

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

La inflación ha disminuido, pero se prevé que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva pronto a situarse en su objetivo del 2 % a medio plazo. En consecuencia, en su reunión del 15 de junio de 2023 decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos.

La subida refleja la evaluación actualizada del Consejo de Gobierno sobre las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio 2023, se espera que la inflación general se sitúe en un promedio del 5,4 % en 2023, del 3 % en 2024 y del 2,2 % en 2025. Los indicadores de las presiones inflacionistas subyacentes siguen en niveles elevados, aunque algunos muestran señales incipientes de debilitamiento. Los expertos han revisado al alza sus proyecciones de inflación, excluidos la energía y los alimentos, especialmente para este año y el próximo, dados los inesperados aumentos anteriores y las implicaciones de la solidez del mercado de trabajo para el ritmo de desinflación. Ahora esperan que la inflación se sitúe, en promedio, en el 5,1 % en 2023, y que descienda hasta el 3 % en 2024 y el 2,3 % en 2025. Los expertos han rebajado ligeramente sus proyecciones de crecimiento económico para este año y el siguiente. Ahora prevén que la economía crezca un 0,9 % en 2023, un 1,5 % en 2024 y un 1,6 % en 2025.

Al mismo tiempo, las anteriores subidas de los tipos acordadas por el Consejo de Gobierno se están transmitiendo con fuerza a las condiciones de financiación y están afectando gradualmente a toda la economía. Los costes de financiación han aumentado de forma acusada y el crecimiento de los préstamos se está ralentizando. El endurecimiento de las condiciones de financiación es uno de los motivos principales por los que se prevé que la inflación continúe disminuyendo hacia el objetivo, ya que se espera que frene cada vez más la demanda.

Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles lo suficientemente restrictivos para lograr que la inflación vuelva pronto a situarse en el objetivo del 2 % a medio plazo y se mantengan en esos niveles el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno seguirá aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel y la duración apropiados de la restricción. En particular, sus decisiones sobre los tipos de interés seguirán basándose en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, de la

dinámica de la inflación subyacente y de la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

El Consejo de Gobierno confirmó que pondrá fin a las reinversiones en el marco del programa de compras de activos (APP) a partir de julio de 2023.

Actividad económica

La economía mundial comenzó el año con más fuerza que en el cuarto trimestre de 2022 gracias a la reapertura de la economía china y a la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo de Estados Unidos. La actividad global se vio principalmente impulsada por el sector servicios, mientras que la producción del sector manufacturero sigue siendo relativamente débil. Las repercusiones de las dificultades que experimentó el sector bancario estadounidense a principios de marzo derivaron en un breve período de fuertes tensiones en los mercados financieros internacionales. Desde entonces, los precios de la mayoría de los activos se han recuperado de las pérdidas registradas durante ese período, mientras que los participantes en los mercados financieros también han revisado a la baja sus expectativas sobre la senda futura de endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal. Sin embargo, la persistente incertidumbre se está sumando a los factores negativos que afectan al crecimiento mundial, entre ellos la inflación elevada, el endurecimiento de las condiciones financieras globales y las tensiones geopolíticas. Con este trasfondo, las perspectivas de crecimiento y de inflación mundiales de las proyecciones de junio de 2023 se mantienen prácticamente sin variación con respecto a las proyecciones del BCE de marzo de 2023. La ligera revisión al alza del crecimiento global en 2023 está relacionada, sobre todo, con una recuperación más vigorosa de lo esperado de la demanda en China en el primer trimestre, que se vio parcialmente contrarrestada por el impacto adverso de unas condiciones financieras y crediticias más restrictivas en Estados Unidos y otras economías avanzadas. Las perspectivas de inflación se han revisado levemente al alza para 2024 en un contexto de tensiones en los mercados de trabajo y de crecimiento salarial todavía elevado en las economías avanzadas, mientras que las bajadas de los precios de las materias primas explican una pequeña revisión a la baja de la inflación prevista para 2023. El comercio internacional crecería a un ritmo mucho más pausado que el PIB real este año, dado que la composición de la demanda mundial ha pasado a ser menos intensiva en comercio. Las perspectivas relativas al comercio mundial para este año se han revisado a la baja, pero ello se debe, en gran medida, a los considerables efectos de arrastre negativos del cuarto trimestre de 2022 y a la débil evolución observada en las principales economías en el primer trimestre.

La economía de la zona del euro se ha estancado en los últimos meses. Al igual que en el último trimestre del año pasado, se contrajo un 0,1 % en el primer trimestre de 2023, en un entorno de disminución del consumo público y privado. Es probable que el crecimiento económico siga siendo débil a corto plazo, pero que se fortalezca a lo largo del año, a medida que la inflación descienda y las perturbaciones de oferta sigan reduciéndose. Las condiciones en los diferentes sectores de la economía son

dispar: las manufacturas continúan debilitándose, en parte debido a la caída de la demanda mundial y al endurecimiento de las condiciones de financiación en la zona del euro, mientras que los servicios mantienen su solidez.

El mercado de trabajo sigue siendo una fuente de fortaleza. En el primer trimestre del año se crearon casi un millón de nuevos empleos y la tasa de desempleo se situó en un mínimo histórico del 6,5 % en abril. El número medio de horas trabajadas también ha aumentado, aunque sigue siendo ligeramente inferior a su nivel prepandemia.

De acuerdo con las proyecciones de junio de 2023, la economía volverá a crecer en los próximos trimestres a medida que los precios de la energía se moderen, la demanda externa se fortalezca y los cuellos de botella en la oferta desaparezcan — lo que permitirá a las empresas seguir atendiendo sus abultadas carteras de pedidos pendientes—, y a medida que la incertidumbre, incluida la relacionada con las recientes tensiones del sector bancario, siga disminuyendo. Asimismo, se prevé una mejora de las rentas reales, respaldada por un sólido mercado de trabajo, y el desempleo registraría nuevos mínimos históricos durante el horizonte de proyección. El endurecimiento de la política monetaria del BCE se transmitirá cada vez más a la economía real. Este endurecimiento, junto con la retirada gradual del apoyo fiscal, frenará el crecimiento económico a medio plazo. En conjunto, se espera que el crecimiento medio anual del PIB real se ralentice hasta el 0,9 % en 2023 (desde el 3,5 % en 2022) y que repunte hasta el 1,5 % en 2024 y el 1,6 % en 2025. En comparación con las proyecciones de marzo de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2023 y 2024, debido principalmente al endurecimiento de las condiciones de financiación. El crecimiento del PIB en 2025 se mantiene sin cambios, ya que se espera que estos efectos se vean compensados en parte por el impacto del aumento de la renta real disponible y la menor incertidumbre.

Las perspectivas fiscales de la zona del euro mejorarán durante el horizonte de proyección. Tras el significativo descenso registrado en 2022, se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro siga disminuyendo a un ritmo más lento en 2023 y 2024, y solo ligeramente en 2025 (hasta el 2,5 % del PIB). La reducción del saldo presupuestario al final del horizonte de proyección en comparación con 2022 se explica por la mejora del saldo primario ajustado de ciclo y, en menor medida, del componente presupuestario cíclico, mientras que los pagos por intereses en porcentaje del PIB aumentarían gradualmente durante el período abarcado por las proyecciones. Se espera que la deuda de la zona del euro continúe descendiendo, aunque a menor ritmo después de 2022, hasta situarse en el 87,3 % del PIB en 2025. Este descenso sería atribuible principalmente a unos diferenciales tipo de interés-crecimiento negativos, que compensarían con creces los persistentes déficits primarios. No obstante, se prevé que, en 2025, las ratios tanto de déficit como de deuda permanezcan por encima de sus niveles prepandemia. En comparación con las proyecciones de marzo de 2023, el saldo presupuestario prácticamente no se ha modificado al final del horizonte de proyección, mientras que la ratio de deuda se ha revisado ligeramente al alza para el período 2023-2025, sobre todo como consecuencia de unos diferenciales tipo de interés-crecimiento menos favorables.

Conforme la crisis energética se va atenuando, los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. Las políticas para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, especialmente en el sector energético, pueden contribuir también a reducir las presiones inflacionistas a medio plazo. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez.

Inflación

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación siguió disminuyendo en mayo y se situó en el 6,1 %, frente al 7 % de abril. El descenso fue generalizado. La inflación de los precios energéticos, que había aumentado en abril, retomó su senda descendente y fue negativa en mayo. La tasa de variación de los precios de los alimentos volvió a caer, pero se mantuvo en un nivel elevado del 12,5 %.

La inflación, excluidos la energía y los alimentos, descendió en mayo por segundo mes consecutivo hasta situarse en el 5,3 %, desde el 5,6 % registrado en abril. La inflación de los bienes volvió a reducirse y se situó en el 5,8 %, frente al 6,2 % de abril. La inflación de los servicios disminuyó por primera vez en varios meses, desde el 5,2 % hasta el 5 %. Los indicadores de las presiones inflacionistas subyacentes siguen en niveles elevados, aunque algunos muestran señales incipientes de debilitamiento.

Los anteriores incrementos de los costes de la energía continúan presionando al alza los precios en toda la economía. La demanda embalsada tras la reapertura de la economía también sigue impulsando la inflación, especialmente en los servicios. Las presiones salariales están pasando a contribuir de forma cada vez más importante a la inflación, pese a proceder, en parte, de los pagos extraordinarios. La remuneración por asalariado se incrementó un 5,2 % en el primer trimestre del año y los salarios negociados aumentaron un 4,3 %. Además, en algunos sectores, las empresas han podido mantener unos beneficios relativamente altos, especialmente en los casos en que la demanda superaba a la oferta. Aunque la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, algunos indicadores continúan en niveles elevados y requieren un seguimiento continuo.

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de junio de 2023, dado que la tasa de variación de los precios de la energía sería cada vez más negativa a lo largo de este año y la de los alimentos se moderaría de forma acusada, se espera que la inflación general continúe descendiendo hasta situarse en torno al 3 % en el último trimestre de 2023. No obstante, se proyecta que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, supere a la inflación general a corto plazo y que se mantenga por encima de esa tasa hasta principios de 2024, aunque seguiría una

senda gradual descendente a partir de la segunda mitad de este año. A medida que vayan desapareciendo gradualmente los efectos indirectos de las anteriores perturbaciones de los precios de la energía y otras presiones inflacionistas latentes, —lo que impulsará el descenso esperado—, los costes laborales se convertirán en el principal factor determinante de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Se espera que el crecimiento de los salarios se mantenga por encima del doble de su media histórica durante la mayor parte del horizonte de proyección, como consecuencia de la compensación por la inflación y las tensiones en el mercado de trabajo, así como de las subidas de los salarios mínimos. No obstante, se prevé que los márgenes empresariales, que crecieron notablemente en 2022, amortigüen parte de la transmisión de estos costes a medio plazo. Asimismo, la política monetaria debería frenar aún más la inflación subyacente en los próximos años. En conjunto, se espera que la inflación general disminuya desde el 8,4 % en 2022 hasta un promedio del 5,4 % en 2023, el 3 % en 2024 y el 2,2 % en 2025. En comparación con las proyecciones de marzo de 2023, la inflación general se ha revisado ligeramente al alza para todo el horizonte de proyección. Ello obedecería principalmente a una significativa revisión al alza de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que refleja las revisiones debidas a unos datos de inflación recientes más altos de lo esperado y a unos costes laborales unitarios algo más elevados, que compensan con creces el efecto de los supuestos de descenso de los precios de la energía y de unas condiciones de financiación más restrictivas.

Evaluación de riesgos

El Consejo de Gobierno considera que persiste una elevada incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento económico y de inflación. Los riesgos a la baja para el crecimiento incluyen la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y un aumento de las tensiones geopolíticas generales, que podrían fragmentar el comercio mundial y lastrar así la economía de la zona del euro. El crecimiento también podría ser más lento si los efectos de la política monetaria son más intensos de lo proyectado. Si vuelven a producirse tensiones en los mercados financieros, las condiciones de financiación podrían endurecerse incluso más de lo previsto y erosionar la confianza. Además, la desaceleración del crecimiento de la economía mundial podría frenar adicionalmente la actividad económica de la zona del euro. Sin embargo, el crecimiento podría ser mayor de lo proyectado si la fortaleza del mercado laboral y la menor incertidumbre hacen que los ciudadanos y las empresas tengan más confianza y aumenten su nivel de gasto.

Los riesgos al alza para la inflación incluyen la posible reaparición de presiones alcistas sobre los costes de la energía y de los alimentos, también relacionadas con la guerra de Rusia contra Ucrania. Del mismo modo, un aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo del Consejo de Gobierno, o incrementos de los salarios o de los márgenes empresariales mayores de lo previsto, podrían hacer subir la inflación, también a medio plazo. Los recientes acuerdos salariales en varios países han acrecentado los riesgos alcistas para la inflación. En cambio, la reaparición de tensiones en los mercados financieros podría reducir la inflación más rápidamente de lo proyectado. Un debilitamiento de la

demanda, debido por ejemplo a una transmisión más fuerte de la política monetaria, también se traduciría en menores presiones inflacionistas, especialmente a medio plazo. Además, la inflación disminuiría a un ritmo más rápido si el descenso de los precios energéticos y el menor incremento de los precios de los alimentos se transmitieran a otros bienes y servicios más rápidamente de lo que se prevé en estos momentos.

Condiciones financieras y monetarias

El endurecimiento de la política monetaria sigue reflejándose en los tipos de interés sin riesgo y en las condiciones de financiación generales. Las condiciones de financiación de las entidades de crédito son más restrictivas y el crédito se está encareciendo para empresas y hogares. En abril, los tipos de interés de los préstamos alcanzaron su nivel más alto desde hace más de una década y se situaron en el 4,4 % para los préstamos concedidos a empresas y en el 3,4 % en el caso de las hipotecas.

El aumento de estos tipos de interés, junto con el endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito y la disminución de la demanda de préstamos, ha vuelto a debilitar la dinámica del crédito. El crecimiento interanual de los préstamos a empresas disminuyó de nuevo en abril y se situó en el 4,6 %. Las variaciones intermensuales han sido negativas, en promedio, desde noviembre de 2022. Los préstamos a los hogares crecieron a una tasa interanual del 2,5 % en abril, mientras que en términos intermensuales solo se incrementaron ligeramente. El escaso dinamismo del crédito bancario y la reducción del balance del Eurosistema se tradujeron en un descenso continuado de la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio hasta el 1,9 % en abril. Las variaciones intermensuales de este agregado han sido negativas desde diciembre.

En línea con su estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno examinó detenidamente los vínculos entre la política monetaria y la estabilidad financiera. Las perspectivas de estabilidad financiera han seguido siendo desfavorables desde el último examen realizado en diciembre de 2022. El endurecimiento de las condiciones de financiación está incrementando los costes de financiación de las entidades de crédito y el riesgo de crédito en los préstamos vivos. Junto con las recientes tensiones en el sistema bancario estadounidense, estos factores podrían generar tensiones sistémicas y reducir el crecimiento económico a corto plazo. Otro factor que lastra la capacidad de resistencia del sector financiero es la desaceleración de los mercados inmobiliarios, que podría verse agravada por los mayores costes de financiación y un aumento del desempleo. Al mismo tiempo, las entidades de crédito de la zona del euro tienen posiciones de capital y liquidez sólidas, que mitigan estos riesgos para la estabilidad financiera. La política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa contra la acumulación de vulnerabilidades financieras.

Decisiones de política monetaria

En su reunión del 15 de junio de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se incrementaron hasta el 4,00 %, el 4,25 % y el 3,50 %, respectivamente, con efectos a partir del 21 de junio de 2023.

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

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

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

A medida que las entidades de crédito reembolsen los importes obtenidos en el marco de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico, el Consejo de Gobierno evaluará periódicamente la forma en que estas operaciones y sus actuales reembolsos están contribuyendo a la orientación de su política monetaria.

Conclusión

La inflación ha disminuido, pero se prevé que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. En consecuencia, en su reunión del 15 de junio de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, dada su determinación de asegurar que la inflación vuelva pronto a situarse en el objetivo del 2 % a medio plazo.

Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles lo suficientemente restrictivos para lograr que la inflación vuelva pronto a situarse en el objetivo del 2 % a medio plazo y se mantenga en esos niveles el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno seguirá aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel y la duración apropiados de la restricción. En particular, las decisiones sobre los tipos de interés oficiales seguirán basándose en la valoración del Consejo de Gobierno de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y

financieros, de la dinámica de la inflación subyacente y de la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

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

1 Entorno exterior

La economía mundial comenzó el año con más fuerza que en el cuarto trimestre de 2022 gracias a la reapertura de la economía china y a la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo de Estados Unidos. La actividad global se vio principalmente impulsada por el sector servicios, mientras que la producción manufacturera sigue siendo relativamente débil. Las repercusiones de las dificultades que experimentó el sector bancario estadounidense a principios de marzo derivaron en un breve período de fuertes tensiones en los mercados financieros internacionales. Desde entonces, los precios de la mayoría de los activos se han recuperado de las pérdidas registradas durante ese período, mientras que los participantes en los mercados financieros también han revisado a la baja sus expectativas sobre la senda futura de endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal. Sin embargo, la persistente incertidumbre se está sumando a los factores negativos que afectan al crecimiento mundial, entre ellos la inflación elevada, el endurecimiento de las condiciones financieras globales y las tensiones geopolíticas. Con este trasfondo, las perspectivas de crecimiento y de inflación mundiales de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2023 se mantienen prácticamente sin variación con respecto a las proyecciones del BCE de marzo de 2023. La ligera revisión al alza del crecimiento global en 2023 está relacionada, sobre todo, con la recuperación más vigorosa de lo esperado de la demanda en China en el primer trimestre, que se vio parcialmente contrarrestada por el impacto adverso de unas condiciones financieras y crediticias más restrictivas en Estados Unidos y otras economías avanzadas. Las perspectivas de inflación se han revisado levemente al alza para 2024 en un contexto de tensiones en los mercados de trabajo y de crecimiento salarial todavía elevado en las economías avanzadas, mientras que las bajadas de los precios de las materias primas explican una pequeña revisión a la baja de la inflación prevista para 2023. El comercio internacional crecería a un ritmo mucho más pausado que el PIB real en 2023, dado que la composición de la demanda mundial ha pasado a ser menos intensiva en comercio. Las perspectivas relativas al comercio mundial para este año se han revisado a la baja, pero ello se debe, en gran medida, a los considerables efectos de arrastre negativos del cuarto trimestre de 2022 y a la débil evolución observada en las principales economías en el primer trimestre.

La economía mundial comenzó el año con más fuerza que en el cuarto trimestre de 2022 gracias a la reapertura de la economía china y a la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo de Estados Unidos. Los datos procedentes de esos países han sorprendido al alza desde principios de 2023. Estas sorpresas están relacionadas con una recuperación de la demanda en China más temprana y más vigorosa de lo esperado, dado que las disrupciones asociadas a la pandemia resultaron ser transitorias. En Estados Unidos, la capacidad de resistencia de los mercados laborales, en un contexto de endurecimiento significativo de la política monetaria, está sosteniendo la demanda de consumo. La actividad se vio principalmente impulsada por el sector servicios, mientras que la producción manufacturera sigue siendo relativamente débil (gráfico 1). Se estima que, en el primer trimestre, el crecimiento mundial habría aumentado hasta el 0,9 %,

desde el 0,5 % observado en el trimestre anterior, y se situó 0,2 puntos porcentuales por encima del previsto en las proyecciones de marzo¹.

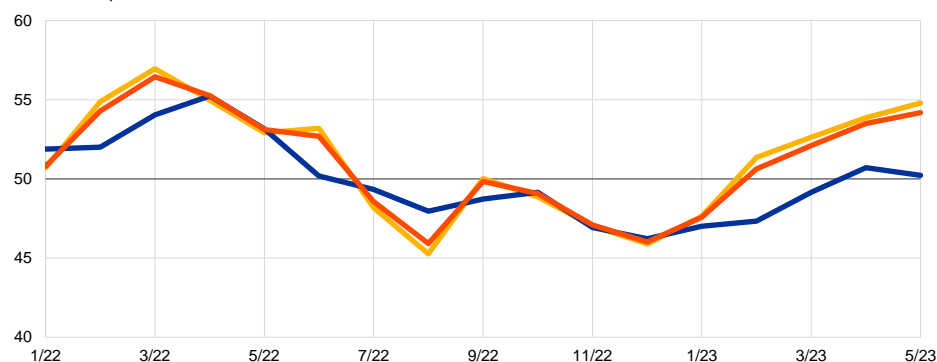
Gráfico 1

Índice de directores de compras (PMI) de actividad por sector en economías avanzadas y emergentes

a) Economías avanzadas (excluida la zona del euro)

(índices de difusión)

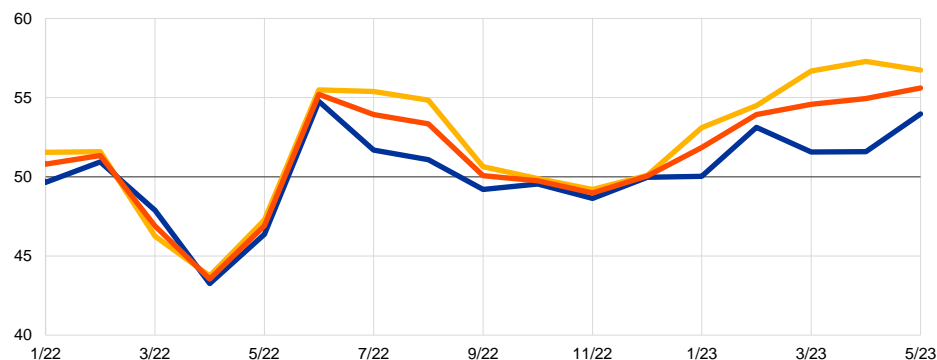
— Servicios
— Manufacturas
— Compuesto



b) Economías emergentes

(índices de difusión)

— Servicios
— Manufacturas
— Compuesto



Fuentes: S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2023.

Pese a que las fuertes tensiones registradas en los mercados financieros internacionales como consecuencia de los problemas que experimentó el sector bancario en Estados Unidos han remitido, la incertidumbre sigue siendo elevada. Las repercusiones de las dificultades que experimentó el sector bancario estadounidense han derivado en un breve período de fuertes tensiones en los mercados financieros internacionales. Desde entonces, la mayoría de las categorías de activos, salvo los valores del sector financiero, han recuperado las pérdidas registradas durante ese período, mientras que los participantes en los mercados financieros también han revisado a la baja sus expectativas sobre la

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

senda futura de endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal. El alto grado de incertidumbre relacionada con la evolución del sector bancario de Estados Unidos se está sumando a los factores negativos que afectan al crecimiento mundial, entre ellos la inflación elevada, el endurecimiento de las condiciones financieras y la fuerte incertidumbre geopolítica. De hecho, datos más recientes sugieren que el crecimiento global ha perdido impulso recientemente.

Las perspectivas de crecimiento y de inflación mundiales se mantienen prácticamente sin variación con respecto a las proyecciones de marzo de 2023.

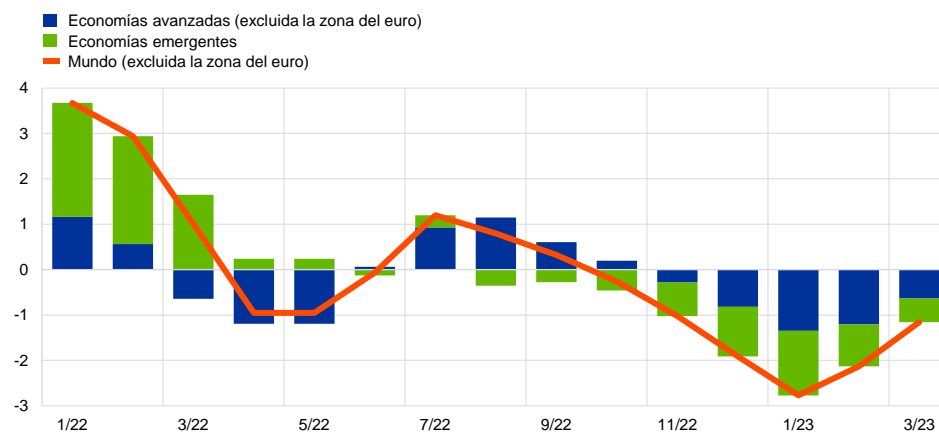
Se espera que la economía mundial crezca un 3,1 % tanto este año como el próximo, y que registre una leve aceleración hasta el 3,3 % en 2025. El crecimiento se ha revisado ligeramente al alza para 2023 (0,1 puntos porcentuales), levemente a la baja para 2024 (0,1 puntos porcentuales) y se mantiene igual para 2025. La recuperación más vigorosa de lo esperado de la demanda en China en el primer trimestre del año es un factor clave que explica la revisión al alza del crecimiento mundial en 2023, mientras que las perspectivas de crecimiento global se han revisado ligeramente a la baja a corto plazo. El crecimiento mundial algo más lento de lo proyectado previamente para 2024 está relacionado con el impacto de unas condiciones financieras y crediticias más restrictivas en Estados Unidos y otras economías avanzadas.

Dado que la actividad global se está viendo impulsada principalmente por el sector servicios, que es menos intensivo en comercio que el manufacturero, los flujos comerciales mundiales siguen siendo débiles. La desvinculación entre la actividad y el comercio puede atribuirse a la combinación de tres efectos de composición, puesto que la actividad la están impulsando áreas geográficas menos intensivas en comercio (economías emergentes), componentes de demanda (consumo) y productos (servicios). Se espera que los efectos de composición negativos lastren el comercio global a corto plazo, aunque su impacto se disiparía de forma gradual posteriormente. Al mismo tiempo, el aumento esperado de la demanda de servicios comerciables —como el turismo, que continúa repuntando tras la pandemia—, la disminución en curso de los cuellos de botella en la oferta y la normalización del ciclo de existencias global deberían respaldar el comercio a escala mundial. De hecho, los últimos datos y estimaciones sugieren que el ritmo de crecimiento del comercio mundial de bienes ya es menos negativo y se espera que mejore paulatinamente en el futuro (gráfico 2).

Gráfico 2

Ritmo de crecimiento del comercio de mercancías

(importaciones reales, tasas de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores)



Fuentes: CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2023.

El comercio mundial crecería a un ritmo mucho más pausado que el PIB real este año, dado que la composición de la demanda global ha pasado a ser menos intensiva en comercio.

Según las proyecciones, las importaciones mundiales crecerían un 1,3 % en 2023, un ritmo muy lento si se compara con su media de largo plazo (4,8 %) y con el crecimiento mundial. De cara al futuro, el comercio internacional aumentaría un 3,4 % tanto en 2024 como en 2025. La elasticidad implícita del comercio —la ratio del crecimiento de las importaciones reales mundiales en relación con el crecimiento del PIB real mundial— durante el horizonte de proyección se acerca a la unidad, en consonancia con la elasticidad del comercio observada en la década anterior a la pandemia, pero mucho más baja que durante el período de la pandemia. La demanda externa de la zona del euro está siguiendo una senda similar, con una previsión de avance del 0,5 % este año y hasta el 3,1 % en 2024 y 2025. Las proyecciones relativas al comercio mundial y la demanda externa de la zona del euro se han revisado a la baja para este año, principalmente como consecuencia de los considerables efectos de arrastre negativos de una evolución del comercio en el cuarto trimestre de 2022 más débil de lo estimado anteriormente, así como de una evolución más débil en el primer trimestre de este año en las principales economías. Para el resto del horizonte de proyección, las proyecciones referidas al comercio son, en general, acordes con las de marzo de 2023.

Las presiones inflacionistas subyacentes en la economía mundial siguen siendo intensas, mientras que los componentes de energía y alimentos continúan presionando la inflación general a la baja.

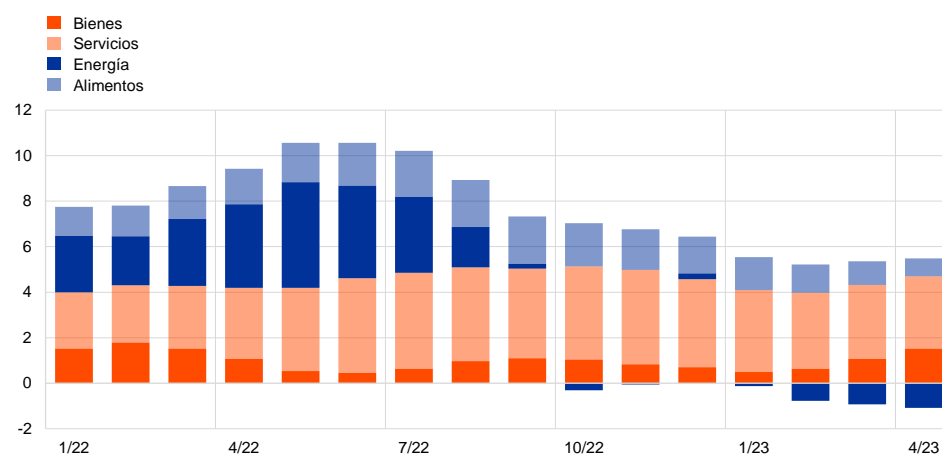
La inflación general medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países de la OCDE disminuyó hasta el 7,4 % en abril, desde el 7,7 % registrado el mes anterior. Si bien la inflación general continúa descendiendo gracias a la caída de la tasa de variación de los precios de la energía y de los alimentos, la inflación subyacente se ha mantenido prácticamente estable en el 7,1 %, y su dinamismo —medido por tasas de variación anualizadas de tres meses sobre los tres meses anteriores— ha continuado

aumentando (barras de color rojo y naranja del gráfico 3). Esto sugiere que las presiones inflacionistas subyacentes en la economía mundial siguen siendo intensas. Incluso si los precios de los bienes comerciables continúan normalizándose como consecuencia de la disminución de las disrupciones de oferta y de la caída de los precios del transporte, es probable que la inflación permanezca en niveles elevados debido a un componente de servicios más persistente, que refleja unas condiciones restrictivas en los mercados de trabajo y un fuerte aumento de los salarios, especialmente en las economías avanzadas. El crecimiento de los precios de exportación (en moneda nacional) de los competidores de la zona del euro se ha ido reduciendo rápidamente desde el máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2022 debido a efectos de base negativos sobre los precios de las materias primas, y se espera que continúe disminuyendo a corto plazo, como reflejo de la evolución de los supuestos técnicos. Los precios de los competidores crecerán a tasas más acordes con las medias históricas durante el resto del horizonte de proyección, ya que se prevé que desaparezcan las fuertes presiones latentes internas y externas.

Gráfico 3

Avance de la inflación general en la OCDE

(tasas de variación anualizadas de tres meses sobre los tres meses anteriores)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Las contribuciones de los componentes respectivos del avance de la inflación general en la OCDE que se presentan en el gráfico se elaboran en sentido ascendente utilizando datos disponibles de cada país, que conjuntamente representan el 84 % del agregado de los países de la OCDE. La inflación de los bienes se calcula como el residuo de la contribución del total de bienes menos la de la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

Los precios del crudo son más bajos que en las proyecciones de marzo porque la preocupación por el crecimiento mundial prevaleció sobre el impacto del recorte de la oferta por parte de la OPEP+. La demanda de petróleo en los países de la OCDE en el primer trimestre resultó ser menor que la prevista por la Agencia Internacional de la Energía (AIE) a principios de año. Asimismo, la producción de crudo ruso fue superior a la esperada. Aunque la mayoría de las exportaciones de petróleo de Rusia se destinaron a China, India y Turquía, la evolución observada ayudó a frenar el impacto sobre los precios internacionales de esta materia prima derivado de la mayor demanda china tras su reapertura. Además, la preocupación por las perspectivas de crecimiento mundial con el trasfondo de los acontecimientos registrados en el sector bancario en Estados

Unidos acrecentó las presiones a la baja sobre los precios del crudo. Los precios del gas en Europa volvieron a bajar hasta situarse en niveles próximos a su media anterior a la pandemia. Como consecuencia de unos niveles continuamente bajos de consumo y de la sustitución con éxito del gas procedente de Rusia, la Unión Europea (UE) empezó la temporada de reposición de existencias de gas con unos niveles de almacenamiento históricamente elevados (55 %) y prorrogó el plan de ahorro de gas hasta el final de marzo de 2024, que exige a los Estados miembros que reduzcan el consumo de gas un 15 % con respecto a la media de 2017-2021. Esto supone que, incluso sin las importaciones de gas ruso, la UE parece ir por la senda adecuada para lograr el objetivo de almacenamiento del 90 % antes de que empiece la siguiente época de calefacción en noviembre, y las importaciones de otros proveedores de gas no tendrían que ser tan elevadas como el año pasado.

Las condiciones financieras globales se han endurecido ligeramente en las economías avanzadas y en las emergentes. Si bien la percepción global del riesgo se ha estabilizado recientemente tras un breve período de fuertes tensiones provocadas por la quiebra de Silicon Valley Bank a principios de marzo, la incertidumbre sigue siendo elevada. En Estados Unidos, el endurecimiento de las condiciones financieras desde las proyecciones de marzo refleja, sobre todo, unos diferenciales corporativos más amplios, mientras que el incremento de los rendimientos a corto plazo también contribuyó en cierta medida. En conjunto, los mercados financieros internacionales parecen mostrar un cauto optimismo, pese a que persiste la incertidumbre. Al mismo tiempo, las expectativas de los mercados sobre el endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos aumentaron levemente, ya que las fuertes tensiones experimentadas por el sector bancario estadounidense disminuyeron, aunque todavía se mantienen por debajo de sus niveles de principios de marzo.

En Estados Unidos se espera una desaceleración del PIB real en la primera mitad de este año, seguida de una recuperación débil. El crecimiento del consumo de los hogares seguiría siendo positivo gracias a la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo. El endurecimiento de las condiciones financieras se ha traducido en un descenso de la inversión no residencial, que actualmente se espera que continúe durante este año, mientras que la persistencia de la incertidumbre llevaría a un endurecimiento adicional de los criterios de concesión de préstamos, lo que supondría una mayor detracción del crecimiento. El acuerdo para suspender el techo de la deuda de Estados Unidos hasta enero de 2025 ha atenuado la incertidumbre en los mercados financieros. En dicho acuerdo se recorta ligeramente el gasto no relacionado con defensa, mientras que el gasto en defensa y el estipulado para pagos de seguridad social y sanidad no se han modificado. La inflación medida por el IPC se situó en el 4,9 % en abril, mientras que la inflación subyacente (5,5 %) sigue siendo alta y persistente. Los servicios son la causa principal de la persistencia de la inflación, como consecuencia de la rigidez de los precios de los servicios de vivienda y la lenta moderación del elevado crecimiento de los salarios. Asimismo, la inflación de los bienes volvió a aumentar por segundo mes consecutivo en el contexto de otra notable subida de los precios de los vehículos nuevos y la menor contribución negativa de los automóviles y camiones de segunda mano.

En China, la recuperación continúa estando impulsada por el consumo, pero parece que está perdiendo fuelle. Tras la rápida recuperación del gasto en consumo después de la reapertura de la economía, el dinamismo de la recuperación ha ido disminuyendo en el segundo trimestre, y la recuperación liderada por los servicios y el consumo no se ha propagado a las manufacturas. El PMI del sector servicios apunta a un fuerte crecimiento, mientras que el PMI de manufacturas ha registrado un ligero descenso y se ha adentrado en terreno contractivo. Las ventas minoristas se incrementaron notablemente en abril en términos interanuales, pero este aumento refleja, sobre todo, una base de comparación reducida debido a los confinamientos generalizados en Shanghái el año pasado. El ritmo de crecimiento de las ventas minoristas se ralentizó y los datos de alta frecuencia sugieren que esta tendencia continuó en mayo. Después de observarse señales de recuperación incipiente, la actividad del mercado de la vivienda ha dado un paso atrás. En concreto, la inversión residencial se redujo considerablemente y las ventas de vivienda, que prácticamente habían dejado de disminuir en términos interanuales en marzo, volvieron a contraerse. La continuada debilidad del mercado residencial sigue suponiendo un lastre para la economía. El aumento de los precios de la vivienda se ralentizó en abril, lo que frenó la confianza de los consumidores. La inflación interanual medida por el IPC se desaceleró hasta situarse en el 0,1 % en abril, el porcentaje más bajo en casi dos años, como consecuencia de las caídas acusadas que registraron los componentes de energía y alimentos. La inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) se mantuvo estable en el 0,7 %.

En Japón se espera que la actividad económica continúe expandiéndose a un ritmo moderado, respaldada por la demanda embalsada y por el apoyo que están proporcionando las políticas. El PIB real creció en el primer trimestre de 2023, como reflejo de la evolución asociada a la reapertura, y se prevé que siga incrementándose a un ritmo moderado. El PMI del sector servicios volvió a aumentar hasta alcanzar niveles muy altos en mayo, y las empresas señalaron que la disminución de las disrupciones relacionadas con el coronavirus (COVID-19) y la reanudación del turismo interno y extranjero fueron los factores determinantes del fuerte dinamismo observado en el sector, mientras que la actividad manufacturera continúa siendo débil. La inflación continuó siendo relativamente elevada en abril, y la inflación medida por el IPC se incrementó hasta el 3,5 %. La inflación subyacente medida por el IPC (excluidos la energía y los alimentos) también siguió creciendo y se situó en el 2,5 %. Los últimos indicadores sobre las negociaciones salariales anuales de primavera todavía apuntan a subidas salariales significativas con respecto a las medias históricas.

En el Reino Unido, la economía evitaría una recesión en 2023, pese a que continúa viéndose afectada por factores adversos. Estos factores están relacionados con una tasa de variación de los precios de consumo todavía elevada que lastra la renta disponible, con el aumento de los costes de financiación y con la corrección del mercado de la vivienda. Aunque las perspectivas de crecimiento a corto plazo son menos negativas de lo esperado anteriormente, la actividad económica registraría altibajos. La inflación general medida por el IPC alcanzó un máximo en el cuarto trimestre de 2022 y se ha revisado significativamente a la baja para este año con respecto a las proyecciones de marzo de 2023, debido a la

prórroga de la garantía del precio de la energía incorporada en el presupuesto de primavera. Con todo, se espera que la inflación general se mantenga en niveles altos, dado que las tensiones en los mercados de trabajo y las fuertes presiones salariales contribuyen a la persistencia de la inflación interna.

2 Actividad económica

La economía de la zona del euro se ha estancado en los últimos meses. Al igual que en el último trimestre del año pasado, se contrajo un 0,1 % en el primer trimestre de 2023, en un entorno de descenso del consumo público y privado. Es probable que el crecimiento económico continúe siendo débil a corto plazo, pero que se fortalezca a lo largo del año a medida que la inflación disminuya y las perturbaciones de oferta sigan reduciéndose. Las condiciones en los distintos sectores de la economía son heterogéneas: las manufacturas continúan debilitándose, en parte debido al retroceso de la demanda mundial y al endurecimiento de las condiciones de financiación en la zona del euro, mientras que los servicios mantienen su solidez. El mercado de trabajo sigue siendo una fuente de fortaleza. En el primer trimestre del año se crearon casi un millón de nuevos empleos y la tasa de paro se situó en un mínimo histórico del 6,5 % en abril. El número medio de horas trabajadas también ha aumentado, aunque sigue siendo ligeramente inferior a su nivel prepandemia.

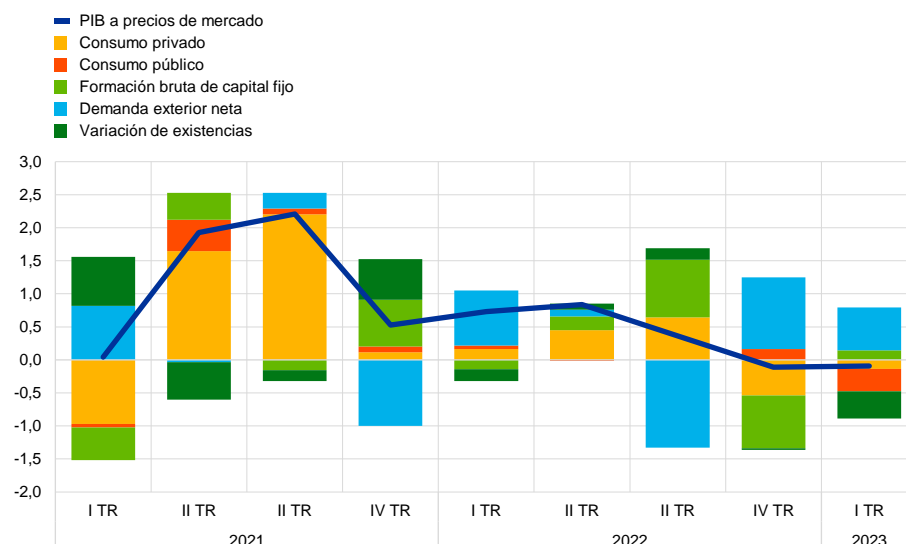
Estas perspectivas se reflejan en términos generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2023, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se desacelere hasta el 0,9 % este año y que después repunte hasta el 1,5 % en 2024 y el 1,6 % en 2025. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2023, las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales en 2023 y 2024, mientras que se mantienen sin cambios para 2025. Persiste una incertidumbre elevada acerca de las perspectivas de crecimiento económico.

La economía de la zona del euro se contrajo ligeramente en el primer trimestre de 2023. Según datos revisados de Eurostat, el PIB real de la zona se redujo un 0,1 % ese trimestre, tras registrar un retroceso similar en el último trimestre de 2022. Esta evolución se produjo pese a que esta variable se vio respaldada por la bajada de los precios de la energía, la disminución de los cuellos de botella en la oferta y la política fiscal. La desagregación del gasto muestra contribuciones positivas de la demanda exterior neta y de la inversión (gráfico 4) que, sin embargo, se vieron contrarrestadas por las aportaciones negativas del consumo público y privado y de la variación de existencias. En tasa intertrimestral, el PIB aumentó un 0,6 % en Italia, un 0,5 % en España y un 0,2 % en Francia, mientras que descendió un 0,3 % en Alemania y un 0,7 % en Países Bajos. El débil resultado de la zona del euro también se debe, en parte, a una caída especialmente pronunciada del PIB de Irlanda (-4,6 %), que una vez más está relacionada con la evolución de sectores dominados por multinacionales. El valor añadido bruto se incrementó un 0,2 % en el primer trimestre, reflejo del sólido avance de la producción de la construcción y de los servicios, así como del descenso del valor añadido de la industria. La diferencia relativamente acusada entre el crecimiento del PIB y el del valor añadido se explica por una fuerte reducción de los impuestos netos sobre los productos, en gran parte como consecuencia del aumento de las subvenciones a la energía.

Gráfico 4

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

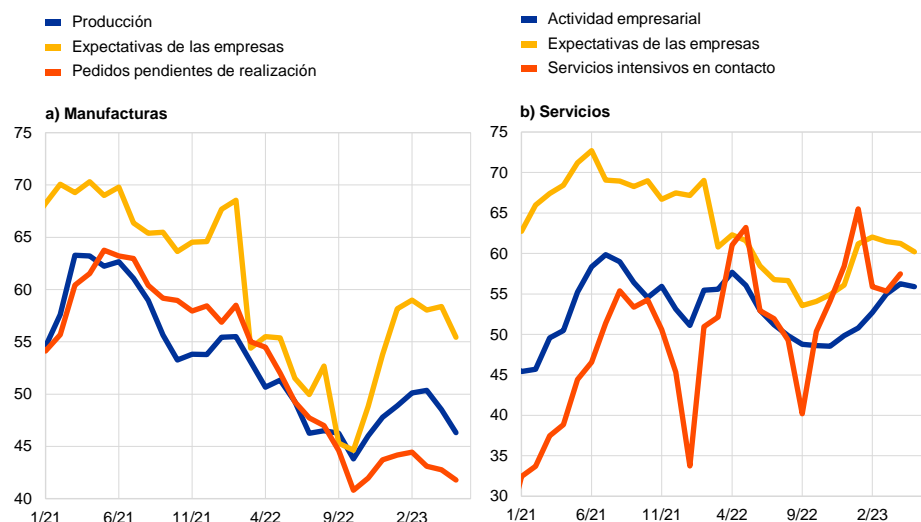
Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023.

Se espera que la producción de la zona del euro experimente una expansión moderada en el segundo trimestre de 2023, impulsada principalmente por los servicios. Los datos de las encuestas más recientes sugieren que la economía de la zona del euro puede haber registrado un modesto avance en el segundo trimestre del año. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad de la zona del euro se situó en 52,8 en mayo, por encima del nivel del primer trimestre y de su media de largo plazo. Sin embargo, este crecimiento oculta una recuperación a dos velocidades. El índice de producción de las manufacturas, que lleva descendiendo dos meses consecutivos, se situó en 46,4 en mayo, lo que indica la posibilidad de que la producción siga cayendo (panel a del gráfico 5). Los últimos resultados del PMI también apuntan a un deterioro de las expectativas sobre la producción futura y a una disminución de las carteras de pedidos pendientes. Al mismo tiempo, el índice de actividad de los servicios se situó en 55,1, lo que supone un incremento con respecto al valor de 52,8 del primer trimestre y es indicativo de una continuación de la expansión (panel b del gráfico 5). Esta mejora se debe, en parte, al repunte de la demanda de servicios intensivos en contacto tras la relajación de las restricciones relacionadas con el COVID-19. Los nuevos pedidos también están aumentando en este sector, al igual que las expectativas de crecimiento continuado, aunque a un ritmo decreciente.

Gráfico 5

PMI de distintos sectores de la economía

(Índices de difusión)



Fuente: S&P Global.

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

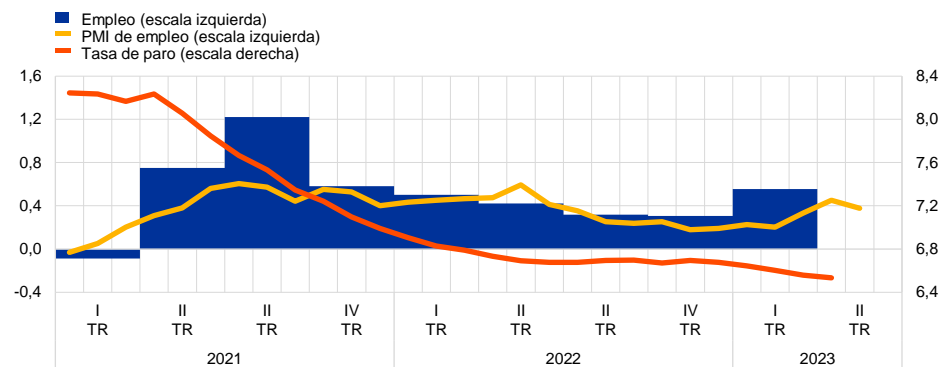
El mercado de trabajo continuó creciendo en el primer trimestre de 2023 y mantuvo su capacidad de resistencia pese al retroceso del PIB. El empleo y el

total de horas trabajadas crecieron un 0,6 % ese trimestre. Desde el cuarto trimestre de 2019, el empleo ha aumentado un 2,9 % y las horas totales trabajadas un 1,5 % (gráfico 6), lo que implica un descenso del 1,6 % de las horas medias trabajadas. Este descenso está relacionado, en parte, con la fuerte creación de empleo en el sector público, en el que, por lo general, las horas medias trabajadas se sitúan por debajo de las del total de la economía, y los niveles de bajas por enfermedad son elevados. La población activa ha seguido aumentando y ha continuado siendo la principal fuente de creación de empleo. En cuanto a la tasa de paro, tras disminuir de forma muy ligera en los últimos trimestres, en abril se situó en el 6,5 %, lo que representa una disminución de 0,2 puntos porcentuales desde abril de 2022. La demanda de empleo sigue siendo intensa, y la tasa de vacantes se mantiene básicamente estable, en el 3 %, próxima al máximo observado desde el inicio de la serie.

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 y las barras muestran los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023 para el empleo, a mayo de 2023 para el PMI de empleo y a abril de 2023 para la tasa de paro.

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a que el empleo ha seguido creciendo en el segundo trimestre de 2023.

El PMI mensual compuesto de empleo descendió hasta situarse en 53,8 en mayo, desde un valor de 54,5 en abril, pero se mantiene sustancialmente por encima del umbral de 50, indicativo de una expansión del empleo. Este indicador lleva en terreno expansivo desde febrero de 2021 y alcanzó un máximo en mayo de 2022. La desaceleración general sugiere una moderación del crecimiento del empleo. Si se analiza la evolución de los distintos sectores, este indicador señala un crecimiento sostenido del empleo en la industria, y sobre todo en los servicios, así como una ligera disminución en el sector de la construcción.

El consumo privado se contrajo en el primer trimestre de 2023 en un contexto de reducción del gasto en bienes.

La persistencia de unos niveles elevados de inflación y la prolongada incertidumbre siguieron lastrando la renta disponible e incentivando el ahorro a principios de 2023. Con este trasfondo, el consumo privado se redujo un 0,3 % en el primer trimestre, debido a la disminución del gasto en bienes (panel a del gráfico 7). En tasa intertrimestral, las ventas del comercio minorista cayeron un 0,2 % en el primer trimestre de 2023 y en abril se estancaron, mientras que las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 3,8 % en los tres primeros meses del año y siguieron descendiendo en abril, un 1,1 % en tasa intermensual. En cambio, el consumo de servicios por parte de los hogares se incrementó, ya que continuó beneficiándose de la prolongación de los efectos de la reapertura.

Los datos más recientes muestran signos de una recuperación modesta del gasto en consumo.

El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se recuperó en abril, respaldado principalmente por la mejora de las expectativas sobre las perspectivas económicas generales y la propia situación financiera de los hogares. No obstante, en mayo retrocedió y se mantuvo en un nivel reducido. Las perspectivas para los servicios de consumo siguen siendo más favorables que para los bienes, y el indicador de demanda esperada de servicios

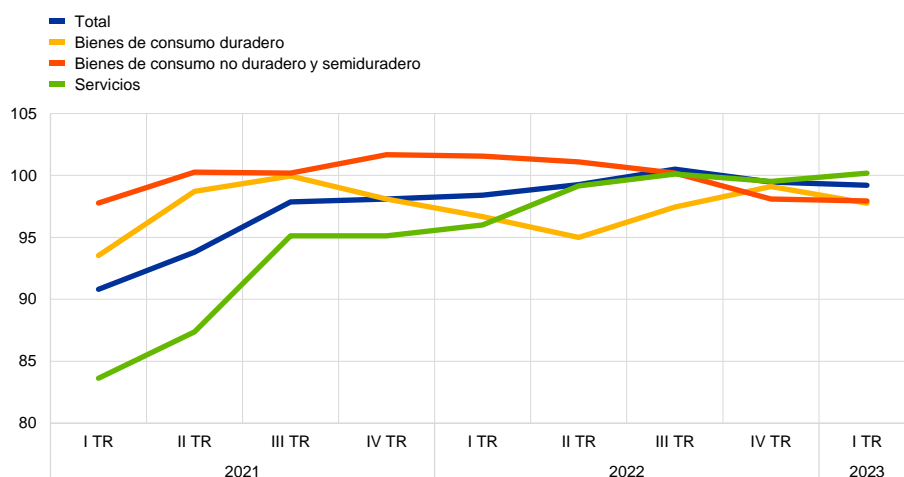
que requieren interacción social de la Comisión permaneció por encima de su nivel medio histórico en abril y mayo, pese a registrar un ligero descenso. Por el contrario, las expectativas de gasto en grandes compras de los consumidores y las de actividad del comercio minorista experimentaron un deterioro en mayo y permanecieron por debajo de sus medias históricas (panel b del gráfico 7). De manera similar, la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de abril señala un aumento de las expectativas de reservas de vacaciones, pero ningún cambio en las expectativas de compra de electrodomésticos, que continuaron siendo bajas, y confirma la existencia de divergencias entre la demanda de servicios y la de bienes. Es probable que la transmisión del endurecimiento de las condiciones de financiación a la economía real limite el endeudamiento de los hogares, incremente el ahorro y modere el gasto en consumo. La evidencia procedente de la última encuesta CES sugiere que una proporción creciente de los hogares con hipoteca a tipo de interés variable prevén retrasarse en el reembolso de su deuda.

Gráfico 7

Indicadores del consumo privado real

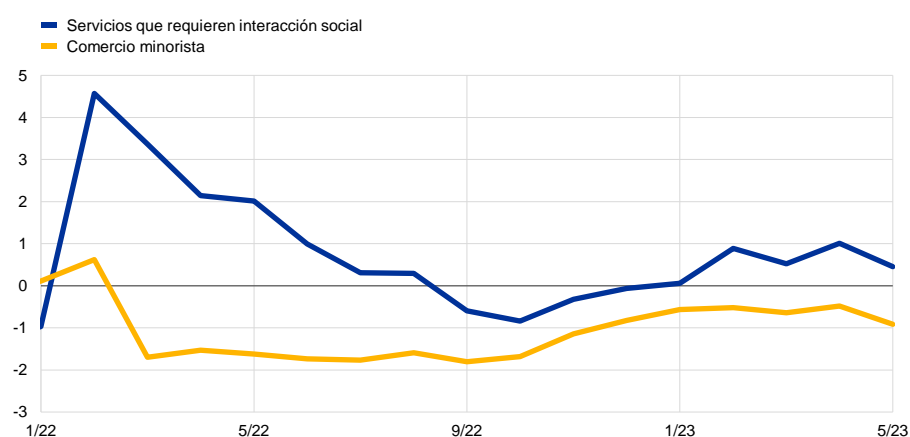
a) Componentes del consumo privado real

(índices: cuarto trimestre de 2019 = 100)



b) Expectativas de las empresas sobre la demanda y la actividad

(saldos netos normalizados)



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

Notas: En el panel b, la demanda esperada de servicios que requieren interacción social en los tres meses siguientes se normaliza para el período 2005-2019, mientras que la situación esperada en la actividad del comercio minorista en los tres meses siguientes se normaliza para el período 1985-2019. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023 para el panel a y a mayo de 2023 para el panel b.

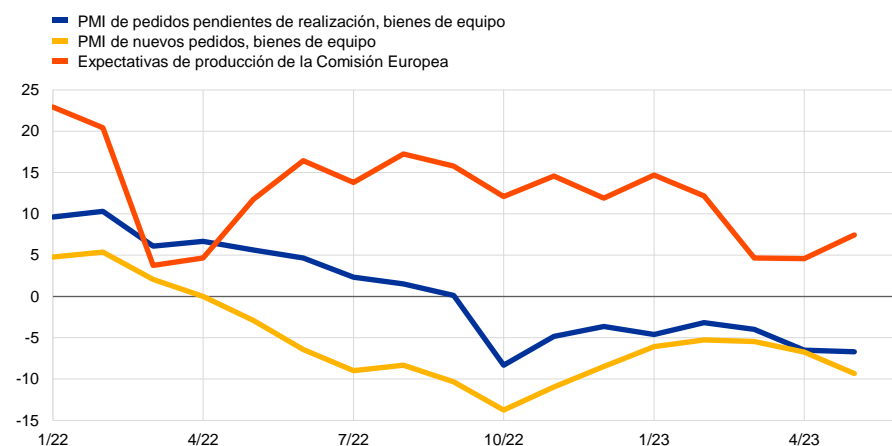
La inversión empresarial se incrementó a principios de 2023, tras registrar una contracción en el cuarto trimestre de 2022. En términos intertrimestrales, la inversión real, excluida la construcción, aumentó un 0,1 % en el primer trimestre de 2023. Sin embargo, este porcentaje habría sido más elevado si se excluyera la volátil contribución de la inversión en activos intangibles en Irlanda. Se prevé que la inversión empresarial habría sido débil en el trimestre en curso. La producción de bienes de equipo retrocedió con fuerza en marzo, con el consiguiente efecto de arrastre negativo para el segundo trimestre. Las carteras de pedidos, la confianza de las manufacturas, los pedidos pendientes de realización y las expectativas de producción del sector de bienes de equipo disminuyeron, en general, en el segundo trimestre (gráfico 8). Un nuevo índice de confianza relativo a los beneficios empresariales basado en las presentaciones de resultados (*earning calls*) de

grandes empresas de la zona del euro muestra que, pese a haber descendido con respecto a las altas cifras de años anteriores, los beneficios empresariales todavía son relativamente elevados². Esto debería mitigar el efecto creciente del aumento del coste de financiación y del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito en la inversión empresarial. La encuesta semestral sobre inversión de la Comisión Europea, cuyos resultados se publicaron el 27 de abril de 2023, sugiere una mejora en el saldo de opiniones (diferencia entre respuestas positivas y negativas) con respecto a la encuesta de octubre de 2022. Los resultados de la encuesta comportan un crecimiento positivo de los planes de inversión para 2023 tanto en las manufacturas como en los servicios. Los saldos más elevados corresponden a ramas de los servicios como telecomunicaciones e infraestructuras, que se caracterizan por unas necesidades de inversión a más largo plazo relacionadas con la digitalización o la transición energética y que cuentan con el apoyo del programa *Next Generation EU*. La encuesta apunta también a una expansión generalizada de la inversión en maquinaria y en activos intangibles que aún puede producirse este año.

Gráfico 8

Indicadores coyunturales del sector de bienes de equipo

(desviaciones con respecto a las medias)



Fuentes: Markit, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Los PMI se muestran como desviaciones con respecto al umbral de expansión de 50. El indicador de expectativas de producción de la Comisión Europea se calcula como una desviación con respecto a la media de largo plazo. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2023.

La inversión en vivienda aumentó en el primer trimestre de 2023, pero se espera que vuelva a disminuir en el corto plazo.

En términos intertrimestrales, la inversión residencial creció un 1,3 % en el primer trimestre de 2023, después de caer un 1,6 % en el cuarto trimestre de 2022. Es probable que este incremento tuviera su origen en unas condiciones meteorológicas favorables, unidas a una abultada cartera de pedidos pendientes de las empresas. Esto último se refleja en el hecho de que el tiempo de trabajo que debe dedicarse a los pedidos pendientes se mantuvo próximo al máximo histórico registrado entre enero y abril, de acuerdo con la encuesta trimestral de la Comisión Europea. La producción del segmento de

² Véase el recuadro titulado «*Earnings calls: nueva evidencia sobre los beneficios, la inversión y las condiciones de financiación de las empresas*», en este Boletín Económico.

construcción de edificios experimentó un avance significativo, en promedio, en el primer trimestre, pero se contrajo de forma acusada en marzo, lo que apunta a un débil comienzo en el segundo trimestre de 2023. Además, el indicador de la Comisión sobre actividad de la construcción de edificios en los tres meses anteriores retrocedió de manera pronunciada en abril y mayo, en promedio, con respecto a la media del primer trimestre. Además, el PMI de actividad de la construcción residencial se adentró más en terreno contractivo. Como la demanda está disminuyendo, los cuellos de botella por el lado de la oferta, como la escasez de materiales y unos plazos de entrega más dilatados, están descendiendo sustancialmente, y el número de transacciones de inmuebles residenciales registró una caída de dos dígitos, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2022 en muchos países. La confianza, medida por la encuesta trimestral de la Comisión sobre las intenciones de renovación, compra o construcción de vivienda de los hogares mejoró ligeramente entre enero y abril, pero se mantiene en cotas bajas. El retroceso de la demanda se debe a la subida de los tipos de interés hipotecarios, lo que, unido a la reducción de la renta real y a los elevados precios de la vivienda, afecta a la accesibilidad. Esto se refleja también en una contracción considerable de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda.

Las exportaciones reales de la zona del euro continuaron faltas de dinamismo en el primer trimestre de 2023, debido al debilitamiento de la demanda global.

Las exportaciones de bienes a países que no pertenecen a la zona del euro experimentaron una caída moderada en el primer trimestre, dado que la demanda externa global disminuyó. Las exportaciones de manufacturas se vieron favorecidas por la disminución de los cuellos de botella en la oferta, mientras que la persistencia de los efectos de la perturbación en el suministro de energía y la apreciación del euro contribuyeron a la debilidad de las exportaciones. Las exportaciones de servicios impulsaron las exportaciones totales de la zona del euro. Las importaciones de la zona descendieron de manera acusada en el primer trimestre, reflejo de la desaceleración de la demanda interna y de la caída de las importaciones de energía fruto de un invierno suave y de unos depósitos de almacenamiento llenos. Como las importaciones reales se redujeron, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue positiva en el primer trimestre, pese al tímido avance de las exportaciones. La relación real de intercambio de la zona del euro siguió mejorando a medida que los precios de importación de la energía continuaron bajando, lo que contribuyó a que la cuenta corriente volviera a registrar con celeridad un superávit en el primer trimestre de 2023. Los indicadores prospectivos señalan la continuación de la debilidad de las exportaciones reales de la zona a corto plazo. Los plazos de entrega de los proveedores siguieron acortándose en mayo, y la evolución de las exportaciones debería verse respaldada en el corto plazo por la disminución de los niveles de las carteras de pedidos existentes, que todavía son elevados en algunos sectores clave. Sin embargo, los nuevos pedidos de las manufacturas retrocedieron y se adentraron más en terreno contractivo, lo que indica la persistencia de la atonía de la demanda de exportaciones de bienes de la zona del euro. Al mismo tiempo, el aumento de los nuevos pedidos de exportaciones en los servicios apunta a un dinamismo positivo en ese sector, con una actividad intensa en los servicios de

turismo y viajes y de transporte, al igual que en el de otros servicios comerciables, como tecnologías de la información y la comunicación.

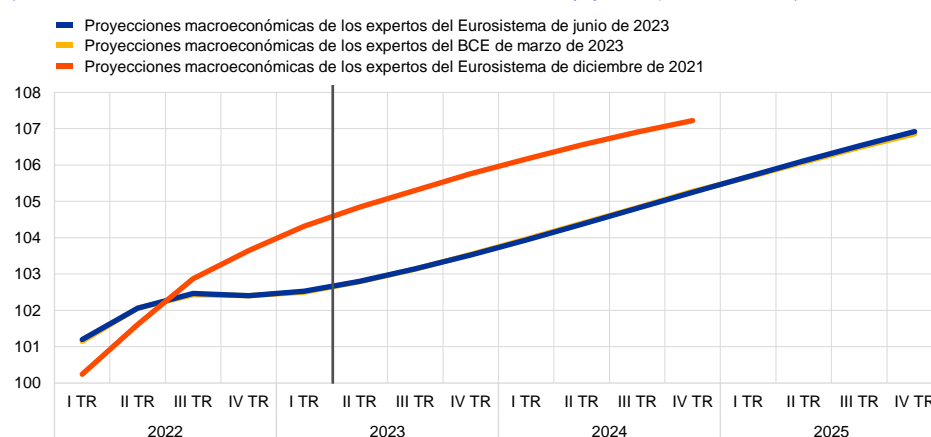
Más allá del corto plazo, se espera un fortalecimiento gradual del crecimiento del PIB. Se prevé que la economía vuelva a crecer en los próximos trimestres a medida que los precios de la energía se moderen, la demanda externa se fortalezca, los cuellos de botella en la oferta desaparezcan y la incertidumbre —incluida la relacionada con las recientes tensiones del sector bancario— siga disminuyendo. Asimismo, se espera una mejora de las rentas reales, respaldada por un mercado de trabajo sólido, y el desempleo registraría nuevos mínimos históricos. Aunque el endurecimiento de la política monetaria del BCE se transmitirá cada vez más a la economía real, se prevé que el impacto moderador de unas condiciones de oferta del crédito más restrictivas sea limitado. Este endurecimiento, junto con la retirada gradual del apoyo fiscal, frenará el crecimiento económico a medio plazo.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2023, el crecimiento anual del PIB real se ralentizará hasta el 0,9 % en 2023 (desde el 3,5 % en 2022), y repuntará después hasta el 1,5 % en 2024 y el 1,6 % en 2025 (gráfico 9). En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2023 y 2024, debido principalmente al endurecimiento de las condiciones de financiación. La previsión de crecimiento del PIB en 2025 se mantiene sin cambios, ya que se espera que los efectos del citado endurecimiento se vean compensados en parte por los efectos del aumento de la renta real disponible y la menor incertidumbre.

Gráfico 9

PIB real de la zona del euro (incluidas proyecciones)

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



Fuentes: Eurostat y [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2023](#).

Nota: La línea vertical indica el inicio de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2023.

3 Precios y costes

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación se situó en el 6,1 % en mayo de 2023 y reanudó la senda descendente iniciada en octubre de 2022. Todos los componentes principales —energía, alimentos, bienes industriales no energéticos y servicios— contribuyeron al descenso de la inflación general. Las presiones inflacionistas continuaron siendo intensas, pero algunos indicadores mostraron señales incipientes de debilitamiento, dado que los efectos de los elevados costes de la energía, de los cuellos de botella en la oferta y de la reapertura de la economía están desapareciendo lentamente. La contribución de las presiones salariales a la inflación es cada vez más importante, mientras que los beneficios se mantuvieron en niveles relativamente altos en sectores con desequilibrios entre la oferta y la demanda. Se han observado tímidos indicios de moderación en los últimos datos disponibles de los indicadores de la inflación subyacente, pero aún continúan en cotas elevadas. Aunque la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo siguieron situándose en torno al 2 %, algunos se mantuvieron en niveles altos y requieren un seguimiento continuo. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2023, la inflación general continuará su tendencia descendente y se situará, en promedio, en el 5,4 % en 2023, el 3 % en 2024 y el 2,2 % en 2025.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se redujo hasta situarse en el 6,1 % en mayo y reanudó su anterior tendencia descendente tras registrar un leve repunte, hasta el 7 %, en abril, que reflejó un efecto de base al alza de la inflación de la energía (gráfico 10). La

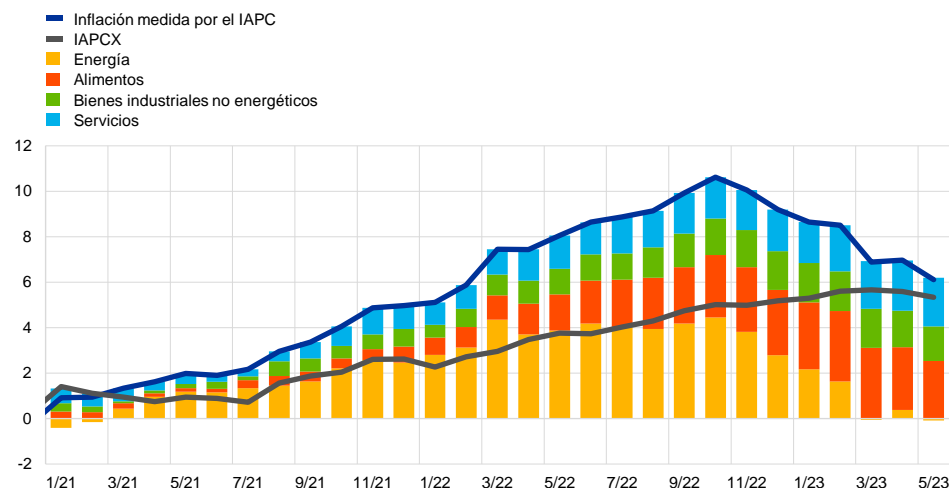
disminución observada en mayo se debió a unas tasas de variación de los precios más bajas en todos los principales componentes del IAPC (energía, alimentos, bienes industriales no energéticos y servicios). La inflación de la energía se redujo hasta el -1,7 % en mayo, retomando su senda descendente después de elevarse hasta el 2,4 % en abril, desde el -0,9 % registrado en marzo. El descenso general de la inflación energética durante los últimos meses ha estado relacionado con la caída de los precios mayoristas del gas y la electricidad. La tasa de variación de los precios de los alimentos siguió descendiendo, desde el 13,5 % en abril hasta el 12,5 % en mayo, como resultado de la disminución de las tasas de los alimentos elaborados y de los no elaborados. Esta evolución está en consonancia con la moderación de las presiones inflacionistas latentes, conforme van desapareciendo los efectos indirectos de las perturbaciones energéticas y de otros costes. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se situó en el 5,3 %, frente al 5,6 % registrado en abril, descendiendo por segundo mes consecutivo. Este descenso obedeció a las menores tasas de inflación de los servicios y de los bienes industriales no energéticos. La inflación de estos últimos continuó disminuyendo hasta situarse en el 5,8 % en mayo, frente al 6,2 % observado en abril, probablemente como reflejo, en gran parte, de la relajación de las anteriores presiones al alza derivadas de los cuellos de botella en la oferta y de las perturbaciones relacionadas con los costes de la energía. Es posible que esta disminución se deba también a la rotación de la demanda de los bienes a los

servicios tras la pandemia. Asimismo, la inflación de los servicios se redujo ligeramente, desde el 5,2 % en abril hasta el 5 % en mayo.

Gráfico 10

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 mayo de 2023 (estimaciones de avance).

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente de la zona del euro muestran tímidos indicios de estabilización, aunque todavía permanecen en niveles altos y la incertidumbre sigue siendo elevada (gráfico 11).

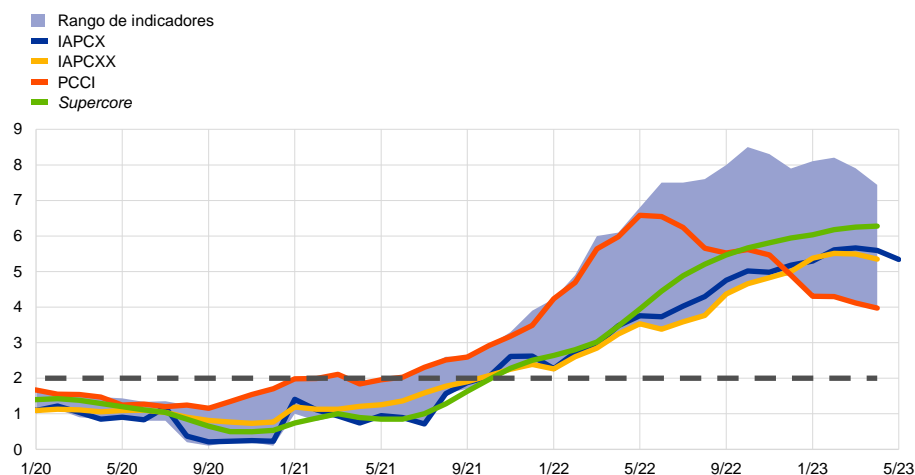
Según los últimos datos disponibles, las tasas de crecimiento interanual de la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente registraron una leve caída de en abril.

Además, la inflación medida por el IAPCX volvió a descender, hasta el 5,3 % en mayo (estimación de avance), lo que respalda la expectativa de una senda a la baja emergente de la inflación subyacente. En comparación con el mes anterior, los únicos indicadores de la inflación subyacente que siguieron aumentando en abril fueron el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente», que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo) y el indicador de la inflación interna (que excluye componentes con un elevado contenido importador). Esta evolución apunta a la prevalencia de algunas presiones inflacionistas internas más persistentes, lo que, unido a cierto retardo en la transmisión de perturbaciones previas asociadas a los costes de la energía y a las cadenas de suministro, explica que las tasas de la inflación subyacente hayan permanecido en niveles altos. El rango de indicadores objeto de seguimiento se redujo en abril, pero siguió siendo amplio en términos históricos, lo que señala la persistencia de una incertidumbre considerable.

Gráfico 11

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

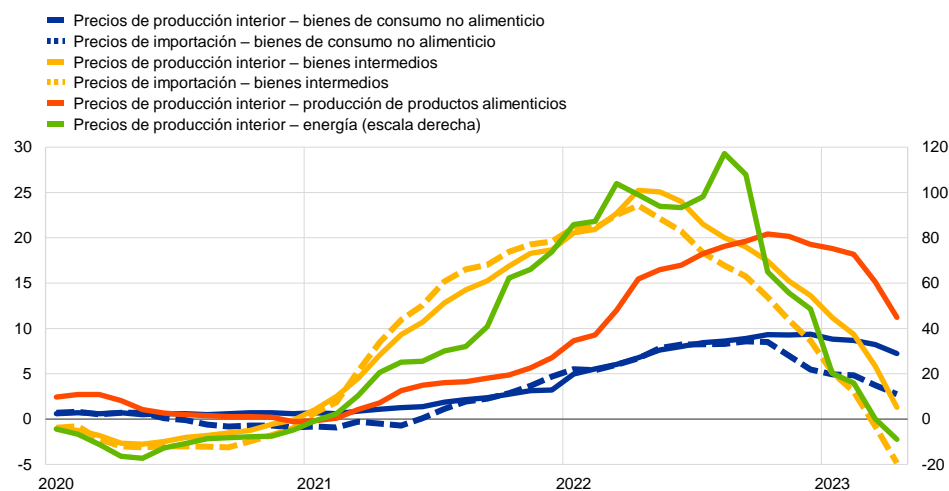
Las presiones latentes siguieron disminuyendo, pero algunos indicadores permanecen en niveles históricamente elevados, sobre todo en las fases posteriores del proceso de formación de precios (gráfico 12).

En las primeras fases de este proceso, las presiones inflacionistas continuaron reduciéndose considerablemente en abril, con una caída de la tasa de variación de los precios de producción interior de los bienes intermedios hasta el 1,3 %, desde el 5,8 % registrado en marzo. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de estos bienes pasó a ser más negativa y descendió desde el -0,8 % en marzo hasta el -4,8 % en abril, en parte debido a la apreciación del tipo de cambio del euro en otoño de 2022. La disipación gradual del impacto de las perturbaciones de los precios energéticos se reflejó también en la tasa de variación de los precios de producción de la energía, que se situó en terreno negativo en abril. Si se consideran las fases posteriores de la cadena de formación de precios, el crecimiento de los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio siguió ralentizándose y se situó en el 7,2 % en abril, frente al 8,2 % de marzo, pero continúa en niveles extraordinariamente elevados. En el mismo período, la tasa de avance interanual de los precios de importación de estos bienes descendió desde el 3,7 % hasta el 2,8 %. La moderación continuada de las presiones latentes sugiere que el efecto acumulado de anteriores perturbaciones de precios está desapareciendo. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los productos alimenticios también se redujo, mientras que la correspondiente a los precios de producción interior se situó en el 11,2 % en abril y la de la serie equivalente de precios de importación fue del 3,5 %.

Gráfico 12

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

Las presiones de costes de origen interno, medidas por el deflactor del PIB, continuaron aumentando en el primer trimestre de 2023 como resultado del alza de los costes laborales unitarios y de los beneficios unitarios (gráfico 13).

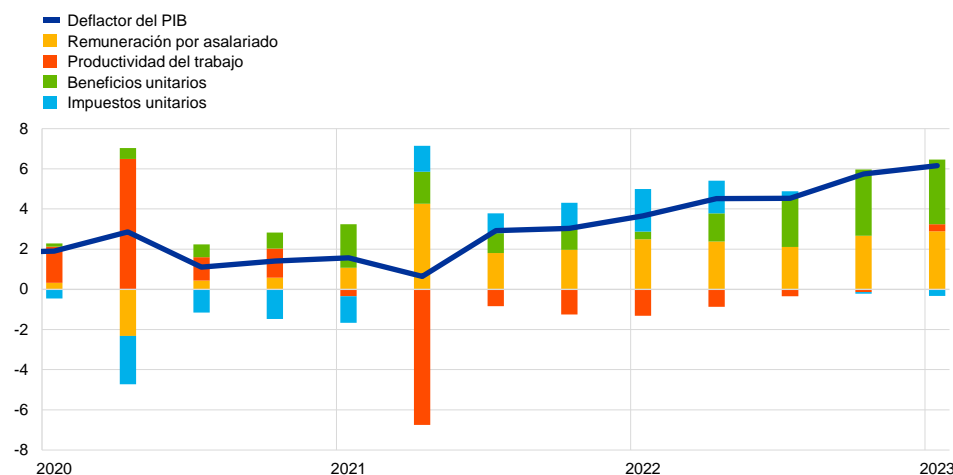
La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se incrementó hasta situarse en el 6,2 % en el primer trimestre de 2023, frente al 5,8 % observado en el cuarto trimestre de 2022, superando así la inflación medida por el IAPCX. Los beneficios unitarios y los costes laborales unitarios representaron en torno a la mitad, respectivamente, de la contribución al crecimiento total de este deflactor, mientras que los impuestos unitarios tuvieron un impacto a la baja reducido. La aportación de los beneficios unitarios al deflactor del PIB siguió siendo elevada desde una perspectiva histórica³. Esto implica que los desequilibrios entre la oferta y la demanda existentes en algunos sectores aún no han desaparecido del todo y que las empresas se han beneficiado de un entorno de fijación de precios favorable en el que el encarecimiento de los insumos pudo trasladarse a los precios de venta. El mayor ritmo de avance de los costes laborales unitarios se debió principalmente a la caída de la productividad del trabajo, que pasó del 0,3 % en el último trimestre de 2022 al -0,6 % en el primer trimestre de 2023. También contribuyó de forma positiva el aumento de la remuneración por asalariado —del 4,8 % al 5,2 %— en el mismo período. Asimismo, se observa una intensificación de las presiones salariales en la tasa de avance de los salarios negociados, que se aceleró un 4,3 % en el primer trimestre de 2023, desde el 3,1 % registrado en el trimestre anterior. Además, la información prospectiva procedente de las negociaciones salariales recientemente concluidas sugiere que las presiones salariales nominales siguen siendo intensas, sobre todo si se consideran también los pagos extraordinarios prevalentes en los acuerdos alcanzados recientemente en algunos países de la zona del euro.

³ Véase el recuadro titulado «Contribución de los beneficios unitarios a la reciente intensificación de las presiones inflacionistas internas en la zona del euro» en este Boletín Económico.

Gráfico 13

Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023. Tanto la remuneración por asalariado como la productividad del trabajo contribuyen a las variaciones observadas en los costes laborales unitarios.

La mayoría de los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro permanecen en torno al 2 %, mientras que los indicadores de mercado de la compensación por inflación han aumentado ligeramente.

Según la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (abril de 2023), las expectativas medianas de inflación general a tres años vista descendieron hasta situarse en el 2,5 % (desde el 2,9 %), al tiempo que las expectativas medianas a un año vista disminuyeron hasta el 4,1 % (desde el 5 %)⁴. En consecuencia, la mejora de las expectativas de inflación a tres años observado en marzo se ha revertido ampliamente, lo que indica que este repunte transitorio podría atribuirse a la incertidumbre y la preocupación por las turbulencias en los mercados financieros europeos. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo de los expertos en previsión económica siguen situándose en torno al objetivo del BCE del 2 %. En la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2023, las expectativas medias de inflación a más largo plazo (relativas a 2027) se mantuvieron sin variación en el 2,1 %, mientras que la encuesta del BCE a analistas de política monetaria de mayo de 2023 las situó en el 2 %, sin cambios con respecto a la encuesta de marzo. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) registraron un ligero ascenso en todos los plazos durante el período de referencia finalizado a mediados de junio, en un contexto en el que los participantes en el mercado se centraron más en determinar la existencia de evidencia sobre la persistencia de inflación subyacente en la zona del euro y en otras economías. Los datos más bajos de lo esperado para la inflación subyacente y la general de la zona del euro publicados al final de mayo no modificaron sustancialmente esta valoración de los mercados a plazo. A corto plazo, el tipo *swap* de inflación (ILS) a un año dentro de un año se situó en el 2,3 %

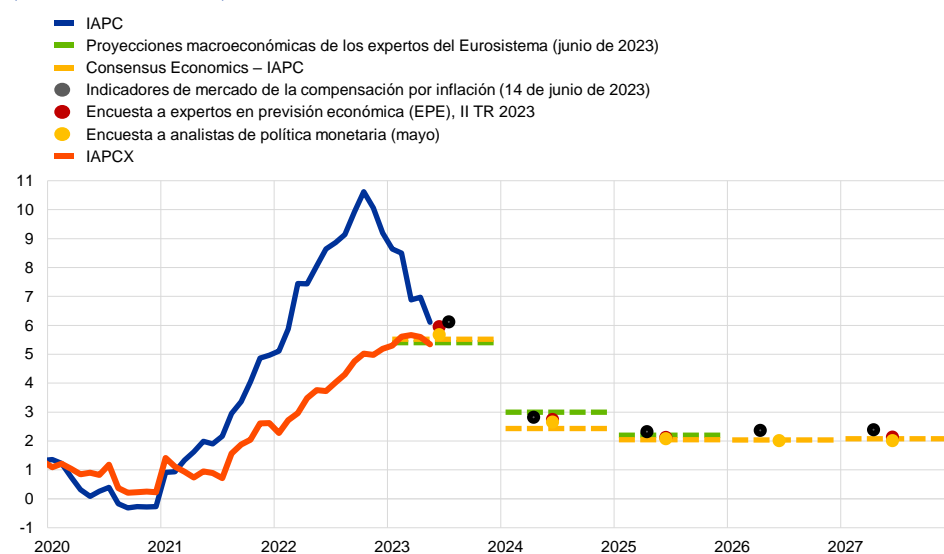
⁴ Véase «Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – abril de 2023», *nota de prensa*, 6 de junio de 2023.

a mediados de junio, 15 puntos básicos por encima del nivel observado al inicio del período analizado (mediados de marzo). A largo plazo, el tipo ILS a cinco años dentro de cinco años también finalizó el período analizado en un nivel casi 15 puntos básicos más alto y está fluctuando en torno al 2,5 %. Sin embargo, es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en el mercado, dado que contienen primas de riesgo de inflación que compensan ese riesgo. Por el lado de los consumidores, en la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (correspondiente a abril de 2023) se señala que las expectativas medianas de inflación general a tres años vista se redujeron de forma significativa, del 2,9 % al 2,5 %, mientras que las expectativas medianas a un año vista disminuyeron hasta situarse en el 4,1 %, desde el 5 %⁵. En consecuencia, el incremento de las expectativas de inflación a tres años vista observado en marzo se ha revertido ampliamente, lo que indica que este repunte transitorio podría atribuirse a la incertidumbre y la preocupación en torno a las turbulencias en los mercados financieros en Europa.

Gráfico 14

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2023](#) y cálculos del BCE.

Notas: La serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 14 de junio de 2023. La encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al segundo trimestre de 2023 se realizó entre el 31 de marzo y el 5 de abril de 2023. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue abril de 2023 y mayo de 2023 para las previsiones a corto plazo (2023 y 2024). La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema fue el 31 de mayo de 2023. La última observación para el IAPC corresponde a mayo de 2023 (estimación de avance).

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2023, la inflación general continuará su senda

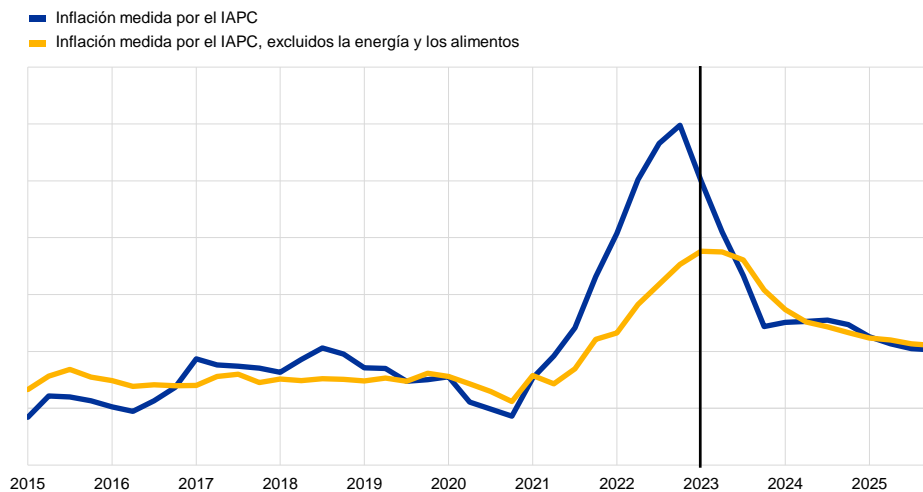
⁵ Véase «[Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – abril de 2023](#)», nota de prensa, BCE, 6 de junio de 2023

descendente y se situará, en promedio, en el 5,4 %, en 2023, el 3 % en 2024 y el 2,2 % en 2025 (gráfico 15). La inflación general ha descendido desde octubre del pasado año, aunque está resultando ser más persistente de lo anticipado con anterioridad, pese a las señales incipientes de relajación de las presiones inflacionistas subyacentes. Se espera que la inflación de la energía sea cada vez más negativa en 2023 conforme los precios de las materias primas energéticas continúen cayendo, y que la de los alimentos se modere. Estos factores, junto con la disminución de los cuellos de botella en la oferta, reducirían adicionalmente la inflación general hasta el 3 % en el último trimestre de 2023. Se prevé que la inflación fluctúe en torno a ese nivel en 2024 cuando se espera que se retiren las medidas fiscales adoptadas, y que siga descendiendo de forma gradual en 2025. El IAPCX experimentará una moderación progresiva en el transcurso de 2023 hasta situarse, en promedio, en el 5,1 % en 2023, el 3 % en 2024 y el 2,3 % en 2025. El menor impacto de las presiones latentes compensaría la intensificación de las presiones de los costes laborales, ya que el crecimiento de los salarios se mantiene por encima de las medias históricas como resultado de la compensación por la pérdida de poder adquisitivo y de las tensiones en los mercados de trabajo. Se espera que la contracción de los beneficios unitarios amortigüe en cierta medida el mayor dinamismo de los costes laborales. Durante el horizonte de las proyecciones, la desaparición de los efectos indirectos de los precios de la energía, la disminución de los cuellos de botella en la oferta y el impacto moderador de la política monetaria deberían contribuir a reducir la inflación. En comparación con las proyecciones de los expertos de marzo de 2023, el perfil de la inflación general se ha mantenido prácticamente inalterado, con una revisión al alza de 0,1 puntos porcentuales para cada año. El IAPCX se ha revisado al alza, debido a los inesperados aumentos anteriores y a la presión procedente del crecimiento de los costes laborales unitarios.

Gráfico 15

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2023](#).

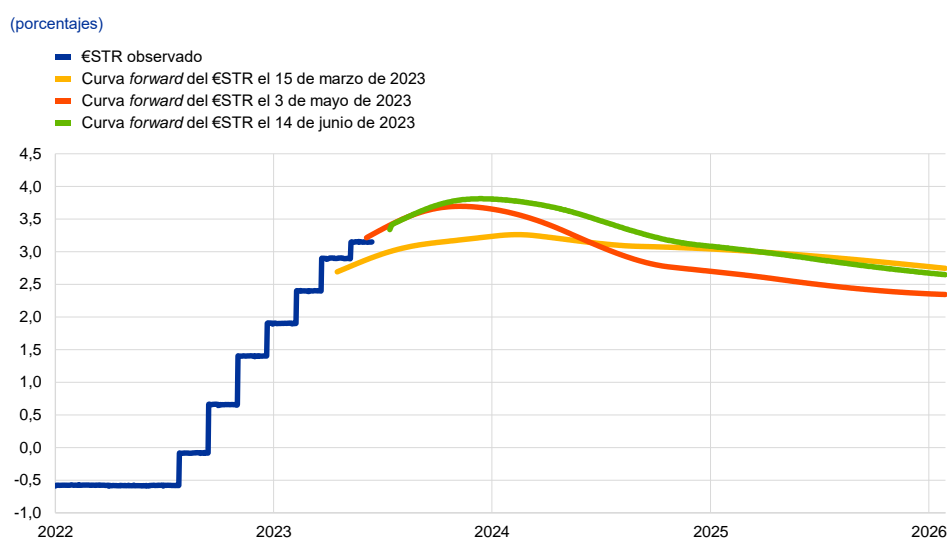
Notas: «IAPC» se refiere al índice armonizado de precios de consumo. «IAPCX» es la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023 (datos) y al cuarto trimestre de 2025 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2023 se finalizaron a finales de mayo de 2023 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 23 de mayo de 2023. Los datos históricos de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales. Los datos de las previsiones son trimestrales para el IAPC y anuales para el IAPCX.

Durante el período de referencia (del 16 de marzo al 14 de junio de 2023), los mercados financieros de la zona del euro se estabilizaron tras las turbulencias que experimentó el sector bancario en Estados Unidos y Suiza a principios de marzo. Como la preocupación por el impacto económico de las turbulencias fue aplacándose gradualmente, los participantes en los mercados revisaron sus expectativas de subidas de los tipos de interés oficiales, la volatilidad remitió, las cotizaciones se recuperaron y los diferenciales de los valores de renta fija privada se redujeron. Al final de mayo, los tipos de interés libres de riesgo disminuyeron ligeramente en todos los plazos, debido en parte a una inflación general y subyacente más bajas de lo esperado en la zona del euro. En conjunto, la curva forward del tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) se desplazó al alza en los tramos más cortos y alcanzó un máximo de alrededor del 3,8 % al final del período analizado, a mediados de junio, aunque este nivel seguía siendo inferior al registrado a principios de marzo antes del inicio de las turbulencias bancarias. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro solo reflejaron de manera parcial los aumentos de sus equivalentes de Estados Unidos y Reino Unido, y se estabilizaron en niveles algo más elevados que los observados a mediados de marzo. Los mercados de deuda soberana se mantuvieron bastante aislados de los acontecimientos ocurridos en el sector bancario, y los diferenciales no reaccionaron al anuncio del Consejo de Gobierno en su reunión de mayo de que esperaba poner fin a las reinversiones en el marco del programa de compras de activos (APP) a partir de julio de 2023. En el período de referencia, los índices bursátiles agregados de la zona del euro se revalorizaron menos que en Estados Unidos, aunque el sector bancario mostró un comportamiento mejor en la zona del euro que en el país americano. Los efectos de contagio a la zona del euro derivados de la volatilidad de los mercados financieros en Estados Unidos relacionada con la incertidumbre política sobre el techo de la deuda de ese país se mantuvieron contenidos en gran parte. Por último, en los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció.

La curva forward del OIS (overnight index swap) se desplazó al alza en los tramos más cortos y la curva forward del €STR registró un máximo de alrededor del 3,8 % (gráfico 16). El €STR siguió de cerca las variaciones del tipo de interés de la facilidad de depósito, que el Consejo de Gobierno subió 50 puntos básicos (del 2,5 % al 3 %) en su reunión de política monetaria del 16 de marzo de 2023 y otros 25 puntos básicos (del 3 % al 3,25 %) en su reunión del 4 de mayo. A principios de marzo, la curva forward del OIS, basada en el €STR, descontaba un tipo máximo del 4 % en diciembre de 2023, que posteriormente se redujo hasta el 3,3 % en octubre de 2023, como consecuencia de la preocupación cada vez mayor de los participantes en los mercados sobre las turbulencias en el sector bancario. En la segunda mitad de marzo, la decisión del Consejo de Gobierno de aumentar el tipo de interés de la facilidad de depósito y su comunicación clara sobre la capacidad de resistencia del sector bancario de la zona del euro, llevó a los participantes en los mercados a revisar al alza sus expectativas relativas a la política monetaria. La decisión sobre los tipos de interés del Consejo de Gobierno de mayo no tuvo un impacto significativo en la senda de los tipos de interés oficiales que los

participantes en los mercados habían descontado en la curva *forward* del OIS. Sin embargo, la publicación de datos más bajos de lo esperado sobre la inflación general y subyacente de la zona del euro a finales de mayo frenó ligeramente las expectativas sobre los tipos de interés oficiales. En el conjunto del período de referencia, la curva *forward* del OIS se desplazó al alza en los tramos más cortos y descontaba un tipo máximo del 3,8 % en octubre de 2023. Si se compara con la curva *forward* del OIS anterior a la reunión del Consejo de Gobierno de mayo, la curva *forward* de mediados de junio muestra un pico similar, pero un descenso más moderado de los tipos *forward* posteriormente.

Gráfico 16
Tipos *forward* del €STR



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

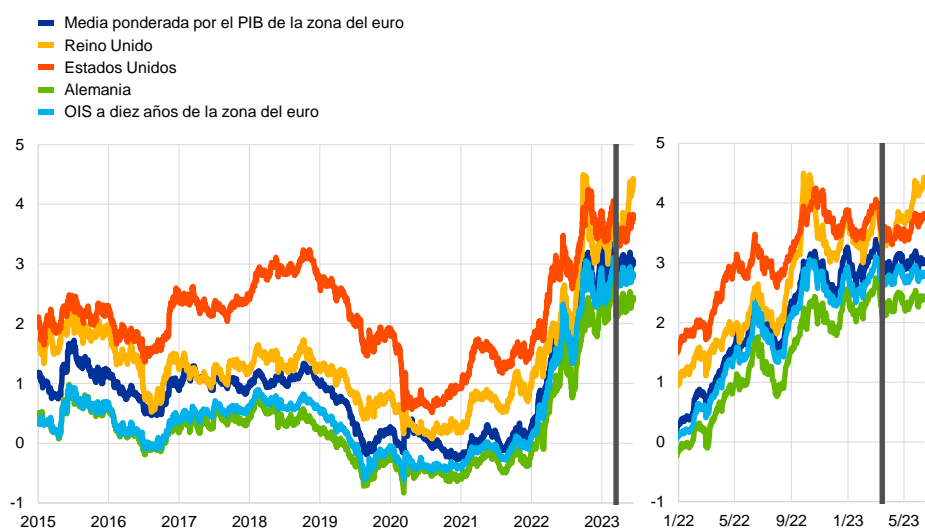
Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro solo reflejaron de manera parcial los aumentos de sus equivalentes de Estados Unidos y Reino Unido, y se estabilizaron en niveles algo más elevados que los observados al comienzo del período de referencia, a mediados de marzo (gráfico 17). Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo se redujeron considerablemente en la zona del euro al inicio del período analizado, debido a que los participantes en los mercados financieros revisaron sus expectativas relativas a los tipos de interés oficiales a raíz de las turbulencias bancarias. El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se situó en el 3 % a mediados de marzo. Posteriormente, fluctuó en un rango de unos 40 puntos básicos y terminó el período considerado —a mediados de junio— 10 puntos básicos por encima de dicho nivel, en el 3,1 %, lo que contrasta, en particular, con el mercado repunte de los tipos de interés libres de riesgo del Reino Unido. El debate en torno al techo de la deuda en Estados Unidos, sobre el que la Cámara de Representantes aprobó un acuerdo el 31 de mayo, junto con la mejora de la percepción de riesgos y el continuado endurecimiento de la política monetaria por parte del Banco de Inglaterra, fueron los principales factores que explican el incremento más acusado de los rendimientos de la deuda pública a diez años en

Estados Unidos y en el Reino Unido, que fue de 20 puntos básicos y 100 puntos básicos, respectivamente, hasta alcanzar el 3,8 % y el 4,4 % a mediados de junio.

Gráfico 17

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

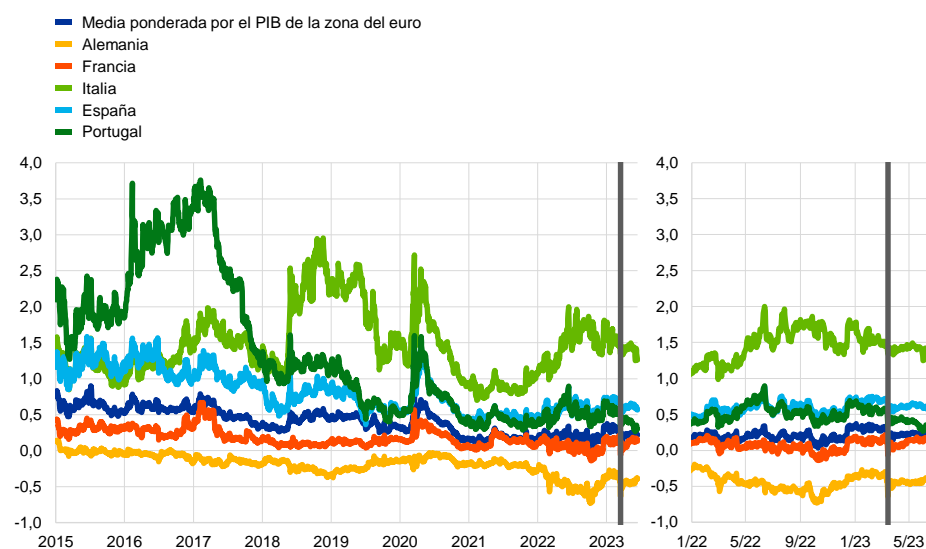
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (16 de marzo de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 14 de junio de 2023.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro evolucionaron básicamente en consonancia con los tipos de interés libres de riesgo, dado que los diferenciales soberanos se mantuvieron aislados de la preocupación por el sector bancario (gráfico 18). El diferencial del rendimiento medio de la deuda soberana de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo OIS basado en el €STR solo aumentó ligeramente en el período de referencia, como reflejo de los diferenciales de la deuda soberana, que permanecieron prácticamente estables en la mayoría de jurisdicciones. El principal factor que explica el movimiento al alza fue el diferencial de la deuda soberana a diez años de Alemania, que se elevó 12 puntos básicos y pasó a ser menos negativo, en parte como consecuencia de la reversión de los flujos de huida hacia activos más seguros provocados por las turbulencias en el sector bancario. El anuncio del Consejo de Gobierno en mayo de que esperaba poner fin a las reinversiones en el marco del APP a partir de julio de 2023 no generó ningún aumento apreciable de los diferenciales. Un movimiento notable durante el período de referencia fue el descenso del diferencial de la deuda soberana griega tras la primera ronda de elecciones parlamentarias del 21 de mayo, que reforzó las expectativas de los participantes en los mercados de una posible mejora de la calificación a grado de inversión en los próximos meses. El diferencial de la deuda soberana griega a diez años cayó 60 puntos básicos en el período analizado.

Gráfico 18

Diferenciales de la deuda soberana a diez años de la zona del euro con respecto al tipo OIS a diez años basado en el €STR

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (16 de marzo de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 14 de junio de 2023.

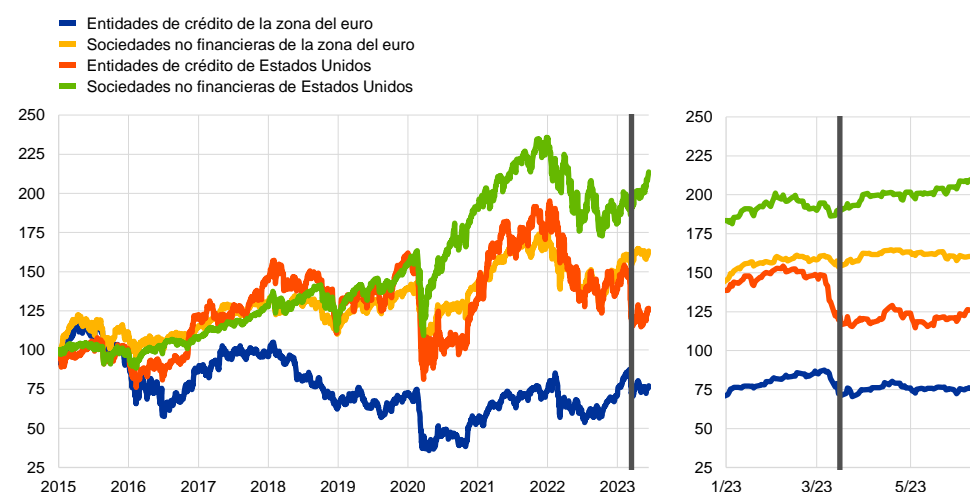
Los diferenciales de los valores de renta fija privada disminuyeron como consecuencia de la mejora de la percepción de riesgos. Los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad y de grado de inversión se redujeron 77 puntos básicos y 13 puntos básicos, respectivamente, revirtiendo casi el incremento que se había producido durante las turbulencias en el sector bancario que precedieron al período analizado. Si bien los diferenciales fueron algo mayores que antes de las turbulencias bancarias, las emisiones brutas por parte de las sociedades no financieras estuvieron en consonancia con las regularidades históricas. Las emisiones brutas al comienzo de 2023 fueron más elevadas que las emisiones brutas medias de los diez últimos años, pero prácticamente se interrumpieron cuando empezaron las turbulencias en el sector bancario y los diferenciales se ampliaron de forma significativa, y después volvieron a repuntar cuando los diferenciales comenzaron a estrecharse y la volatilidad se redujo. La capacidad de las sociedades no financieras para adaptarse a las condiciones imperantes en los mercados y emitir menos deuda cuando los diferenciales de los bonos corporativos aumentaron puede haber evitado que estos siguiesen ampliándose durante las turbulencias.

Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron en el período de referencia, dado que los mercados bursátiles se asentaron en un entorno de menor volatilidad (gráfico 19). Durante el período analizado, los índices bursátiles de la zona del euro registraron un incremento generalizado del 5 %, que compensó en gran parte las pérdidas sufridas durante las turbulencias en el sector bancario, aunque las cotizaciones bancarias aún no han recuperado del todo las pérdidas. A medida que se acercaba la fecha límite para el techo de la deuda en Estados

Unidos, los mercados de renta variable de ambos lados del Atlántico mantuvieron una calma relativa. Pese al lastre más persistente sobre las cotizaciones bancarias en Estados Unidos, los índices bursátiles agregados se comportaron mejor en Estados Unidos que en la zona del euro, impulsados por una evolución mejor, en general, de las sociedades no financieras —en especial las del sector tecnológico— que tienen un peso relativamente mayor en los índices estadounidenses que en los de la zona del euro. En el conjunto del período analizado, los precios de las acciones de las sociedades no financieras aumentaron un 4,5 % en la zona del euro —gracias a los dividendos más altos de lo esperado y a la recompra de acciones, así como a las mayores expectativas de beneficios a corto plazo, que fueron parcialmente contrarrestadas por un deterioro de las perspectivas de beneficios a más largo plazo— y un 11 % en Estados Unidos. Las cotizaciones del sector bancario subieron un 5,7 % en la zona del euro y un 1,9 % en el país americano.

Gráfico 19
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2015 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

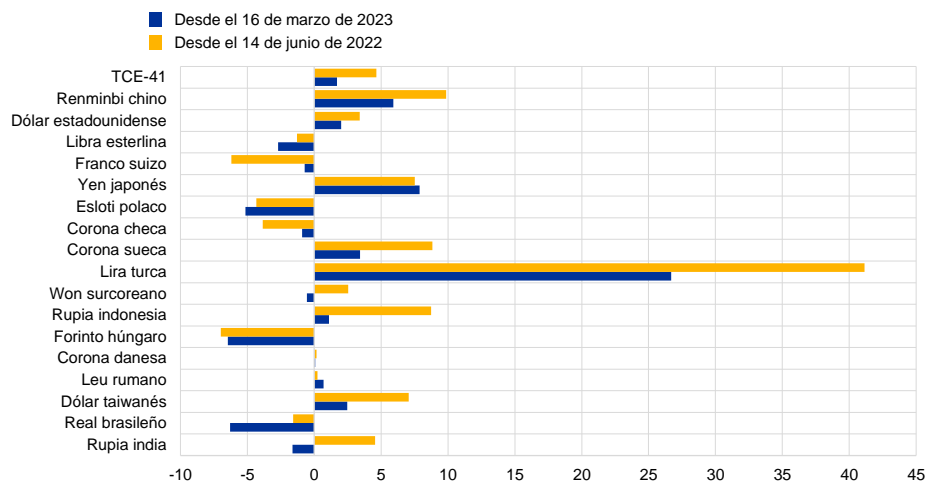
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (16 de marzo de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 14 de junio de 2023.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció (gráfico 20). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 1,7 %. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral frente a las principales monedas, el euro se apreció frente al dólar estadounidense (2 %), pese al aumento de los diferenciales de tipos de interés, así como frente al renminbi chino (5,9 %) y al yen japonés (7,9 %), pero se depreció frente a la libra esterlina (2,7 %) y al franco suizo (0,7 %). La moneda única también se fortaleció frente a las monedas de la mayoría de las principales economías emergentes de Asia, así como frente a la lira turca (26,7 %), pero se debilitó frente al real brasileño (6,3 %) y frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental no pertenecientes a la zona del euro.

Gráfico 20

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 14 de junio de 2023.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

Los costes de financiación de las entidades de crédito continuaron aumentando en abril de 2023, como consecuencia de las subidas adicionales de los tipos de interés oficiales del BCE. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares también se incrementaron, aunque a un ritmo más lento que en meses anteriores. En el período comprendido entre el 16 de marzo y el 14 de junio de 2023, el coste de la financiación mediante valores de renta fija y mediante acciones solo experimentó un ligero aumento. El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares siguió moderándose en abril, en un entorno de tipos de interés más altos, de menor demanda de préstamos y de endurecimiento de los criterios de aprobación. El crecimiento monetario continuó debilitándose, debido al elevado coste de oportunidad de mantener dinero, a la moderación de la dinámica crediticia y a la reducción del balance del Eurosistema.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro continuaron aumentando en abril, como consecuencia de las subidas adicionales de los tipos de interés oficiales del BCE y de los tipos de los depósitos.

El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro volvió a elevarse ligeramente en abril, estabilizándose con ello en torno a su nivel más alto en más de diez años (panel a del gráfico 21). Este aumento reciente refleja, en su mayor parte, el incremento de los tipos de interés de los depósitos, mientras que la rentabilidad de los bonos bancarios se mantuvo prácticamente estable (panel b del gráfico 21). Los tipos de los depósitos continuaron aumentando de manera sostenida, con algunas variaciones entre instrumentos. Los depositantes están reaccionando a la ampliación del diferencial de tipos entre los depósitos a plazo y los depósitos a la vista desplazando sus tenencias de los segundos a los primeros y a otros instrumentos con una remuneración más alta. La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE a los tipos de los depósitos varió significativamente de unas entidades a otras y se ha visto acompañada de una redistribución de los volúmenes de depósitos entre bancos. Los ahorradores han pasado los depósitos de entidades con una remuneración menos atractiva a entidades que han aumentado los tipos de interés de estos productos a un ritmo más rápido.

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

contribuyeron a reducir adicionalmente el exceso de liquidez y a incrementar los costes de financiación de las entidades de crédito. Desde la recalibración de las condiciones de las TLTRO III, con fecha efectiva el 23 de noviembre de 2022, las entidades han realizado cuantiosos reembolsos de la financiación obtenida en ese programa. En junio se habrán reembolsado fondos por un total de 1,5 billones de euros (obligatorios y voluntarios), lo que supone una reducción de los saldos vivos del 72 % aproximadamente (en comparación con el nivel anterior a la recalibración)⁶. Desde septiembre de 2022, las entidades de crédito han aumentado sus emisiones de bonos, que se remuneran por encima de los tipos de los depósitos

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

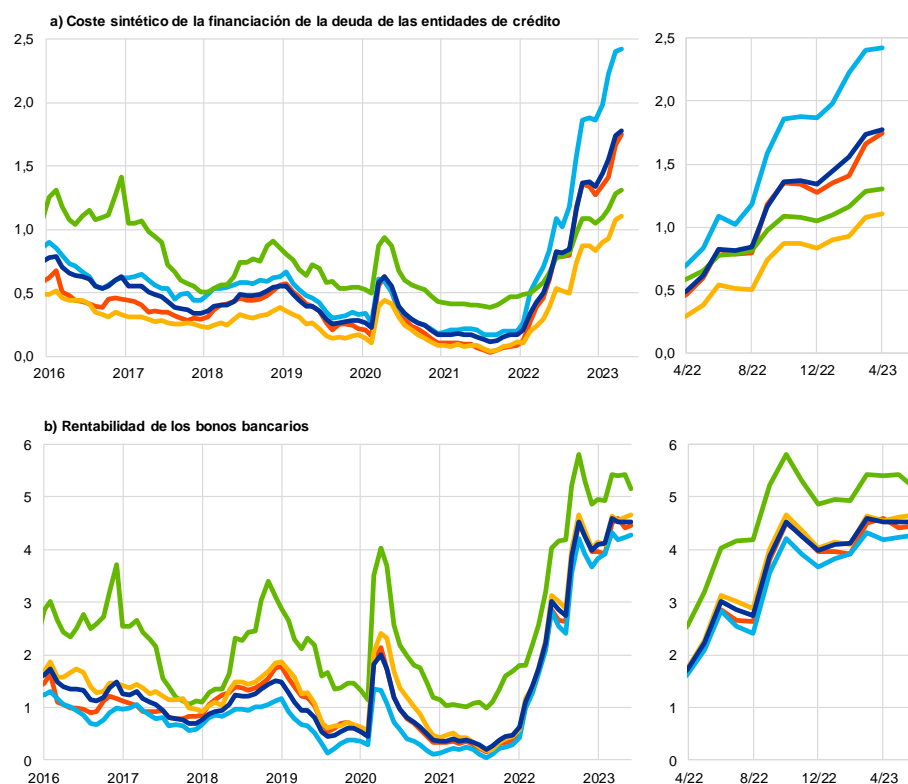
y de los tipos de interés oficiales del BCE, en un entorno de retirada gradual de las TLTRO y de disminución de los depósitos.

Gráfico 21

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

(porcentajes)

— Zona del euro
— Alemania
— Francia
— Italia
— España



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

Notas: Los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 14 de junio de 2023 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

Las entidades de crédito se mantienen adecuadamente capitalizadas en general, aunque es probable que la evolución de las condiciones de financiación, del riesgo de tipo de interés y de la calidad de los activos limite cada vez más su capacidad de concesión de crédito. Las entidades continuaron aumentando su rentabilidad en el primer trimestre de 2023 debido, fundamentalmente, a las fuentes de ingresos no relacionadas con los intereses, mientras que el incremento que registraron los ingresos netos por intereses en 2022 se detuvo en un entorno de débil crecimiento del crédito y de márgenes de intereses estables en general. Las turbulencias que sufrió el sector bancario en marzo se tradujeron en un descenso de las cotizaciones bancarias y en una ampliación de los

diferenciales de los bonos bancarios con más riesgo, como los bonos subordinados y los instrumentos de capital de nivel 1 adicional (AT1). Las mayores presiones de financiación como consecuencia del aumento de los tipos de los depósitos y de los cuantiosos reembolsos de TLTRO están pesando actualmente sobre la rentabilidad de las entidades. Con respecto a la calidad de los activos de los balances bancarios, las ratios de préstamos dudosos han seguido disminuyendo, pero están apareciendo señales de mayores riesgos de crédito, dado que la proporción de préstamos vencidos recientemente se ha incrementado, especialmente en el caso de exposiciones a sectores que se ven más afectados por el ciclo de endurecimiento de la política monetaria, como el inmobiliario comercial. En cuanto a la exposición de los bancos al riesgo de tipo de interés, las pérdidas no realizadas en los valores de la cartera a vencimiento están siendo objeto actualmente de un escrutinio sustancial por parte de los mercados, aun cuando han sido relativamente limitadas hasta el momento.

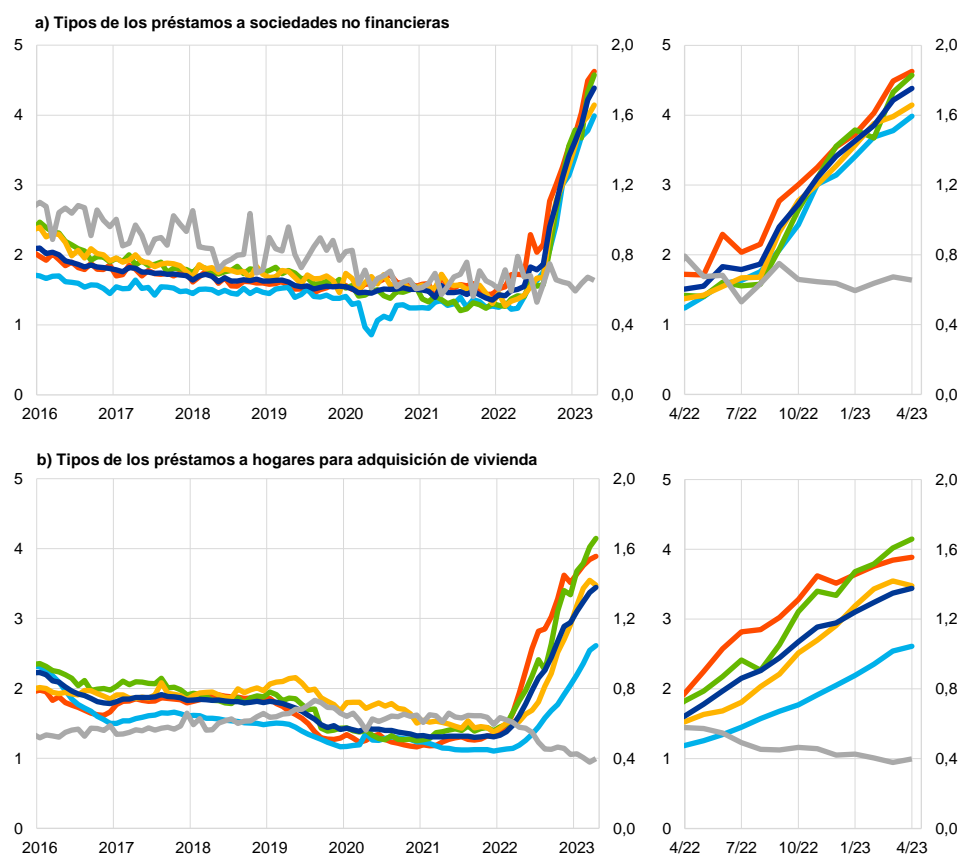
Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares aumentaron de nuevo en abril de 2023, aunque a un ritmo más lento que en meses anteriores. El endurecimiento de la política monetaria del BCE se está transmitiendo a las condiciones del crédito bancario, con un incremento de los tipos de interés aplicados y criterios de aprobación más restrictivos. Los tipos de interés de los préstamos a sociedades no financieras se elevaron hasta el 4,38 % en abril, su nivel más alto desde finales de 2008, en comparación con el 4,22 % de marzo de 2023 y el 1,83 % de junio de 2022, antes del comienzo del ciclo de endurecimiento. El reciente incremento estuvo impulsado por el ascenso de los tipos de los préstamos hasta un año de fijación del tipo inicial, mientras que los tipos de interés de los préstamos con períodos de fijación más largos disminuyeron. Los tipos de los préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda también continuaron subiendo en abril hasta situarse en el 3,44 %, frente al 3,37 % de marzo y el 1,97 % de junio de 2022. El aumento de abril fue consecuencia de los tipos de interés más elevados de los préstamos hipotecarios a tipo flexible, mientras que los de las hipotecas a tipo fijo descendieron por primera vez desde que se inició la tendencia al alza en diciembre de 2021. En conjunto, los tipos de interés de los préstamos han aumentado con mayor rapidez que en ciclos de alza anteriores, lo que refleja, sobre todo, el ritmo más acelerado de las subidas de los tipos oficiales. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de abril de 2023 sugieren que los consumidores encuestados esperan que los tipos de interés hipotecarios comiencen a estabilizarse en los doce meses siguientes. No obstante, un elevado porcentaje neto de consumidores encuestados esperaba mayores dificultades para obtener préstamos para adquisición de vivienda. El diferencial de tipos de interés entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros se mantuvo estable en abril en niveles históricos bajos, aunque con cierta heterogeneidad de unos países a otros. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares permaneció en niveles reducidos (paneles a y b del gráfico 22).

Gráfico 22

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

(porcentajes; desviación típica)

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



Fuente: BCE.

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

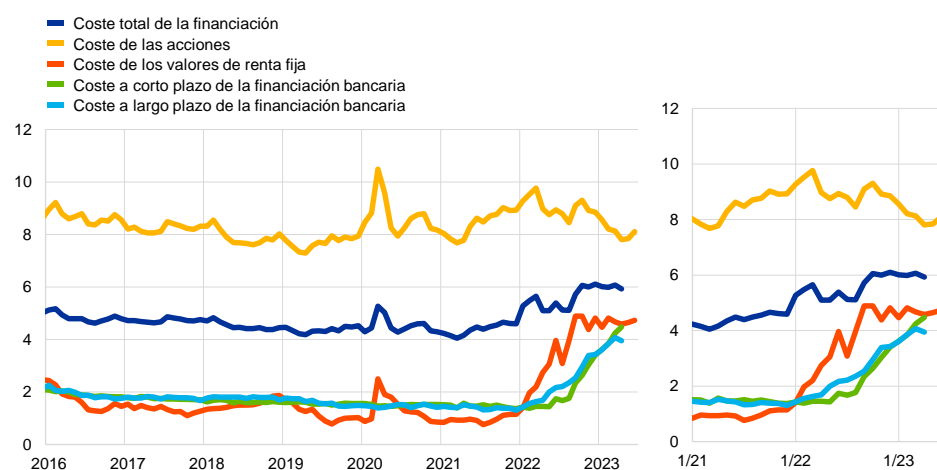
Entre el 16 de marzo y el 14 de junio de 2023, el coste de la financiación de sociedades no financieras tanto mediante acciones como mediante valores de renta fija solo experimentó un ligero aumento. Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, a 14 de junio el coste total de la financiación de las sociedades no financieras —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones— únicamente se podía calcular hasta abril de 2023, cuando se situó en el 5,9 %, un nivel solo algo inferior al del mes anterior (gráfico 23). Esta evolución fue resultado del descenso que registró en abril el coste de todos los componentes de la financiación de las sociedades no financieras, salvo el de la financiación bancaria a corto plazo, que se incrementó considerablemente. En ese mes, el coste total de la financiación se mantuvo próximo a los elevados niveles observados en septiembre

de 2022 y, anteriormente, a finales de 2011, si bien disminuyó un poco con respecto al pico alcanzado en octubre de 2022. En el período analizado, entre el 16 de marzo y el 14 de junio, el coste de los valores de renta fija y de las acciones aumentó ligeramente. El alza del coste de los valores de renta fija se debió al impacto de los mayores tipos de interés libres de riesgo, que se compensó en parte con los menores diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras tanto en el segmento de grado de inversión como, más notablemente, en el de alta rentabilidad. El ligero ascenso del coste de las acciones también fue reflejo del incremento de los tipos libres de riesgo, dado que la prima de riesgo se mantuvo constante en el período analizado.

Gráfico 23

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 14 de junio de 2023 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 9 de junio de 2023 para el coste de las acciones (datos semanales) y a abril de 2023 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

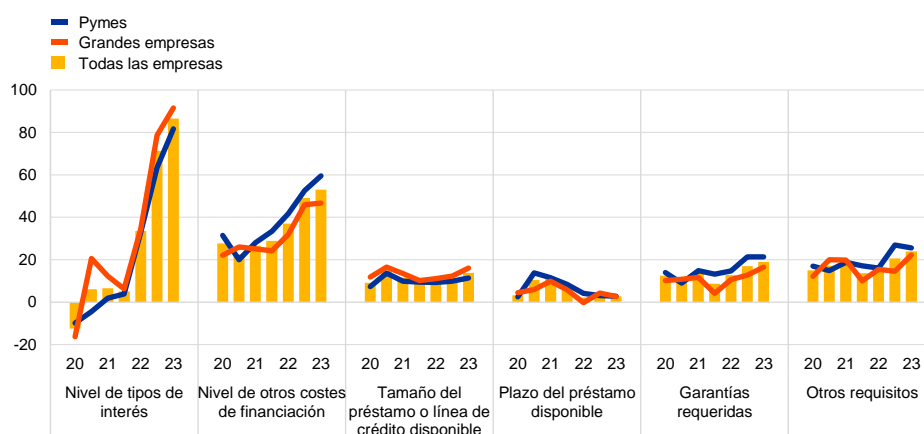
En todas las categorías de tamaño, las empresas señalaron un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación en el período comprendido entre octubre de 2022 y marzo de 2023 en la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés). El porcentaje neto de empresas que indicaron un aumento de los tipos de interés bancarios se elevó hasta el 87 %, frente al 71 % de la encuesta anterior (gráfico 24). Este es el mayor ascenso desde que comenzó a publicarse la encuesta en 2009, lo que refleja la transmisión gradual del endurecimiento de la política monetaria al coste de financiación de las empresas. Al mismo tiempo, un 53 % neto de las empresas (frente al 49 % previo) señaló un incremento de otros costes de financiación, como gastos y comisiones. El aumento generalizado de los tipos de interés bancarios y otros costes parece ser similar entre las pequeñas y medianas empresas (pymes) y las grandes empresas. En términos netos, las empresas también indicaron un endurecimiento de las garantías requeridas, pero un incremento del plazo y del tamaño de los préstamos.

Pocos encuestados manifestaron que habían tenido dificultades para obtener un préstamo bancario (frente al 7 % en la encuesta anterior).

Gráfico 24

Evolución de las condiciones de la financiación bancaria para las empresas de la zona del euro

(porcentaje neto de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE).

Notas: Las cifras se basan en las empresas que habían solicitado préstamos bancarios (incluidos préstamos bancarios subvencionados), líneas de crédito o descubierto bancario o en tarjetas de crédito. El porcentaje neto es la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican que han registrado un aumento de un factor determinado y el de aquellas que señalan una disminución. Las cifras se refieren a las ediciones 22-28 de la encuesta (entre octubre de 2019-marzo de 2020 y octubre de 2022-marzo de 2023).

Las empresas indicaron que la brecha de financiación había seguido incrementándose y que esperaban una menor disponibilidad en el futuro de la mayoría de las fuentes de financiación externa.

El porcentaje neto de empresas de la zona del euro que señalaron una ampliación de la brecha de financiación externa —la diferencia entre la variación de la demanda y de la oferta de financiación externa— se situó en el 6 % (frente al 9 % de la ronda anterior). Si se excluye la ronda previa, fue el mayor aumento de esta brecha desde 2013. Este aumento reflejó las mayores necesidades de financiación mencionadas por las empresas, así como un deterioro de la disponibilidad de la mayoría de las fuentes de financiación. De cara al futuro, en términos netos, el 17 % de los encuestados esperaba que la disponibilidad de préstamos bancarios disminuyera nuevamente entre abril y septiembre de 2023. Las empresas también esperaban, en conjunto, que la disponibilidad de líneas de crédito y de crédito comercial siguiera deteriorándose en los seis meses siguientes, al tiempo que consideraban que la disponibilidad futura de financiación de mercado prácticamente no variaría.

El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares siguió moderándose en abril, en un entorno de tipos de interés más altos, de menor demanda de préstamos y de endurecimiento de los criterios de aprobación.

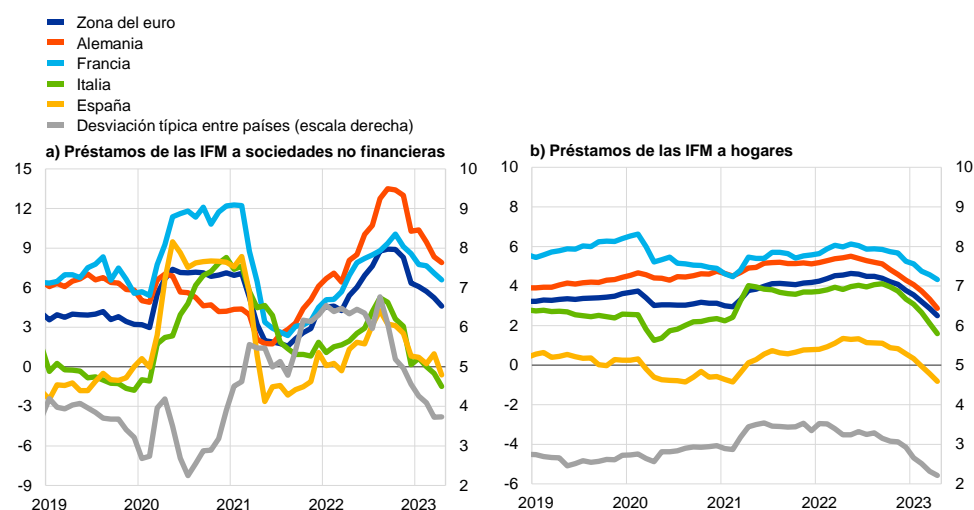
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras descendió hasta el 4,6 % en abril, desde el 5,2 % registrado en marzo (panel a del gráfico 25). Los flujos mensuales de préstamos a este sector han sido ligeramente negativos, en promedio, desde noviembre de 2022. La desaceleración se registró en las mayores economías y refleja la notable contracción de la demanda de crédito,

debido en parte al aumento de los tipos de interés aplicados y al sustancial endurecimiento adicional de los criterios de aprobación. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares disminuyó desde el 2,9 % observado en marzo hasta el 2,5 % en abril (panel b del gráfico 25), en un entorno de deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda, de sustancial endurecimiento adicional de los criterios de aprobación del crédito bancario y de tipos de interés más elevados. Esta disminución obedeció principalmente a la continua ralentización del crecimiento de los préstamos para vivienda. Sin embargo, desde principios de 2023, otros préstamos a hogares, en particular los concedidos a empresarios individuales (es decir, pequeñas empresas sin personalidad jurídica), han ido cayendo mes a mes y, por tanto, también contribuyeron al debilitamiento.

Gráfico 25

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, 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 abril de 2023.

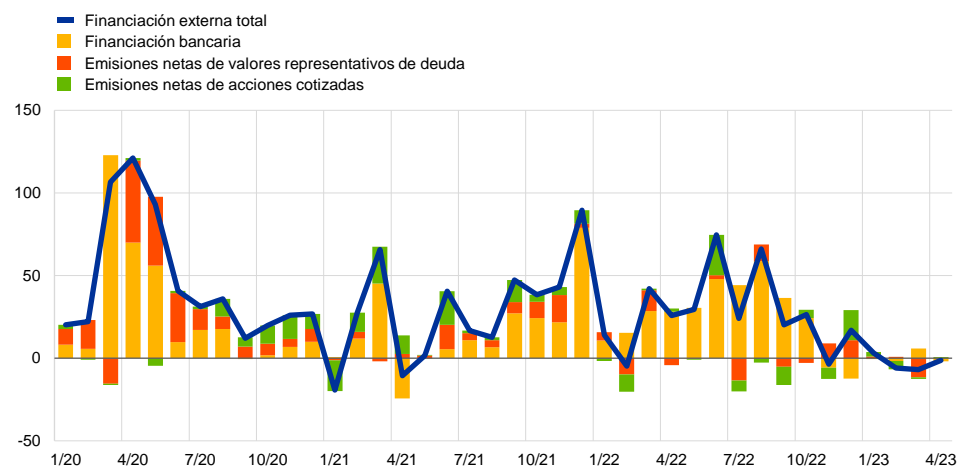
El crecimiento de la financiación externa neta de las empresas de la zona del euro fue tímido en el primer trimestre de 2023 y en abril, reflejo de los bajos niveles de financiación de deuda.

La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa neta se redujo del 2,2 % en enero de 2023 al 1,7 % en abril (gráfico 26). Los flujos de préstamos fueron débiles en valores absolutos y en comparación con años anteriores. Esta evolución refleja las menores necesidades de financiación de las empresas dada la persistente falta de dinamismo de la actividad económica, el aumento de los tipos de interés de los préstamos y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito bancario. Las emisiones netas de valores representativos de deuda se contrajeron a consecuencia de las mayores amortizaciones y de las menores emisiones brutas. Las emisiones de acciones cotizadas fueron débiles en general, pese al menor coste de las acciones para las empresas, debido a la reducida actividad en términos de ofertas públicas iniciales y de fusiones y adquisiciones, al tiempo que algunas multinacionales recompraron acciones y los repartos de dividendos aumentaron.

Gráfico 26

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

(flujos mensuales; mm de euros)



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

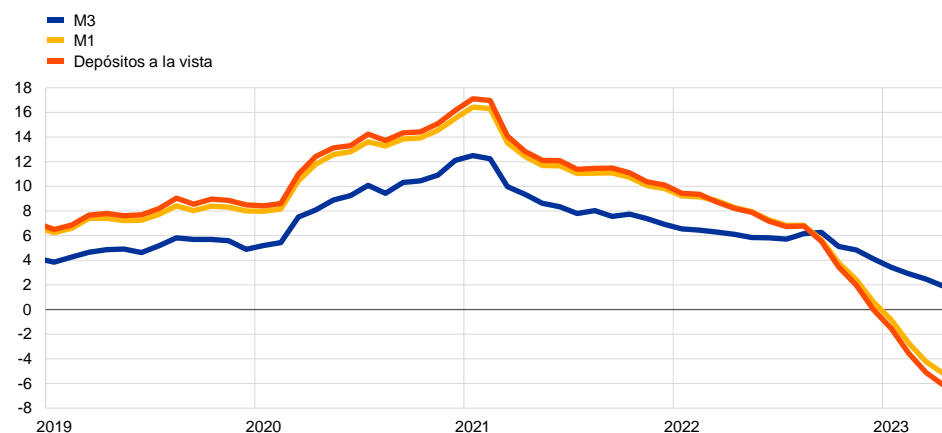
Notas: La financiación externa neta es la suma de la financiación bancaria (préstamos de las IFM), las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de las IFM están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización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

Los depósitos a la vista se contrajeron nuevamente en abril, debido al desplazamiento de fondos hacia instrumentos con mayor remuneración. Tras caer un 5,1 % en marzo en tasa interanual, los depósitos a la vista disminuyeron otro 6,1 % en abril, la mayor contracción observada desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria en 1999 (gráfico 27). Esta evolución es atribuible, especialmente, a la sustitución a gran escala de los depósitos a la vista por depósitos a plazo, pero también por otros instrumentos con mayor remuneración, como los bonos y las participaciones en fondos del mercado monetario. Refleja el hecho de que los tipos de interés de los depósitos a la vista se ajustan más lentamente a las variaciones de los tipos de interés oficiales que los tipos de los depósitos a plazo. La mayor velocidad de endurecimiento de la política monetaria del BCE en comparación con ciclos de endurecimiento previos explica los extraordinarios volúmenes de fondos que se desplazan.

Gráfico 27

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023.

El debilitamiento del crecimiento monetario continuó, debido al elevado coste de oportunidad de mantener dinero, a la moderación de la dinámica crediticia y a la reducción del balance del Eurosistema. El crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) disminuyó desde el 2,5 % en marzo hasta el 1,9 % en abril, la tasa más baja registrada desde julio de 2014 (gráfico 27). Las variaciones intermensuales de este agregado han sido negativas desde diciembre de 2022. El agregado monetario estrecho (M1) se contrajo nuevamente en abril, un 5,2 % frente al 4,2 % de marzo. La actual desaceleración del crecimiento monetario puede explicarse por el mayor coste de oportunidad de mantener dinero y por la moderación de la dinámica crediticia. La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales a las condiciones financieras incentiva a los tenedores de dinero a desplazar fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo y, en menor medida, a los bonos bancarios, los fondos del mercado monetario y la deuda pública. Además, la finalización en marzo de 2023 de la reinversión íntegra del principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos que han ido venciendo ha dado lugar a una reducción de la cartera de activos del Eurosistema, absorbiendo de esta forma automáticamente la liquidez del sistema financiero. Por último, los reembolsos de TLTRO también están contribuyendo al debilitamiento del crecimiento monetario al dar a las entidades un incentivo para emitir bonos a plazos más largos que no se incluyen en M3.

6 Evolución de las finanzas públicas

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2023, las perspectivas fiscales de la zona del euro siguen mejorando a medida que se retira gradualmente el apoyo fiscal. Pese a la mejora observada en las finanzas públicas, se prevé que las ratios de déficit y de deuda permanezcan muy por encima de sus niveles prepandemia durante todo el horizonte de proyección. La ratio de déficit de la zona descendería hasta situarse en el 3,2 % del PIB en 2023 y se estabilizaría en torno al 2,5 % en 2024 y 2025. Se espera que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea prácticamente neutral en 2023, que se endurezca de forma significativa en 2024 y que vuelva a ser prácticamente neutral en 2025. Si se considera todo el horizonte de proyección, la política fiscal experimentará un cierto endurecimiento, pero mantendrá una orientación relativamente acomodaticia dadas las importantes medidas fiscales introducidas durante la pandemia y la posterior perturbación de los costes de la energía. Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro disminuya desde el 91 % en 2022 hasta alrededor del 87 % en 2025. Desde la perspectiva de las políticas, conforme la perturbación energética se va atenuando, los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse con rapidez y el BCE, en el marco de sus competencias, está preparando actualmente un dictamen sobre las [propuestas legislativas](#) publicadas por la Comisión el 26 de abril de 2023.

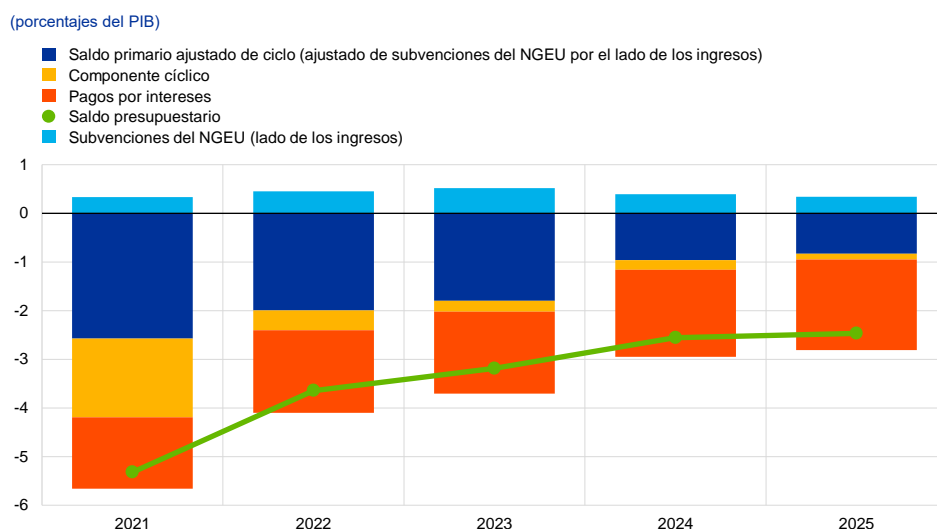
De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2023, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará moderadamente durante el horizonte de proyección⁷.

Se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro descienda hasta situarse en el 3,2 % del PIB en 2023, y hasta el 2,6 % y el 2,5 % del PIB en 2024 y 2025, respectivamente (gráfico 28). Este descenso se debería principalmente a la disminución del déficit primario ajustado de ciclo y, en menor medida, a la mejora del componente cíclico. Al mismo tiempo, los pagos por intereses en porcentaje del PIB aumentarían ligeramente. Por otra parte, el déficit primario de la zona del euro se vería influenciado en gran parte por la reducción continua de las medidas de apoyo fiscal aplicadas por los Gobiernos en respuesta a la perturbación energética y a la elevada inflación. Actualmente se estima que el importe de estas medidas ascenderá al 1,6 % del PIB de la zona del euro en 2023 y al 0,5 % del PIB en 2024, y que se reducirá hasta situarse en torno al 0,2 % del PIB en 2025.

⁷ Véase «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio 2023](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 15 de junio de 2023.

Gráfico 28

Saldo presupuestario y sus componentes



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

Notas: «NGEU» es el programa *Next Generation EU*. Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los 20 países de la zona del euro (incluida Croacia).

A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro será prácticamente neutral en 2023⁸, se endurecerá de forma significativa en 2024 y volverá a ser prácticamente neutral en 2025.

La orientación casi neutral de la política fiscal en 2023 se explica por la reversión parcial prevista de los ingresos extraordinarios de 2021 y 2022 —fundamentalmente como consecuencia del impacto positivo de la elevada inflación sobre las finanzas públicas—, que se verá ampliamente compensada por un cierto endurecimiento de las medidas fiscales discrecionales generales. Este endurecimiento refleja la supresión de algunas de las medidas de estímulo aplicadas por los Gobiernos en respuesta a la pandemia, así como una reclasificación estadística en Italia. Se prevé que el tono de la política fiscal sea significativamente más restrictivo en 2024, principalmente debido a la retirada gradual de alrededor del 70 % del respaldo fiscal relacionado con la energía y con la inflación proporcionado por los Gobiernos de la zona del euro en 2023. También se proyecta que el apoyo procedente de los fondos concedidos en el marco del programa *Next Generation EU* (NGEU) se reduzca después de 2023, mientras que cierta reversión adicional de los ingresos extraordinarios mitigaría el endurecimiento de la orientación fiscal en 2024-2025.

Se prevé que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro continúe descendiendo hasta situarse justo por encima del 87 % del PIB en 2025.

Después de que la ratio de deuda aumentara unos 13 puntos porcentuales

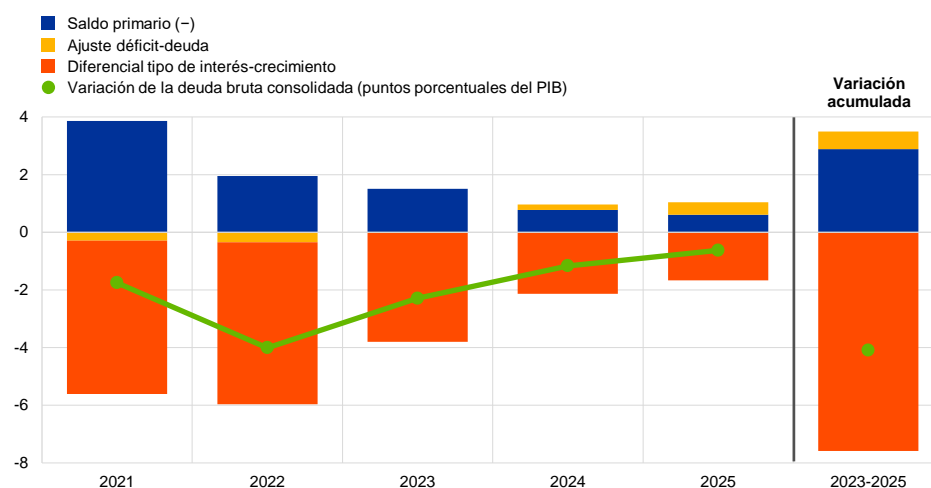
⁸ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del programa *Next Generation EU* procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «[The euro area fiscal stance](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

hasta alrededor del 97 % en 2020, debido a las medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en respuesta a la crisis del COVID-19, se situó en el 91 % del PIB en 2022, y se espera que se reduzca hasta aproximadamente el 89 % del PIB en 2023 y que siga cayendo hasta situarse en torno al 87 % del PIB en 2025. Esta reducción obedecería, sobre todo, a unos diferenciales negativos entre los tipos de interés y el crecimiento del PIB nominal. Aunque estos diferenciales han disminuido desde el final de 2022, se prevé que sigan compensando con creces los déficits primarios (gráfico 29). La contribución de los ajustes entre déficit y deuda debería ser neutra en 2023, pero incrementaría moderadamente la deuda bruta en los dos últimos años de la previsión. Pese a la disminución gradual de la ratio agregada de deuda de la zona del euro, se espera que permanezca por encima del nivel previo a la pandemia (en casi 3 puntos porcentuales) hasta 2025.

Gráfico 29

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



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

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los 20 países de la zona del euro (incluida Croacia).

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2023, el saldo presupuestario de la zona del euro se ha revisado ligeramente al alza para 2023, pero de nuevo a la baja en un importe similar para 2024. Estas revisiones se deben fundamentalmente a variaciones del saldo primario, aunque la revisión al alza para 2023 se basa también en la previsión de que el gasto por intereses en porcentaje del PIB será algo menor de lo esperado previamente. Las perspectivas relativas al saldo primario básicamente reflejarán las revisiones del nivel de las medidas fiscales discrecionales.

Conforme la crisis energética se va atenuando, los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada. Ello evitaría un aumento de las presiones inflacionistas a medio plazo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. En la misma línea, en el [paquete de primavera del Semestre Europeo](#) de la Comisión Europea,

publicado el 24 de mayo de 2023 y en el que se recogen las orientaciones generales incluidas en sus [Orientaciones de la política fiscal para 2024](#), se recomendó que los Gobiernos retiraran sus medidas de respaldo fiscal para el final de este año. La Comisión indicó también que la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento se desactivará al final de 2023 y señaló que propondrá la apertura de procedimientos de déficit excesivo en la primavera de 2024 sobre la base de los datos de ejecución de 2023.

En cuanto a las [propuestas legislativas](#) de la Comisión Europea para la reforma del marco de gobernanza económica de la UE, publicadas el 26 de abril de 2023, el BCE está preparando actualmente un dictamen en el marco de sus competencias⁹.

⁹ Tras la publicación de la [Comunicación](#) relacionada de la Comisión el 9 de noviembre de 2022 y de las [Conclusiones del Consejo sobre las «Orientaciones para una reforma del marco de gobernanza económica de la UE»](#).