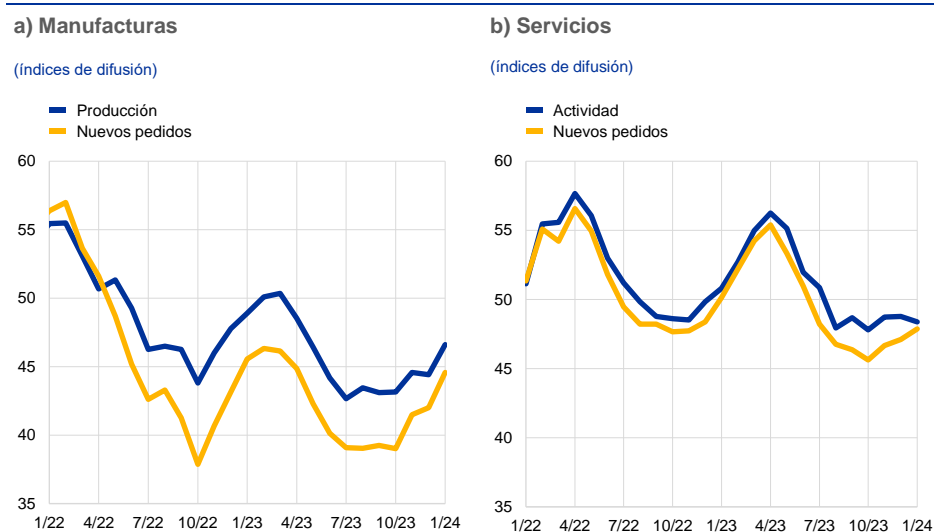
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.

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.

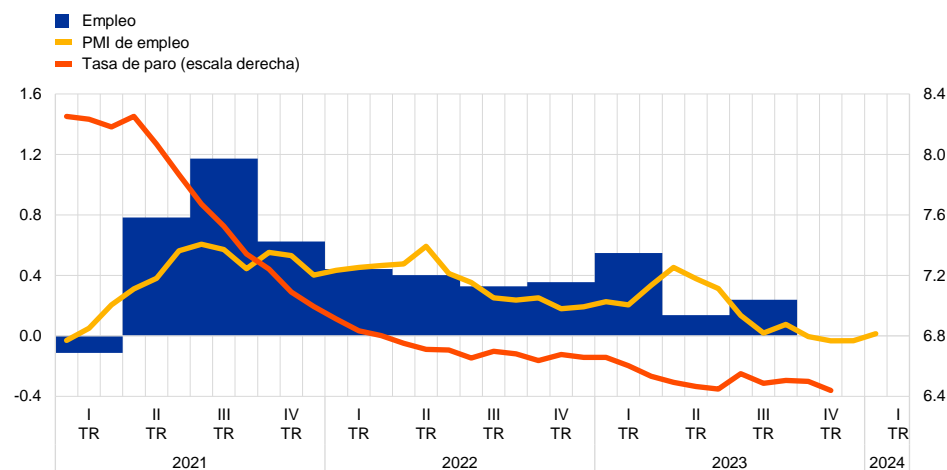
El empleo siguió registrando un crecimiento sólido en el tercer trimestre del año, con una tasa intertrimestral del 0,2 %. El aumento del empleo ocultó una disminución de las horas trabajadas a causa de los altos niveles de bajas por enfermedad y de cierta infrautilización del factor trabajo. Conforme 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.**

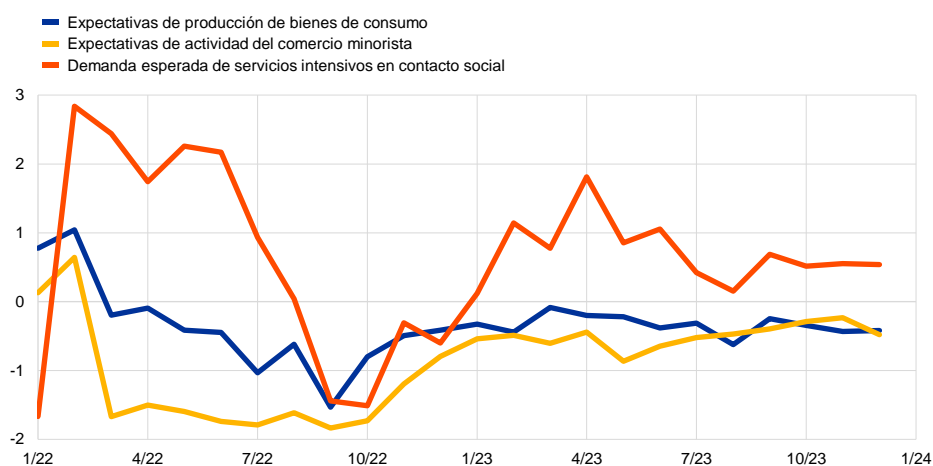
Los indicadores de la Comisión Europea de las expectativas de actividad del comercio minorista y las de gasto en grandes compras de los consumidores se mantuvieron en niveles reducidos en diciembre de 2023, pese a leve mejoría observada en las segundas. En cambio, no se produjo una fuerte corrección 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.

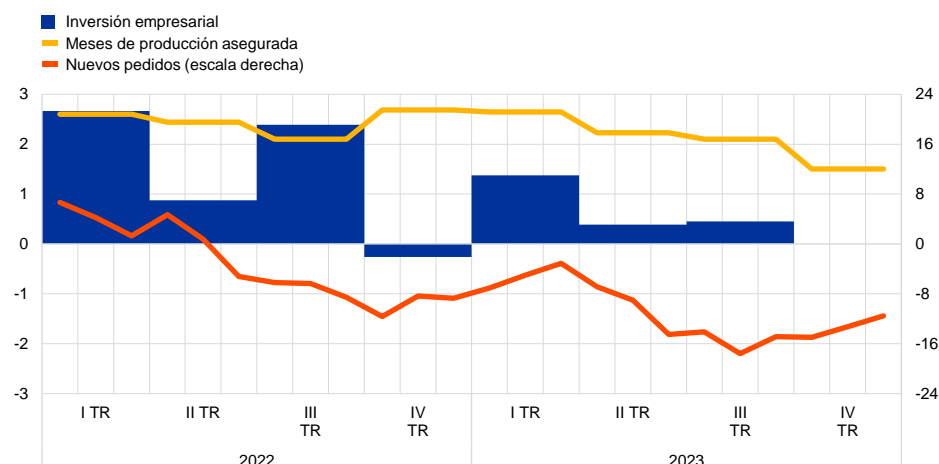
**Es probable que el crecimiento de la inversión empresarial se desacelerara en el cuarto trimestre, en un contexto de debilidad de la demanda y condiciones de financiación restrictivas.** Tras un avance intertrimestral del 0,5 % en el tercer trimestre de 2023, la debilidad de los indicadores de bienes 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

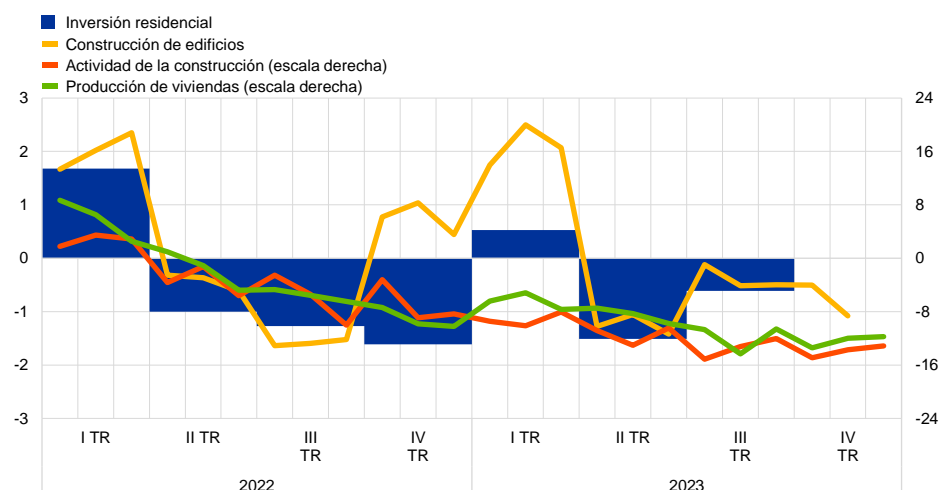
#### a) Inversión empresarial

(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.

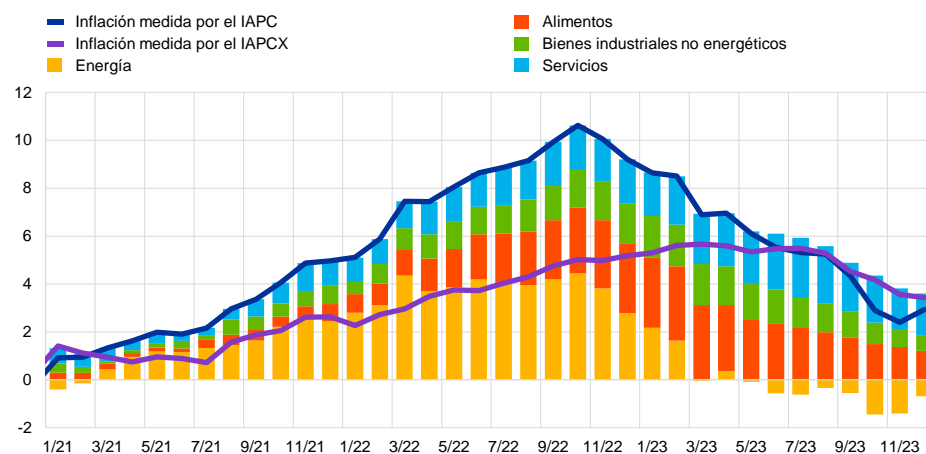
### 3 Precios y costes

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 esperado<sup>5</sup>. 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

<sup>5</sup> 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.

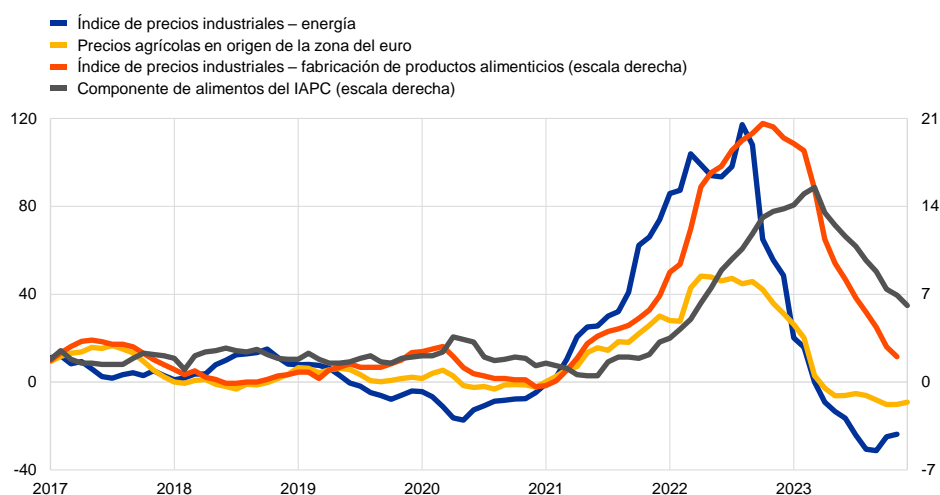
**La inflación de los alimentos siguió descendiendo hasta situarse en el 6,1 % en diciembre, desde el 6,9 % de noviembre, pero permaneció en niveles elevados (gráfico 10).** El descenso se debió al menor crecimiento de los precios de los alimentos elaborados (5,9 % en términos interanuales, frente al 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.

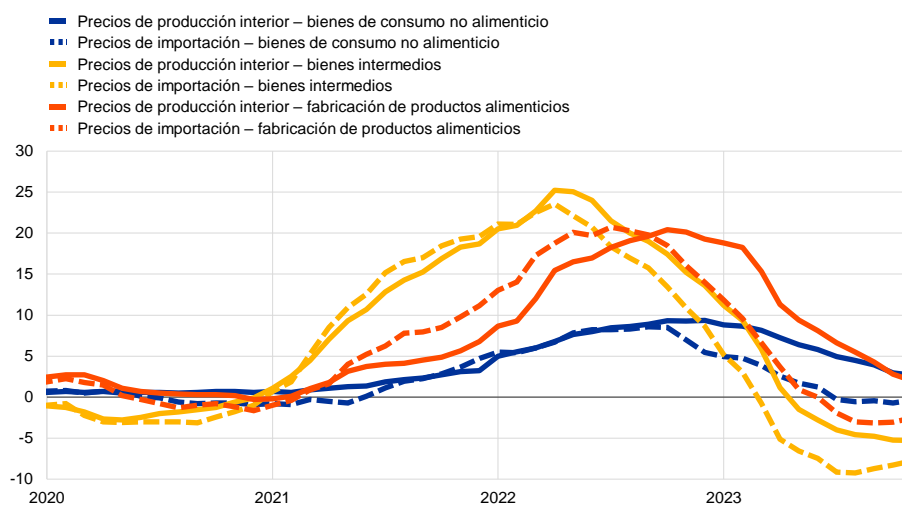
Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2023 para el índice de precios industriales y a diciembre de 2023 para los precios agrícolas en origen de la zona del euro y para el componente de alimentos del IAPC.

### 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.

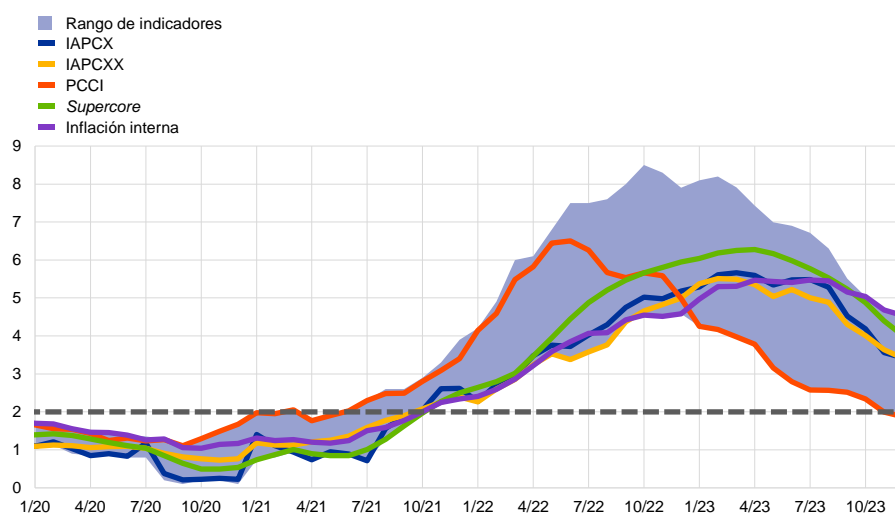
### Los indicadores de la inflación subyacente de la zona del euro continuaron retrocediendo, gracias a la desaparición progresiva del impacto de las perturbaciones anteriores y al descenso de la demanda en un entorno de endurecimiento de la política monetaria (gráfico 12).

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 %<sup>6</sup>. 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.

---

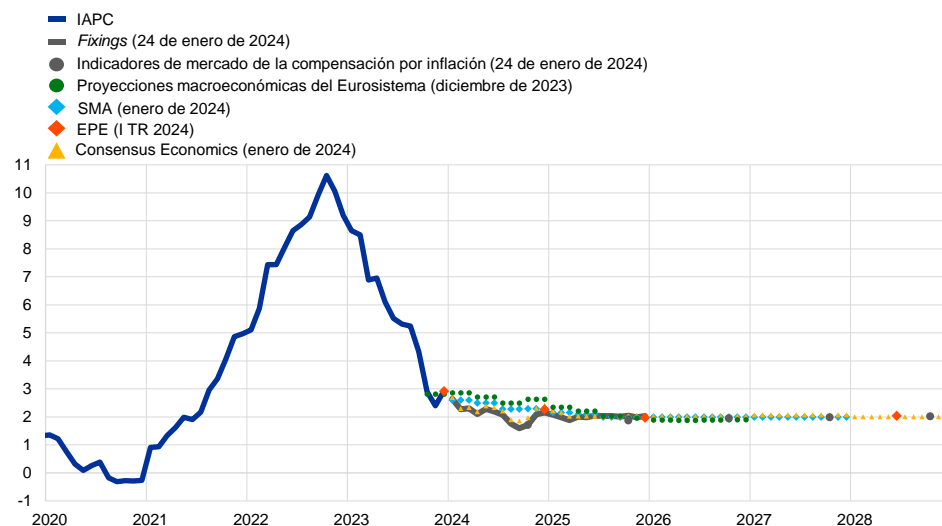
<sup>6</sup> Véase «[Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – diciembre de 2023](#)», nota de prensa, BCE, 6 de febrero de 2024.

### Gráfico 13

#### Inflación general, proyecciones y expectativas de inflación

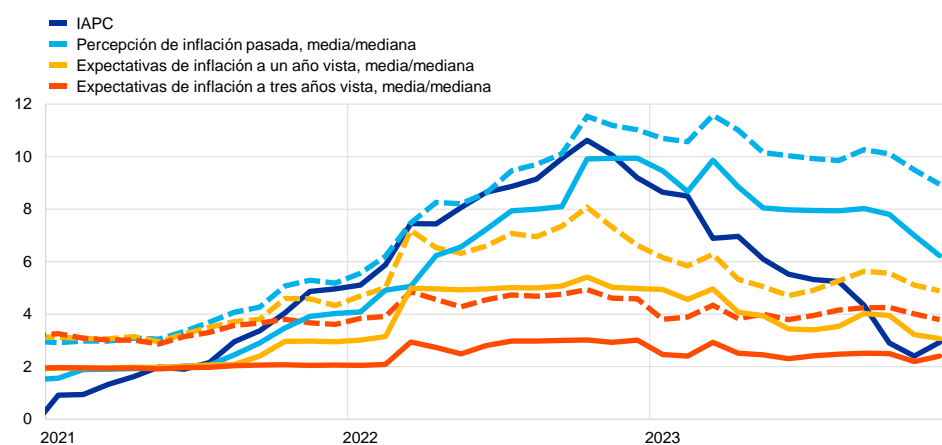
##### a) Inflación general, indicadores de opinión de las expectativas de inflación, proyecciones de inflación e indicadores de mercado de la compensación por inflación

(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.*

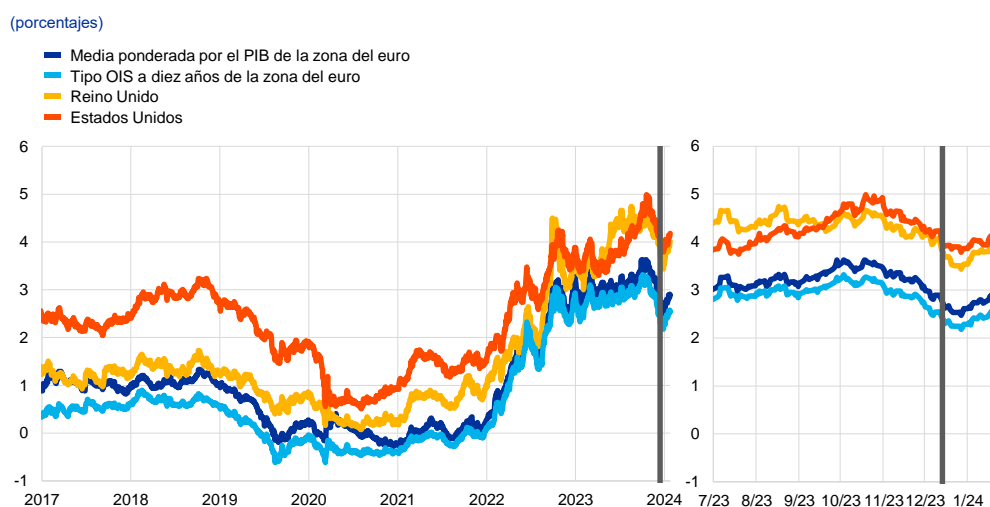
**Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro finalizaron el período de referencia en niveles básicamente acordes con los observados en torno a la fecha en la que se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre.** El tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) 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**

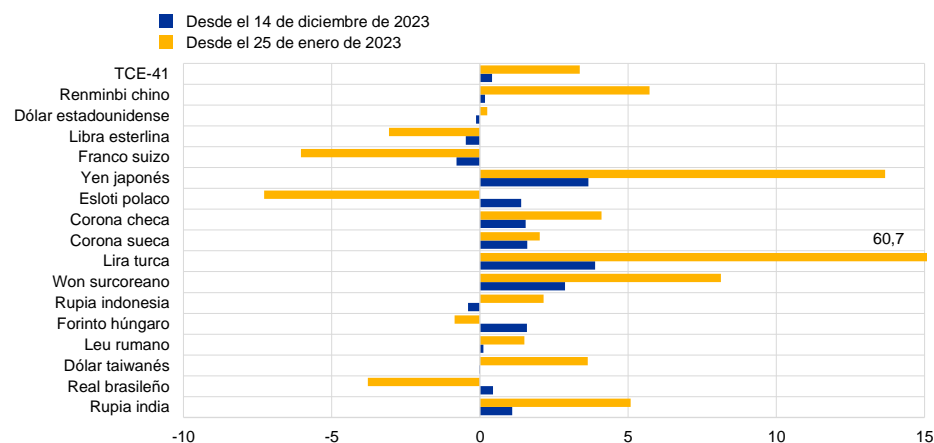
**compensadas por la reducción de la prima de riesgo de las acciones.** Los índices bursátiles amplios de la zona del euro apenas registraron variaciones durante el período analizado, en un contexto de disminución de las expectativas de beneficios, mientras que, en Estados Unidos, se incrementaron un 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.

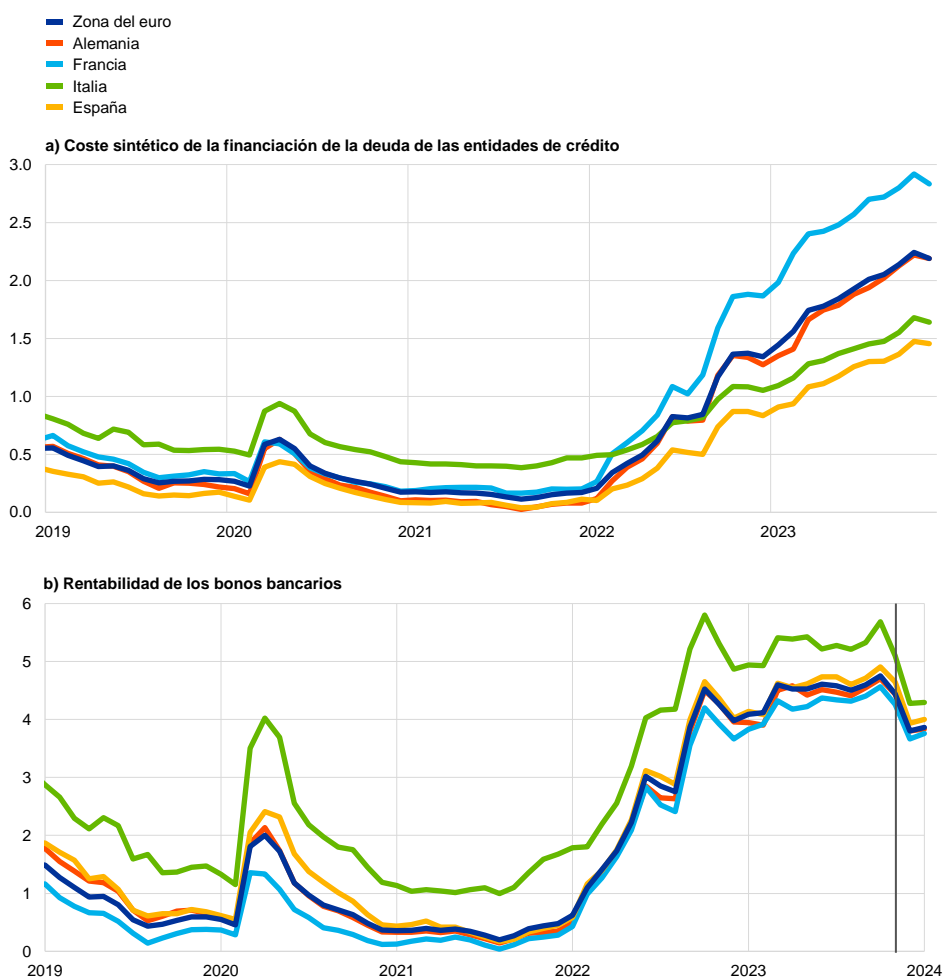
**La reducción en curso del balance del Eurosistema ha contribuido a la disminución del exceso de liquidez, aunque la liquidez sigue siendo abundante en todo el sistema.** Pese a que no se produjeron reembolsos de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) durante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



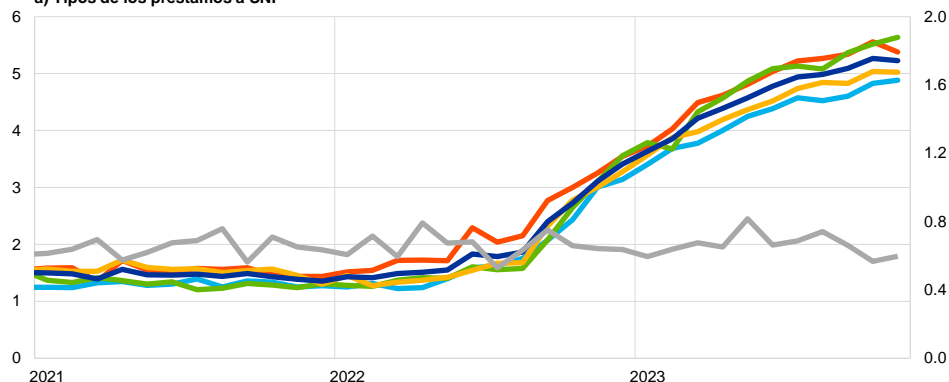
## Gráfico 17

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

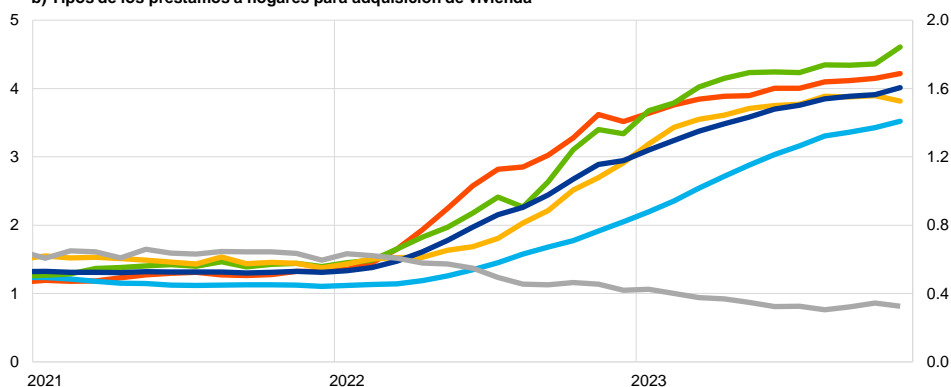
(porcentajes; desviación típica)

■ 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)<sup>7</sup>. Todos los componentes contribuyeron a la caída del coste de financiación en noviembre, siendo los principales motores el coste de

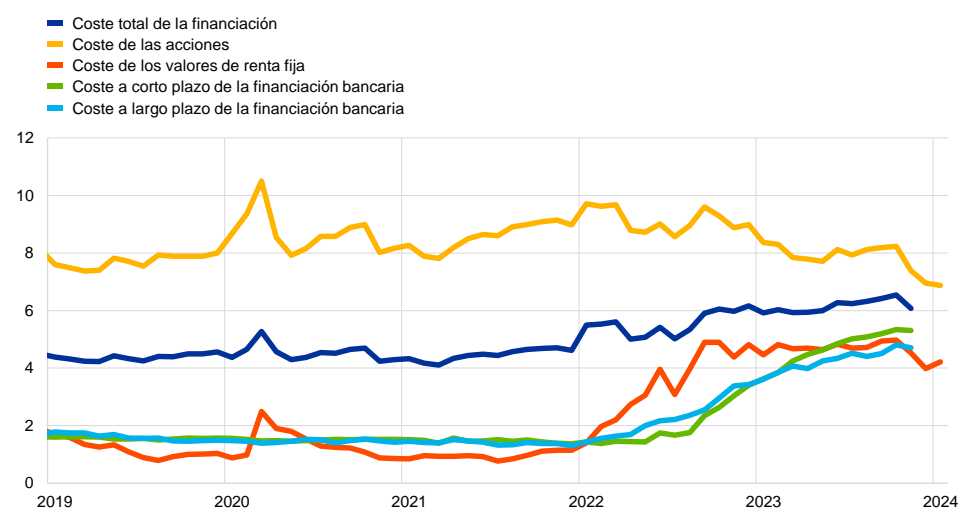
<sup>7</sup> Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta noviembre de 2023.

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).

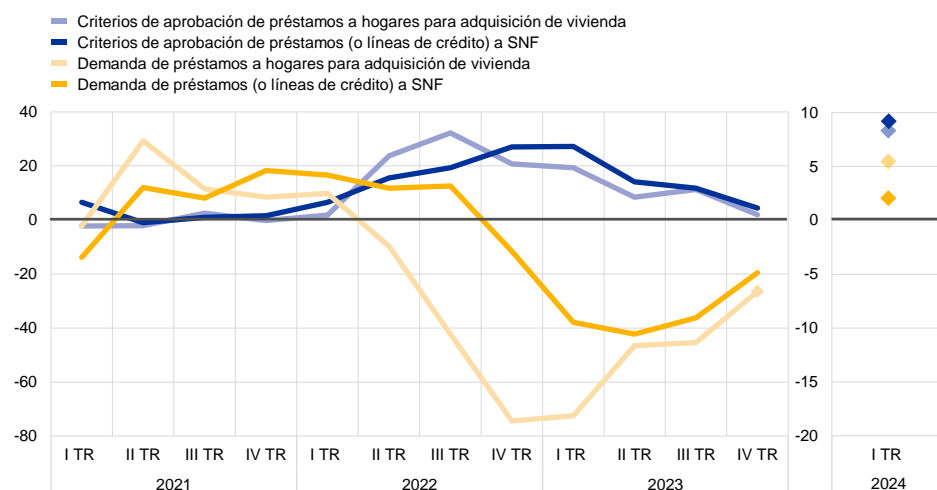
Este se suma al sustancial endurecimiento acumulado desde 2022, que, junto a la debilidad de la demanda, ha contribuido a la intensa caída del crecimiento de los préstamos a empresas. Los riesgos relacionados con las perspectivas económicas y la situación financiera de las empresas continuaron contribuyendo 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.

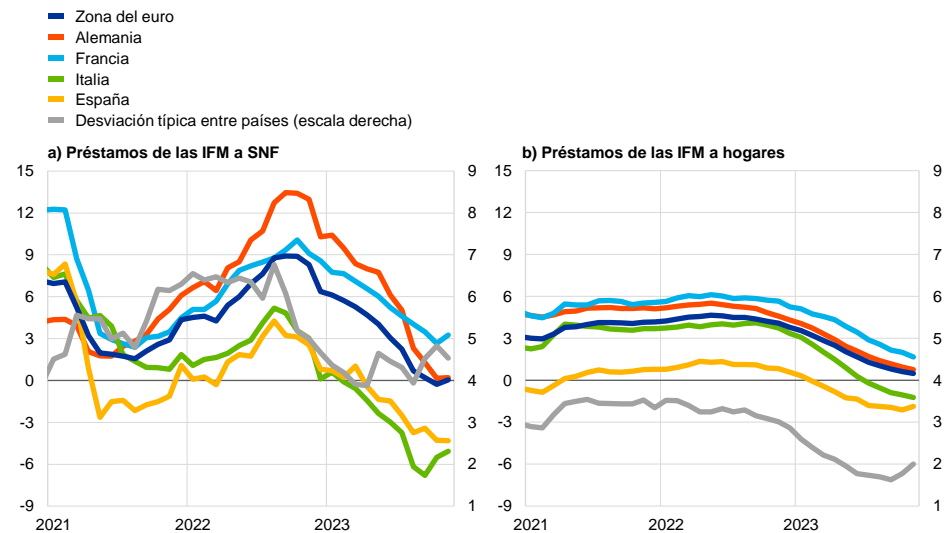
**El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuó siendo débil en noviembre de 2023, como consecuencia de la intensa transmisión del endurecimiento de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos, así como de la menor demanda de crédito y del endurecimiento de los 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

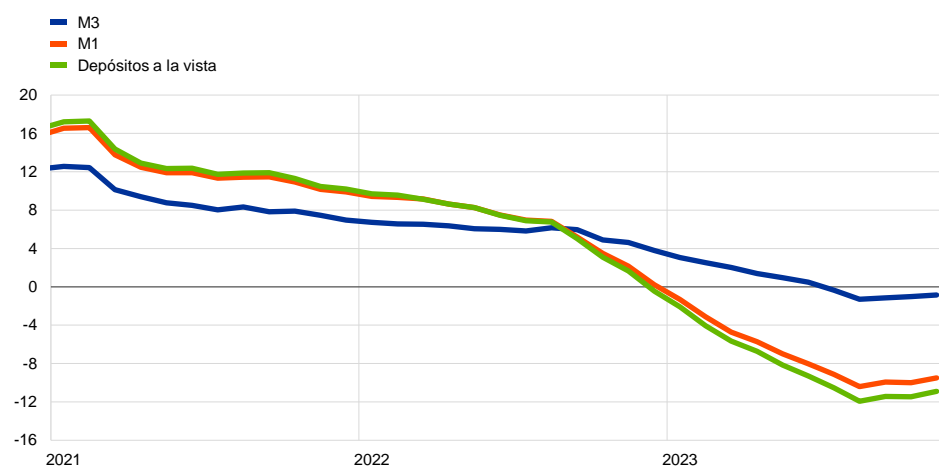
crecimiento interanual de los depósitos a la vista siguió cayendo a tasas de doble dígito y se situó en el -10,9 % en noviembre, frente al -11,5 % de octubre (gráfico 21). En el caso de los hogares, en noviembre se registró otro importante desplazamiento mensual de fondos de los depósitos a la vista 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 oficiales<sup>8</sup>. 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.

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

# Recuadros

## 1 El comercio mundial en el entorno pospandemia

Maria Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann, Laura Hespert, Jan Linzenich y Baptiste Meunier

**La dinámica del comercio mundial en 2023 siguió estando influida por el legado de la perturbación causada por la pandemia.** Cuando la actividad global se desplomó al inicio de la pandemia, desencadenando la recesión mundial más profunda (aunque breve) desde la Segunda Guerra Mundial con el consiguiente apoyo a gran escala de las políticas, también se registró una caída generalizada del comercio internacional. En los dos primeros trimestres de 2020, el comercio mundial se contrajo un 16 %, más incluso que en la perturbación observada durante la crisis financiera global. En 2021 y 2022 experimentó una rápida recuperación, con un crecimiento del 12,8 % y del 5,5 %, respectivamente, y en el primer trimestre de 2021 alcanzó los niveles anteriores a la pandemia (panel a del gráfico A). Sin embargo, el avance de los intercambios comerciales globales comenzó a desacelerarse de forma notable durante el segundo semestre de 2022, cayó a terreno negativo en el cuarto trimestre y no empezó a recuperarse gradualmente hasta 2023. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023, el comercio mundial habría crecido solo un 1,1 % en 2023, muy por debajo de su crecimiento medio anual en el período anterior a la pandemia (2012-2019) y por debajo del avance del PIB mundial en 2023 (panel b del gráfico A)<sup>1</sup>.

---

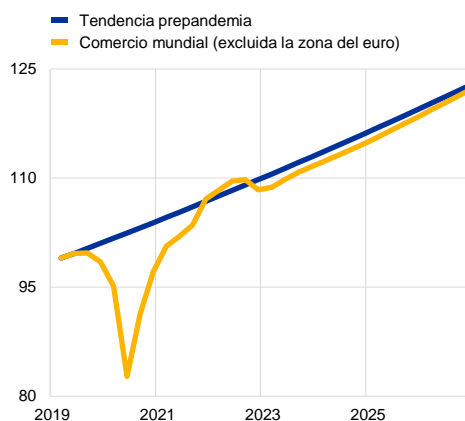
<sup>1</sup> Véase el recuadro 2 de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2023», publicadas en el sitio web del BCE el 14 de diciembre de 2023.

## Gráfico A

### Comercio mundial frente a la tendencia

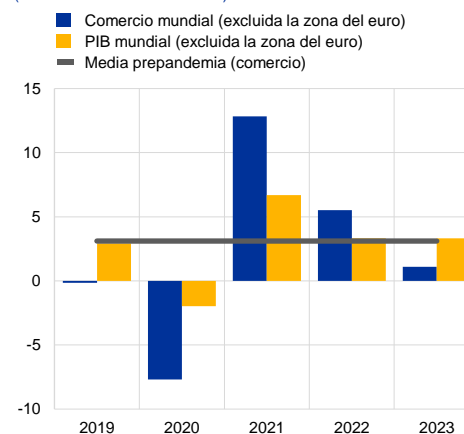
#### a) Niveles

(índice, 2019 = 100)



#### b) Tasas de crecimiento

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Haver Analytics, cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023. Notas: El comercio mundial se refiere a la agregación de las importaciones reales de todos los países, excluida la zona del euro. En el panel a, el crecimiento tendencial se basa en la tasa media de crecimiento del componente tendencial del comercio mundial entre 2012 y 2019, obtenida mediante un filtro de Hodrick-Prescott aplicado a los valores logarítmicos.

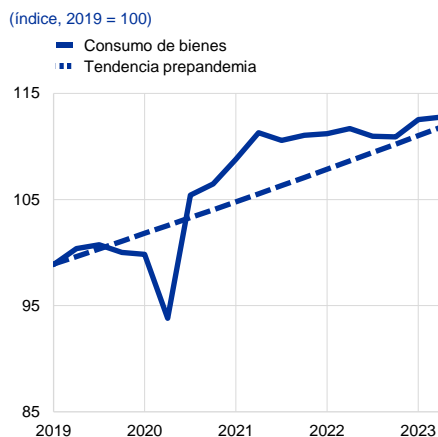
**El dinamismo del comercio mundial en 2021 y a principios de 2022 se vio impulsado por factores específicos de la pandemia.** El más importante fue el repunte de la actividad económica en su conjunto tras la perturbación inicial provocada por el COVID-19, al que se sumó la rotación de la demanda mundial hacia los bienes, en detrimento de los servicios. A partir de la segunda mitad de 2020, la demanda de bienes experimentó una fuerte recuperación, ya que los patrones de consumo sufrieron un cambio excepcional, y el consumo de servicios basados en el contacto social se vio restringido por las medidas de contención relacionadas con la pandemia (gráfico B), en un entorno de apoyo fiscal a gran escala para amortiguar la perturbación del COVID-19. Dada la mayor intensidad en comercio de los bienes en comparación con los servicios, este cambio en los patrones de demanda amplificó el acusado repunte del comercio, que superó su tendencia pre-pandemia hacia finales de 2021 (gráfico A). Al mismo tiempo, las disrupciones de oferta asociadas a la pandemia evitaron un aumento aún más pronunciado del comercio internacional y elevaron los plazos de entrega en todo el mundo. En 2022, el crecimiento del comercio se vio respaldado temporalmente por la acumulación de existencias por parte de las empresas ante el temor a un desabastecimiento. La normalización de los cuellos de botella en la oferta y el debilitamiento de la demanda mundial ayudaron a las empresas a reducir gradualmente sus carteras de pedidos pendientes (gráfico C). La recuperación del turismo y el transporte internacionales fue un factor adicional que favoreció el comercio global a lo largo del año.



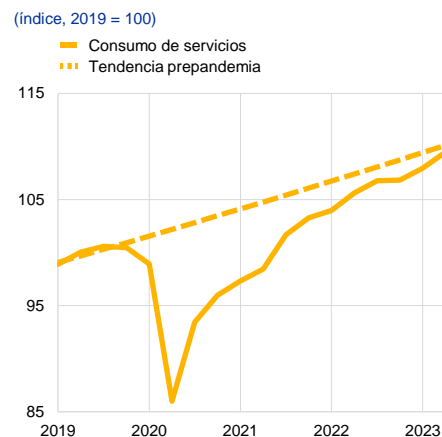
## Gráfico B

### Consumo mundial (excluida la zona del euro) frente a la tendencia

#### a) Bienes



#### b) Servicios



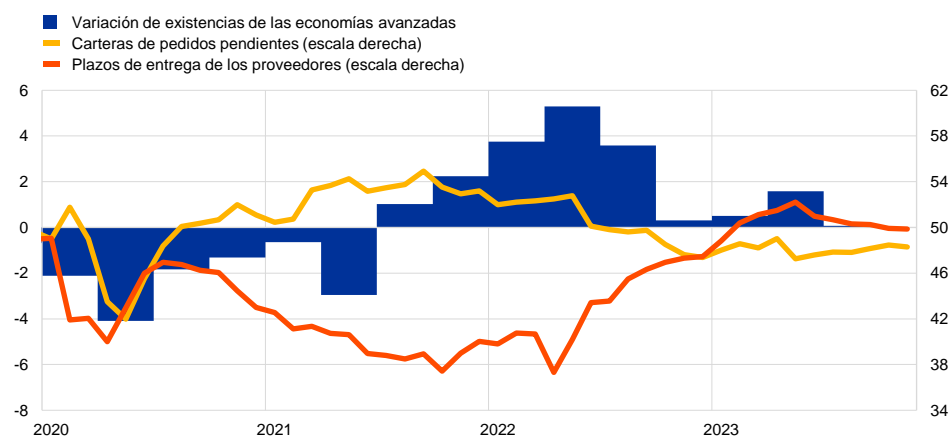
Fuentes: Fuentes nacionales, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y cálculos del BCE.

Notas: El consumo mundial se refiere a una agregación del consumo interno privado en 16 países no pertenecientes a la zona del euro que representan el 48 % del PIB mundial, ponderado por el peso de los distintos países en el consumo mundial (excluida la zona del euro). El crecimiento tendencial se basa en la tasa media de crecimiento entre 2012 y 2019. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2023.

## Gráfico C

### Existencias, carteras de pedidos pendientes y cuellos de botella

(escala izquierda: variaciones normalizadas de la desviación con respecto a la media del período 2012-2019; escala derecha: índice de difusión)



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

Notas: Se excluye la zona del euro. Las existencias reales se calculan como el componente principal de las medidas normalizadas de los datos de las cuentas nacionales de Australia, Canadá, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos. Se construye un índice de difusión para los plazos de entrega de los proveedores y las carteras de pedidos pendientes, según el porcentaje de encuestados que señalan una mejora (un deterioro) de la situación económica; un valor superior (inferior) a 50 significa que un mayor porcentaje de encuestados indicaron una mejora (un deterioro). La última observación corresponde a noviembre de 2023 para los plazos de entrega de los proveedores y las carteras de pedidos pendientes, y al tercer trimestre de 2023 para la variación de existencias reales.

**La posterior debilidad del comercio mundial en 2023 refleja una composición de la actividad económica mundial menos intensiva en comercio y la desaparición de los factores excepcionales mencionados anteriormente.** En primer lugar, el crecimiento del PIB real experimentó una desaceleración más acusada en las economías avanzadas —en las que la demanda interna es más

intensiva en importaciones— que en las economías emergentes<sup>2</sup>. En segundo lugar, aunque el consumo privado se recuperó con fuerza, la inversión privada continuó siendo tenue, debido al efecto combinado del endurecimiento de la política monetaria, de la mayor incertidumbre en un entorno de intensificación de las tensiones geopolíticas y de la retirada de las medidas de apoyo fiscal relacionadas con la pandemia. Las estimaciones de los modelos de demanda de importaciones sugieren que alrededor de la mitad de la caída del comercio mundial desde 2022 puede atribuirse a estos fundamentos económicos más débiles, en particular a la falta de dinamismo de la inversión, que pasó a registrar tasas negativas en el último trimestre de 2022 (gráfico D)<sup>3</sup>. Más allá del papel de los fundamentos económicos, el modelo señala la influencia de otros factores a principios de 2023 (que aparecieron a finales de 2022), como indican los grandes residuos negativos. Es posible que estos residuos estén relacionados con la desaparición de los citados factores específicos de la pandemia, y también con el hecho de que la demanda empezó a rotar de nuevo desde los bienes intensivos en comercio hacia los servicios, como consecuencia de la relajación total de las medidas de contención de la pandemia (gráfico B), lo que afectó aún más al dinamismo del comercio. Este cambio en los patrones de consumo también es coherente con la moderación observada en la actividad manufacturera mundial. Dado que el sector de manufacturas es muy intensivo en comercio, una desaceleración acusada de la producción manufacturera se asocia a una caída más pronunciada del comercio global que del PIB mundial<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> La intensidad importadora se refiere a la proporción de la demanda final de un país que está directa o indirectamente relacionada con las importaciones. En promedio, la intensidad importadora de la demanda interna se sitúa en torno al 20 % en las economías emergentes, frente al 30 % en las avanzadas. En la misma línea, la intensidad importadora del consumo mundial se sitúa alrededor del 20 %, frente al 40 % de la inversión. Por último, es del 45 % aproximadamente en el consumo de bienes, en comparación con solo el 15 % en el consumo de servicios. La intensidad importadora se calcula a partir de las tablas *input-output* de Trade in Value Added (TiVA) de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) para 2019, y siguiendo la metodología establecida en M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri y N. Yamano, «Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n.º 3, 2013, pp. 118-151.

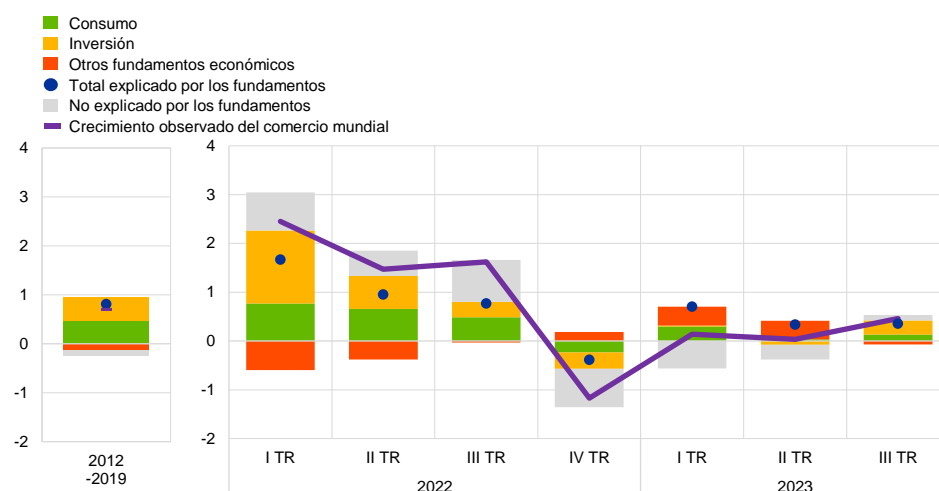
<sup>3</sup> Las contribuciones mostradas en el gráfico D se obtienen a partir de los modelos de corrección de errores para los distintos países que relacionan las importaciones reales con los componentes de la demanda interna y los precios relativos de las importaciones. Las medidas de la demanda ajustada por la intensidad de las importaciones se calculan ponderando los componentes de la demanda interna en función de su intensidad importadora. Las tendencias determinísticas no lineales se incluyen en las relaciones de largo plazo para capturar factores como variaciones en la competitividad no precio o cambios en la apertura comercial. «Otros fundamentos económicos» incluye las contribuciones de los precios relativos y las tendencias.

<sup>4</sup> Los bienes manufacturados representan el 81 % de las importaciones mundiales totales de bienes y servicios, pero solo el 20 % del valor añadido mundial (los servicios representan el 19 % y el 80 %, respectivamente).

## Gráfico D

### Contribuciones al crecimiento del comercio mundial

(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)



Fuentes: World Input-Output Database (WIOD), Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: El comercio mundial se refiere a una agregación de importaciones reales de 17 países no pertenecientes a la zona del euro, que representan el 58 % de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro). Debido a las limitaciones de los datos, China no se incluye en la muestra. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2023.

### Los factores determinantes de esta evolución pueden ilustrarse mediante una descomposición estructural del comercio mundial basada en vectores

autorregresivos bayesianos (gráfico E)<sup>5</sup>. El desplome inicial del comercio se explica por la acusada caída de la demanda en la primera mitad de 2020, que posteriormente registró un período de pujanza, frenada en cierta medida por los cuellos de botella en la oferta que se materializaron a lo largo de 2021. La perturbación de cuellos de botella en la oferta pasó de ser negativa a positiva a principios de 2022, en un entorno de normalización gradual de las disrupciones de oferta, lo que favoreció el comercio, incluso cuando la demanda comenzó a

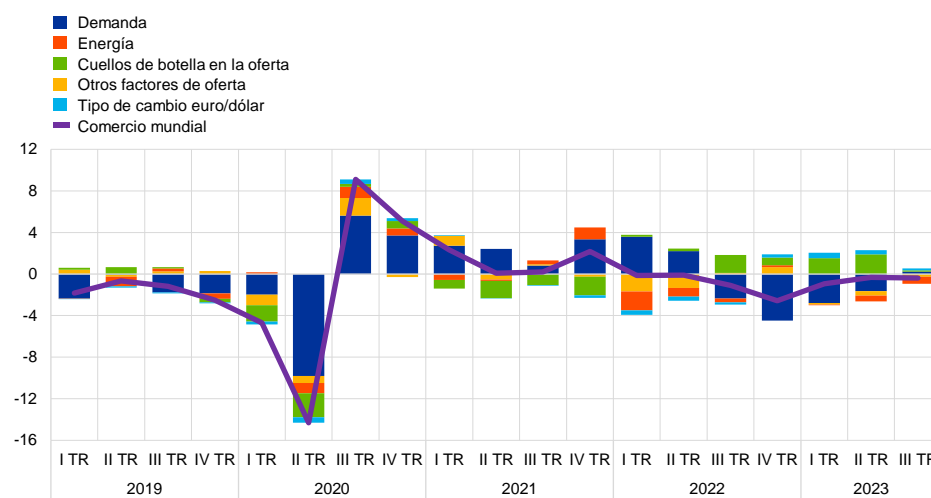
<sup>5</sup> La estimación se basa en vectores autorregresivos bayesianos (BVAR) con cinco series: índice de presiones en las cadenas globales de suministro (GSCPI) de la Reserva Federal de Nueva York, importaciones mundiales (excluida la zona del euro), precios de exportación mundiales (excluida la zona del euro) en monedas nacionales, precios del petróleo y tipo de cambio euro/dólar estadounidense. El modelo se estima trimestralmente desde el primer trimestre de 1998 hasta el primer trimestre de 2023. La identificación de las cinco perturbaciones del modelo (demanda mundial, energía, cuellos de botella en la oferta, otros factores de oferta y tipo de cambio euro/dólar) se basa en restricciones cero y de signo.

moderarse y la perturbación en el suministro de energía empezó a sentirse<sup>6</sup>. Posteriormente, el retroceso de la demanda interna provocó una notable desaceleración del comercio mundial, especialmente en el cuarto trimestre de 2022. La contribución de la demanda al comercio global se recuperó de forma progresiva a lo largo de 2023 y los factores específicos de la pandemia se normalizaron en líneas generales.

### Gráfico E

#### Descomposición de las perturbaciones del crecimiento del comercio mundial

(tasas de variación intertrimestral de la desviación con respecto a la media del período 2012-2019, puntos porcentuales)



Fuentes: Haver Analytics, Reserva Federal de Nueva York y cálculos del BCE.

Notas: El comercio mundial se refiere a las importaciones mundiales (excluida la zona del euro). La descomposición de las perturbaciones se basa en un modelo BVAR con cinco variables (importaciones mundiales, precios de exportación mundiales, índice de presiones en las cadenas globales de suministro (GSCPI), precios del petróleo y tipo de cambio euro/dólar estadounidense). La identificación de perturbaciones estructurales se realiza mediante restricciones cero y de signo. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2023.

**Se prevé que el crecimiento del comercio mundial se recupere a lo largo del horizonte de proyección y que los flujos comerciales se alineen más estrechamente con los fundamentos económicos (gráfico D) y converjan hacia la tendencia de largo plazo (panel a del gráfico A). Ahora que los cuellos de botella en la oferta y el ciclo de existencias han vuelto, en general, a niveles normales (gráfico C), se espera que la acumulación de existencias evolucione de**

<sup>6</sup> La limitada contribución de la perturbación en el suministro de energía al comercio mundial en 2022 (y su contribución positiva en el cuarto trimestre de 2021) podría deberse a los siguientes factores: 1) la subida de los precios de la energía también frena la demanda, ya que la renta se redistribuye de los importadores de energía a los exportadores de energía, que suelen tener una menor propensión marginal al gasto, y 2) el análisis excluyó la zona del euro, donde la reciente perturbación de los precios de la energía ha sido desproporcionadamente intensa. La magnitud de la perturbación en el suministro de energía es robusta a indicadores alternativos de los precios de la energía, incluido un índice sintético que combine los precios del petróleo y del gas. El impacto limitado de la perturbación en el suministro de energía sobre el volumen de los intercambios comerciales también está en consonancia con la literatura; véanse, por ejemplo, M. Sato y A. Dechezleprêtre, «Asymmetric Industrial energy prices and international trade», *Energy Economics*, vol. 52, 2015, pp. 130-141, y estimaciones similares de volúmenes de comercio basados en un VAR estructural. Para más información sobre las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro, véase el recuadro titulado «La perturbación energética, la competitividad-precio y la evolución de las exportaciones de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023. Se supone que el efecto de los factores financieros sobre el comercio mundial queda reflejado en la perturbación de demanda, ya que las restricciones financieras dificultaron la capacidad de endeudamiento. No obstante, se estima que los factores financieros han desempeñado un papel limitado en la configuración del comercio desde la pandemia (véase, por ejemplo, H. Simola, «Consumption and services sector demand play a key role in the COVID-19 global trade collapse», *VoxEU.org*, 24 de noviembre de 2021).

forma más acorde con las regularidades históricas. Además, los últimos datos procedentes de encuestas relativos a la actividad en el sector servicios apuntan a una desaceleración significativa en comparación con el fuerte crecimiento registrado en el primer semestre de 2023, lo que sugiere que el impulso de la reapertura posterior a la pandemia ha llegado prácticamente a su fin. Esto implica que la composición de la demanda de consumo se encuentra en una senda de normalización y que la rotación hacia el consumo de servicios ha finalizado prácticamente, como sugiere también el hecho de que el consumo de bienes y servicios esté convergiendo hacia su tendencia prepandemia (gráfico B). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023 prevén una recuperación gradual del crecimiento del comercio mundial (excluida la zona del euro), que se situaría en el 3 % en 2024 (frente al 1,1 % en 2023), en consonancia, en líneas generales, con la elasticidad unitaria a largo plazo del comercio global al PIB mundial<sup>7</sup>. Esto también implicaría que el nivel de comercio volverá gradualmente a la tendencia anterior a la pandemia hacia el final del horizonte de proyección (panel a del gráfico A)<sup>8</sup>. Las proyecciones del comercio también están en línea con las previsiones de instituciones homólogas, que apuntan a una normalización de las perspectivas del comercio mundial a partir de 2024<sup>9</sup>.

**De cara al futuro, se considera que el balance de riesgos para el comercio mundial está, en general, equilibrado.** El comercio de bienes y servicios podría verse impulsado, entre otros factores, por un mayor uso de los servicios digitales, incluidos los relacionados con la inteligencia artificial. Al mismo tiempo, la introducción de políticas destinadas a relocalizar la producción (especialmente de bienes y tecnologías esenciales) en un contexto de crecientes tensiones comerciales, especialmente entre Estados Unidos y China (por ejemplo, la Ley de Chips y Ciencia estadounidense, la estrategia de circulación dual de China y la Ley de Reducción de la Inflación de Estados Unidos), podría reducir el volumen de los intercambios comerciales<sup>10</sup>. En términos más generales, la fragmentación del comercio en ámbitos de influencia política podría lastrar el comercio incluso con la normalización de los factores cíclicos. Aunque hasta ahora hay escasa evidencia que sugiera que la desglobalización ha supuesto un obstáculo significativo para el comercio agregado, el número de barreras al comercio ha ido en aumento desde

<sup>7</sup> Véase IRC Trade Task Force, «[Understanding the weakness in global trade — what is the new normal?](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 178, BCE, Frankfurt am Main, septiembre de 2016.

<sup>8</sup> Véase el recuadro 2 de las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2023](#)», *op. cit.*

<sup>9</sup> Por ejemplo, en 2024 se prevé que la tasa de crecimiento anual del comercio mundial alcance el 3,5 % según el Fondo Monetario Internacional (FMI), el 2,7 % según la OCDE, el 3,3 % según la Organización Mundial del Comercio (OMC, solo comercio de mercancías), el 3 % según la Comisión Europea y el 2,8 % según el Banco Mundial. La cifra del FMI se ha extraído de sus *Perspectivas de la Economía Mundial* de octubre de 2023; la de la OCDE, de su *Economic Outlook* de noviembre de 2023; la de la OMC, de su *Global Trade Outlook* de octubre de 2023; la de la Comisión Europea, de sus *previsiones económicas* de otoño de 2023, y la del Banco Mundial, de su *Global Economic Prospects* de junio de 2023.

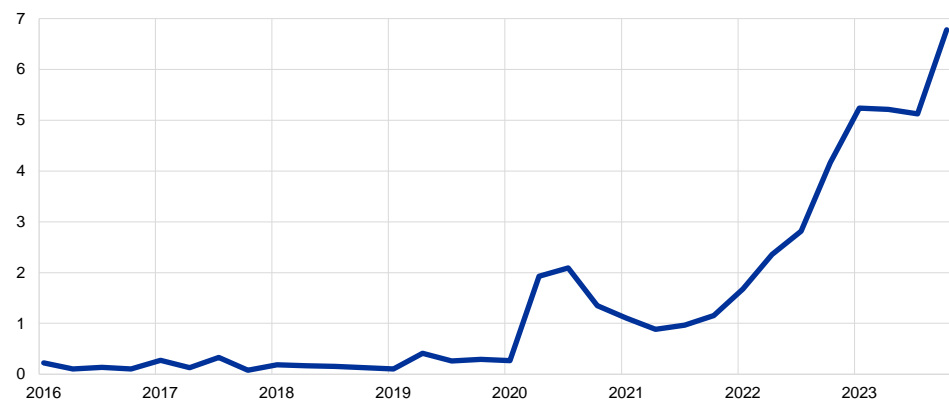
<sup>10</sup> Con la estrategia de «circulación dual» adoptada en 2020, China pretende: 1) integrar verticalmente su producción y ser autosuficiente, con la ayuda de su gran mercado interno, y 2) globalizar las empresas chinas a través de la Iniciativa de la Franja y la Ruta. En Estados Unidos, la Ley de Chips y Ciencia de 2022 introdujo subvenciones e incentivos considerables para la investigación, el desarrollo y la producción de componentes tecnológicos. La Ley de Reducción de la Inflación de 2022 de Estados Unidos tiene por objeto aumentar la capacidad de este país para atraer tecnologías verdes esenciales, utilizando importantes subvenciones a la producción sectorial e incentivos financieros significativos (por ejemplo, créditos fiscales para la adquisición de vehículos eléctricos e inversiones en equipos de energías renovables) que están condicionados a exigencias de contenido interno.

2019, y los indicadores cualitativos basados en las presentaciones de resultados (*earnings calls*) de las empresas indican que las menciones de los términos *reshoring* (relocalización) o *friend-shoring* han aumentado notablemente desde 2022 (gráfico F)<sup>11</sup>. Además, una encuesta reciente del Banco Central Europeo a grandes empresas de la UE muestra que, en los próximos cinco años, estas empresas esperan ser más activas en la relocalización de sus operaciones con el fin de aumentar la capacidad de resistencia de su modelo de negocio<sup>12</sup>.

### Gráfico F

#### Incidencia global de los términos relacionados con la relocalización en las presentaciones de resultados de las empresas

(frases que contienen al menos una de las expresiones de búsqueda, en porcentaje de todas las frases grabadas durante las presentaciones de resultados de las empresas, porcentajes)



Fuentes: NL Analytics y cálculos del BCE.

Notas: Las tasas de incidencia en cada empresa se promedian entre todas las empresas y entre cada trimestre. Las expresiones de búsqueda fueron *friend-shoring*, *near-shoring*, *on-shoring* y *reshoring* (relocalización). La última observación corresponde al tercer trimestre de 2023.

<sup>11</sup> La evidencia empírica sobre cómo afecta la fragmentación geoeconómica al comercio es escasa, sin que se haya encontrado un efecto significativo en el comercio agregado (M. Di Sano, V. Gunnella y L. Lebastard, «[Deglobalisation: Risk or reality?](#)», *The ECB Blog*, BCE, 12 de julio de 2023). Otros datos empíricos muestran que la aplicación de barreras al comercio entre dos países suele generar una desviación de los intercambios comerciales a través de un tercer país, lo que significa que no se produce ningún impacto en el comercio agregado (véase C. Freund, A. Mattoo, A. Mulabdic y M. Ruta, «[Is US Trade Policy Reshaping Global Supply Chains?](#)», VoxEU.org, 31 de agosto de 2023).

<sup>12</sup> Véase el recuadro titulado «[La producción mundial y los riesgos en las cadenas de suministro: resultados de una encuesta a empresas líderes](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2023. Sin embargo, no está claro qué impacto tendrá la relocalización en el crecimiento del comercio mundial agregado. Dependerá de si una proporción significativa de las empresas de la zona del euro optan por relocalizar proveedores desde fuera de la zona del euro hacia dentro de esta —lo que podría obstaculizar el avance del comercio agregado— o hacia otros países no pertenecientes a la zona del euro (por ejemplo, de China a Vietnam), lo que, en este caso, afectaría a la geografía de los flujos comerciales, pero posiblemente el impacto sobre el crecimiento del comercio agregado sería solo limitado.

## 2 ¿El PMI es un indicador fiable para realizar previsiones a corto plazo del PIB real de la zona del euro?

Gabe de Bondt y Lorena Saiz

**El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto de actividad de la zona del euro suele guardar una estrecha correlación con el crecimiento del PIB real (gráfico A).** El PMI compuesto de actividad es un índice

de difusión calculado como la suma del porcentaje de respuestas en las que las empresas han señalado un «aumento» de la actividad respecto al mes anterior y la mitad del porcentaje de respuestas en las que se ha manifestado que la «actividad no ha variado». En la pregunta sobre la producción la encuesta PMI se pide que se indique cómo ha cambiado el volumen de producción real respecto al mes anterior. Indica el grado en que las variaciones de la actividad se distribuyen por todo el panel de participantes y el valor 50 significa no variación. Con una regla empírica sencilla basada en los PMI, en lo sucesivo denominada «regla del seguimiento basada en los PMI», se calcula que el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro es el 10 % del promedio trimestral del PMI compuesto de actividad al que se le resta un valor de 50. Esta regla empírica demostró tener buenas propiedades de predicción a corto plazo (*nowcasting*) durante el período anterior a la pandemia de coronavirus (COVID-19)<sup>1</sup>. Sin embargo, habida cuenta de que el PMI compuesto de actividad es un índice de difusión, ofrece información sobre el margen extensivo de variación (el número de empresas que señaló una variación de la actividad), pero no sobre el margen intensivo de variación (la magnitud de la variación de la actividad). Esto significa que, en períodos de volatilidad extrema de la actividad, como durante la pandemia de COVID-19, el nivel de este índice podría resultar menos informativo. Otra de las limitaciones del PMI compuesto de actividad es que su cobertura sectorial es incompleta: el índice es una media ponderada del PMI de actividad de los servicios y del PMI de producción de manufacturas, mientras que otros sectores importantes como los de ventas minoristas, construcción y administraciones públicas no se incluyen. Por otra parte, el índice compuesto de actividad de la zona del euro se basa exclusivamente en los cuatro países más grandes de la zona del euro e Irlanda.

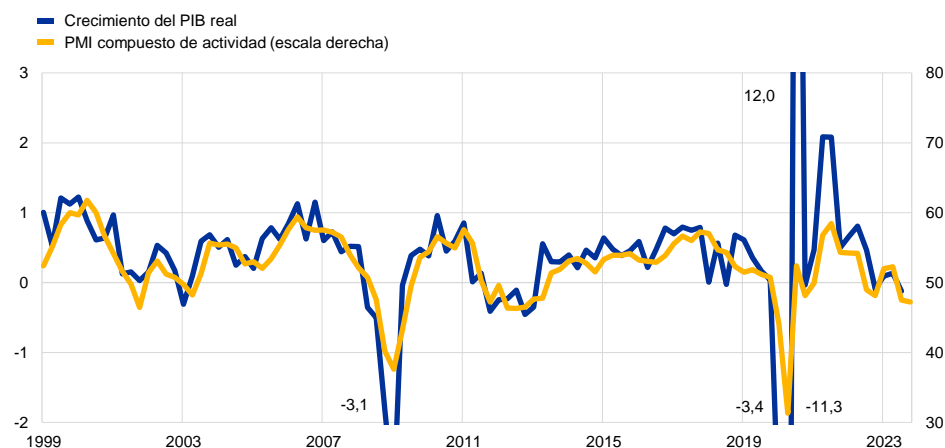
---

<sup>1</sup> Véanse G. J. de Bondt, «[Nowcasting: Trust the Purchasing Managers' Index or wait for the flash GDP estimate?](#)» en G. T. Papanikos, (ed.), *Economic essays*, Athens Institute for Education and Research, pp. 83–97, 2012, y G. J. de Bondt, «[A PMI-based real GDP tracker for the euro area](#)», *Journal of Business Cycle Research*, volumen 15, pp.147–170, 2019.

## Gráfico A

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

(eje izquierdo: tasas de variación intertrimestral, eje derecho: índice de difusión)



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

Nota: Las dos escalas del eje de ordenadas muestran la regla de seguimiento basada en los PMI, que se calcula como el 10 % del promedio trimestral del PMI compuesto de actividad menos 50.

### La información obtenida de los PMI compuestos y sectoriales desempeña un papel importante en las herramientas mecánicas de predicción a corto plazo del PIB que utilizan los expertos del BCE y del Eurosistema.

Estos modelos incluyen regresiones lineales simples que establecen una relación directa entre las medias trimestrales de los datos mensuales del PMI con el PIB real<sup>2</sup>. Estas regresiones se conocen como ecuaciones puente (*bridge equations*) porque las variables predictivas del PIB cubren la brecha entre los datos de alta frecuencia disponibles antes, como la producción industrial, y el PIB trimestral. A su vez, las variables predictivas del PIB se elaboran con modelos satélite utilizando los PMI sectoriales, entre otros indicadores mensuales. En general, si se comparan con otros indicadores, los PMI suelen tener un peso relativamente elevado en los modelos de predicción, debido a su rápida disponibilidad.

### Después de perder parte de su capacidad predictiva durante los confinamientos y las reaberturas asociados a la pandemia, la precisión de las previsiones obtenidas de los modelos de predicción a corto plazo del BCE basados en los PMI se ha recuperado (gráfico B).

Tras empeorar en 2020 y 2021, la precisión de las previsiones de la herramienta de predicción a corto plazo del BCE basada en los PMI mejoró en 2022 y 2023, cuando los errores de predicción —medidos por el error cuadrático medio— se redujeron de forma considerable y retornaron gradualmente a niveles más normales, como los registrados en media en el período 2016-2019<sup>3</sup>. En 2021 y 2022, los modelos basados en los PMI subestimaron el crecimiento del PIB en 0,4 y 0,3 puntos

<sup>2</sup> Véase el artículo titulado «[Short-term forecasting of euro area economic activity at the ECB](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 26 de marzo de 2020.

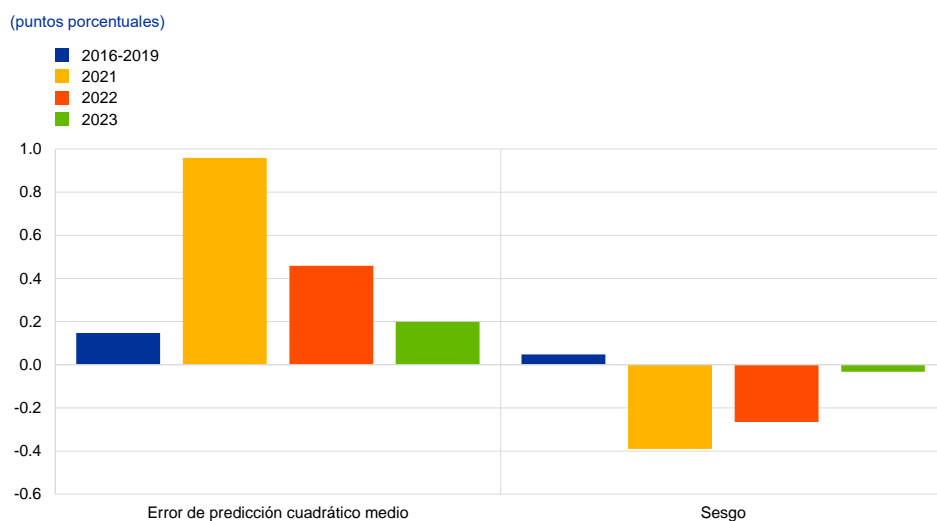
<sup>3</sup> Los resultados correspondientes a 2020 no se presentan en este recuadro. Durante la irrupción del COVID-19 en 2020 fue necesario ajustar las herramientas convencionales utilizadas para realizar predicciones a corto plazo en tiempo real del crecimiento del PIB real de la zona del euro, como se describe en el recuadro titulado «[Evaluación de la evolución económica a corto plazo en tiempos de Covid-19](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.



porcentuales, respectivamente, como indica el sesgo negativo observado, mientras que el sesgo medio fue prácticamente cero en 2023. Esto sugiere que los PMI no reflejaron plenamente los factores impulsores del crecimiento en 2021 y 2022. Más concretamente, si se considera la evolución de los distintos sectores, los PMI no captaron por completo los efectos de la reapertura y las interrupciones de oferta, lo que generó cierta subestimación de la actividad de los servicios y una sobreestimación de la actividad industrial.

### Gráfico B

#### Precisión de las previsiones de la herramienta de predicción a corto plazo del BCE basada en los PMI



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el error de predicción cuadrático medio y el sesgo, que se define como la diferencia media entre la predicción y el dato observado. Las predicciones utilizan datos en tiempo real, se elaboran dos semanas antes de que Eurostat publique la estimación de avance oficial del PIB y se evalúan comparándolas con dicha estimación.

**En 2022 y 2023, la precisión de las predicciones a corto plazo basadas en los PMI fue comparable a la de la primera estimación del PIB respecto a las últimas series disponibles de PIB (gráfico C)<sup>4</sup>.** Los errores de predicción de los modelos a corto plazo del BCE basados en los PMI y los de la regla de seguimiento basada en los PMI también fueron de una magnitud similar a los de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE/Eurosistema, en las que se utiliza toda la información disponible en tiempo real, incluidas las predicciones obtenidas de los PMI, así como el juicio de los expertos. Por norma general, a medida que se dispone de más información mensual en tiempo real en un trimestre determinado, los errores de predicción para ese trimestre disminuyen. En 2022 y 2023, este no fue el caso para las estimaciones de crecimiento del PIB procedentes de la herramienta de predicción a corto plazo del BCE basada en los PMI. Es probable que este ligero empeoramiento atípico de la capacidad predictiva conforme se disponía de más información fuera el resultado de las medidas de política económica adoptadas en respuesta a las distintas perturbaciones y del impacto sobre el crecimiento de los sectores no incluidos en el PMI compuesto de actividad,

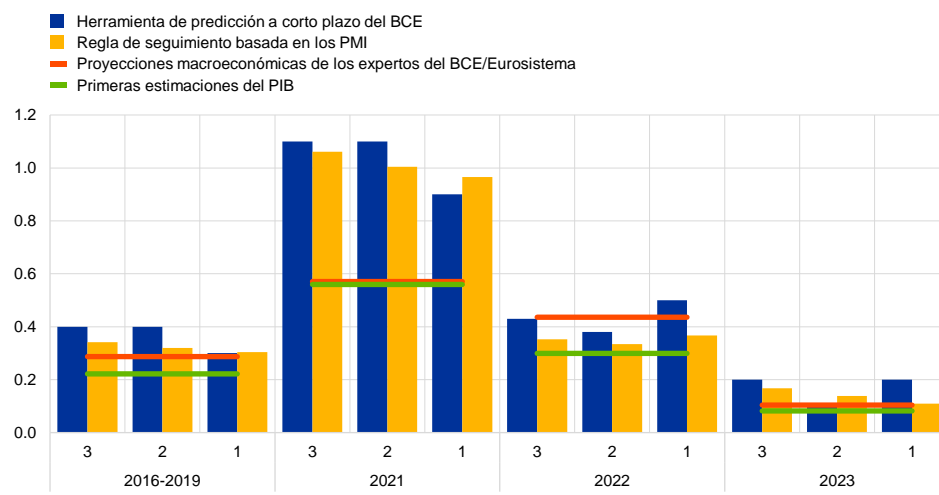
<sup>4</sup> En la medida en que los valores del PIB más recientes coinciden con la primera estimación del PIB (es decir, no ha habido tiempo de que se revisen los datos), los errores podrían ser artificialmente pequeños.

como el sector público. Con todo, no se pueden extraer conclusiones sólidas, dado el reducido número de observaciones por año natural. En síntesis, el PMI compuesto de actividad sigue siendo un indicador fiable para realizar predicciones a corto plazo sobre el crecimiento del PIB real de la zona del euro.

### Gráfico C

Errores de predicción cuadráticos medios de las predicciones a corto plazo de crecimiento del PIB real de la zona del euro respecto a la serie de PIB más reciente

(puntos porcentuales)



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

Notas: Los números «1», «2» y «3» representan el número de meses antes de la publicación de la primera estimación del PIB. La predicción a corto plazo en tiempo real de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE/Eurosistema está disponible unos dos meses antes de la publicación de la primera estimación del PIB. Los errores de predicción se calculan utilizando como punto de comparación la serie del PIB más reciente disponible (19 de enero de 2024). Los datos correspondientes a 2023 se basan en los tres primeros trimestres de ese año solo porque la primera estimación del PIB para el cuarto trimestre de 2023 se publicó con posterioridad a la fecha de cierre de datos de este Boletín.

### 3 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras

**Gabe de Bondt, Friderike Kuik y Richard Morris**

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 70 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 2 y el 10 de enero de 2024<sup>1</sup>.

**Los contactos describieron un panorama económico prácticamente sin cambios, con un estancamiento o una ligera contracción de la actividad en el cuarto trimestre de 2023, y esperan que experimente una leve recuperación o que no se recupere en el primer trimestre de 2024 (gráfico A).** Las respuestas acerca de la evolución de la actividad siguieron mostrando grandes diferencias tanto entre empresas del mismo sector como entre sectores. Según los contactos, la actividad en las manufacturas y la construcción continuaba siendo débil, al igual que en los servicios de transporte y de logística asociados, mientras que los servicios de consumo relacionados con el ocio y los servicios digitales eran las principales áreas de crecimiento. Gran parte del ajuste de las existencias llevado a cabo durante un año habría finalizado, por lo que la demanda de muchos bienes intermedios habría tocado fondo. Con todo, las abultadas carteras de pedidos pendientes ocasionadas por la anterior disrupción de oferta han desaparecido o disminuido y han dado lugar a una desaceleración del crecimiento, o a una contracción, de la producción de bienes de equipo. En consecuencia, los contactos consideraban ahora que la evolución de la actividad manufacturera reflejaba mejor la evolución del consumo final y de la demanda de inversión.

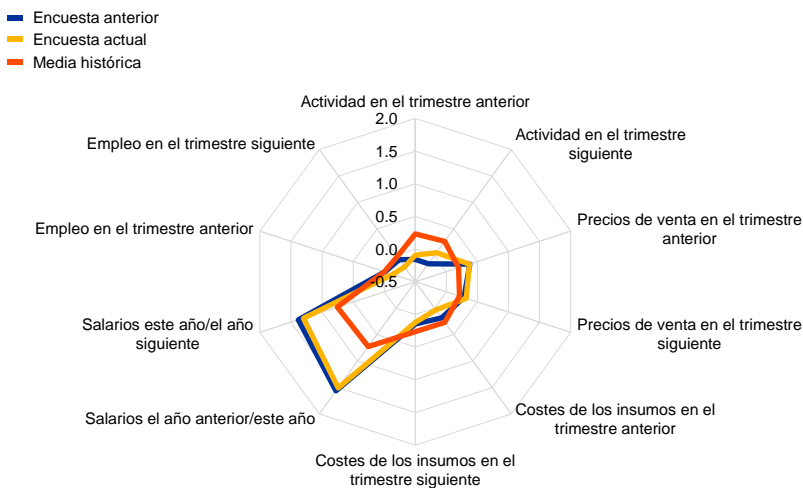
---

<sup>1</sup> Para más información sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase el artículo titulado «[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

## Gráfico A

### Resumen de opiniones sobre actividad, empleo, precios y costes

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción, pedidos), los costes de los insumos (materiales, energía, transporte, etc.) y los precios de venta, y sobre la evolución interanual de los salarios. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. En la encuesta actual, el trimestre anterior y el trimestre siguiente se refieren al cuarto trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024, respectivamente, mientras que en la encuesta anterior estos corresponden al tercer y cuarto trimestre de 2023. Las conversaciones con los contactos que se llevan a cabo en enero y en marzo/abril en relación con la evolución salarial se centran normalmente en las perspectivas para el año en curso con respecto a las del año anterior, mientras que las conversaciones que tienen lugar en junio/julio y en septiembre/octubre ponen el foco en las perspectivas para el año siguiente en comparación con el año en curso. La media histórica refleja una media de las puntuaciones recopiladas utilizando resúmenes de contactos anteriores que se remontan a 2008.

**Los contactos indicaron que los consumidores continuaban mostrando una mayor preferencia por los servicios relacionados con el ocio que por los bienes físicos en general y por los bienes duraderos para el hogar en particular.** La demanda de electrodomésticos, de productos de electrónica de consumo y de mobiliario seguía disminuyendo, debido a la reducción del poder adquisitivo de los hogares y a la caída de la actividad en el mercado de la vivienda.

Las personas contactadas señalaron que la demanda de automóviles, que en líneas generales se había situado por debajo de los niveles de producción durante 2023 mientras los fabricantes atendían sus abultadas carteras de pedidos pendientes, estaba respondiendo bien a los recientes incentivos de precios. Las ventas de la mayoría de los bienes de consumo no duradero (alimentos, ropa, etc.) se mantenían bastante estables o crecían ligeramente, aunque se continuó optando por productos más baratos porque muchos consumidores estaban tratando de gastar menos. En cambio, los contactos observaron que la demanda de servicios de ocio, y en particular de turismo, continuó aumentando con intensidad alcanzando niveles récord en 2023, y las actuales tendencias de reservas apuntan a un crecimiento aún mayor en 2024.

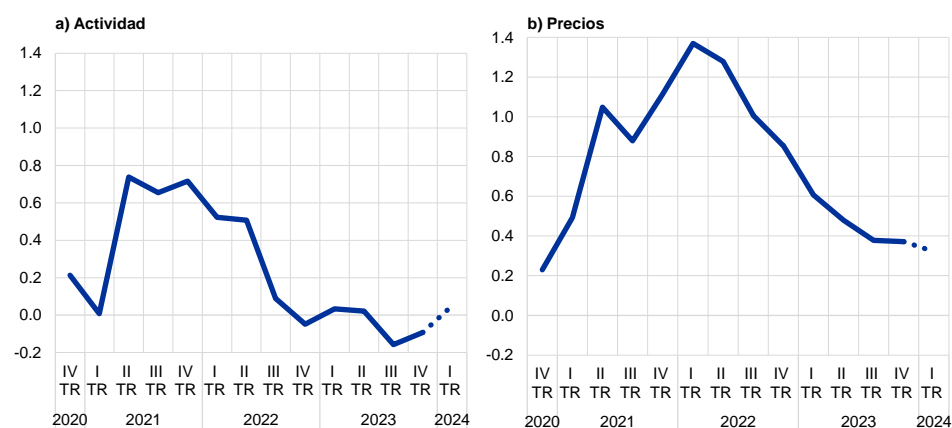
**Según los contactos, la inversión en vivienda y en maquinaria y bienes de equipo estaba contrayéndose, pero esta evolución se estaba compensando parcialmente con el avance de las inversiones relacionadas con la transición ecológica y la digitalización.** La inversión en maquinaria y bienes de equipo, así como (en mayor medida) en construcción residencial, se veía notablemente frenada por las recientes subidas de los tipos de interés, la elevada incertidumbre y los bajos

niveles de confianza. Los contactos consideraban que la actividad de los sectores de construcción residencial e inmobiliario comercial se estaba desacelerando de manera acusada, dado que los proyectos existentes se habían completado y la demanda de nuevos proyectos era muy limitada. Los contactos del sector de producción de maquinaria industrial manifestaron que las entradas de pedidos eran escasas y que la producción se estaba recortando —o se recortaría— porque los pedidos pendientes ya no podían sostener la producción como lo habían hecho en 2023. En cambio, los proyectos de obra civil, reformas y los relacionados con la distribución y el suministro de energías renovables seguían beneficiándose de una demanda en aumento. Asimismo, los contactos que operan en el sector de producción —o de suministro— de tecnologías de la información y de servicios digitales apuntaron a un crecimiento continuado, lo que sugiere una tendencia positiva de la inversión en activos intangibles.

### Gráfico B

#### Variación de las opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad y los precios

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos) y de los precios. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. La línea discontinua representa las expectativas para el trimestre siguiente.

**Los contactos seguían considerando que las perspectivas generales a corto plazo eran bastante sombrías, ya que los tipos de interés y la incertidumbre regulatoria y geopolítica frenan la recuperación.** La mayor parte de los contactos indicó que el entorno empresarial «no estaba empeorando, pero tampoco mejorando mucho», y la mayoría anticipaba que la actividad se mantendrá estable o que solo crecerá de forma muy moderada en 2024. Incluso si la demanda interna se recuperase, los fabricantes europeos probablemente tendrían que hacer frente a una mayor competencia procedente de las importaciones, dada la persistencia de los elevados costes de la energía. Un número elevado de contactos mencionó también la creciente carga derivada de los costes regulatorios, en especial los relacionados con la presentación de información sobre sostenibilidad. Muchos manifestaron que era improbable que la confianza de los consumidores y las empresas experimentara una mejora significativa hasta que se observase una señal

más clara de que la inflación se había controlado y que los tipos de interés descenderían (o al menos no seguirían subiendo). Numerosos contactos también mencionaron el predominio de las malas noticias y el aumento de la incertidumbre en un contexto de crecientes tensiones geopolíticas y de conflictos armados, incluidos, más recientemente, los ataques contra buques de transporte en el mar Rojo.

**Los contactos pusieron de relieve que el empleo se estaba debilitando en un entorno de prolongada incertidumbre, así como una creciente necesidad de contener costes.** Aunque la mayoría de los contactos señaló que el empleo en su empresa o sector se mantenía estable, una proporción cada vez mayor estaba reduciendo plantilla de forma pasiva mediante bajas voluntarias o recortando puestos de trabajo activamente. Este último era el caso, en particular, de los segmentos más intensivos en energía de los sectores de bienes intermedios, de bienes de consumo duradero y de la construcción e inmobiliario, y también en los de transporte por carretera y logística. Los contactos manifestaron que, en estos sectores, la magnitud del retroceso de la actividad, las menores expectativas de actividad futura o las presiones de costes y la contracción de los márgenes hacían indispensable reducir los costes laborales. Más en general en el conjunto de la economía, las empresas se mostraban cada vez más cautas a la hora de contratar personal. En muchos sectores, los contactos observaban crecientes reticencias de los empleados a cambiar de trabajo. Las agencias de empleo indicaron que no solo los contratos temporales habían descendido considerablemente, sino que también se había producido una disminución de los contratos indefinidos. Muchos contactos seguían considerando que el mercado de trabajo estaba «tensionado», reflejo de una escasez estructural de mano de obra en muchas profesiones y áreas geográficas, pero otros también señalaron que les estaba resultando más fácil que hace unos trimestres cubrir vacantes.

**Los contactos indicaron que el incremento de los precios de venta había continuado siendo moderado en el cuarto trimestre de 2023 y que esperaban una moderación adicional a corto plazo (panel b del gráfico B).** La magnitud y los porcentajes de incremento de los precios de venta aún eran muy heterogéneos. Se señaló que, en general, estos precios se mantenían estables, en promedio, en los sectores industriales, reflejo de la reducción continuada de los costes de los insumos en términos de materiales, energía y transporte que, según la mayoría de los contactos, eran estables o estaban descendiendo. Dada la moderación de las presiones sobre los costes de los consumos intermedios, excluidos los costes laborales, y la persistencia de la debilidad o el retroceso de la demanda de numerosos bienes manufacturados, muchos contactos de los sectores industriales esperaban que las presiones a la baja sobre los precios continuaran o se intensificaran o, a lo sumo, anticipaban subidas de precios ligeramente moderadas en el futuro. Numerosos contactos mencionaron los ataques a buques de transporte en el mar Rojo y, como consecuencia, esperaban un incremento de los costes de transporte, aunque no de la envergadura observada durante la pandemia de coronavirus (COVID-19). Los establecimientos minoristas de alimentación y sus proveedores señalaron que las perspectivas relativas a los precios de los alimentos eran bastante estables, aunque se situaban en niveles elevados. El coste de los

productos frescos también había resultado afectado por fenómenos meteorológicos extremos, debido al cambio climático. La mayor parte de los contactos del sector minorista no alimentario manifestó que los precios se mantenían estables o estaban aumentando ligeramente, pero con un avance algo más pronunciado en el segmento de artículos de lujo. En otras ramas de los servicios, la mayoría de los contactos señaló —y, en promedio, seguía esperando— un crecimiento bastante pronunciado de los precios de venta. Este fue especialmente el caso de los servicios de turismo (aunque se indicó que los precios de los billetes de avión habían alcanzado un máximo), de los servicios digitales (que registran una alta demanda) y de los servicios cuyos precios se ven impulsados por la indexación o por los crecientes costes laborales.

**Este año se espera una leve moderación del crecimiento de los salarios.** Si se considera una media simple de las indicaciones cuantitativas proporcionadas, los contactos anticipaban que el crecimiento de los salarios descendiera y pasara de alrededor del 5,3 % en 2023 al 4,4 % en 2024, ligeramente por debajo de las indicaciones basadas en las expectativas medias de las dos encuestas anteriores. Debido al efecto retardado de las negociaciones (plurianuales) anteriores, aún se observó cierta convergencia en los convenios colectivos vigentes o previstos para 2024 en algunas empresas y sectores. No obstante, actualmente, la mayoría de los contactos consideraba que la disminución de la inflación y las perspectivas de debilidad de la demanda eran factores que estaban contribuyendo a moderar, o incluso normalizar, el avance de los salarios.

## Evaluación de los efectos macroeconómicos de las políticas de transición relacionadas con el cambio climático

Marien Ferdinandusse, Friderike Kuik y Romanos Priftis

**En este recuadro se mide el impacto macroeconómico de las políticas de cambio climático dirigidas a reducir las emisiones de gases de efecto invernadero.** Para cumplir el objetivo de reducir las emisiones en la Unión Europea (UE) en al menos un 55 % en 2030 con respecto a los niveles de 1990, los Gobiernos han comenzado a aplicar diferentes conjuntos de medidas. La UE ha adoptado recientemente el paquete «Objetivo 55», que se implementará de forma gradual entre 2024 y 2034<sup>1</sup>. En este recuadro se analiza, en primer lugar, el impacto de las medidas fiscales verdes de carácter discrecional incluidas en las últimas proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023 sobre el PIB real y la inflación de la zona del euro. Es poco probable que estas medidas sean suficientes para cumplir plenamente los objetivos de la UE en materia de reducción de emisiones, eficiencia energética y producción de energías renovables del paquete «Objetivo 55». Por consiguiente, en el recuadro se explica el impacto a medio plazo de escenarios alternativos de políticas de transición a partir de simulaciones de modelos.

### Impacto de las medidas fiscales verdes incluidas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema

**Las medidas fiscales discrecionales que tienen un efecto positivo en la transición ecológica se clasifican como medidas «verdes».** Una medida fiscal, ya sea por el lado de los ingresos o del gasto, se considera «verde» si su impacto en términos de prevención o adaptación al cambio climático es positivo<sup>2</sup>. Estas medidas son fundamentalmente decisiones discrecionales de los Gobiernos nacionales, como aumentos de los impuestos energéticos o los impuestos especiales sobre los combustibles aplicados en cada país. No ofrecen una indicación del nivel de ingresos y gastos verdes ni incluyen el impacto de las fluctuaciones de los precios de los permisos de emisión del régimen de comercio de

<sup>1</sup> Véase la página web [«Objetivo 55: Hacer realidad las propuestas»](#) de la Comisión Europea.

<sup>2</sup> El BCE ha recabado información sobre estas medidas desde la finalización de la revisión de su estrategia en 2021 como parte del plan de actuación para incorporar consideraciones climáticas en su marco de política monetaria. Para más información sobre la clasificación de las medidas fiscales relacionadas con el clima, véase el recuadro 5 titulado [«Políticas climáticas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE para la zona del euro e impacto macroeconómico de las medidas fiscales verdes»](#), *Boletín Económico*, BCE, número 1, 2023; para conocer las cifras incluidas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023, véase el recuadro 8 titulado [«Medidas de política fiscal en respuesta a la perturbación energética e inflacionista y al cambio climático»](#) en este Boletín Económico.

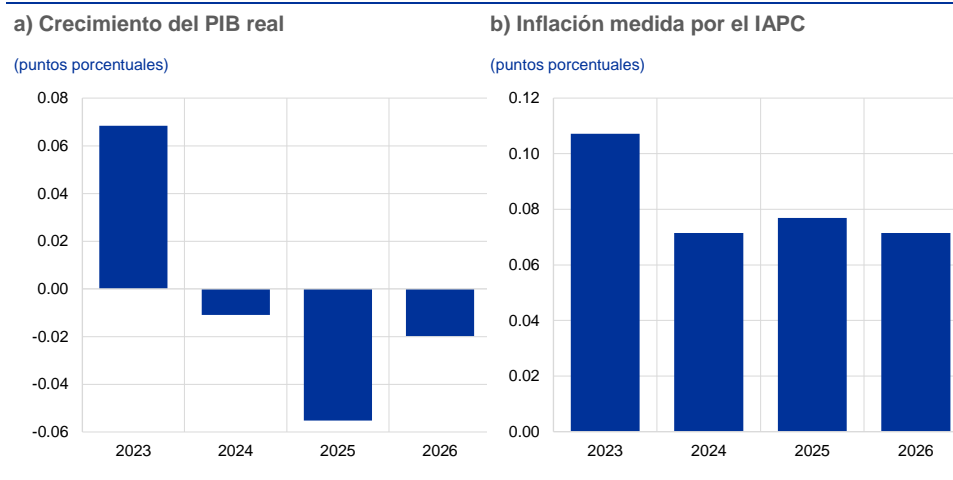


derechos de emisión de la UE (RCDE UE)<sup>3</sup>. En consonancia con los principios que rigen las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE/Eurosistema, las medidas verdes se incluyen en las proyecciones si están suficientemente detalladas y tienen probabilidades de recibir aprobación legislativa.

**El efecto combinado de las medidas fiscales verdes incorporadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023 sobre la inflación general y el crecimiento del PIB es reducido a lo largo del horizonte de proyección.** El impacto estimado sobre la inflación general de la zona del euro se cifra en aproximadamente 0,1 puntos porcentuales en todos los años del horizonte de proyección, con pequeñas variaciones (gráfico A). En cuanto al crecimiento del PIB real de la zona del euro, se calcula un impacto de unos 0,07 puntos porcentuales en 2023, que sería negativo y ascendería a -0,01 puntos porcentuales en 2024, -0,06 puntos porcentuales en 2025 y -0,02 puntos porcentuales en 2026. El efecto combinado de las medidas fiscales verdes tanto en la inflación general como en el avance del PIB real es dispar en los distintos países.

### Gráfico A

Impacto de las medidas fiscales verdes de carácter discrecional sobre el crecimiento del PIB real y la inflación



Fuente: Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023.

Notas: Una medida fiscal se clasifica como «verde» si tiene un impacto positivo en términos de prevención y adaptación al cambio climático. Esta clasificación se refiere a medidas discrecionales que no incluyen el efecto de las fluctuaciones de los precios del RCDE UE.

**Es poco probable que las medidas fiscales incluidas en el escenario de referencia de las proyecciones de los expertos del Eurosistema permitan, por sí solas, cumplir plenamente los objetivos de la UE en materia de reducción de emisiones, eficiencia energética y producción de energías renovables.** Algunas de las medidas recogidas en el paquete «Objetivo 55» se incluyen en el escenario de referencia de las proyecciones, en particular las medidas fiscales verdes que contribuyen a que los Estados miembros cumplan sus objetivos nacionales de

<sup>3</sup> Aunque las fluctuaciones de estos precios no se clasifican como medidas fiscales verdes, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema se fundamentan en supuestos técnicos sobre los precios del carbono en el marco del RCDE UE, que se basan en los precios de los futuros y prevén un ligero incremento hasta los 85,2 euros/t CO<sub>2</sub> en 2026.

reducción de emisiones. Sin embargo, es poco probable que las medidas (y supuestos) incluidos en las proyecciones actuales permitan alcanzar íntegramente los objetivos de la UE por diversas razones: i) algunas de las medidas orientadas a la consecución de estos objetivos no se implementarán hasta que finalice el actual horizonte de proyección en 2026; ii) algunos de los objetivos de la UE en materia de eficiencia energética y producción de energías renovables todavía han de transponerse a las legislaciones nacionales y a la europea, y iii) los Estados miembros de la UE aún tienen que cumplir los objetivos nacionales de reducción de emisiones, que en el marco del paquete «Objetivo 55» se incrementaron del -29 % al -40 % para 2030 con respecto a 2005. Por ello, las recientes proyecciones de emisiones de los Estados miembros siguen apuntando a una gran brecha con respecto a los objetivos de la UE, y serán necesarias medidas adicionales para alcanzar los objetivos del citado paquete.

## El impacto a medio plazo de las políticas de transición es coherente con los objetivos de reducción de emisiones de la UE

**Se utilizan simulaciones de modelos para analizar los efectos de varios escenarios de transición coherentes con los objetivos de reducción de emisiones de la UE.** Las simulaciones se llevan a cabo mediante el nuevo modelo para la zona del euro (*New Area-Wide Model* o NAWM) con una desagregación del sector energético (NAWM-E)<sup>4</sup>. El valor de referencia refleja las actuales proyecciones de emisiones comunicadas por los países de la zona del euro y se basa en las políticas vigentes. Para definir el precio de referencia del carbono, las medidas ya existentes relacionadas con los impuestos al carbono se resumen en un precio efectivo calculado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) que corresponde a 87 euros por tonelada de CO<sub>2</sub> en 2023. A continuación, las simulaciones incorporan un objetivo de reducción adicional de emisiones del 18 % para 2030 que se suma a la reducción requerida en el marco de las políticas vigentes, coherente con el objetivo de la UE de reducir las emisiones en un 55 % para 2030 con respecto a los niveles de 1990 (gráfico B)<sup>5</sup>. Como esta reducción puede lograrse con múltiples combinaciones de instrumentos, en este recuadro se consideran los impuestos sobre el carbono, y en un escenario se asumen mayores incrementos de la productividad del sector de las energías limpias y una transición más fluida para abandonar las energías sucias, sin especificar explícitamente la forma de conseguirlo.

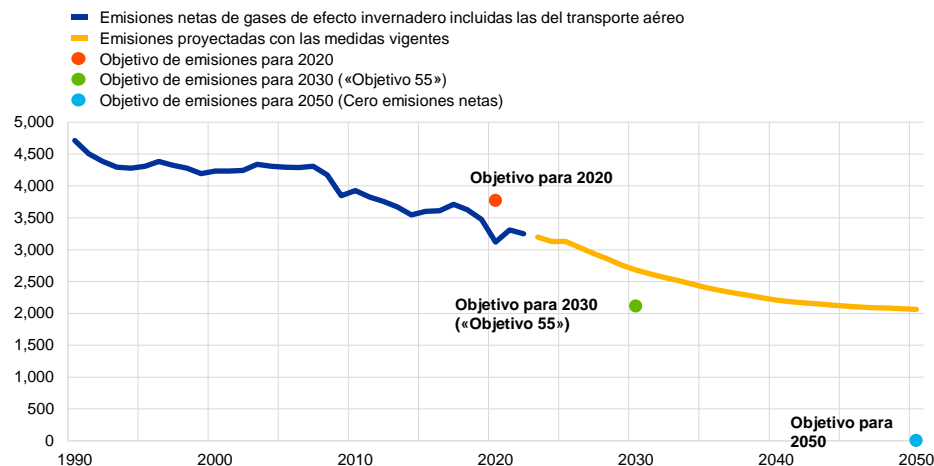
<sup>4</sup> El NAWM-E amplía el *New Area-Wide Model* (NAWM) del BCE con una desagregación de la producción y del uso de energía, en la que las empresas y los hogares demandan energía con fines de producción y de consumo (véase G. Coenen, M. Lozej y R. Priftis, «[Macroeconomic effects of carbon transition policies: an assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector](#)», *Working Paper Series*, n.º 2819, BCE, 2023).

<sup>5</sup> Los datos más recientes disponibles sobre las tasas efectivas netas de carbono de la OCDE, que abarcan el precio efectivo del carbono resultante de los impuestos nacionales sobre el carbono y la energía, el RCDE UE y las subvenciones compensatorias, corresponden a 2021. Para este ejercicio, estas tasas se han proyectado hasta 2023 sobre la base de los precios de los futuros del RCDE UE y suponiendo que los impuestos nacionales no varían.

## Gráfico B

### Emisiones de gases de efecto invernadero en la UE

(Mt CO<sub>2</sub>-equivalente)



Fuentes: Agencia Europea de Medio Ambiente (AEMA) y cálculos del BCE.

Notas: Las proyecciones se basan en los datos comunicados por los Estados miembros de la AEMA, que no incluyen las medidas del paquete «Objetivo 55».

### Las simulaciones de los modelos consideran los siguientes escenarios (cuadro A):

- **Escenario de impuestos al carbono de la Agencia Internacional de la Energía (AIE):** Este escenario considera los impuestos al carbono como la única medida para reducir las emisiones. Este supuesto se basa en el informe *2022 World Energy Outlook* de la AIE e implica un incremento lineal del impuesto al carbono hasta los 140 euros por tonelada de CO<sub>2</sub> para 2030. Por sí sola, esta senda de impuestos al carbono es insuficiente para alcanzar los objetivos de emisiones de la UE (AIE, 2022)<sup>6</sup>.
- **Escenario de impuestos al carbono del paquete «Objetivo 55»:** Este escenario también contempla como única medida para reducir las emisiones los impuestos al carbono, que aumentan linealmente hasta alcanzar los 225 euros por tonelada de CO<sub>2</sub> en 2030. Ello significa que el modelo cumple el objetivo de reducción de emisiones de la UE ese año, con independencia de cualquier normativa adicional sobre emisiones de carbono o de los avances tecnológicos.
- **Escenario de combinación de políticas del paquete «Objetivo 55».** Este escenario contempla una combinación de impuestos crecientes al carbono y de elementos impositivos no relacionados con las emisiones. Los impuestos al carbono registran un incremento lineal hasta situarse en 180 euros por tonelada de CO<sub>2</sub> en 2030. Los elementos impositivos no relacionados con las

<sup>6</sup> Los resultados de este escenario están en consonancia con el análisis presentado en C. Brand, G. Coenen, J. Hutchinson y A. Saint Guilhem, «The macroeconomic implications of the transition to a low-carbon economy», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2023, que aplica un enfoque basado en un conjunto de modelos para evaluar el impacto de los impuestos al carbono en la zona del euro, así como con G. Coenen, M. Lozej y R. Priftis, «Macroeconomic effects of carbon transition policies: an assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector», *Working Paper Series*, n.º 2819, BCE, 2023.

emisiones se aproximan mediante un aumento del 1 % de la productividad total de los factores (PTF) del sector de las energías limpias a lo largo del horizonte de simulación y considerando unas elasticidades de sustitución más elevadas entre energías sucias y limpias, así como entre la energía y otros insumos de producción y consumo<sup>7</sup>. Estos elementos captan posibles cambios en el mix tecnológico del sector de las energías limpias (con origen en, por ejemplo, inversiones verdes) y el endurecimiento de la normativa medioambiental. Dado que se espera que los cambios tecnológicos se produzcan a lo largo de un horizonte temporal más amplio, este escenario es ilustrativo y está diseñado para cumplir el objetivo de reducción de emisiones de la UE, así como sus objetivos de producción de energías limpias y de consumo energético para 2030.

**Cuadro A**  
Resumen de escenarios

Escenario	Instrumentos		Objetivos alcanzados en cada escenario		
	Impuesto al carbono (euros/t CO2)	Otros	Objetivo de emisiones del paquete «Objetivo 55» -18 %	Porcentaje de energías limpias +12,5 %	Consumo energético -11,9 %
Impuesto al carbono de la AIE	140		x	x	x
Impuesto al carbono del paquete «Objetivo 55»	225		✓	x	x
Combinación de políticas del paquete «Objetivo 55»	180	Productividad total de los factores de las energías limpias: +1 % Mayor elasticidad de sustitución entre la energía y otros insumos (0,8) y entre energías sucias y limpias (3)	✓	✓	✓

Fuente: BCE.

Notas: El paquete «Objetivo 55» está diseñado para cumplir los objetivos de reducción de emisiones de la UE y otros objetivos mediante la fijación del precio del CO2 y la regulación de las emisiones. Los objetivos de este paquete se refieren a las emisiones de gases de efecto invernadero de la zona del euro, y al porcentaje de energías limpias con respecto al de energías sucias, así como al consumo energético en comparación con los niveles actuales de consumo en la UE. En cuanto a las emisiones, las reducciones se comparan con las proyecciones de los países de la zona del euro basadas en las medidas vigentes (gráfico B).

- **Los impuestos al carbono reducen la demanda de energías sucias y llevan a las empresas a sustituirlas por energías limpias menos costosas**

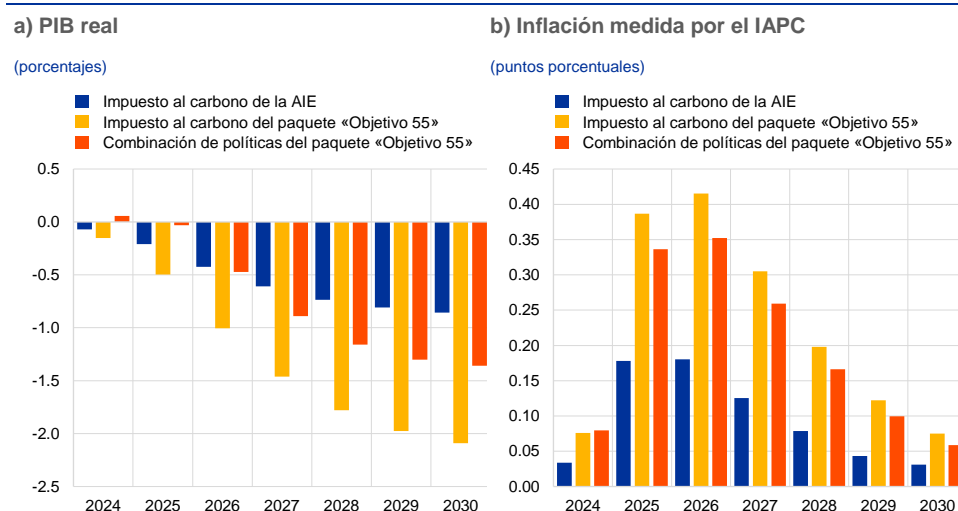
<sup>7</sup> Incrementos exógenos de la PTF como aproximación (*proxy*) de las mejoras autónomas de la eficiencia energética, que se utilizan con frecuencia en los modelos EGC e implican que el uso de energía limpia por unidad de producto disminuye con el tiempo (véase, por ejemplo, M. Webster, S. Paltsev y J. Reilly, «*Autonomous efficiency improvement or income elasticity of energy demand: Does it matter?*», *Energy Economics*, vol. 30(6), 2008, pp. 2785-2798). En este recuadro, el aumento de la PTF se calibra al 1 %, en línea con tasas históricas de crecimiento de la productividad. Las mayores elasticidades de sustitución pueden racionalizarse mediante un modelo con un cambio tecnológico dirigido (véase, por ejemplo, J. Hassler, P. Krusell y C. Olovsson, «*Directed Technical Change as a Response to Natural Resource Scarcity*», *Journal of Political Economy*, vol. 129(11), 2021, pp. 3039-3072). Incrementar la elasticidad entre la energía y otros insumos hasta 0,8 y entre energías limpias y sucias hasta 3 hace que el consumo energético siga disminuyendo y que la proporción de energías limpias aumente. El valor más alto de la elasticidad de sustitución entre energías corresponde al rango superior de las estimaciones empíricas de la literatura (véase C. Papageorgiou, M. Saam y P. Schulte, «*Substitution between Clean and Dirty Energy Inputs: A Macroeconomic Perspective*», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 99(2), 2017, pp. 281-290).

**en la producción del bien energético agregado.** El incremento del precio después de impuestos de las energías sucias, junto con el encarecimiento de las energías limpias derivado del crecimiento de la demanda, hace que los precios agregados de la energía registren un ascenso. La subida del precio de la energía repercute en los precios de la cesta de consumo de los hogares y en los costes marginales de las empresas, lo que se traduce en un aumento de la inflación general. En términos reales, las empresas y los hogares experimentan una caída actual y esperada de su rentabilidad y de su renta real, respectivamente, lo que reduce la inversión y el consumo y, por tanto, el PIB. Al ser una consecuencia de la producción de energías sucias, las emisiones de carbono disminuyen, mientras que la economía experimenta una «transición verde» a medida que las empresas utilizan una proporción mayor de energías limpias, pero menos energía en general en la producción.

**En función del escenario considerado, en 2025 y 2026, la inflación medida por el IAPC se sitúa entre 0,2 y 0,4 puntos porcentuales por encima del valor de referencia sin la adopción de medidas adicionales, mientras que el nivel del PIB real es más bajo (gráfico C).** Los resultados dependen del escenario: cuando se tiene en cuenta únicamente la fiscalidad de las emisiones, los efectos en el PIB y la inflación vienen determinados por la magnitud del impuesto al carbono y por el grado de sustitución entre las distintas fuentes de energía. En consecuencia, el escenario de impuestos al carbono del paquete «Objetivo 55» amplifica los efectos con respecto al escenario de la AIE. En el escenario de combinación de políticas del paquete «Objetivo 55», un aumento de la PTF del sector de las energías limpias mejora la eficiencia de este tipo de energías, lo que permite que se produzca más energía por unidad de insumo. Las mayores elasticidades de sustitución entre energías limpias y sucias refuerzan así la sustitución entre distintas fuentes de energía. La combinación de todos estos elementos conduce a una reducción de las emisiones de carbono, un aumento de la proporción de energías limpias y una disminución del consumo energético total, al tiempo que mantiene el impuesto al carbono en un nivel terminal más bajo. En general, los efectos adversos sobre el PIB y la inflación quedan mitigados, sobre todo a medio plazo, mientras que el PIB crece ligeramente en un primer momento, debido al efecto expansivo del crecimiento de la PTF.

## Gráfico C

### Impacto de los escenarios de políticas de transición sobre el PIB real y la inflación



Fuente: BCE.

Notas: Respuestas dinámicas basadas en simulaciones del NAWM-E con respecto al valor de referencia basado en las medidas vigentes. Las simulaciones parten de 2024 y consideran una política monetaria endógena.

**Las simulaciones del NAWM-E sugieren que la combinación de políticas de transición es importante para determinar en qué medida disminuye el crecimiento y aumenta la inflación.** Una limitación del análisis basado en modelos reside en que los elementos regulatorios del paquete «Objetivo 55» no se modelizan explícitamente, lo que implica que, en la práctica, los objetivos de reducción de emisiones de la UE pueden alcanzarse mediante combinaciones alternativas de políticas con efectos diversos sobre el crecimiento y la inflación. Del mismo modo, en el análisis no se modelizan las actividades de inversión verde de forma explícita, por lo que no se tienen en cuenta los retrasos en la instalación de las inversiones (*time-to-build delays*) y las necesidades de financiación. Otras opciones de modelización, como el modo en que se redistribuyen los ingresos del impuesto al carbono o la forma en que se aplican las políticas fiscales (por ejemplo, de manera anticipada, diferida o escalonada) también pueden afectar a los resultados<sup>8</sup>. En consecuencia, los escenarios utilizados deben considerarse orientativos. Asimismo, se ha de reconocer que es posible definir escenarios diferentes utilizando distintos instrumentos que permitirían alcanzar los mismos objetivos en términos de reducción de emisiones pero que tienen implicaciones macroeconómicas potencialmente diferentes.

<sup>8</sup> Para información más detallada sobre la aplicación del impuesto al carbono, véase G. Coenen, M. Lozej y R. Priftis, «Macroeconomic effects of carbon transition policies: an assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector», *Working Paper Series*, n.º 2810, BCE, 2023.

Carmela Attolini, Annalisa Ferrando y Judit Rariga

**En este recuadro se analiza la vulnerabilidad de las empresas a partir de sus respuestas a la Encuesta del BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés).** Se considera que una empresa es vulnerable si indica que ha registrado simultáneamente una caída de la cifra de negocios y de los beneficios, un aumento de los gastos por intereses y un incremento o estabilización de la ratio de deuda sobre activos durante los seis meses anteriores<sup>1</sup>. El concepto es particularmente relevante al analizar las implicaciones para la transmisión de la política monetaria, dado que proporciona señales relevantes sobre la salud financiera de las compañías.

**El porcentaje de empresas financieramente vulnerables en la encuesta SAFE, que es acorde, en general, con la dinámica observada en los concursos de acreedores, ha aumentado recientemente (gráfico A).** En la zona del euro se ha incrementado el número de procedimientos concursales desde la segunda mitad de 2022. En el segundo y tercer trimestre de 2023, el índice de declaraciones de concurso de acreedores superó los niveles previos a la pandemia y alcanzó su cota más alta desde 2015, año en el que empezó a publicarse<sup>2</sup>. Como el concurso de acreedores es el procedimiento legal que se inicia cuando una empresa ha sido declarada insolvente, las estadísticas sobre estos concursos representan la punta del iceberg de las empresas que experimentan dificultades financieras. La magnitud de estos procedimientos y la velocidad a la que las compañías que tienen dificultades financieras entran en concurso de acreedores también dependen del sistema legislativo de cada país.

---

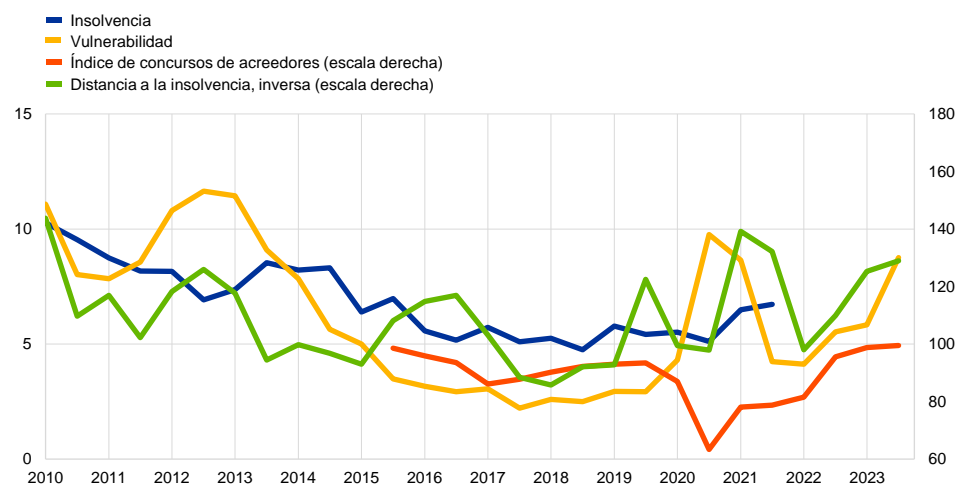
<sup>1</sup> El indicador agregado de vulnerabilidad financiera de la SAFE es el porcentaje ponderado de las empresas vulnerables de la muestra, donde las ponderaciones utilizadas aseguran resultados representativos para cada categoría de tamaño, actividad económica y país.

<sup>2</sup> El índice de declaraciones de concurso de acreedores se basa en el número absoluto de procedimientos concursales comunicados a Eurostat por los Estados miembros de la UE (de forma voluntaria hasta el cuarto trimestre de 2020 y obligatoria desde el primer trimestre de 2021). El año base del índice es 2015.

## Gráfico A

### Evolución de los concursos de acreedores, las insolvencias empresariales y la vulnerabilidad

(escala izquierda: porcentajes; escala derecha: 2015 = 100)



Fuentes: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea, Eurostat, BvD Orbis, LSEG y cálculos del BCE.

Notas: Las empresas vulnerables se definen como aquellas que indican que han registrado simultáneamente una caída de la cifra de negocios y de los beneficios, un aumento de los gastos por intereses y un incremento o estabilización de la ratio de deuda sobre activos. La distancia a la insolvencia se calcula como la inversa de la volatilidad de la rentabilidad de los recursos propios de una empresa sobre la base de una muestra de grandes sociedades cotizadas de la zona del euro. Los valores más bajos del indicador señalan que las empresas están más cerca de la insolvencia, lo que anticipa una situación de impago en el futuro. El gráfico presenta la inversa de la distancia al índice de insolvencia (2015 = 100). El número de concursos de acreedores se muestra como un índice (2015 = 100). El indicador de insolvencia muestra el porcentaje de empresas de la muestra de la SAFE que tienen beneficios negativos y no pueden cubrir sus pérdidas con recursos propios. En el gráfico la frecuencia es semestral y coincide con la de las ediciones de la SAFE.

**En el segundo y tercer trimestre de 2023, la proporción de empresas vulnerables según la encuesta SAFE alcanzó el 9 %, frente al 6 % en la edición anterior.** Desde una perspectiva histórica, la dinámica del indicador de vulnerabilidad financiera de la SAFE es bastante similar no solo a la de los concursos de acreedores, sino también a la de otros dos indicadores de insolvencia: i) un indicador para medir la solvencia basado en los datos del balance de las empresas, que muestra el porcentaje de las que no pueden cubrir sus pérdidas con recursos propios, y ii) un indicador de mercado de la distancia a la insolvencia<sup>3, 4</sup>. A partir de 2012, tras la crisis de deuda soberana, todos los indicadores comenzaron a mejorar. Al inicio de la pandemia de COVID-19 en 2020, aunque el indicador de vulnerabilidad financiera de la SAFE y los dos indicadores de insolvencia iban en aumento debido al deterioro de las posiciones financieras, las empresas se vieron protegidas frente a la quiebra gracias a los avales públicos (en la literatura esto se denomina *bankruptcy gap*)<sup>5</sup>. Más recientemente, al igual que la evolución de los

<sup>3</sup> El indicador de insolvencia señala el porcentaje de empresas de la muestra de la SAFE que tienen beneficios negativos y no pueden cubrir sus pérdidas con recursos propios (véase T. Lalinski y R. Pal, «Efficiency and effectiveness of the COVID-19 government support: Evidence from firm-level data», *EIB Working Paper*, n.º 6, Banco Europeo de Inversiones, junio de 2021). Como consecuencia del desfase de publicación de los datos del balance, el último año disponible que abarca a todas las empresas para este indicador es 2021.

<sup>4</sup> La distancia a la insolvencia se calcula como la inversa de la volatilidad de la rentabilidad de los recursos propios de una empresa sobre la base de una muestra de grandes empresas cotizadas de la zona del euro. Para más detalles, véase M. Ampudia, F. Busetto y F. Fornari, «Chronicle of a death foretold: does higher volatility anticipate corporate default?», *Working Paper Series*, n.º 2749, BCE, noviembre de 2022.

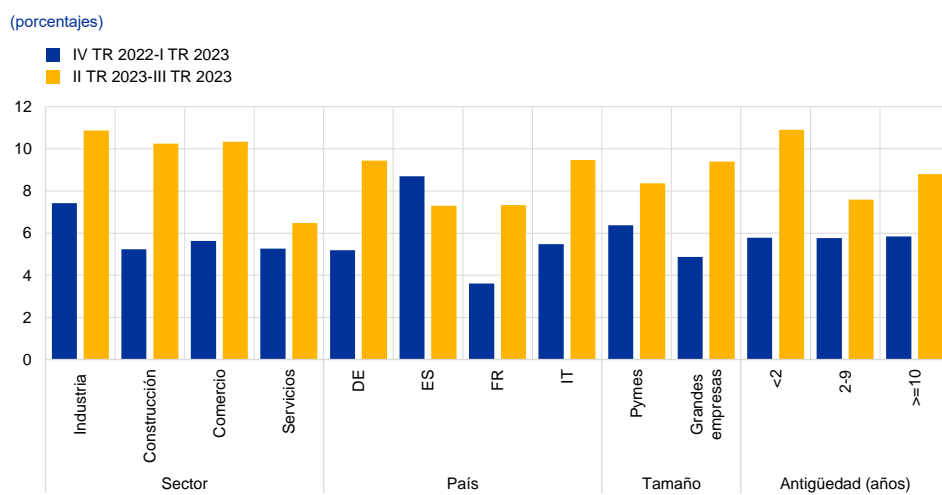
<sup>5</sup> Véase R. Banerjee, J. Noss y J. M. Vidal Pastor, «Liquidity to solvency: transition cancelled or postponed?», *BIS Bulletin*, n.º 40, Banco de Pagos Internacionales, marzo de 2021.



concurso de acreedores y del indicador de vulnerabilidad financiera de la SAFE, la distancia a la solvencia también está señalando un incremento de las dificultades que atraviesan las compañías, si bien va con retraso con respecto a los otros dos indicadores.

**El aumento de la vulnerabilidad en la SAFE en el segundo y tercer trimestre de 2023 está concentrado, sobre todo, en compañías que operan en la industria, la construcción y el comercio, y la vulnerabilidad creció más en las grandes empresas que en las pequeñas y medianas (pymes) (gráfico B).** Se observa una fuerte heterogeneidad en la vulnerabilidad entre los distintos sectores económicos y países y según las características de las compañías, como el tamaño y la antigüedad. El porcentaje de empresas vulnerables se incrementó en todos los sectores con respecto a la encuesta anterior, aunque en distinto grado. En el segundo y tercer trimestre de 2023, se mantuvo relativamente reducido en los servicios (6 %), mientras que alcanzó niveles algo más elevados en la industria (11 %), la construcción (10 %) y el comercio (10 %). De los cuatro grandes países de la zona del euro, el porcentaje más alto de empresas vulnerables (9 %) corresponde a Italia y Alemania. En estos dos países, esta proporción ha registrado un incremento notable recientemente, debido al peso relativamente elevado de las empresas industriales. En comparación con la edición anterior de la encuesta, el porcentaje de empresas vulnerables ha crecido más entre las grandes empresas que entre las pymes, pese a que estas últimas suelen ser más frágiles desde el punto de vista financiero, en términos históricos <sup>6</sup>. Asimismo, recientemente el porcentaje de compañías vulnerables ha aumentado más entre las empresas jóvenes que entre las más antiguas.

**Gráfico B**  
Heterogeneidad en la vulnerabilidad de las empresas según la SAFE



Fuentes: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea, y cálculos del BCE.

Notas: Las barras muestran el porcentaje de empresas vulnerables en los distintos sectores, países, categorías de tamaño y tramos de antigüedad en las dos últimas ediciones de la SAFE (IV TR 2022-I TR 2023 y II TR 2023-III TR 2023).

<sup>6</sup> En general, se considera que las pymes son más frágiles porque desarrollan actividades menos diversificadas y flexibles, y porque son menos intensivas en capital y, por tanto, dependen más de la financiación externa. Véase G. Udell, «SME Access to Finance and the Global Financial Crisis», *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, vol. 8, n.º 1, 2040003, agosto de 2020.

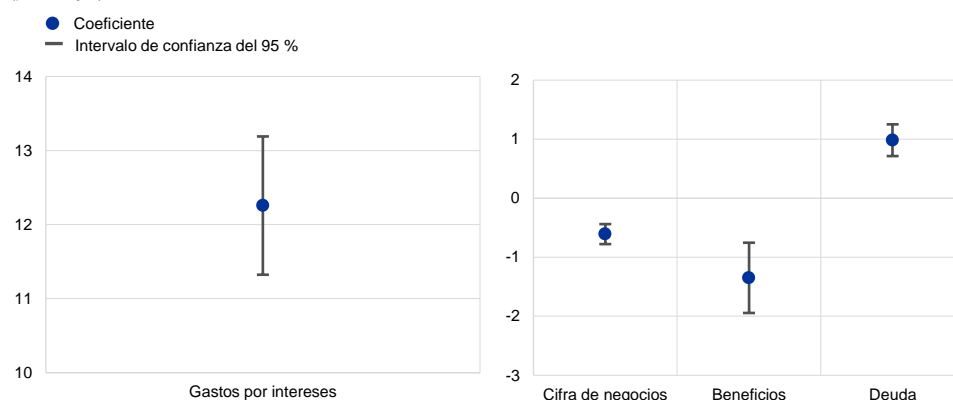
### Los incrementos de los gastos por intereses son importantes para explicar la probabilidad de que las empresas pasen a una situación de vulnerabilidad (gráfico C).

Se realizan regresiones en forma reducida para investigar qué características del balance son más relevantes para que las compañías pasen a ser vulnerables. El análisis sugiere que, para la muestra de empresas de la SAFE con información del balance correspondiente al período 2010-2021, un incremento medio de los intereses pagados de un punto porcentual, en porcentaje sobre los beneficios, aumenta en un 12 % la probabilidad de que lleguen a una situación de vulnerabilidad. Las variaciones de la deuda, la cifra de negocios o los beneficios tienen un impacto mucho menor en la probabilidad de volverse vulnerables. Esto sugiere que las subidas de los tipos de interés, que son necesarias para que la inflación se reduzca desde niveles muy elevados, podrían afectar a la actividad económica a través de su impacto sobre las empresas. De hecho, como se explica más adelante, las compañías vulnerables invierten menos que las no vulnerables.

### Gráfico C

#### Vulnerabilidad de las empresas según la SAFE y determinantes

(porcentajes)



Fuentes: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea, BvD Orbis y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico presenta coeficientes de regresión para efectos marginales medios con el fin de mostrar el impacto de la cifra de negocios, los beneficios, los gastos por intereses y la deuda en la probabilidad de que una empresa se vuelva vulnerable. Los gastos por intereses se miden como los intereses totales pagados sobre los beneficios antes de impuestos; los beneficios se miden como los ingresos netos sobre las ventas; la cifra de negocios se define como las ventas sobre los activos totales, y la deuda, como la deuda total sobre los activos totales. Las regresiones contienen efectos fijos de país, tiempo, tamaño de empresa y sector. Las líneas verticales representan intervalos de confianza del 95 %. La muestra abarca las empresas de la SAFE con estados financieros correspondientes al período 2010-2021.

### Las empresas vulnerables de la SAFE son más propensas que las no vulnerables a tener préstamos dudosos (gráfico D).

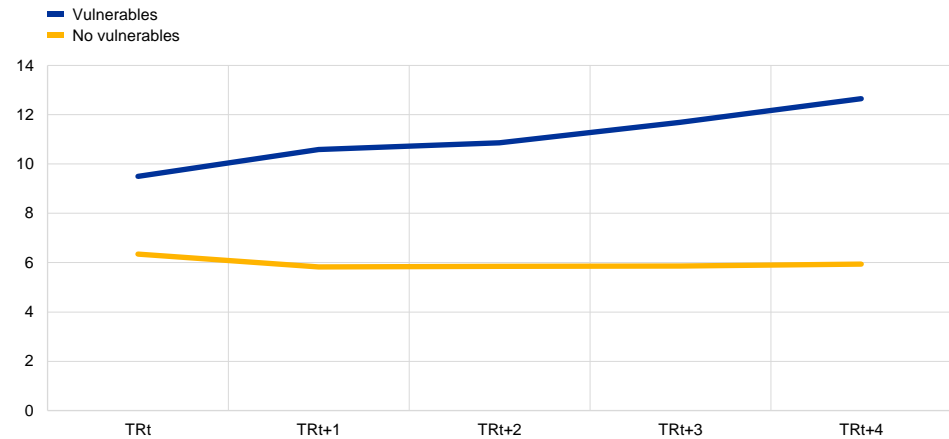
Si se observan ediciones anteriores de la encuesta, en promedio, en torno al 10 % de las compañías vulnerables de la SAFE ya tenían préstamos bancarios dudosos en el trimestre en el que realizaron la encuesta y fueron consideradas vulnerables. El seguimiento de la evolución de las empresas vulnerables durante los cuatro trimestres siguientes a su identificación como tales en la encuesta, muestra que el porcentaje de compañías vulnerables con préstamos dudosos aumenta y alcanza, de media, hasta el 13 % un año después de haberse identificado su situación de vulnerabilidad. En cambio, solo alrededor del 6 % de las no vulnerables tenían préstamos dudosos en ediciones anteriores de la encuesta y este porcentaje se mantiene estable en los trimestres

posteriores a la encuesta. Esta conclusión confirma que la vulnerabilidad lastra de forma considerable la capacidad de las empresas para atender el pago de la deuda.

### Gráfico D

#### Proporción de empresas vulnerables y no vulnerables con préstamos dudosos

(porcentajes)



Fuentes: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea, AnaCredit y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el porcentaje medio de empresas vulnerables y no vulnerables con exposiciones dudosas según lo indicado en AnaCredit (el registro de crédito de la zona del euro) durante las ediciones 20 (octubre de 2018-marzo de 2019) a 27 (abril de 2022-septiembre de 2022) de la encuesta. En el gráfico, el TRt muestra el porcentaje medio de empresas con exposiciones dudosas en el último trimestre de la edición correspondiente de la encuesta para las empresas vulnerables y no vulnerables de la SAFE. Después se hace un seguimiento de estas empresas durante cuatro trimestres adicionales tras la edición inicial de la encuesta (TRt+1 a TRt+4).

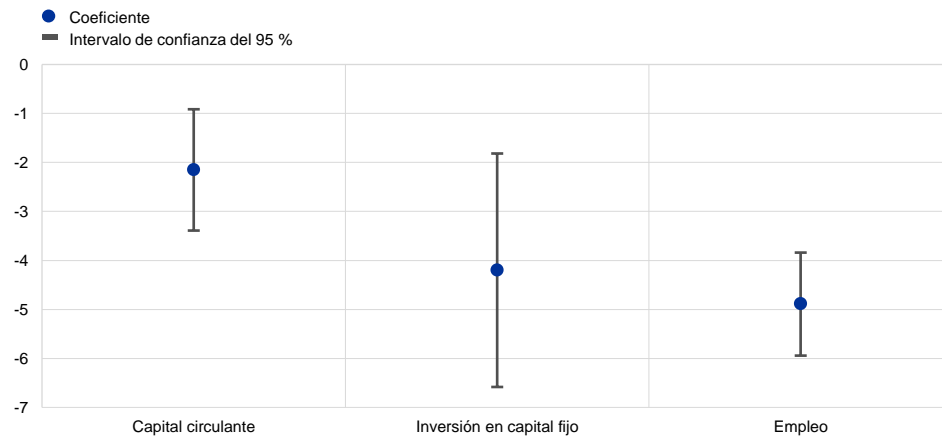
### Los datos del balance de las empresas de la SAFE confirman que la vulnerabilidad tiene implicaciones para sus decisiones futuras sobre inversión y empleo (gráfico E).

Si se pone el foco en la muestra de empresas de la SAFE con información del balance correspondiente al período 2010-2021, unas regresiones simples que controlan por variables fundamentales de las compañías y un conjunto de efectos fijos estructurales muestran que la vulnerabilidad según el indicador de la SAFE estaría ligada a niveles más reducidos de capital circulante. Esto confirma las dificultades a corto plazo de las empresas vulnerables. Es más, la vulnerabilidad también se asocia a una disminución de la inversión en capital fijo y del empleo en el futuro. En relación con las empresas no vulnerables, las vulnerables tienen, en promedio, una tasa de inversión 4 puntos porcentuales más baja y un crecimiento del empleo 5 puntos porcentuales menor. Estos resultados indican que los cambios en la fragilidad de las compañías, atendiendo a sus propias percepciones, están relacionados con resultados económicos reales.

## Gráfico E

### Vulnerabilidad de las empresas según la SAFE y resultados de las empresas

(puntos porcentuales)



Fuentes: Encuesta SAFE del BCE y de la Comisión Europea, BvD Orbis y cálculos del BCE.

Notas: Las regresiones muestran el impacto de la vulnerabilidad de las empresas en el período t sobre el capital circulante, la inversión en capital fijo y el empleo del período t+1. El capital circulante es la diferencia entre los activos y los pasivos corrientes con respecto a los activos totales; la inversión es la variación de los activos fijos en relación con los activos fijos totales, y el empleo es la variación del número de empleados en relación con el número total de empleados. Las regresiones incluyen controles de las empresas (beneficios sobre activos totales y deuda a largo plazo sobre deuda total) y efectos fijos de país, edición de la encuesta, sector y tamaño de empresa. Las líneas verticales representan intervalos de confianza del 95 %. La muestra abarca las empresas de la SAFE con estados financieros correspondientes al período 2010-2021.

## 6 Errores en las expectativas de política monetaria durante el reciente ciclo de endurecimiento: información procedente de la encuesta del BCE a analistas de política monetaria

Yıldız Akkaya Blake, Lea Bitter, Claus Brand y Diogo Sá

**La información procedente de la encuesta a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) sobre las expectativas de los encuestados relativas a la evolución futura de las medidas de política monetaria del BCE puede ayudar a conocer la fuente de los errores en las expectativas durante el reciente ciclo de endurecimiento.** Desde julio de 2022, el Consejo de Gobierno ha subido los tipos de interés oficiales del BCE un total de 450 puntos básicos en respuesta al extraordinario repunte de la inflación. Tras un prolongado periodo de tipos de interés oficiales próximos al límite inferior efectivo, los mercados financieros y los analistas esperaban una senda de tipos mucho más plana que la observada finalmente. En consecuencia, los errores en las expectativas de política monetaria han sido sustanciales y no han comenzado a disminuir hasta hace poco. Los datos de la SMA pueden ayudar a determinar si estos errores se deben a un error de percepción de la función de reacción del BCE o a errores de cálculo acerca del entorno macroeconómico<sup>1</sup>.

**Desde la primavera de 2022, los mercados financieros y los analistas han pronosticado las decisiones inmediatas del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés oficiales de forma relativamente precisa, pero han cometido errores sustanciales en sus predicciones para dentro de tres reuniones del Consejo de Gobierno.** Utilizando las expectativas individuales de la SMA, el exceso de rendimiento *ex post*, medido como la diferencia entre la curva *forward* del tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) y el tipo de interés realizado de la facilidad de depósito (DFR, por sus siglas en inglés), puede descomponerse en dos elementos<sup>2</sup>: i) las primas de riesgo, aproximadas por la diferencia entre la curva *forward* del €STR y las expectativas de DFR de la SMA, y ii) errores en las expectativas, a saber, la diferencia entre las expectativas de DFR de la SMA y el DFR realizado<sup>3</sup>. La descomposición resultante (gráfico A) muestra que, durante el periodo de la muestra, tanto los mercados financieros como los participantes en la encuesta SMA subestimaron el ritmo del ciclo de subidas de tipos de interés. A muy corto plazo (a una reunión del Consejo de Gobierno), las expectativas de política monetaria predecían las decisiones sobre los tipos de interés con precisión en la

<sup>1</sup> Para más detalles sobre la SMA, véase C. Brand y J. Hutchinson, «[The ECB Survey of Monetary Analysts: an introduction](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2021.

<sup>2</sup> La curva *forward* del €STR se ajusta añadiendo las expectativas individuales de la SMA relativas al diferencial entre el DFR y el €STR.

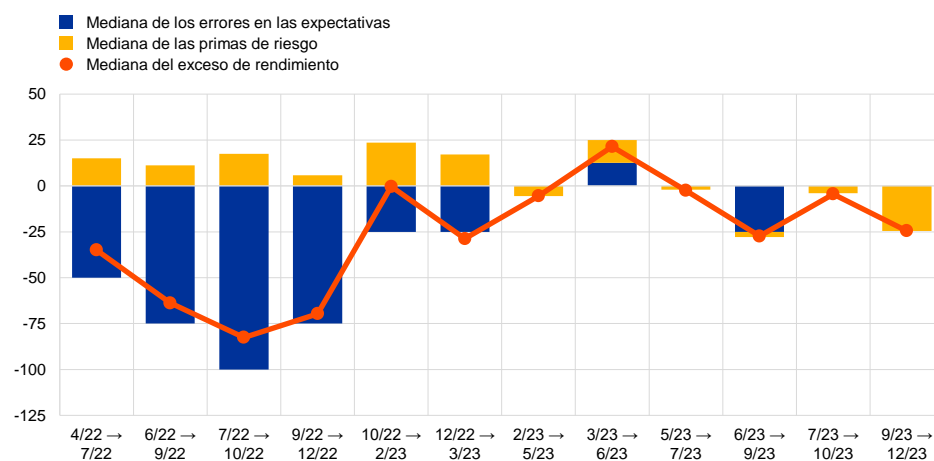
<sup>3</sup> Para una descomposición comparable del exceso de rendimiento, véanse M. Schmeling, A. Schrimpf y S. A. M. Steffensen, «[Monetary policy expectations errors](#)», *Journal of Financial Economics*, vol. 146, n.º 3, diciembre de 2022, pp. 841-858, y A. Cieslak, «[Short-Rate Expectations and Unexpected Returns in Treasury bonds](#)», *The Review of Financial Studies*, vol. 31, n.º 9, septiembre de 2018, pp. 3265-3306.

mayoría de los casos. Sin embargo, en un horizonte temporal más largo (dentro de tres reuniones del Consejo de Gobierno), los errores en las expectativas de política monetaria aumentaban significativamente. En concreto, en sus predicciones los encuestados en la SMA subestimaron sistemáticamente la senda de los tipos de interés oficiales en 2022, en hasta 1 punto porcentual.

### Gráfico A

#### Primas de riesgo y errores en las expectativas de la SMA dentro de tres reuniones del Consejo de Gobierno

(puntos básicos)



Fuentes: SMA y cálculos del BCE.

Notas: Las expectativas de la SMA se utilizan para descomponer el exceso de rendimiento *ex post*  $XR$  (medido como la diferencia entre los tipos *forward* del €STR  $Fwd$  y el tipo de interés realizado de la facilidad de depósito  $DFR$ ) en primas de riesgo  $RP$  (aproximadas por la diferencia entre los tipos *forward* del €STR y las expectativas de DFR de la SMA) y errores en las expectativas  $EE$  (la diferencia entre las expectativas de DFR de la SMA y el DFR realizado).

$$XR_t = Fwd_{t-3,t} - DFR_t = \underbrace{(Fwd_{t-3,t} - DFR_{t-3,t}^{SMA})}_{RP_t} + \underbrace{(DFR_{t-3,t}^{SMA} - DFR_t)}_{EE_t}$$

Por ejemplo, «dentro de tres reuniones» significa que, en la fecha de cierre de la SMA anterior a la reunión del Consejo de Gobierno de julio de 2022, se consideran las expectativas relativas a la decisión del Consejo de Gobierno de octubre de 2022. El período de la muestra abarca desde abril de 2022 hasta diciembre de 2023. Las últimas observaciones corresponden al 14 de diciembre de 2023.

### El incierto entorno macroeconómico, reflejado en las significativas revisiones de las expectativas de inflación y de producción, ha influido de manera importante en los errores en las expectativas de política monetaria<sup>4</sup>.

La evidencia econométrica sugiere que una parte considerable de la subestimación de la senda de los tipos de interés oficiales dentro de tres reuniones del Consejo de Gobierno está asociada a las revisiones de las expectativas sobre la evolución macroeconómica (gráfico B). Concretamente, las revisiones de las expectativas macroeconómicas, medidas en este análisis por las revisiones de las expectativas de la SMA relativas a la inflación interanual medida por el IAPC y al crecimiento intertrimestral del PIB real a cuatro trimestres vista, están estrechamente relacionadas con los errores en las expectativas de política monetaria. Del mismo modo, las revisiones al alza de las expectativas de DFR a largo plazo pueden ayudar a explicar estos errores. Por lo tanto, la subestimación del endurecimiento de la política monetaria está correlacionada con el hecho de que los encuestados revisaran consistentemente al alza sus expectativas de inflación y a la baja sus

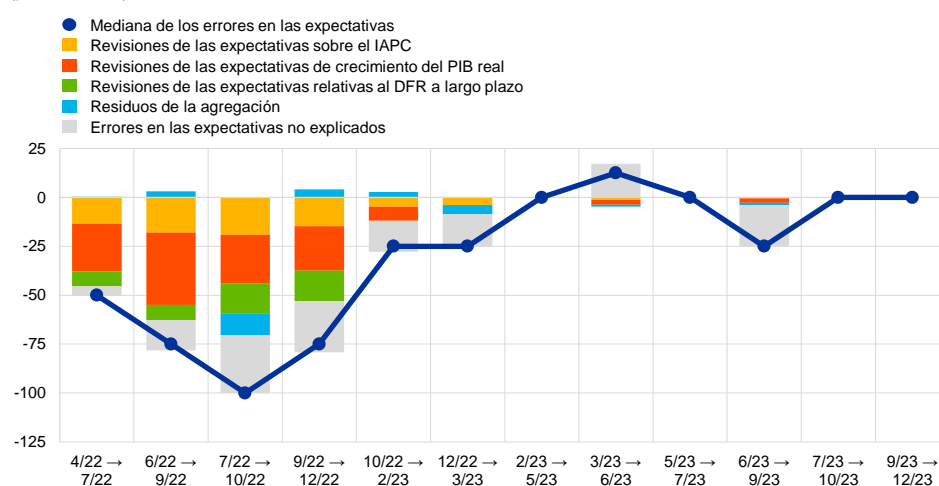
<sup>4</sup> Para un análisis similar, pero con coeficientes calibrados, véase M. Bernardini y A. Lin, «Out of the ELB: expected ECB policy rates and the Taylor Rule», *Occasional Papers*, n.º 815, Banca d'Italia, octubre de 2023.

expectativas de crecimiento del PIB real, reflejo de un entorno económico dominado por perturbaciones de oferta que hacen que la inflación y la producción se muevan en direcciones opuestas. Estos patrones de correlación no pueden interpretarse como una función de reacción de la política monetaria percibida como estructural, debido al carácter episódico de la corta muestra analizada. No obstante, sugieren que la evolución de las expectativas macroeconómicas es un factor clave para explicar los errores en las expectativas de política monetaria.

### Gráfico B

#### Descomposición de los errores en las expectativas dentro de tres reuniones del Consejo de Gobierno

(puntos básicos)



Fuentes: SMA y cálculos del BCE.

Notas: Los errores en las expectativas se descomponen a nivel individual mediante una regresión de mínimos cuadrados ordinarios agrupados con revisiones de: i) las expectativas de inflación medida por el IAPC a cuatro trimestres vista; ii) las expectativas de crecimiento del PIB real a cuatro trimestres vista, y iii) las expectativas de DFR a largo plazo como regresores. El gráfico muestra las contribuciones medianas de estos tres componentes. Los residuos de la agregación son las diferencias entre los valores ajustados de la regresión y la suma de la mediana de estos tres componentes. Los errores en las expectativas no explicados son las diferencias entre los errores observados en las expectativas y los valores ajustados. Los coeficientes se estiman sobre la base de la muestra de las expectativas individuales de la SMA entre abril de 2022 y septiembre de 2023. Las últimas observaciones corresponden al 14 de diciembre de 2023.

#### Este análisis sugiere que, al formar sus expectativas acerca de la política monetaria, los encuestados en la SMA percibieron una reacción coherente en general de la política monetaria a la evolución macroeconómica.

Desde que comenzaron las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE, tanto el exceso de rendimiento como los errores en la predicción de la senda del DFR han sido predominantemente negativos, ya que los mercados financieros y los analistas han subestimado el ritmo y la magnitud de los aumentos. El incremento de los errores en las expectativas ha estado relacionado, en su mayor parte, con cambios en las expectativas macroeconómicas, lo que sugiere que los analistas percibieron una reacción coherente en general de la política monetaria a la evolución económica, pero han tenido dificultades para predecir esa evolución.

## Actualización sobre las estimaciones del tipo de interés natural de la zona del euro

Claus Brand, Noëmie Lisack y Falk Mazelis

**El tipo de interés natural,  $r^*$  (o « $r$ -estrella»), se define como el tipo de interés real que no se corresponde con una expansión ni con una contracción<sup>1</sup>.** A raíz de la crisis financiera mundial de 2008, los tipos de interés reales (medidos restando las expectativas de inflación de un tipo de interés nominal) cayeron hasta niveles excepcionalmente bajos en las economías avanzadas, incluida la zona del euro. Estos tipos han subido solo recientemente como consecuencia del endurecimiento de la política monetaria tras la escalada de la inflación registrada después de la pandemia.

**Las estimaciones disponibles del  $r^*$  pueden clasificarse, en líneas generales, como medidas de equilibrio *slow-moving* (de variación lenta) o medidas cíclicas de estabilización de la inflación.** En su revisión de la estrategia de política monetaria de 2021, el BCE señaló que las primeras eran las más relevantes para medir los riesgos de que los tipos de interés oficiales se vieran restringidos por su límite inferior efectivo. Las medidas *slow-moving* reflejan niveles de equilibrio a largo plazo, determinados por factores estructurales, hacia los que se mueven los tipos de interés reales. Sin embargo, durante el ciclo económico, estas medidas no son un buen indicador del tipo de interés real natural a corto plazo que elimina las presiones tanto inflacionistas como desinflacionistas. Para medir la evolución del tipo natural durante el ciclo económico es necesario adoptar un enfoque basado en modelos que asegure que un banco central que sigue la evolución del  $r^*$  estabilice la inflación simultáneamente (en el modelo neokeynesiano estándar de equilibrio general dinámico estocástico —DSGE, por sus siglas en inglés—, en ausencia de fricciones nominales) o a medio plazo (en modelos econométricos, sin perturbaciones imprevistas).

**Las inferencias sobre los movimientos del  $r^*$  están sujetas a un grado elevado de incertidumbre.** El  $r^*$  no es observable y su estimación es complicada debido a los numerosos retos de medición y especificación de modelos que conlleva. En la práctica, las estimaciones del  $r^*$  y su interpretación dependen siempre de modelos y de datos y, por consiguiente, están sujetas a la incertidumbre de los modelos y a la incertidumbre estadística. Cuando se analizan los movimientos del  $r^*$ , deben tenerse en cuenta los modelos utilizados y los aspectos específicos de la estimación. Entre esos aspectos se incluyen el instrumento de política empleado para medir la orientación de la política monetaria, la medida de la holgura de la economía incluida

<sup>1</sup> En este recuadro se utilizan indistintamente los términos tipo de interés real «natural» y «neutral». En cambio, Obstfeld (2023) distingue entre un tipo natural —el tipo de interés real que prevalece en un escenario de equilibrio a largo plazo donde no existen rigideces de precios— y un tipo neutral —el tipo de interés real oficial que elimina las presiones inflacionistas y deflacionistas—. No obstante, estas dos definiciones se superponen, ya que las medidas neutrales definidas de esta manera siguen el tipo de interés real sin fricciones, es decir, también tienen características del tipo natural. Véase M. Obstfeld, «Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future», NBER Working Paper, n.º 31949, diciembre de 2023.



en el análisis, el nivel al que se estabiliza la inflación una vez absorbida la holgura y el horizonte temporal en el que sucede esto. En la estimación del  $r^*$ , el hecho de considerar o no el límite inferior de los tipos de interés o los efectos de las medidas de política monetaria no convencionales también es importante para la validez estadística de las medidas.

**Las diferentes medidas cíclicas del  $r^*$  de la zona del euro difieren en sus propiedades de estabilización de la inflación.** No todas ellas ofrecen propiedades de este tipo deseables. De entre las medidas cíclicas analizadas en este recuadro, solo algunas se obtienen de modelos econométricos o estructurales que establecen una relación entre una medida de la holgura económica específica de cada modelo, la diferencia de la inflación con respecto al objetivo del banco central y la brecha del tipo real (la diferencia entre los tipos de interés reales observados y el  $r^*$ )<sup>2</sup>. Asimismo, para estas medidas basadas en modelos econométricos, el horizonte temporal en el que se alcanza el objetivo de inflación puede variar significativamente en función de la magnitud y la persistencia de las perturbaciones. Otras medidas, ya sean cíclicas o *slow-moving*, dependientes de modelos o basadas en encuestas, tienen propiedades de estabilización de la inflación incluso menos conocidas.

**El entorno económico posterior a la pandemia puede haber elevado las medidas cíclicas del  $r^*$ , pero también ha complicado su medición.** El impacto de la pandemia, de las interrupciones en las cadenas globales de suministro, de las fuertes subidas de los precios de la energía y de las políticas fiscales más intervencionistas contribuyó a un repunte excepcional de la inflación en 2021-2022 y, en principio, puede estar asociado también a un incremento temporal de las medidas cíclicas del  $r^*$ . La escalada de la inflación redujo inicialmente el tipo de interés real a corto plazo y, por tanto, abrió una amplia brecha negativa del tipo real. En principio, esta brecha ha sustentado la creciente actividad económica y, por ende, ha impulsado la inflación aún más. Además, en la medida en que la recuperación de la demanda agregada después de la pandemia ha superado la capacidad productiva (que se vio limitada por perturbaciones de oferta adversas adicionales), el tipo de interés real habría tenido que subir para corregir esta sobreutilización de la capacidad, lo que apuntaría a un  $r^*$  cíclicamente más alto<sup>3</sup>. Si un  $r^*$  más elevado fuese sustancial y persistiese después del episodio inflacionista posterior a la pandemia, reduciría los efectos de la normalización y del endurecimiento de la política monetaria desde finales de 2021. Sin embargo, la normalización de la oferta en los últimos años —observada, por ejemplo, en la mejora de los plazos de entrega— actuaría en sentido contrario y reduciría el aumento de equilibrio necesario del  $r^*$ .

<sup>2</sup> La medida del  $r^*$  ampliamente utilizada de Laubach y Williams (2003) establece una relación retrospectiva entre la brecha del tipo de interés real, la holgura de la economía y la inflación. La estimación del  $r^*$  resultante estabiliza la inflación en torno a una deriva aleatoria, es decir, no necesariamente cerca del objetivo de inflación del banco central. Véase T. Laubach y J. C. Williams, «[Measuring the Natural Rate of Interest](#)», *Review of Economics and Statistics*, vol. 85, n.º 4, noviembre de 2003, pp. 1063-70.

<sup>3</sup> Las medidas de la holgura de la economía después de la pandemia se sitúan por encima de cero cuando se tiene en cuenta el impacto de las perturbaciones de oferta en el producto potencial; véase el recuadro titulado «[El producto potencial en épocas de perturbaciones de oferta transitorias](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023.

**Es poco probable que las medidas *slow-moving* del  $r^*$  ancladas a las tendencias económicas a largo plazo hayan aumentado recientemente.** Aunque es posible que las medidas cíclicas del  $r^*$  estén elevándose, es poco probable que las medidas *slow-moving* del  $r^*$ , que solo varían a lo largo de décadas, se hayan incrementado, dado que sus determinantes económicos a largo plazo —como el crecimiento de la productividad, la demografía y la aversión al riesgo— no han cambiado de manera sustancial<sup>4</sup>. El crecimiento de la productividad se ha mantenido en niveles bajos y la transición demográfica está impulsando al alza el ahorro a escala global en previsión de períodos de jubilación más largos. La aversión al riesgo y la escasez de activos seguros han sido factores importantes que explican el descenso del  $r^*$  de la zona del euro tras la crisis financiera mundial. Con todo, es difícil medir cómo irá desapareciendo el impacto de estos factores a lo largo del tiempo.

**Pese a que las estimaciones del  $r^*$  de la zona del euro varían ampliamente entre los distintos modelos, la estimación mediana ha aumentado en unos 30 puntos básicos en comparación con los niveles observados a mediados de 2019, antes de la irrupción de la pandemia (gráfico A).** El  $r^*$  de la zona del euro habría caído hasta niveles de alrededor de cero o inferiores después de la crisis financiera mundial<sup>5</sup>. Dada la incertidumbre que rodea a las medidas del  $r^*$ , el gráfico A presenta evidencia basada en un conjunto de modelos y enfoques para estimar algunas medidas *slow-moving* del  $r^*$  y un número más elevado de mediciones cíclicas del  $r^*$ , incluidos modelos de estructura temporal, modelos semiestructurales, un modelo DSGE y estimaciones basadas en encuestas<sup>6</sup>. Recientemente, la naturaleza excepcional de la perturbación ocasionada por la pandemia ha complicado las inferencias basadas en modelos sobre las medidas cíclicas del  $r^*$ . Muchos modelos no se han modificado para tener en cuenta esta perturbación en la estimación del  $r^*$ . En algunos casos, se usa el promedio del  $r^*$  a lo largo del tiempo o se incorpora la volatilidad estocástica en la brecha de producción para asegurar que la elevada volatilidad macroeconómica durante ese período no conduce automáticamente a grandes fluctuaciones del  $r^*$ . Teniendo presente esta matización, las estimaciones actualizadas sugieren que el  $r^*$  de la zona del euro habría caído a terreno negativo en 2021, y la magnitud del rango de estimaciones apunta a un grado muy elevado de incertidumbre de los modelos. Se estima que, posteriormente, el  $r^*$  se ha acercado a los niveles previos a la pandemia —aunque dentro de un rango más estrecho en torno a cero—, principalmente como consecuencia de los cambios observados en las medidas cíclicas. Desde la segunda mitad de 2023, las estimaciones obtenidas de modelos de estructura temporal y modelos semiestructurales (es decir, excluyendo las estimaciones basadas en el modelo DSGE, de naturaleza más volátil) han oscilado entre

<sup>4</sup> Cesa-Bianchi, Harrison y Sajedi (2023) llegan a las mismas conclusiones con respecto a la evolución del  $r^*$  global, por razones similares. Estiman que el  $r^*$  global se ha situado recientemente en torno a cero o por debajo de ese nivel. Véase A. Cesa-Bianchi, R. Harrison y R. Sajedi, «[Global R\\*](#)», Staff Working Paper n.º 990, Banco de Inglaterra, octubre de 2023.

<sup>5</sup> Véase el informe de 2018 del Working Group on Econometric Modelling titulado «[The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 217, BCE, Frankfurt am Main, diciembre de 2018.

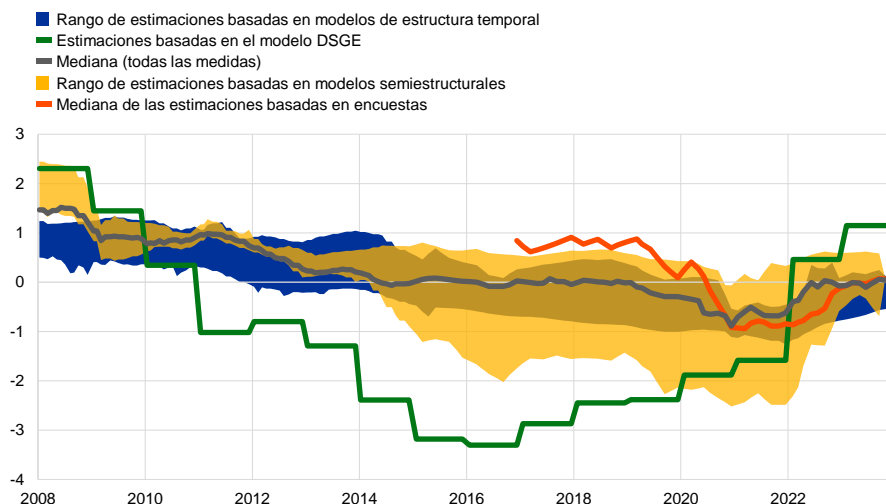
<sup>6</sup> El rango de estimaciones obtenidas solo tiene en cuenta la incertidumbre de los modelos y no la incertidumbre estadística, que es mucho mayor.

aproximadamente menos tres cuartos de punto porcentual y alrededor de medio punto porcentual<sup>7</sup>.

## Gráfico A

### Tipos de interés naturales reales de la zona del euro

(porcentajes)



Fuentes: Estimaciones del Eurosistema, cálculos del BCE, Reserva Federal de Nueva York y Consensus Economics.

Notas: Las estimaciones basadas en encuestas incluyen las siguientes: la estimación de la encuesta a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*), que es la mediana de las expectativas a largo plazo de los participantes con respecto al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE, menos las expectativas de inflación a largo plazo (a partir del segundo trimestre de 2021), además de la estimación de Consensus Economics, que es el tipo de interés interbancario a tres meses esperado dentro de diez años, menos las expectativas de inflación a largo plazo. Las estimaciones basadas en la estructura temporal se obtienen de F. Geiger y F. Schupp, «With a little help from my friends: Survey-based derivation of euro area short rate expectations at the effective lower bound», Deutsche Bundesbank Discussion Paper, n.º 27, 2018; S. Joslin, K. J. Singleton y H. Zhu, «A New Perspective on Gaussian Dynamic Term Structure Models», *Review of Financial Studies*, vol. 24, número 3, enero de 2011, pp. 926-970; V. Ajevskis, «The natural rate of interest: information derived from a shadow rate model», *Applied Economics*, vol. 52(47), julio de 2020, pp. 5129-5138, y C. Brand, G. Goy y W. Lemke, «Natural rate chimera and bond pricing reality», *Working Paper Series*, n.º 2612, BCE, Frankfurt am Main, noviembre de 2021. Las estimaciones semiestructurales se basan en K. Holston, T. Laubach y J. C. Williams, «Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19», Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, n.º 1063, junio de 2023; C. Brand y F. Mazelis, «Taylor-rule consistent estimates of the natural rate of interest», *Working Paper Series*, n.º 2257, BCE, Frankfurt am Main, marzo de 2019 (incluyendo la volatilidad estocástica en la brecha de producción, un tipo de interés a largo plazo, los efectos de la compra de activos y el límite inferior efectivo); A. Carvalho, «The euro area natural interest rate – Estimation and importance for monetary policy», Banco de Portugal Economic Studies, vol. IX, n.º 3 (basado en Holston, Laubach y Williams [2023], con y sin expectativas de inflación), y C. Grosse-Steffen, S. Lhuissier, M. Marx y A. Penalver, «How to weigh stars? Combining optimally estimates for the natural rate», Banque de France working paper, de próxima publicación. Las estimaciones basadas en el DSGE se obtienen de A. Gerali y S. Neri, «Natural rates across the Atlantic», *Journal of Macroeconomics*, vol. 62(C), 2019 (se muestran como una media móvil de tres años de las estimaciones). Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 para Holston, Laubach y Williams (2023); Ajevskis (2020); Grosse-Steffen, Lhuissier, Marx y Penalver (de próxima publicación); Carvalho (2023), y Geiger y Schupp (2018), y al cuarto trimestre de 2023 para todas las demás estimaciones.

<sup>7</sup> En comparación, para Estados Unidos hay evidencia dispar sobre la evolución del  $r^*$  que también pone de manifiesto la incertidumbre de los modelos. Según el modelo DSGE de la Reserva Federal de Nueva York, entre junio de 2022 y marzo de 2023, el tipo de interés natural nominal a corto plazo aumentó más que el tipo de interés de los fondos federales (véanse K. Baker, L. Casey, M. del Negro, A. Gleich y R. Nallamotu, «The Post-Pandemic  $r^*$ », *Liberty Street Economics*, agosto de 2023, y K. Baker, L. Casey, M. del Negro A. Gleich y R. Nallamotu, «The Evolution of Short-Run  $r^*$  after the Pandemic», *Liberty Street Economics*, agosto de 2023). Sin embargo, esta conclusión sigue siendo cuestionable porque las estimaciones actualizadas de Lubik y Matthes (2015), y las estimaciones de Holston, Laubach y Williams (2023) se mueven en direcciones opuestas. En este último trabajo se utiliza un modelo semiestructural en el que se supone que el  $r^*$  es compatible con una inflación que no se está acelerando, mientras que en el primero no se imponen propiedades de estabilización de la inflación y se define el  $r^*$  como la previsión a largo plazo del tipo real a corto plazo en un modelo de vectores autorregresivos con parámetros variables en el tiempo. Esta discrepancia resultante en las distintas estimaciones recientes para Estados Unidos también refleja la considerable incertidumbre de los modelos que rodea a las medidas del  $r^*$ . Véanse T. A. Lubik y C. Matthes, «Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches», Federal Reserve Bank of Richmond Economic Brief, n.º 15-10, octubre de 2015, y K. Holston, T. Laubach y J. C. Williams, «Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19», Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, n.º 1063, junio de 2023.

**En general, la incertidumbre de los modelos complica la medición del  $r^*$  y su uso como indicador de la política monetaria.** Si bien las medidas cíclicas del  $r^*$  de la zona del euro han ido aumentando, es poco probable que las estimaciones de las medidas *slow-moving* ancladas a las tendencias económicas a largo plazo se hayan incrementado. Las estimaciones varían ampliamente, lo que refleja un grado elevado de incertidumbre de los modelos y diferencias en las propiedades de estabilización de la inflación específicas de cada modelo. Aunque estas características dificultan enormemente el uso de estimaciones del  $r^*$  como indicador de la política monetaria a altas frecuencias, las tendencias de las estimaciones del  $r^*$  siguen señalando riesgos de que los tipos de interés nominales se vean restringidos por su límite inferior efectivo en el futuro.

## 8 Medidas de política fiscal en respuesta a las perturbaciones energética e inflacionista y al cambio climático

**Marien Ferdinandusse y Mar Delgado-Téllez**

**En este recuadro se presentan estimaciones y proyecciones de las medidas fiscales discrecionales adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en relación con la crisis energética, la elevada inflación y el cambio climático, actualizadas como parte de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023.**

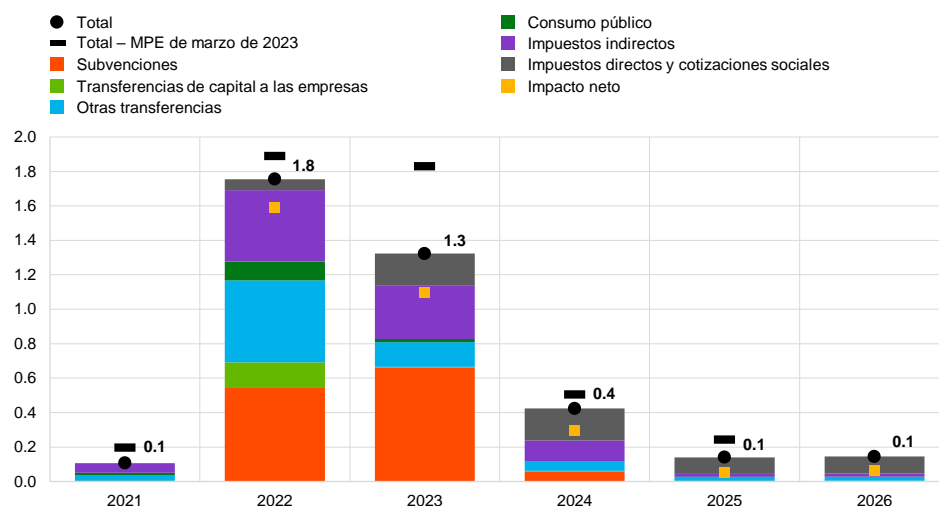
**Se prevé que las medidas fiscales discrecionales para apoyar a los hogares y las empresas en respuesta a las perturbaciones causadas por los precios de la energía y la elevada inflación se retiren en gran parte en los próximos años.**

Se estima que el importe de estas medidas ascienda al 1,3 % del PIB en 2023, frente al 1,8 % en 2022, y que se mantenga por debajo del 0,5 % anual durante el horizonte de proyección 2024-2026 (gráfico A). En concreto, se espera que en torno a dos terceras partes de las medidas de apoyo vigentes en 2023 expiren en 2024 y otro 20 % en 2025. Se prevé que las restantes medidas sigan en vigor en 2026. En cuanto a su tipología, en 2023 casi la mitad de las medidas fueron subvenciones, de las cuales más del 50 % estuvieron relacionadas con los topes a los precios de la energía aplicados en Alemania, Francia y Países Bajos. El peso de las subvenciones en el total de las medidas de apoyo frente a los precios energéticos y la inflación se reduciría considerablemente en 2024 y sería insignificante a partir de 2025.

## Gráfico A

### Medidas fiscales discretionales de la zona del euro en respuesta al crecimiento de los precios energéticos y de la inflación, por instrumentos

(porcentaje del PIB de la zona del euro)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023 y los cuestionarios fiscales facilitados por el Grupo de Trabajo de Finanzas Públicas (WGPF, por sus siglas en inglés) del SEBC.

Los costes fiscales en la zona del euro de las medidas de apoyo en respuesta a los precios energéticos y a la inflación se revisaron a la baja en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023, dado que los precios de la energía fueron inferiores a lo que se esperaba a principios de 2023<sup>1</sup>. En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2023, estos costes se revisaron a la baja para 2022 y sobre todo para 2023, en parte debido a una caída de los precios energéticos más intensa de lo esperado que ha hecho que estas medidas sean menos costosas (gráfico A)<sup>2</sup>. Para 2024, el impacto fiscal está prácticamente en línea con las proyecciones de marzo. En los presupuestos de 2024 de numerosos países de la zona del euro se han prorrogado las medidas vigentes o se han introducido medidas nuevas. Sin embargo, este efecto se ve compensado en gran parte por el hecho de que el tope a los precios de la energía aplicado en Alemania expirara al finalizar 2023, en lugar de en abril de 2024, como consecuencia de la sentencia del Tribunal Constitucional sobre el uso de los créditos de emergencia<sup>3</sup>. Los costes fiscales de las medidas compensatorias se han revisado a la baja en unos 0,7 puntos porcentuales del PIB durante todo el horizonte de proyección.

<sup>1</sup> Véase «Actualización de las respuestas de política fiscal de la zona del euro a la crisis energética y a la elevada inflación», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023.

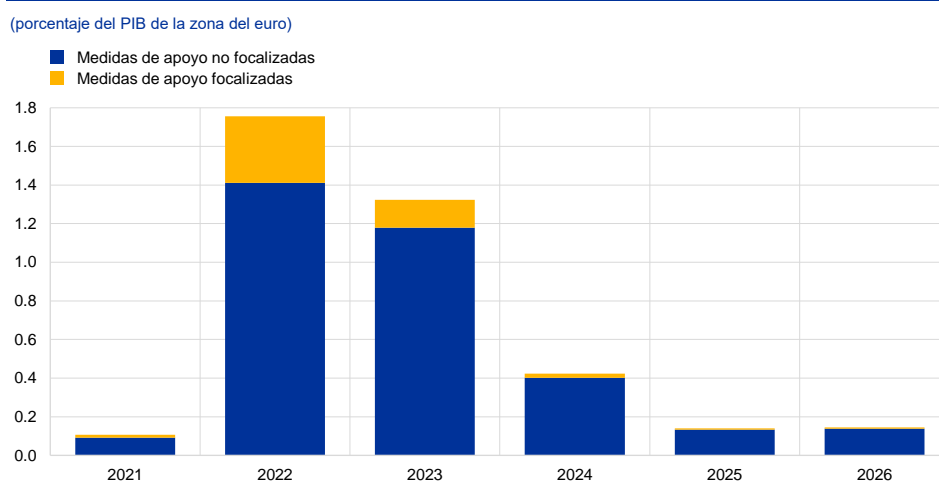
<sup>2</sup> Véase «Actualización de las respuestas de política fiscal de la zona del euro a la crisis energética y a la elevada inflación», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023. Para consultar estimaciones anteriores de las medidas fiscales compensatorias, véanse «Respuesta de la política fiscal de los países de la zona del euro a la guerra en Ucrania y su impacto macroeconómico», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2022, y «Fiscal policy and high inflation», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023.

<sup>3</sup> En algunos países se prorrogaron las medidas o se introdujeron medidas nuevas como parte del proceso presupuestario de 2024 tras la fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023.

**Conforme los paquetes de apoyo en respuesta a los precios de la energía y la elevada inflación disminuyen con el tiempo, la proporción financiada mediante medidas discrecionales aumenta.** Las medidas de financiación discrecionales consisten principalmente en: i) impuestos sobre los beneficios extraordinarios de las empresas de energía y ii) subidas de los impuestos energéticos o recortes de las subvenciones<sup>4</sup>. Se prevé que las medidas de financiación cubran más de la mitad de las medidas de apoyo restantes en 2025 y 2026. Si se tiene en cuenta su limitada cuantía total, se trata de una proporción considerablemente superior a la de años anteriores.

### Gráfico B

Focalización de las medidas fiscales discrecionales en respuesta al crecimiento de los precios energéticos y de la inflación



Fuentes: Cálculos del BCE basados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023 y los cuestionarios fiscales facilitados por el Grupo de Trabajo de Finanzas Públicas (WGPF, por sus siglas en inglés) del SEBC.

Nota: Las medidas focalizadas se refieren a aquellas que tienen por objetivo proporcionar un apoyo directo a los hogares atendiendo a criterios claros de renta; véase «Respuesta de la política fiscal de los países de la zona del euro a la guerra en Ucrania y su impacto macroeconómico», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2022.

**Para la zona del euro en su conjunto, la proporción de medidas focalizadas se ha mantenido en niveles muy reducidos. De cara al futuro, se espera que la inmensa mayoría sean medidas no focalizadas conforme la crisis energética se atenúa.** La respuesta a la perturbación de los precios de la energía incluyó medidas compensatorias orientadas a los precios minoristas, como los topes a los precios energéticos, así como otras medidas que beneficiaron en términos generales a todos los hogares y empresas. Si bien estas medidas aseguraron una compensación generalizada, también entrañaron un coste fiscal considerablemente más elevado que otras medidas más focalizadas, como las transferencias a los hogares de renta baja. Se prevé que el fin de los topes a los precios y la consiguiente reducción de las dotaciones fiscales para compensar los altos precios de la energía y la elevada inflación coincidan con una disminución de la proporción de medidas focalizadas en porcentaje del PIB de la zona del euro (gráfico B).

Conviene señalar que la cifra agregada para la zona del euro oculta una

<sup>4</sup> En las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023, los países de la zona del euro obtendrían unos ingresos totales a lo largo del horizonte de proyección de alrededor del 0,1 % del PIB, sobre todo en 2023.

heterogeneidad notable entre países. En particular, algunos países de menor tamaño recurrieron más a medidas focalizadas, pero dada su falta de peso, esto no se aprecia en el agregado de la zona del euro. Con todo, incluso atendiendo a una media sin ponderar de los porcentajes de los países, estas medidas solo representarían alrededor de una quinta parte del total en 2025 y 2026.

**La retirada gradual de las medidas de compensación por los precios de la energía repercute en la reducción de las medidas fiscales de carácter discrecional perjudiciales para el clima.**

Se considera que las medidas compensatorias que influyen en el precio de la energía o incentivan el uso de combustibles fósiles, como los topes a los precios o las reducciones de los impuestos energéticos, son perjudiciales para la transición ecológica. En cambio, las medidas de compensación por los precios de la energía que no inciden en los incentivos para consumir combustibles a base de carbono, como las transferencias sociales, no lo son. La mayor parte de las medidas relacionadas con el cambio climático (gráfico C) tienen un efecto negativo. Aunque, en los últimos años, estas medidas han tenido un peso mayor que las medidas verdes, empezaron a retirarse progresivamente en 2023 y se espera que esta dinámica continúe a lo largo del horizonte de proyección<sup>5</sup>.

**Gráfico C**

**Medidas fiscales discretionales relacionadas con el cambio climático**

(porcentaje del PIB)



Fuente: SEBC.

Notas: El gráfico representa el impacto en el saldo presupuestario de las medidas fiscales discretionales incluidas en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023 relacionadas con el cambio climático. Una medida fiscal, ya sea por el lado de los ingresos o del gasto, se clasifica como una política relacionada con el cambio climático si tiene un impacto positivo (verde) o negativo en la prevención del cambio climático o la adaptación a él, o si compensa los efectos de fenómenos meteorológicos extremos. Véase también el recuadro 5 titulado «Políticas climáticas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE para la zona del euro e impacto macroeconómico de las medidas fiscales verdes», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2023, así como el recuadro 4 «Evaluación de los efectos macroeconómicos de las políticas de transición relacionados con el cambio climático» en este *Boletín Económico*.

<sup>5</sup> Véase también el recuadro 5 titulado «Políticas climáticas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE para la zona del euro e impacto macroeconómico de las medidas fiscales verdes», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2023, así como el recuadro 4 «Evaluación de los efectos macroeconómicos de las políticas de transición relacionados con el cambio climático» en este *Boletín Económico*.



# Artículo

## 1 La respuesta del Eurosistema a los cambios en los pagos minoristas

Patrick Papsdorf y Karine Themejian

### Introducción

**Los pagos minoristas —los que se realizan entre consumidores, empresas y administraciones públicas— están experimentando cambios profundos que están reconfigurando el ecosistema europeo de pagos.** La digitalización está desempeñando un papel destacado a este respecto, y se observa una tendencia hacia un mayor uso de instrumentos de pago electrónico, inmediatos y verdaderamente ágiles. Actualmente se están desarrollando y ofreciendo numerosas soluciones de pago innovadoras, que son posibles gracias al uso de nuevas tecnologías y que responden, además, a la necesidad de mejorar la experiencia de usuario a escala transfronteriza y mundial, así como a la consideración de que se pueden implantar a nivel global<sup>1</sup>. Estas tendencias y avances no están siendo impulsados solo por los actores que ya operan en el mercado de pagos, dado que el negocio de los pagos también atrae a empresas emergentes (*start-ups*), así como a empresas ya establecidas que se incorporan a este mercado.

**Los cambios en los pagos minoristas requieren acciones del Eurosistema en diferentes ámbitos para garantizar un mercado de pagos minoristas en euros seguro, integrado, innovador y competitivo, con acceso continuado al dinero público.** El Eurosistema —el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la UE que han adoptado el euro— tiene el mandato de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago desde una óptica global. Desde la perspectiva de los pagos minoristas, el buen funcionamiento de este sistema implica velar por que los ciudadanos y las empresas puedan realizar pagos de forma segura y eficiente en sus interacciones tangibles con el euro y, por tanto, mantengan su confianza en la moneda. A tal fin, el Eurosistema es responsable de la emisión de dinero público, actualmente en forma de efectivo, que posiblemente se complementará con una versión digital, es decir, un euro digital. Además, el Eurosistema puede actuar: i) como catalizador del cambio promoviendo la eficiencia en el área de los pagos minoristas; ii) como responsable de su vigilancia estableciendo estándares y normas para estos pagos y velando por su cumplimiento, y iii) como operador, teniendo la posibilidad de crear infraestructuras públicas. Las tendencias actuales en el ecosistema de pagos minoristas podrían beneficiar tanto a los consumidores como a las empresas. Con todo, también

---

<sup>1</sup> Véase F. Panetta, «[Extending the benefits of digital technologies to cross-border payments](#)», *The ECB Blog*, BCE, 31 de octubre de 2023.

conlleven riesgos y harán necesario que el Eurosistema actúe en sus distintas capacidades.

En la sección 2 de este artículo se analiza el ecosistema cambiante de los pagos minoristas, en la sección 3 se examina la respuesta del Eurosistema en diferentes ámbitos y en la sección 4 se presentan perspectivas sobre el camino a seguir.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí](#)

© Banco Central Europeo, 2024

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

La traducción y publicación en español de este Boletín corren a cargo del Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 24 de enero de 2024.

La terminología específica puede consultarse en el glosario del BCE (disponible solo en inglés).

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)  
Número de catálogo UE QB-BP-24-001-ES-N (edición electrónica)