

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

La inflación continúa disminuyendo, pero aún se espera que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. En consecuencia, en su reunión del 27 de julio de 2023 decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos.

La subida refleja la evaluación 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. La evolución desde su reunión del 15 de junio respalda la expectativa de que la inflación continuará descendiendo durante el resto de 2023, pero se mantendrá por encima del objetivo durante un período prolongado. Si bien algunos indicadores muestran signos de moderación, la inflación subyacente se mantiene en niveles, en general, elevados. Las anteriores subidas de los tipos de interés siguen transmitiéndose con fuerza: las condiciones de financiación han vuelto a endurecerse y están frenando cada vez más la demanda, lo que es un factor importante para que la inflación vuelva al objetivo.

Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo necesario para lograr que la inflación vuelva a situarse pronto en el objetivo del 2 % a medio plazo. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. 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, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

El Consejo de Gobierno también decidió fijar la remuneración de las reservas mínimas en el 0 %. Esta decisión preservará la efectividad de la política monetaria manteniendo el grado de control actual sobre la orientación de la política monetaria y asegurando la transmisión plena de las decisiones sobre los tipos de interés a los mercados monetarios. Asimismo, mejorará la eficiencia de la política monetaria al reducir el importe total de intereses que debe pagarse por las reservas a fin de aplicar la orientación adecuada.

Actividad económica

Las perspectivas a corto plazo de la actividad económica en la zona del euro se han deteriorado, debido principalmente a la mayor debilidad de la demanda interna. La elevada inflación y el endurecimiento de las condiciones de financiación están frenando el gasto, lo que está afectando especialmente a la producción de manufacturas, que también se está viendo contenida por la debilidad de la demanda externa. La inversión residencial y empresarial están mostrando asimismo signos de debilidad. Los servicios mantienen una mayor capacidad de resistencia, especialmente en subsectores que requieren una mayor interacción social, como el turismo. No obstante, el dinamismo de los servicios se está ralentizando. Se espera que la economía siga siendo débil a corto plazo. A más largo plazo, el descenso de la inflación, el aumento de las rentas y la mejora de las condiciones de la oferta deberían respaldar la recuperación.

El mercado de trabajo mantiene su fortaleza. La tasa de desempleo continuó en su mínimo histórico del 6,5 % en mayo y se están creando muchos puestos de trabajo nuevos, especialmente en los servicios. Al mismo tiempo, los indicadores prospectivos sugieren que esta tendencia podría ralentizarse en los próximos meses y tornarse negativa para las manufacturas.

Conforme la crisis energética se va atenuando, los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada. Ello es esencial para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesario una respuesta más decidida de la política monetaria. El Consejo de Gobierno acoge con satisfacción la declaración del Eurogrupo del 13 de julio de 2023 sobre la orientación fiscal de la zona del euro, que es coherente con esta valoración¹. 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 pueden contribuir a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo, apoyando al mismo tiempo la transición ecológica, que también está siendo impulsada por el programa *Next Generation EU*. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse antes del final de 2023.

Inflación

La inflación continuó reduciéndose hasta situarse en el 5,5 % en junio, tras el 6,1 % registrado en mayo. Los precios de la energía experimentaron una nueva caída, disminuyendo un 5,6 % en términos interanuales. La tasa de variación de los precios de los alimentos siguió ralentizándose, pero se mantuvo en un nivel elevado del 11,6 %.

La inflación excluidos la energía y los alimentos repuntó hasta el 5,5 % en junio, y los bienes y los servicios mostraron tendencias divergentes. La inflación de los

¹ Véase «[Eurogroup statement on the euro area fiscal stance for 2024](#)».

bienes volvió a reducirse y se situó en el 5,5 %, frente al 5,8 % de mayo. En cambio, la inflación de los servicios aumentó hasta el 5,4 %, desde el 5,0 % registrado en mayo, debido a la solidez del gasto en vacaciones y viajes y a efectos de base alcistas.

Los determinantes de la inflación están cambiando. Las fuentes externas de inflación están perdiendo fuerza. Sin embargo, las presiones inflacionistas internas, incluidas las procedentes del incremento de los salarios y de unos márgenes de beneficios aún sólidos, son un determinante cada vez más importante de la inflación.

Si bien algunos indicadores están disminuyendo, la inflación subyacente se mantiene en niveles en general elevados, debido también al impacto persistente de las anteriores subidas de los precios energéticos en los precios del conjunto de la economía. 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.

Evaluación de riesgos

Las perspectivas de crecimiento económico y de inflación siguen sujetas a una elevada incertidumbre. 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, por tanto, 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 esperado, o si la economía mundial se debilita y frena la demanda de exportaciones de la zona del euro. En cambio, el crecimiento podría ser mayor de lo proyectado si la fortaleza del mercado de trabajo, el aumento de las rentas reales y el descenso de la 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 retirada unilateral de Rusia de la Iniciativa de Cereales del Mar Negro. Unas condiciones meteorológicas adversas, a la luz de la actual crisis climática, pueden impulsar una subida de los precios de los alimentos mayor de la proyectada. 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. No obstante, un debilitamiento de la demanda, debido por ejemplo a una transmisión más intensa de la política monetaria, se traduciría en una relajación de las presiones inflacionistas, especialmente a medio plazo. Asimismo, la inflación disminuiría a un ritmo más rápido si el descenso de los precios de la energía y la ralentización de los precios de los alimentos se transmitieran a los precios de otros bienes y servicios más rápidamente de lo que se prevé en este momento.

Condiciones financieras y monetarias

El endurecimiento de la política monetaria sigue transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación generales. Los tipos de interés sin riesgo en los vencimientos a corto y a medio plazo han aumentado desde la reunión de junio y los costes de financiación de las entidades de crédito son ahora mayores, debido en parte a la desaparición progresiva de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) del BCE. Los importantes reembolsos de operaciones TLTRO en junio se efectuaron con normalidad, dada la buena preparación de las entidades de crédito. Los tipos de interés medios de los préstamos a las empresas y de las hipotecas volvieron a subir en mayo, situándose en el 4,6 % y el 3,6 %, respectivamente.

La subida de los tipos de interés y las reducciones asociadas en los planes de gasto dieron lugar a un nuevo descenso acusado de la demanda de crédito en el segundo trimestre, como indica la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2023. Asimismo, los criterios de aprobación de los préstamos a los hogares y a las empresas se endurecieron adicionalmente, dada la mayor preocupación de las entidades de crédito por los riesgos a los que se enfrentan sus clientes y su menor disposición a afrontar esos riesgos. El endurecimiento de las condiciones de financiación también está haciendo que la vivienda sea menos accesible y menos atractiva como inversión, y la demanda de hipotecas ha descendido por quinto trimestre consecutivo.

En este contexto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos continuó reduciéndose en junio, situándose en el 3,0 % para las empresas y en el 1,7 % para los hogares, con tasas de crecimiento anualizadas del 0,0 % y el -0,2 %, respectivamente, en el segundo trimestre. En un contexto de debilidad del crédito y de reducción del balance del Eurosistema, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio descendió hasta el 0,6 % en junio, con una tasa de crecimiento anualizada del -1,1 % en el segundo trimestre.

Decisiones de política monetaria

El Consejo de Gobierno decidió elevar 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 4,25 %, el 4,50 % y el 3,75 %, respectivamente, con efectos a partir del 2 de agosto de 2023.

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

Por lo que se refiere al programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEEP), 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 reembolsan los importes obtenidos en el marco de las operaciones TLTRO, 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.

El Consejo de Gobierno también ha decidido fijar la remuneración de las reservas mínimas en el 0 %. Esta modificación se aplicará desde el principio del período de mantenimiento de reservas que comienza el 20 de septiembre de 2023. Esta decisión no prejuzga el resultado de la revisión en curso del marco operativo del BCE.

Conclusión

La inflación continúa disminuyendo, pero aún se espera que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. En consecuencia, en su reunión del 27 de julio de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos.

Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo necesario para lograr que la inflación vuelva a situarse pronto en el objetivo del 2 % a medio plazo. El Consejo de Gobierno seguirá aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. 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, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

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

1 Entorno exterior

La actividad económica mundial mantuvo su fortaleza en el segundo trimestre de 2023, pero los nuevos datos muestran cierta pérdida de impulso. La divergencia entre el sector servicios y el manufacturero a escala global siguió aumentando en junio, impulsada por el escaso dinamismo de las manufacturas observado recientemente en las economías avanzadas. Al mismo tiempo, las perspectivas relativas al comercio internacional a corto plazo se ven ensombrecidas por la debilidad de los intercambios comerciales de mercancías, sobre todo en los países avanzados, mientras que el comercio de servicios sigue mejorando. La inflación general en las economías de la OCDE continuó disminuyendo con la remisión de las presiones sobre los precios de los alimentos y la energía, mientras que la inflación subyacente permanece en niveles elevados.

La actividad mundial se mantuvo sólida en el segundo trimestre, pero los nuevos datos procedentes de encuestas han empezado a mostrar señales de pérdida de impulso. El índice de directores de compras (PMI) compuesto global de actividad descendió en junio por primera vez este año, en un contexto de moderación tanto de las manufacturas como de los servicios (panel a del gráfico 1). El PMI de actividad de los servicios se redujo, pero permaneció por encima del valor neutral y próximo a su nivel de referencia histórico. Al mismo tiempo, el PMI de producción de las manufacturas se situó en terreno contractivo, sobre todo en las economías avanzadas. La debilidad de las manufacturas, que posiblemente se deba a la mayor sensibilidad al endurecimiento de las condiciones financieras y a la rotación continua de la demanda hacia los servicios, ha provocado un desacoplamiento entre la actividad manufacturera y la de los servicios en los últimos meses.

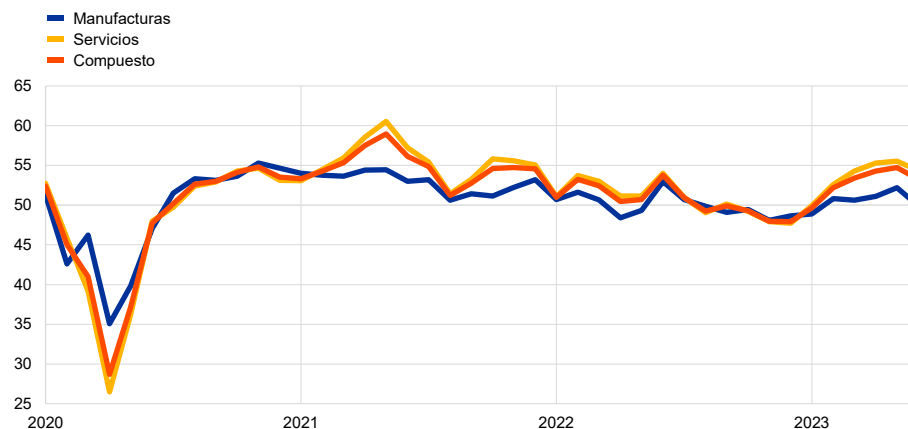
La divergencia entre el sector servicios y el manufacturero a escala global siguió aumentando en junio. Los datos del PMI sugieren que la actual divergencia se está viendo determinada por el escaso dinamismo de las manufacturas observado recientemente en las economías avanzadas. El repunte de la demanda de servicios de China en meses anteriores de este año —tras la reapertura de su economía— fue el principal factor determinante de esta diferencia (panel b del gráfico 1). De cara al futuro, si bien la debilidad de las manufacturas podría propagarse a los servicios a través de una disminución de la demanda agregada, los datos de las cuentas nacionales de importantes economías muestran que, en contraposición al consumo de bienes, el de servicios todavía se sitúa por debajo de los niveles de referencia previos a la pandemia, lo que deja margen para seguir mejorando en los próximos meses.

Gráfico 1

PMI compuesto global (excluida la zona del euro)

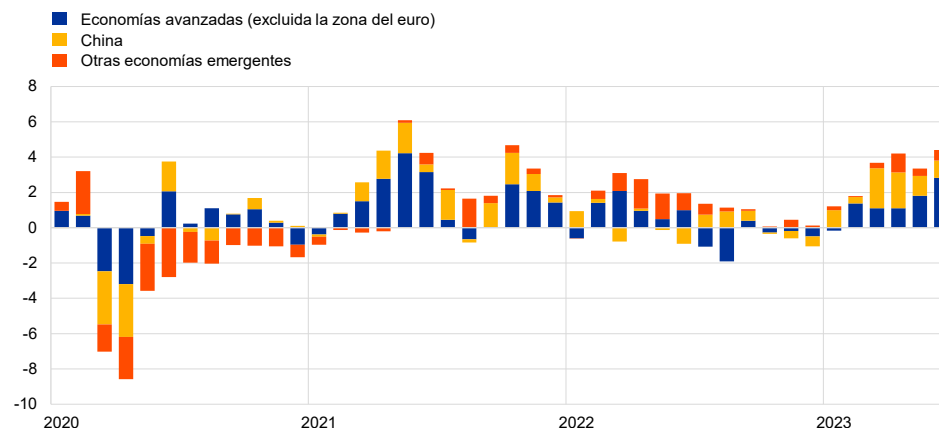
a) PMI de actividad por sector

(índices de difusión agregados)



b) Diferencia entre la producción manufacturera y la actividad de los servicios por contribuciones regionales

(diferencia entre los índices de difusión)



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

Notas: El panel a muestra el índice de difusión compuesto de actividad, de producción manufacturera y de actividad de los servicios, y el panel b muestra la diferencia entre la actividad de los servicios y la producción de las manufacturas a escala global. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2023.

Las perspectivas relativas al comercio internacional a corto plazo se ven ensombrecidas por la debilidad de los intercambios comerciales de mercancías, mientras que el comercio de servicios sigue mejorando. A

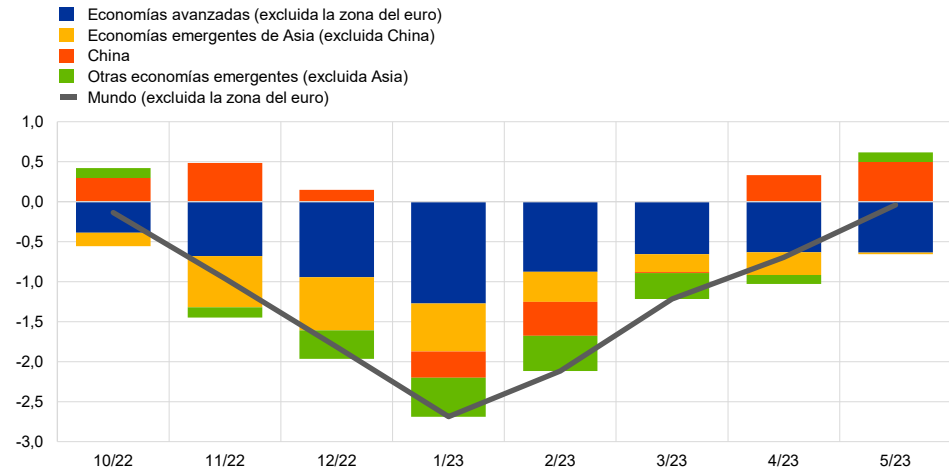
principios del segundo trimestre, el ritmo de avance del comercio de mercancías aumentó gradualmente en un contexto en el que los cuellos de botella en la oferta habían continuado desapareciendo y China había reabierto su economía, pero se mantuvo contenido como reflejo de la debilidad de los datos publicados, en particular en las economías avanzadas (gráfico 2). La demanda mundial de bienes continúa moderándose como consecuencia de una dinámica de crecimiento desigual entre los bienes y los servicios, y apunta a una falta de dinamismo del comercio de mercancías, como también indican los valores más recientes del PMI de nuevos pedidos exteriores, que se situaron en terreno contractivo. En cambio, el

comercio de servicios se mantiene sólido, y el turismo, en particular, aún está recuperando los niveles previos a la pandemia.

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.

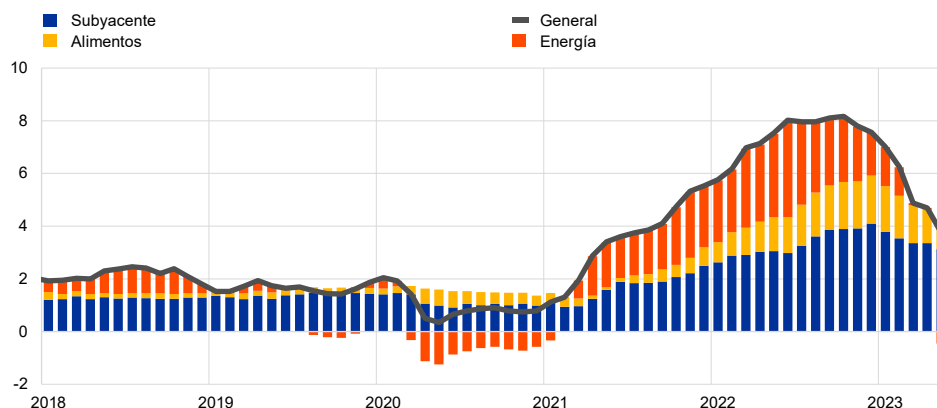
Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2023.

La inflación general en las economías de la OCDE ha continuado disminuyendo a medida que remiten las presiones sobre los precios de los alimentos y la energía, mientras que la inflación subyacente se mantuvo en niveles elevados. En mayo, la inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países de la OCDE (excluida Turquía) cayó de forma acusada, hasta el 6,5 %, desde el 7,4 % registrado en abril, debido principalmente al descenso de los precios de la energía y de los alimentos, así como a efectos de base. Por el contrario, la inflación subyacente se redujo solo marginalmente, hasta el 6,9 % (gráfico 3). Del mismo modo, el ritmo de avance de la inflación subyacente sigue siendo intenso y disminuyó solo ligeramente, lo que apunta a la persistencia de las presiones inflacionistas. De hecho, aunque los precios de producción están descendiendo con fuerza, los salarios continúan ejerciendo presiones al alza.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

Los precios del petróleo aumentaron un 13 % desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio a raíz de la prórroga de un mes de los recortes de producción por parte de Arabia Saudí (gráfico 4).

Este país anunció que reduciría en un millón de barriles diarios su producción en julio, una medida que ahora se ha ampliado también a agosto. Al mismo tiempo, Rusia anunció que en agosto recortaría la producción en 0,5 millones de barriles diarios. Se espera que estos recortes tensionen más el mercado de crudo en un período en el que ya se esperaba pasar de superávit a déficit. En cuanto a la demanda, en los dos últimos meses, la alta demanda de petróleo para turismo y viajes y transporte en China ha contrarrestado la debilidad de la demanda industrial en las economías avanzadas. No obstante, más recientemente, la mejora de la percepción de riesgos, debida en parte a la publicación de datos económicos de Estados Unidos inesperadamente positivos, y unos datos que señalan una disminución de la inflación general contribuyeron de forma positiva a los precios del crudo. Los precios europeos del gas descendieron un 16 % desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio, tras un breve período de volatilidad. Estos precios repuntaron un 33 % en los dos días previos a dicha reunión, sobre todo como consecuencia de las interrupciones que se produjeron en los yacimientos de gas en Noruega. La caída que han experimentado los precios desde entonces es atribuible a que los niveles de almacenamiento de gas siguen siendo elevados y la demanda baja. Los precios internacionales de las materias primas alimenticias se incrementaron un 3 % desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio, ya que Rusia se retiró del acuerdo de exportación de cereales ucranianos a través del mar Negro. Desde el año pasado, Ucrania ha encontrado rutas alternativas que posiblemente podría utilizar para parte de las exportaciones de cereales que se suelen transportar a través del mar Negro, pero a un coste más elevado. En consecuencia, se espera que haya menos interrupciones en el suministro de cereales que al principio de la invasión rusa, por lo que es improbable que se produzcan subidas de precios como las registradas en la primavera de 2022. No obstante, la evolución de las condiciones meteorológicas plantea riesgos al alza adicionales para los precios de las materias primas alimenticias, dado que, a corto

plazo, los riesgos de sequía en el hemisferio norte siguen siendo elevados. Mientras tanto, en los mercados de metales, la débil actividad del sector industrial y en el sector inmobiliario chino se vio contrarrestada por la mejora de la percepción de riesgos.

Gráfico 4

Evolución de los precios del petróleo

(dólares estadounidenses por barril)



Fuente: Refinitiv.

Notas: Las líneas señalan los siguientes acontecimientos: 10 de marzo de 2023: quiebra del banco Silicon Valley Bank (SVB), 2 de abril de 2023: anuncio de recortes por parte de la OPEP+, 15 de junio de 2023: reunión del Consejo de Gobierno de junio, y 3 de julio de 2023: anuncio de la prórroga de los recortes de producción por parte de Arabia Saudí (SA) y Rusia (RU). Las últimas observaciones corresponden al 26 de julio de 2023.

En Estados Unidos, la actividad económica ha mostrado mayor capacidad de resistencia de lo esperado. El crecimiento del primer trimestre de 2023 se revisó al alza hasta una tasa anualizada del 2 %. Además, los indicadores mensuales correspondientes al segundo trimestre, incluidos los datos relativos a la construcción no residencial, el empleo y las existencias, arrojaron resultados mejores de lo esperado. En particular, aunque el dinamismo del mercado de trabajo estadounidense se está desacelerando gradualmente, continúa sosteniendo el crecimiento. La tasa de paro permanece en niveles muy reducidos, el empleo sigue creciendo y las vacantes están disminuyendo con lentitud. Con todo, predominan los riesgos a la baja para la actividad, pese a la capacidad de resistencia que ha exhibido anteriormente. Por ejemplo, el PMI de las manufacturas de Estados Unidos se ha mantenido en terreno contractivo la mayor parte de los últimos meses. Por otra parte, las tasas de impago de deudas por operaciones con tarjeta de crédito y de préstamos para compra de vehículos han aumentado con rapidez en los últimos meses, lo que apunta a una desaceleración del consumo en el futuro. En junio, la inflación general interanual medida por el IPC disminuyó hasta el 3 %, aunque las presiones inflacionistas subyacentes siguen siendo elevadas, y la inflación subyacente se situó en el 4,8 %. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de los salarios nominales se mantiene en el 4,7 %, un nivel superior al considerado compatible con el objetivo de inflación.

En China, el avance del PIB se ralentizó de forma significativa en el segundo trimestre. Aunque el crecimiento interanual del PIB aumentó hasta el 6,3 % en el

segundo trimestre, reflejo de efectos de base resultantes de los confinamientos relacionados con el COVID-19 hace un año, en términos intertrimestrales se desaceleró hasta el 0,8 %, desde el 2,2 % del primer trimestre. La recuperación impulsada por el consumo parece haber sido breve, debido al nuevo retroceso observado en el sector de la vivienda y a la ralentización del gasto en consumo. Las exportaciones también se redujeron de forma acusada, como consecuencia de la debilidad de la demanda externa, en particular de bienes manufacturados. Esta evolución es atribuible a la rotación global de la demanda de los bienes manufacturados a los servicios tras la pandemia. Se espera que la pérdida de dinamismo del crecimiento requiera un apoyo monetario y fiscal adicional en el futuro. De hecho, a mediados de junio, el Banco Central de la República Popular China redujo hasta el 2,65 % el tipo de interés aplicado a la facilidad de préstamo a medio plazo a un año.

En Japón, los indicadores recientes apuntan a cierta moderación del crecimiento económico en el segundo trimestre.

Aunque los salarios reales han seguido reduciéndose, la confianza de los consumidores debería sostener la recuperación del consumo privado, que hasta ahora ha mostrado una falta relativa de dinamismo. Asimismo, los indicadores de confianza de las empresas apuntan a un ritmo de crecimiento sólido, pero moderado. La inflación general aumentó ligeramente y se situó en el 3,3 % en junio, reflejo de las subidas de los precios regulados de la electricidad. La inflación subyacente (excluidos los precios de la energía y los alimentos) no varió con respecto al mes precedente y permaneció en el 2,6 %, lo que implica un intenso dinamismo subyacente de los precios. En cuanto a los salarios, los resultados de la ronda final de las negociaciones salariales de primavera (*Shunto*) apuntan a subidas salariales del 3,6 %, las más pronunciadas desde principios de la década de 1990.

En el Reino Unido, los abundantes datos positivos publicados sugieren una capacidad de resistencia de la economía mayor de lo esperado, mientras que la inflación se mantiene en niveles elevados.

La tasa de crecimiento intermensual del PIB real se redujo un 0,1 % en mayo, menos de lo previsto, tras aumentar en abril, ya que la demanda interna ha mantenido su fortaleza, favorecida por la solidez del mercado de trabajo y a pesar de que la crisis del coste de la vida está empeorando. Todavía se espera que el crecimiento repunte en el tercer trimestre, pero las condiciones financieras más restrictivas están lastrando el consumo privado y la inversión. La inflación general descendió hasta el 7,9 % en junio, mientras que la subyacente se redujo hasta el 6,9%, debido a la moderación de la tasa de variación de los precios de los servicios. El dato fue inferior a las expectativas de los mercados, pero en línea con la previsión del Monetary Policy Report del Banco de Inglaterra de mayo de 2023. En el futuro se espera que la inflación general siga disminuyendo, sobre todo como consecuencia de la menor contribución de los precios de la energía. Con todo, se prevé que las presiones inflacionistas continúen siendo elevadas, debido a las tensiones en el mercado de trabajo, a la fortaleza de la demanda y a la persistencia de la inflación de los alimentos.

2 Actividad económica

La actividad de la zona del euro se estancó en el primer trimestre de 2023 en un contexto de caída de la demanda interna, y mejoró moderadamente en el segundo trimestre, en línea con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio². Las condiciones siguen siendo dispares en los distintos sectores de la economía y dentro de cada sector: las manufacturas y la construcción se han visto particularmente afectadas por la mayor debilidad de la demanda y por el endurecimiento de las condiciones de financiación, mientras que los servicios han mostrado más capacidad de resistencia, en particular las actividades de ocio. No obstante, el dinamismo de los servicios se está ralentizando y se espera que la economía siga siendo débil a corto plazo. Las rentas de los hogares se están beneficiando de la fortaleza del mercado laboral, impulsada por la vigorosa creación de empleo, así como de la moderación de la inflación. Sin embargo, persiste una incertidumbre elevada acerca de las perspectivas de crecimiento económico. Aunque el descenso de la inflación, el aumento de las rentas y la mejora de las condiciones de la oferta deberían respaldar la recuperación, se espera que el debilitamiento de la demanda global y el impacto creciente del endurecimiento de las condiciones de financiación lastren la actividad económica.

Después de estancarse en el primer trimestre, el crecimiento del PIB real de la zona del euro mejoró moderadamente en el segundo. Tras experimentar una contracción del 0,1 % en tasa intertrimestral al final del año pasado, el PIB real de la zona del euro fue nulo en el primer trimestre de 2023, de acuerdo con los datos actualizados publicados para ese trimestre sobre varios países de la zona del euro, incluida una revisión al alza significativa del PIB de Irlanda (del -4,6 % al -2,8 %) (gráfico 5). Para el segundo trimestre de este año, los datos disponibles más recientes sugieren una ligera mejora del crecimiento del PIB. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio, se esperaba que el PIB creciera un 0,3 % en términos intertrimestrales. Los servicios intensivos en contacto habrían respaldado la actividad económica en el citado trimestre, mientras que es probable que la producción manufacturera haya vuelto a disminuir. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad de la zona del euro se adentró en terreno contractivo en junio y reflejó una evolución dispar en los distintos sectores. El PMI de actividad de los servicios se situó, en promedio, en 54,4 en el segundo trimestre, lo que continúa indicando una expansión (panel b del gráfico 6), pese a haberse moderado en junio. Sin embargo, los nuevos pedidos y las expectativas de actividad en este sector también han comenzado a descender, aunque continúan siendo compatibles con una continuación del crecimiento. En cambio, el PMI de producción industrial volvió a retroceder en junio y se contrajo hasta situarse en un valor de 46,4 en el segundo trimestre. La evolución de los pedidos pendientes empeoró, reflejo de un avance de la producción sostenido, pero en fase de moderación, así como de la caída de los nuevos pedidos (panel a del gráfico 6). La debilidad de la producción industrial al final del primer

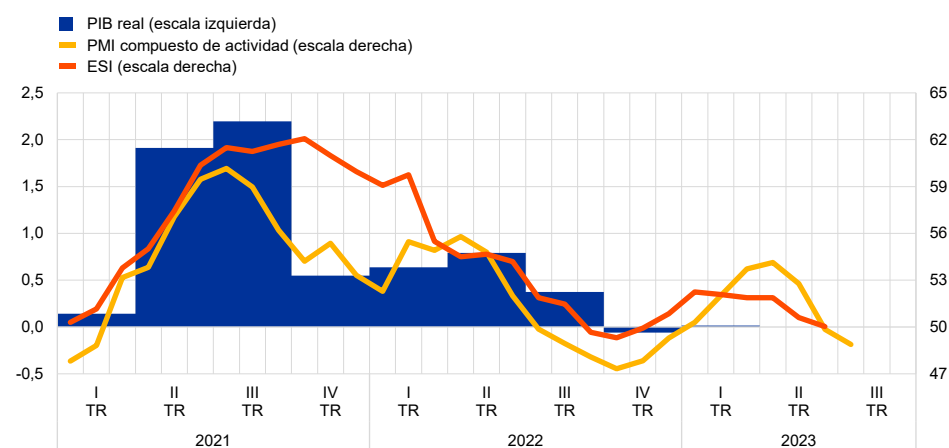
² Según la estimación de avance publicada por Eurostat el 31 de julio, el PIB real de la zona del euro creció un 0,3 % en el segundo trimestre del año. Esta estimación no estaba disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de julio.

trimestre se tradujo en un efecto arrastre negativo en el segundo, si bien se vio contrarrestado en gran parte por un efecto arrastre positivo de la producción de los servicios. Además, aunque la producción industrial (excluida la construcción) se recuperó en abril y en mayo, su nivel medio en esos dos meses fue un 1,5 % inferior al del primer trimestre del año. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea continuó cayendo en junio y fue acorde con un crecimiento modesto en el segundo trimestre (gráfico 5).

Gráfico 5

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

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



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

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

Se espera que la producción de la zona del euro registre una expansión moderada en el tercer trimestre de 2023, respaldada principalmente por los servicios. Se estima que, en el sector manufacturero, la actividad se mantendrá débil como consecuencia del creciente impacto de la debilidad del comercio mundial y del fortalecimiento de la transmisión de la política monetaria. Con todo, la demanda esperada sigue siendo robusta en los servicios intensivos en contacto, sobre todo en los de turismo y viajes, como indica la encuesta de opinión de la Comisión Europea. Estas estimaciones son acordes con los resultados principales de los contactos recientes del BCE con el sector no financiero (recuadro 3), que apuntaban a una elevada disparidad en las expectativas de actividad en los distintos sectores y dentro de cada sector, ya que la demanda en las ramas relacionadas con el turismo seguiría siendo intensa y previsiblemente sostendría la actividad en el tercer trimestre. Aunque el PMI de los servicios aún mejoró en julio, lo hizo a un ritmo mucho más lento que en meses anteriores de este año, lo que sugiere que el debilitamiento de las manufacturas está empezando a transmitirse a los servicios. En los próximos meses, las perspectivas relativas a la actividad seguirán beneficiándose de los factores favorables derivados de la disminución de los cuellos de botella en la oferta, de la moderación de los precios de la energía y de la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo. Estos factores amortiguarán el

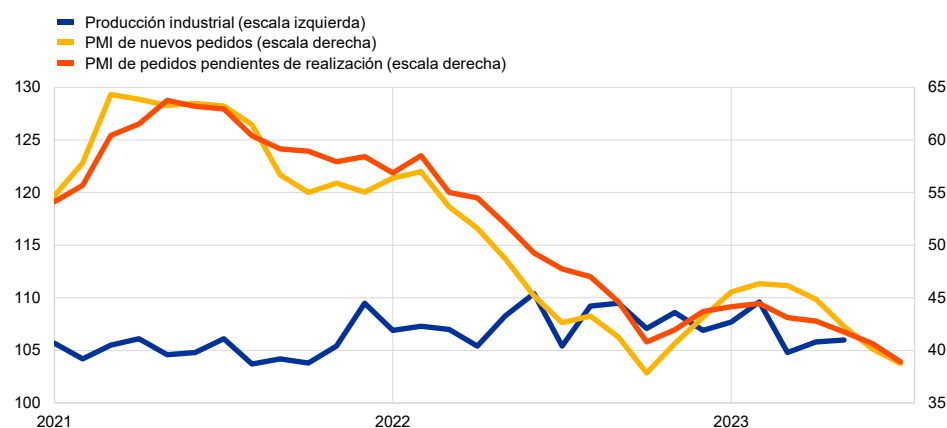
debilitamiento de la demanda mundial y el impacto creciente del endurecimiento de las condiciones de financiación.

Gráfico 6

PMI de distintos sectores de la economía

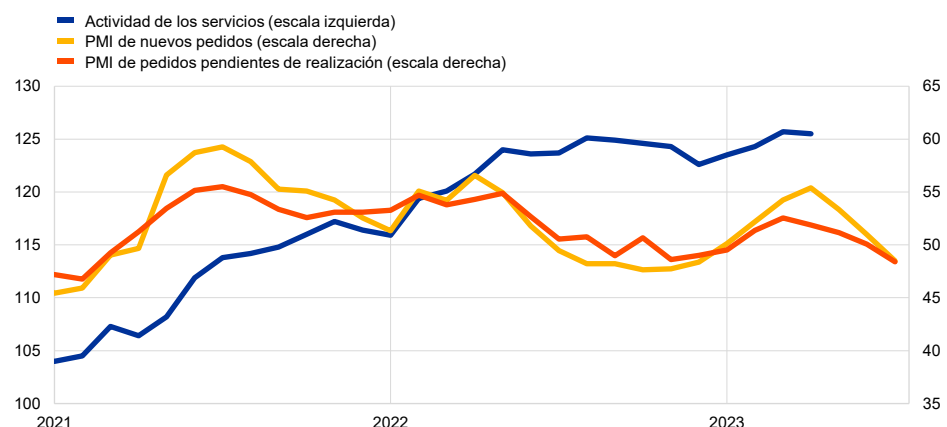
a) Manufacturas

(índices, índices de difusión)



b) Servicios

(índices, índices de difusión)



Fuentes: Eurostat y S&P Global.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2023 para la actividad de los servicios, a mayo de 2023 para la producción industrial y a julio de 2023 para los PMI (índices de directores de compras).

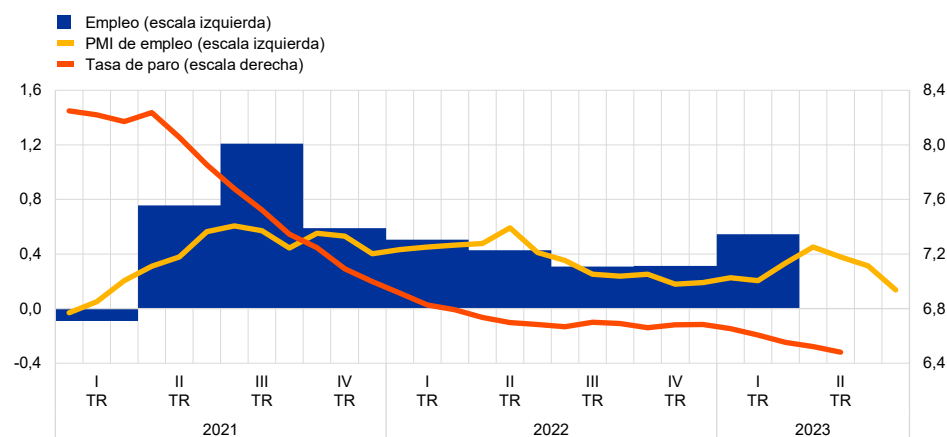
El mercado de trabajo mantiene su solidez, gracias a los servicios, aunque indicadores más recientes sugieren signos de debilidad.

Tras el fuerte crecimiento del empleo (0,5 %) en el primer trimestre del año (gráfico 7), los datos mensuales recientes sugieren que el dinamismo del mercado de trabajo fue algo más débil en el segundo trimestre. Mientras que la tasa de paro se mantuvo sin cambios en el 6,5 % en mayo, lo que supone un descenso de 0,2 puntos porcentuales desde mayo de 2022, la dinámica positiva del empleo sigue estando impulsada por el aumento de la población activa. Más concretamente, la evolución de la población activa de trabajadores jóvenes, poco cualificados y extranjeros se sitúa por encima de sus tendencias de largo plazo y parece explicar gran parte de esta tendencia positiva.

Gráfico 7

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

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



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El Índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023 para el empleo, a julio de 2023 (estimación de avance de Eurostat) para el PMI de empleo y a mayo de 2023 para la tasa de paro.

Aunque el PMI de empleo sugiere una desaceleración de la dinámica del empleo, sigue apuntando a que en el segundo trimestre creció. Aunque este indicador descendió hasta situarse en 53,1 en junio, continuó señalando una expansión del empleo. Con todo, en términos agregados, el PMI de empleo oculta una clara división sectorial. La expansión en junio se limitó a los servicios, y el componente de manufacturas se adentró en terreno contractivo por primera vez desde enero de 2021. El valor de 49,8 en el que se sitúa este indicador sugiere crecientes riesgos a la baja para el crecimiento del empleo, en particular en los países con un mayor porcentaje de empleo en el sector manufacturero. Los PMI preliminares de julio muestran una nueva desaceleración de esta dinámica, lo que apunta a un crecimiento bastante escaso (o incluso plano) del empleo en el tercer trimestre.

El consumo privado habría mostrado falta de dinamismo en el segundo trimestre, pese a la resistencia del consumo de servicios, lo que reflejaría una nueva contracción del consumo de bienes. El consumo privado se redujo un 0,3 % en el primer trimestre, debido a la disminución del gasto en bienes. Los últimos datos apuntan a una nueva caída del consumo de bienes en el segundo trimestre, mientras que es probable que el consumo de servicios haya mantenido su fortaleza. La expectativa de debilidad del gasto en bienes de consumo se sustenta en la evolución reciente de las ventas del comercio minorista, que entre abril y mayo se situaron, en promedio, un 0,3 % por debajo de su nivel del primer trimestre. Sin embargo, esta evolución ocultó un aumento de las ventas de productos no alimenticios y una disminución de las de combustibles y alimentos. Asimismo, las matriculaciones de automóviles en el segundo trimestre fueron un 1 % inferiores a las del primero, a pesar de la flexibilización de las condiciones de oferta. En cambio, es probable que el consumo de servicios haya seguido mostrando capacidad de resistencia, al beneficiarse de la prolongación de los efectos de la reapertura posterior a la pandemia, como sugiere el PMI de actividad de los servicios intensivos

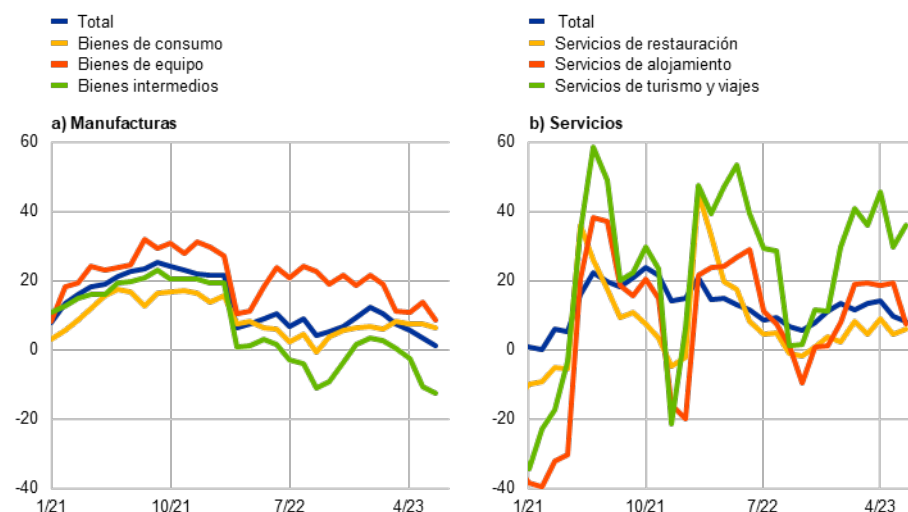
en contacto, que, pese a moderarse en junio, permaneció en terreno expansivo en el segundo trimestre.

Los datos más recientes muestran signos de unas perspectivas más sólidas para los servicios intensivos en contacto que para el gasto en bienes de consumo, especialmente a corto plazo. Los resultados de la encuesta de opinión de la Comisión Europea correspondientes a junio sugieren que la demanda esperada de servicios intensivos en contacto se mantuvo por encima de su media histórica ese mes (panel b del gráfico 8). Tanto la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de junio como los contactos recientes del BCE con el sector no financiero apuntan a una demanda relativamente intensa de servicios intensivos en contacto. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea volvió a subir en junio y en julio, principalmente como consecuencia de la mejora de las expectativas de los hogares sobre su situación financiera y la de la economía en general. El poder adquisitivo de los hogares se ha visto sustentado hasta ahora por la fortaleza del crecimiento tanto de las rentas nominales del trabajo como de las no procedentes del trabajo. Sin embargo, es probable que el endurecimiento de las condiciones de financiación y la subida de los tipos de interés incentiven en mayor medida a los hogares a ahorrar, lastrando el consumo privado. La evidencia procedente de la CES muestra que las expectativas de los consumidores sobre los tipos de interés aplicables a los préstamos hipotecarios y a las cuentas de ahorro han aumentado, en línea con la evolución de los tipos de interés observados (recuadro 2). En consonancia con lo anterior, la tasa de ahorro de los hogares creció ligeramente y se situó en el 14,1 % de la renta disponible en el primer trimestre de 2023.

Gráfico 8

Expectativas de producción de las manufacturas y de demanda de servicios

(saldos netos)



Fuente: Comisión Europea.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2023.

A pesar de que la inversión empresarial mostró capacidad de resistencia a principios del año, se habría debilitado en el segundo trimestre con la

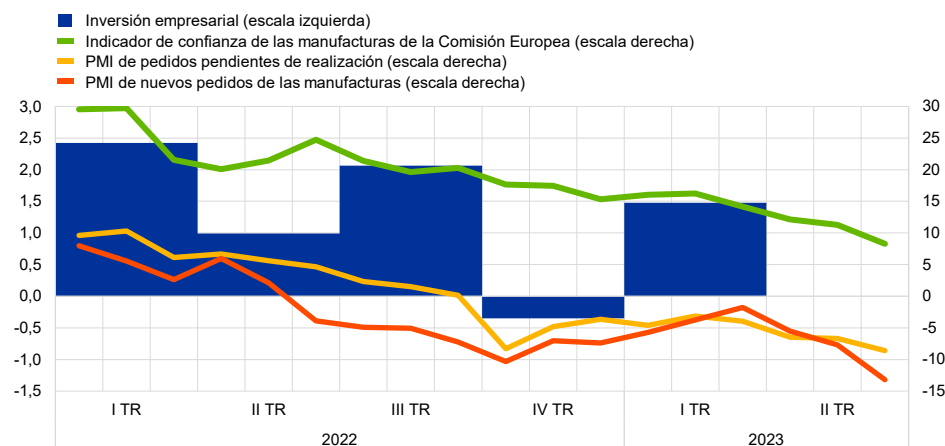
ralentización de la actividad en respuesta al endurecimiento de las condiciones de financiación.

En términos intertrimestrales, la inversión real, excluida la construcción, se mantuvo estable en el primer trimestre de 2023, pero habría sido más elevada si se hubiese excluido la volátil contribución de la inversión en activos intangibles en Irlanda. Aunque la producción de bienes de equipo repuntó en abril y mayo, los datos de las encuestas apuntan a un debilitamiento de la inversión empresarial en el trimestre en curso. El PMI de producción se situó por debajo del umbral de expansión en el segundo trimestre. Pese a que los plazos de entrega de los proveedores mejoraron, los PMI de nuevos pedidos y de pedidos pendientes del sector de manufacturas y bienes de equipo volvieron a descender ese trimestre y permanecieron en terreno negativo, y la confianza de las empresas en ese sector también empeoró (gráfico 9). La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (BLS, por sus siglas en inglés) de julio de 2023 indica que la demanda de préstamos a largo plazo y de préstamos para inversión en capital fijo de las empresas ha disminuido notablemente en los últimos trimestres y se espera que continúe reduciéndose en el segundo trimestre. En episodios de recesión anteriores, este patrón ha precedido a importantes caídas de la inversión empresarial, pero esto no se refleja en el crecimiento interanual estable que, en general, se ha observado hasta ahora. En línea con la información procedente de la BLS, la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por siglas en inglés) correspondiente al período comprendido entre octubre de 2022 y marzo de 2023 sugiere que un mayor número de empresas esperaba que la disponibilidad de préstamos bancarios se deteriorara en los seis meses siguientes, pese a experimentar una leve mejora. La SAFE también apunta a que las empresas anticipaban un aumento de su cifra de negocios en el segundo y el tercer trimestre, así como que la financiación interna adquiriera una importancia cada vez mayor, contrarrestando así en parte los efectos negativos del incremento de los costes de financiación sobre la inversión empresarial. Además, la evidencia proporcionada por la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey* o CTS, por sus siglas en inglés) del BCE de julio de 2023 sugiere que la inversión verde y la digital, que son también las principales beneficiarias de los fondos del programa *Next Generation EU* (NGEU), se mantienen relativamente resistentes. Tanto la financiación interna como los fondos del programa NGEU son clave para sostener la inversión en capital en el futuro.

Gráfico 9

Indicadores de inversión empresarial y de bienes de equipo

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



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

Notas: La inversión empresarial se aproxima por la inversión sin construcción y excluye los productos de propiedad intelectual irlandeses. Los PMI (índices de directores de compras) de pedidos pendientes de realización y de nuevos pedidos están expresados en desviaciones respecto a 50, y el indicador de confianza de las manufacturas de la Comisión Europea en desviaciones respecto a su media de largo plazo. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2023 para la inversión y a junio de 2023 para las demás variables.

Según las estimaciones, la inversión residencial se habría contraído en el segundo trimestre, en un contexto de deterioro de la demanda de vivienda y de las condiciones de financiación.

Tras registrar una tasa de crecimiento intertrimestral del 1,3 % en el primer trimestre de 2023, gracias a la abultada cartera de pedidos pendientes y a las favorables condiciones meteorológicas, la inversión residencial habría disminuido en el segundo trimestre, atendiendo a indicadores tanto cuantitativos como cualitativos. En cuanto a los indicadores cuantitativos, el número de visados de obra nueva residencial emitidos —un indicador adelantado de la actividad de la construcción— se desplomó el año pasado, y en marzo de 2023 registró el nivel más bajo en siete años (sin tener en cuenta los confinamientos derivados de la pandemia de abril y mayo de 2020). La producción del segmento de construcción de edificios en abril y mayo se situó, en promedio, un 1,2 % por debajo de la media del primer trimestre. Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, el PMI de producción de la construcción residencial se adentró más en terreno contractivo hasta junio, a pesar de la notable mejora de los plazos de entrega de los proveedores y de la bajada de los precios de los insumos. El índice de la Comisión Europea sobre actividad de la construcción de edificios en los tres meses anteriores registró su quinto descenso consecutivo en el segundo trimestre, dado que el retroceso de la demanda, unas condiciones financieras restrictivas y la escasez de mano de obra siguieron incidiendo con fuerza en la producción de este sector. Los indicadores prospectivos también sugieren que la actividad será débil en el tercer trimestre, con subidas de los tipos hipotecarios y altos costes de la construcción que afectarán, respectivamente, a la accesibilidad y a la rentabilidad de la vivienda, como han confirmado las últimas encuestas del BCE. Según la encuesta CES, la percepción de los hogares sobre la vivienda como una buena inversión tocó fondo en enero, pero continuaba siendo pesimista en junio (recuadro 2). En la encuesta CTS más reciente, las empresas señalaron una caída de la actividad y de los

pedidos, sobre todo en la construcción de edificios residenciales, debido a las elevadas presiones de costes y al aumento de los tipos de interés.

Las exportaciones reales de la zona del euro habrían experimentado un crecimiento contenido en el segundo trimestre como consecuencia del debilitamiento del comercio mundial y de la apreciación del tipo de cambio del euro. El ritmo de avance de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro (basado en tasas de crecimiento de tres meses sobre los tres meses anteriores) descendió moderadamente en mayo, dado que la debilidad del comercio mundial frenó la demanda de bienes de la zona y los efectos de la apreciación del euro a partir del otoño pasado lastraron la competitividad. El estímulo a las exportaciones de manufacturas procedente de la disminución de los cuellos de botella en la oferta parece estar disipándose, ya que las empresas indican que sus carteras de pedidos pendientes han vuelto a situarse en niveles normales. Las exportaciones de servicios, en particular de turismo y viajes, impulsaron las exportaciones totales de la zona del euro. El ritmo de crecimiento de las importaciones reales de la zona se ha estabilizado, pero sigue siendo negativo, reflejo de la debilidad de la demanda interna. Esto ha llevado a las empresas a reducir sus existencias y a una caída de las importaciones energéticas. Los indicadores prospectivos continúan apuntando a unas perspectivas poco favorables a corto plazo para las exportaciones reales de la zona. Los nuevos pedidos exteriores de las manufacturas se adentraron más en terreno contractivo en junio y, aunque la disminución de los precios de la energía alivió en cierta medida la presión sobre la competitividad de los exportadores de la zona del euro, el comercio mundial de bienes sigue siendo débil. Al mismo tiempo, el PMI de nuevos pedidos de exportaciones en los servicios descendió. No obstante, se espera una actividad turística pujante en esta temporada estival, gracias al fuerte incremento de las reservas en meses anteriores de este año.

Más allá del corto plazo, se prevé un fortalecimiento gradual del crecimiento del PIB. Por un lado, se espera 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 y los cuellos de botella en la oferta desaparezcan. Además, las rentas reales mejorarían, sostenidas por un sólido mercado de trabajo, con unos niveles de desempleo que registrarían nuevos mínimos históricos y unos niveles de inflación en moderación. Por otro, el endurecimiento de la política monetaria del BCE se está transmitiendo cada vez más a la economía real, lo que, unido a la retirada gradual del respaldo fiscal, incidirá en la demanda interna y en las presiones inflacionistas a medio plazo.

3 Precios y costes

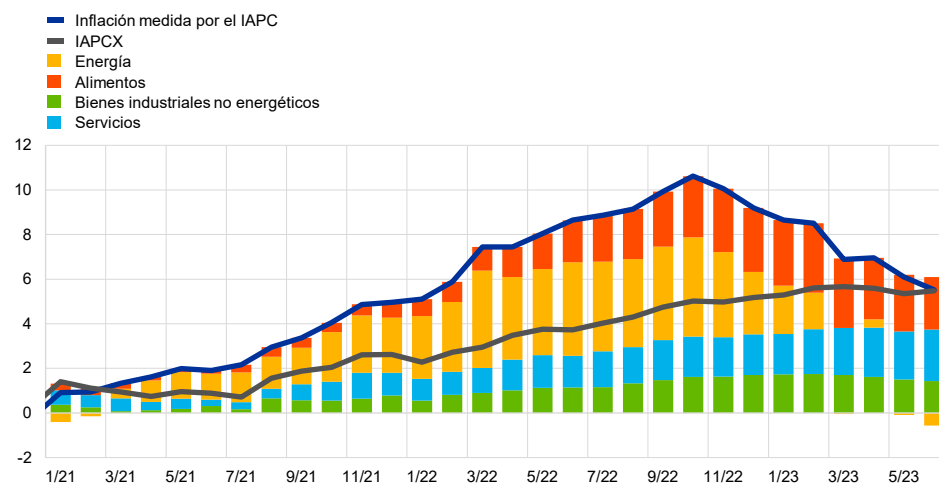
La inflación continuó reduciéndose hasta situarse en el 5,5 % en junio de 2023, tras el 6,1 % registrado en mayo. Los precios de la energía experimentaron una nueva caída, disminuyendo un 5,6 % en términos interanuales. La tasa de variación de los precios de los alimentos siguió ralentizándose, pero se mantuvo en un nivel elevado del 11,6 %. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, repuntó desde el 5,3 % observado en mayo hasta el 5,5 % en junio debido al fuerte gasto en vacaciones y viajes, lo que reflejó efectos de base alcistas y un aumento de la inflación de los servicios, que se situó en el 5,4 %. Las fuentes externas de inflación están perdiendo fuerza, mientras que las presiones inflacionistas internas, incluidas las procedentes del incremento de los salarios y de unos márgenes de beneficios aún sólidos, son un determinante cada vez más significativo de la inflación. Si bien algunos indicadores están disminuyendo, la inflación subyacente se mantiene en niveles en general altos, en parte como consecuencia de la persistencia del impacto de las anteriores subidas de los precios energéticos en los precios del conjunto de la economía. Aunque la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, algunos indicadores permanecen en niveles elevados.

La inflación medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro continuó reduciéndose en junio. El descenso adicional hasta el 5,5 %, desde el 7 % registrado en abril y el 6,1 % en mayo, estuvo determinado principalmente por la inflación de la energía, que mantuvo su senda descendente y cayó del -1,8 % en mayo al -5,6 % en junio. Las tasas de inflación de otros bienes (tanto de los alimentos como de los bienes industriales no energéticos) también volvieron a disminuir en junio. De hecho, el único componente principal en el que se observó un incremento fueron los servicios, con una tasa del 5,4 %, frente al 5 % de mayo. Esto implica un aumento de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), que se situó en el 5,5 %, después de haber descendido hasta el 5,3 % en mayo. La elevada tasa de variación de los precios de los servicios refleja la fortaleza del turismo, el ocio y la demanda embalsada, así como los crecientes costes laborales. Sin embargo, el repunte observado en junio fue básicamente el resultado de efectos de base al alza relacionados con el abono de transporte público a 9 euros que se introdujo el año pasado en Alemania (gráfico 10) con carácter temporal.

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 junio de 2023.

La tasa de variación de los precios de la energía sigue siendo negativa, principalmente como consecuencia de efectos de base a la baja, pero también de la nueva moderación del nivel de los precios de consumo de la energía en junio. Desde que alcanzó un máximo en octubre de 2022, dicho nivel se ha reducido un 14 %, debido, sobre todo, a la bajada de los precios de los combustibles y del gas. Al mismo tiempo, aunque en los últimos meses la tasa de variación de los precios de consumo de la electricidad ha ido disminuyendo en términos interanuales, sigue siendo un 40 % superior al nivel anterior a la pandemia, pero no está ejerciendo presiones adicionales sobre la inflación de los precios de consumo de la energía en general. Las presiones latentes de los precios energéticos han continuado disminuyendo, y la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de la energía retrocedió hasta el -13,3 % en mayo de 2023, frente al máximo del 117,3 % alcanzado en agosto de 2022 (gráfico 11).

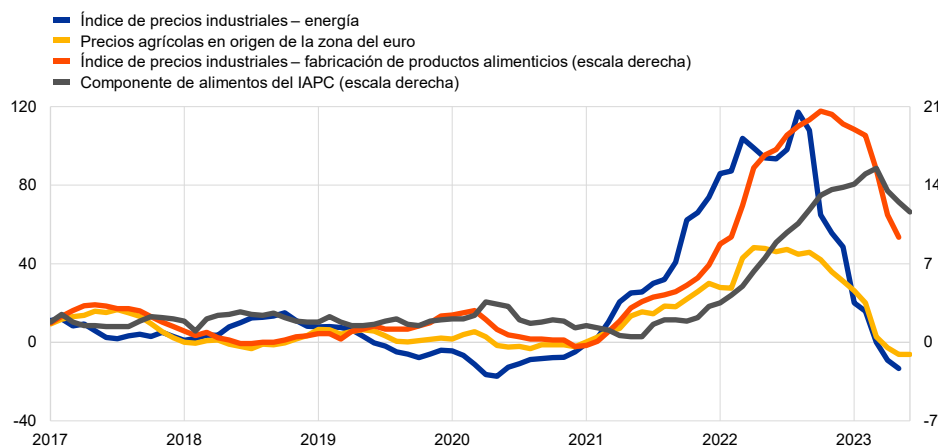
Pese a estar descendiendo, la inflación de los alimentos sigue siendo elevada y las anteriores perturbaciones de costes continúan transmitiéndose. La tasa de variación de los precios de los alimentos se redujo del 12,5 % en mayo al 11,6 % en junio, y la correspondiente a los alimentos elaborados se situó en el 12,4 %, frente al 13,4 % de mayo. Los precios de los alimentos no elaborados también bajaron hasta situarse en una tasa del 9 %, desde el 9,6 % registrado en mayo. Aunque parece que el máximo ya se ha dejado atrás, la inflación de los alimentos continúa siendo alta, especialmente la de los alimentos elaborados, y sigue representando una carga para el poder adquisitivo de los hogares (gráfico 11). Pese a que los impactos de las anteriores perturbaciones de costes —como las de los precios de la energía— deberían atenuarse gradualmente, la elevada inflación de los alimentos podría verse impulsada en mayor medida por el crecimiento más vigoroso de los costes laborales, la decisión unilateral de Rusia de poner fin a la Iniciativa de Cereales del Mar Negro y las condiciones meteorológicas extremas en

algunos países, habida cuenta de que las sequías y las inundaciones podrían conllevar presiones al alza.

Gráfico 11

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

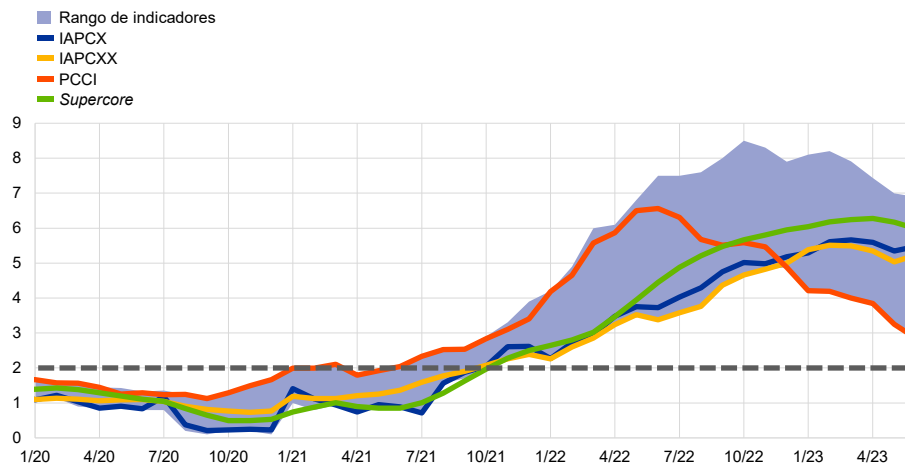
Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2023 para «Índice de precios industriales – energía» y para «Índice de precios industriales – fabricación de productos alimenticios» y a junio de 2023 para los demás indicadores.

Aunque algunos indicadores muestran signos de moderación, la inflación subyacente se mantiene, en general, en niveles elevados (gráfico 12). Esto se debe, entre otros factores, al impacto persistente de las anteriores subidas de los precios energéticos en los precios del conjunto de la economía. La inflación medida por el IAPCX repuntó hasta el 5,5 % en junio, desde el 5,3 % de mayo, como consecuencia de los efectos de base alcistas de los servicios, concretamente los derivados del abono de transporte público en Alemania mencionado anteriormente. Estos efectos de base al alza también afectaron a otros indicadores, sobre todo al IAPCXX (es decir, el IAPCX menos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado, que son componentes volátiles), que también aumentó en junio. En cambio, otros indicadores que son objeto de un seguimiento periódico mantuvieron la senda descendente que comenzó en abril. El indicador de la inflación interna, que excluye componentes con un elevado contenido importador, permaneció prácticamente sin variación en junio. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, se redujo hasta el 6 %, desde el 6,2 % de mayo. El indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos, que se expresa en tasa anualizada, registró un nuevo descenso en junio (con independencia de si se incluye o no la energía). En conjunto, la evolución reciente de estos indicadores sugiere un punto de inflexión en las presiones inflacionistas subyacentes. No obstante, el rango de indicadores de la inflación subyacente que son objeto de seguimiento continúa siendo amplio y permanece en un nivel elevado, lo que refleja que sigue existiendo un alto grado de incertidumbre y subraya la necesidad de hacer un seguimiento de un conjunto amplio de datos (véase recuadro 5).

Gráfico 12

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX; el IAPCXX; 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 junio de 2023.

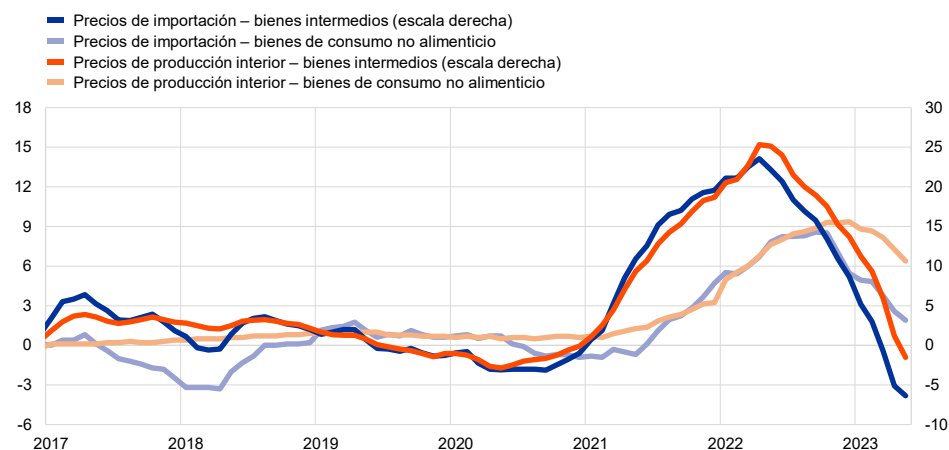
La tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a caer y se situó en el 5,5 % en junio, frente al 5,8 % de mayo.

Los indicadores de presiones latentes señalan que continúa el proceso de moderación. Si se analizan las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios y la de los precios de importación de esos bienes siguieron disminuyendo en mayo. En las fases posteriores, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se redujo del 7,2 % en abril al 6,4 % en mayo, el quinto mes consecutivo en el que se registra un descenso interanual, lo que confirma la relajación gradual de las presiones latentes acumuladas sobre los bienes de consumo. Al mismo tiempo, aunque las tasas de crecimiento interanual de los precios de importación y de producción de los bienes de consumo no alimenticio están disminuyendo, se mantienen en niveles elevados, pero la reciente apreciación del tipo de cambio debería ayudar en el caso de los precios de importación (gráfico 13).

Gráfico 13

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2023.

El crecimiento salarial ha repuntado y es una fuente cada vez más significativa de presiones inflacionistas.

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se situó en el 4,3 % en el primer trimestre de 2023, frente al 3,9 % del cuarto trimestre de 2022. La información de carácter prospectivo procedente de las negociaciones salariales concluidas recientemente sugiere que las presiones salariales nominales seguirían siendo intensas después del primer trimestre de 2023. El crecimiento de los salarios reales, que se mide en términos de la remuneración por asalariado y la remuneración por hora, continuó aumentando. Las tasas de avance interanual de estos dos indicadores de los salarios se revisaron al alza con respecto a los primeros datos publicados, y en el primer trimestre de 2023 se situaron en el 5,4 % y el 4,9 %, respectivamente, frente al 4,8 % y el 4,1 % del cuarto trimestre de 2022. Si bien el crecimiento de los beneficios unitarios siguió siendo relativamente elevado en el primer trimestre de 2023, disminuyó en sectores industriales concretos, sobre todo en los servicios que requieren más interacción social.

La mayoría de los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro se mantienen más o menos sin variación en torno al 2 %, en niveles acordes, en general, con los indicadores de mercado de la compensación por inflación ajustados por las primas de riesgo (gráfico 14).

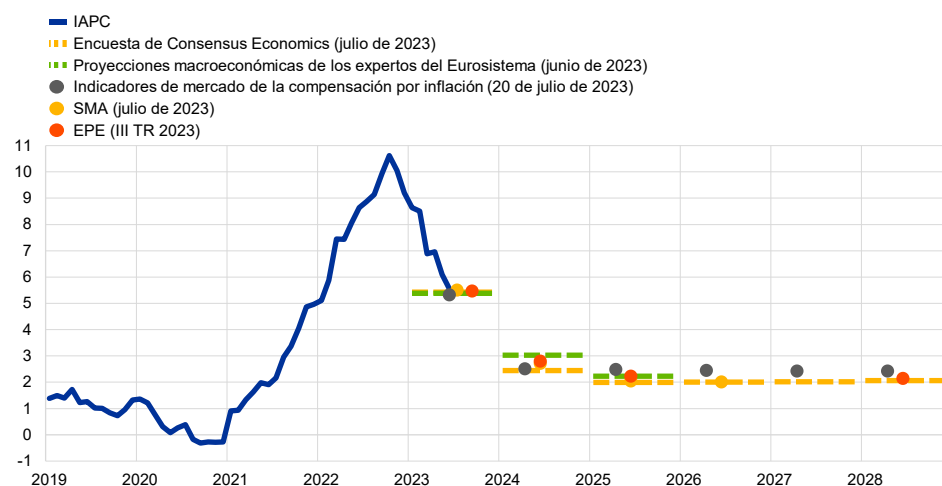
En la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2023, las expectativas medias de inflación a más largo plazo (para 2028) y el valor mediano permanecieron inalterados en el 2,1 % y el 2 %, respectivamente. En la encuesta de Consensus Economics de julio de 2023, las expectativas de inflación para 2028 tampoco variaron con respecto al dato de abril (2,1 %). En la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) de julio de 2023, las expectativas medianas de inflación a más largo plazo se mantuvieron sin variación en el 2 %. En la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de junio de 2023, las expectativas medianas a tres años vista se redujeron hasta el 2,3 %, frente al 2,5 % de mayo, continuando su trayectoria descendente desde el

máximo alcanzado en octubre de 2022³. En conjunto, los indicadores de mercado de la compensación por inflación, que se basan en el IAPC, excluido el tabaco, aumentaron en todos los plazos, especialmente en el corto plazo. De hecho, el tipo *swap* de inflación (ILS) a un año dentro de un año se incrementó 14 puntos básicos y se situó en torno al 2,5 % al final del período analizado. A más largo plazo, el tipo ILS a cinco años dentro de cinco años finalizó el período analizado en un nivel ligeramente más alto, y casi alcanzó el 2,6 %. 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. En conjunto, si no se tienen en cuenta las primas de riesgo, los precios de mercado siguen indicando un escenario de inflación para los dos próximos años más optimista que el sugerido por las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2023.

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, encuesta de Consensus Economics, EPE, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2023, encuesta a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) y cálculos del BCE.

Notas: Las series de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basan en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 20 de julio de 2023. La encuesta EPE correspondiente al tercer trimestre de 2023 se realizó entre el 30 de junio y el 5 de julio de 2023. La encuesta SMA muestra previsiones trimestrales. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de la encuesta de Consensus Economics fue julio de 2023. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema fue el 31 de mayo de 2023. La última observación relativa al IAPC corresponde a junio de 2023.

Existen riesgos al alza y a la baja para las perspectivas de inflación. Los riesgos al alza para la inflación incluyen la posible reaparición de presiones alcistas sobre los costes de la energía y de los alimentos como consecuencia de la retirada unilateral de Rusia de la Iniciativa de Cereales del Mar Negro y sus ataques militares a terminales y puertos ucranianos utilizados para el envío de cereales; unas condiciones meteorológicas adversas que podrían provocar una subida de los

³ Véase «Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – junio de 2023», nota de prensa, BCE, Frankfurt am Main, 8 de agosto de 2023.

precios de los alimentos más acusada de la prevista, y un aumento duradero de las expectativas de inflación por encima del objetivo del BCE o incrementos de los salarios o de los márgenes de beneficio mayores de lo anticipado, que en ambos casos podrían presionar al alza la inflación a medio plazo. No obstante, un debilitamiento de la demanda, debido por ejemplo a una transmisión más intensa de la política monetaria, se traduciría en una relajación de las presiones inflacionistas, especialmente a medio plazo. Asimismo, si el descenso de los precios de la energía y las menores subidas de los precios de los alimentos se transmitieran a los precios de otros bienes y servicios más rápidamente de lo que se prevé en este momento, la inflación disminuiría a un ritmo más rápido.

Durante el período de referencia (del 15 de junio al 26 de julio de 2023), la evolución de los mercados financieros estuvo determinada, en gran parte, por las revisiones de las perspectivas de inflación y las implicaciones esperadas para la política monetaria. Tras la reunión del Consejo de Gobierno de junio, las expectativas de mercado de los tipos de interés oficiales a corto plazo de la zona del euro aumentaron a raíz de las comunicaciones de los bancos centrales a ambos lados del Atlántico que señalaban una orientación más restrictiva de la política monetaria. Sin embargo, desde mediados de julio, las expectativas han retornado a niveles solo ligeramente superiores a los de mediados de junio como consecuencia de una inflación más baja de lo esperado en Estados Unidos y de la revisión asociada de las expectativas de política monetaria. Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro evolucionaron, en general, en consonancia con los tipos libres de riesgo, sin ningún impacto perceptible de la finalización de las reinversiones en el marco del programa de compras de activos (APP) del BCE al final de junio. En general, las valoraciones de los activos de riesgo de la zona del euro apenas variaron en un contexto de cierta volatilidad en el período impulsada por la sensibilidad de los mercados a las comunicaciones de política monetaria y a los datos macroeconómicos publicados. Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro registraron altibajos. Pese a exhibir cierta volatilidad durante el período, los precios de las acciones se mantuvieron prácticamente sin variación en un entorno de revisiones cambiantes de las expectativas de política monetaria y de las perspectivas macroeconómicas por parte de los mercados. En los mercados de divisas, el euro se apreció frente al dólar estadounidense y su tipo de cambio efectivo se fortaleció.

Los tipos de cambio libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro finalizaron el período analizado en niveles básicamente acordes con los observados antes de la reunión del Consejo de Gobierno de junio, tras experimentar algunas fluctuaciones durante dicho período. El tipo a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en 337 puntos básicos en el período de referencia y siguió de cerca las variaciones del tipo de interés de la facilidad de depósito. El exceso de liquidez se redujo en unos 526 mm de euros, hasta situarse en 3.618 mm de euros, principalmente como consecuencia de los reembolsos de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III). La curva *forward* del OIS (*overnight index swap*), que se basa en el tipo de referencia (€STR), se desplazó al alza en los vencimientos a corto y a medio plazo tras la decisión de política monetaria adoptada por el Consejo de Gobierno en junio de subir el tipo de interés de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos. Esto refleja que los participantes en los mercados esperan que los tipos de interés oficiales se mantengan en niveles más elevados durante más tiempo de lo esperado anteriormente. Los tipos de interés a corto plazo han descendido de forma notable desde mediados de julio y han vuelto a situarse en niveles próximos a los de mediados de junio. Al final del período de referencia, dicha curva descontaba una subida adicional de tipos de 25 puntos básicos para la reunión del Consejo de Gobierno de julio y un tipo de interés máximo de alrededor del 3,9 % para diciembre de 2023. La expectativa relativa al tipo terminal implícita en la curva *forward* más

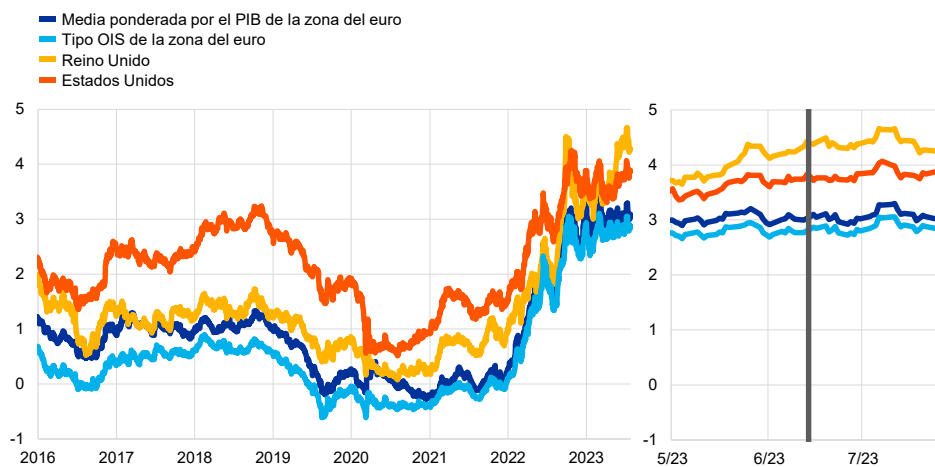
reciente aumentó ligeramente en comparación con la curva observada antes de la reunión del Consejo de Gobierno de junio, mientras que se consideró que el primer recorte de los tipos de interés se aplazaría hasta el segundo trimestre de 2024.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo evolucionaron básicamente en consonancia con los tipos de interés libres de riesgo, en un contexto de estabilidad de los diferenciales soberanos (gráfico 15). El 26 de julio, el rendimiento medio de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se situó en torno al 3,1 %, solo unos puntos por debajo del nivel registrado al principio del período de referencia, y, en general, por debajo del nivel observado antes de las turbulencias que sufrió el sector bancario en meses anteriores de este año. Los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro evolucionaron básicamente en consonancia con los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo, sin ningún impacto apreciable derivado de la finalización de las reinversiones en el marco del APP en julio. Fuera de la zona del euro, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos repuntó ligeramente hasta situarse en el 3,9 %, mientras que el correspondiente a la deuda del Reino Unido se redujo 10 puntos básicos y se situó en el 4,3 %.

Gráfico 15

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (15 de junio de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 26 de julio de 2023.

Las fluctuaciones de los diferenciales de los valores de renta fija privada fueron limitadas, con un patrón ligeramente divergente entre los segmentos de alta rentabilidad y de grado de inversión. Los diferenciales de los bonos corporativos de grado de inversión se estrecharon 7 puntos básicos y los de la deuda del sector financiero fueron los que más descendieron, 12 puntos básicos, y finalizaron el período en un nivel algo más bajo que antes de las turbulencias

registradas en el sector bancario anteriormente en el año en curso⁴. La volatilidad observada en la revisión de las expectativas de política monetaria y de las perspectivas macroeconómicas dejaron su huella en los diferenciales de los valores de renta fija privada de alta rentabilidad, que se ampliaron 25 puntos básicos durante el período analizado.

Pese a mostrar cierta volatilidad durante el período analizado, los precios de las acciones de la zona del euro apenas variaron en un entorno de revisiones cambiantes de las expectativas de política monetaria y de las perspectivas macroeconómicas en los mercados. Los descensos de los precios de las acciones de la zona del euro fueron generalizados en todos los países y sectores, en la primera mitad del período de referencia, pero tendieron a revertir en las dos últimas semanas. En conjunto, los índices bursátiles generales de la zona del euro repuntaron ligeramente, un 0,2 %, al final del período de referencia como consecuencia de las mayores expectativas de beneficios, mientras que los indicadores prospectivos de la volatilidad de las cotizaciones disminuyeron tras registrar un repunte temporal en la primera semana de julio. En general, los precios de las acciones de las sociedades no financieras se redujeron en torno a un 0,9 %, mientras que los de las acciones del sector bancario de la zona del euro subieron alrededor de un 7,4 %, recuperándose así de las turbulencias que se produjeron en el sector bancario en marzo. Pese a los aumentos recientes, las cotizaciones bancarias siguen por debajo de los niveles anteriores a las turbulencias. En Estados Unidos, los precios de las acciones de las sociedades no financieras registraron una subida de en torno al 2,9 % durante el período analizado, mientras que las cotizaciones del sector bancario se incrementaron alrededor de un 8,6 %, a un ritmo algo mayor que sus homólogos europeos, aunque finalizaron el período aún por debajo de los niveles previos a marzo.

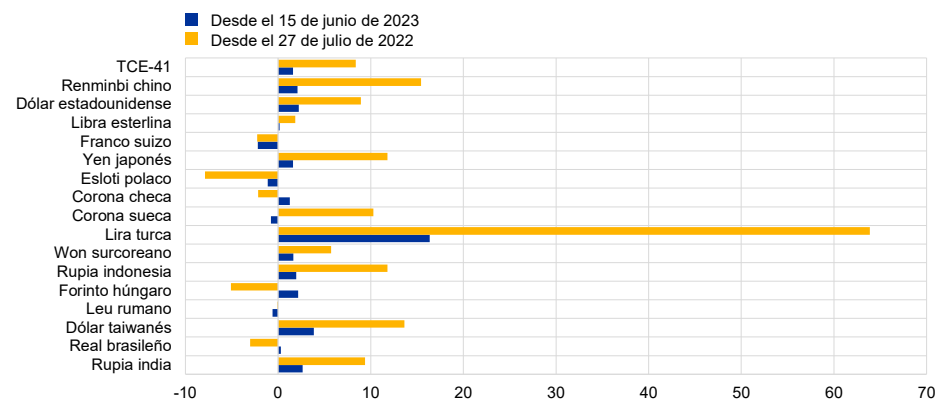
En los mercados de divisas, el euro continuó apreciándose frente al dólar estadounidense y su tipo de cambio efectivo siguió fortaleciéndose (gráfico 16). El euro se apreció un 2,2 % frente al dólar estadounidense en un contexto de mejora de la percepción de riesgos. El tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— también se fortaleció, un 1,6 %, durante el período de referencia. Ello se debió a una apreciación generalizada de la moneda única frente a otras monedas principales, como el yen japonés (1,6 %) y el renminbi chino (2,1 %), así como frente a las monedas de otras importantes economías emergentes, sobre todo la lira turca (16 %). En cambio, el euro se depreció frente a las monedas de algunos países de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

⁴ Para más información sobre la evolución de los determinantes de los precios de los bonos en el mercado de bonos corporativos de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Cambios en la base inversora de los bonos corporativos no financieros de la zona del euro e implicaciones para los precios de mercado» en este Boletín Económico.

Gráfico 16

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 26 de julio de 2023.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

El endurecimiento de la política monetaria del BCE siguió transmitiéndose con intensidad a las condiciones de financiación generales. Los costes de financiación de las entidades de crédito continuaron aumentando como consecuencia de las subidas adicionales de los tipos de interés de los depósitos y la desaparición progresiva de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO). Los reembolsos de la financiación obtenida en la tercera serie de esas operaciones (TLTRO III), por un importe de alrededor de 500 mm de euros en junio, se realizaron sin problemas, dado que las entidades estaban bien preparadas. Estos reembolsos contribuyeron también a reducir el exceso de liquidez. Los tipos de interés de los préstamos bancarios continuaron ascendiendo en mayo de 2023 y alcanzaron los niveles más altos desde 2008 en el caso de las empresas y desde 2012 en el de los hogares. En el período comprendido entre el 15 de junio y el 26 de julio de 2023, el coste de la financiación mediante acciones para las sociedades no financieras (SNF) se mantuvo prácticamente sin variación, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija se redujo ligeramente. La encuesta más reciente sobre préstamos bancarios en la zona del euro indica que las entidades siguieron endureciendo sus criterios de concesión en todas las modalidades de préstamo y que la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares volvió a caer considerablemente en el segundo trimestre de 2023, lo que apunta a que la dinámica crediticia se está debilitando. El crédito bancario concedido a estos dos sectores siguió moderándose en junio de 2023, en un entorno de tipos de interés más altos, de menor demanda de préstamos como consecuencia de reducciones en los planes de gasto y del endurecimiento de los criterios de aprobación. En el mismo mes, la dinámica monetaria continuó deteriorándose debido a sus componentes más líquidos, al débil crecimiento del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema.

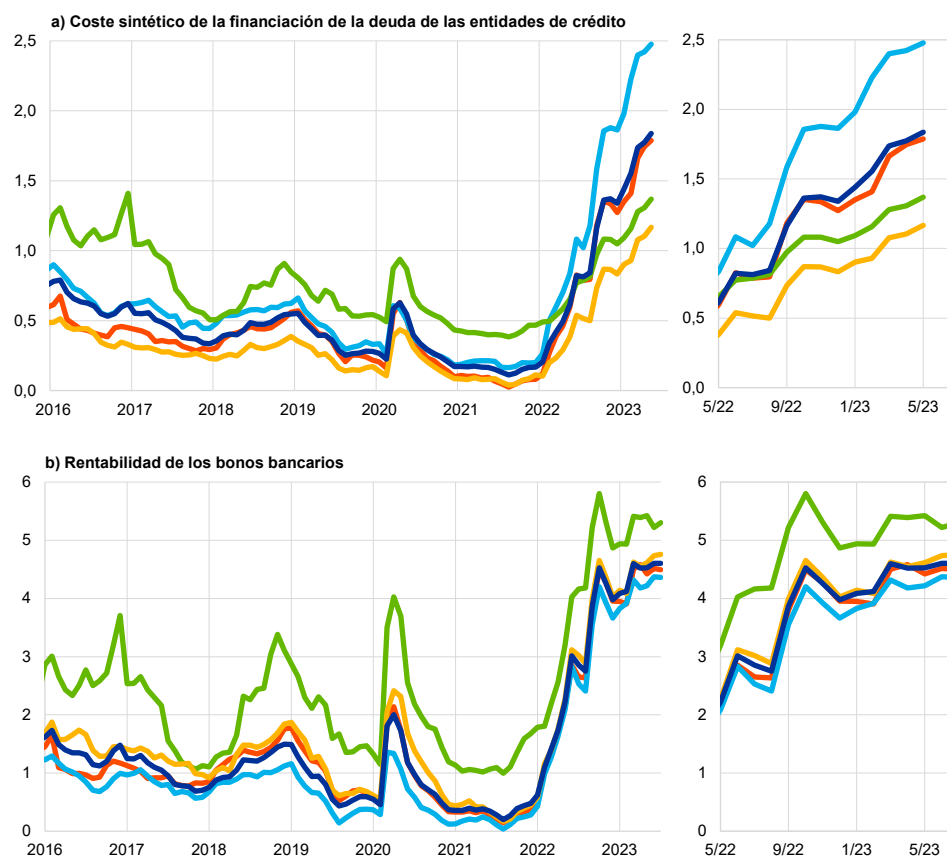
Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro continuaron aumentando como consecuencia de las subidas adicionales de los tipos de interés de los depósitos. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro volvió a elevarse en mayo de 2023, alcanzando así su nivel más alto en más de diez años (panel a del gráfico 17). Este ascenso es reflejo de los mayores tipos de los depósitos y de la estabilidad de la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b del gráfico 17). Los tipos de interés de los depósitos continuaron incrementándose 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 ha variado significativamente de unas entidades a otras y ha ido acompañada de una redistribución de los depósitos entre bancos. Los ahorradores han pasado los depósitos de entidades que ofrecen una remuneración menos atractiva a entidades que han elevado los tipos de interés de estos productos a un ritmo más rápido. Las emisiones de bonos bancarios que se remuneran por encima de los tipos de los depósitos y de los tipos de interés oficiales del BCE han aumentado desde

septiembre de 2022, en un entorno de retirada gradual de las TLTRO y de disminución de los depósitos a la vista.

Gráfico 17

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

(porcentajes)



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

Notas: Los 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 mayo de 2023 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y al 26 de julio de 2023 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

Los reembolsos de la financiación obtenida en las TLTRO III, por un importe de alrededor de 500 mm de euros, se realizaron sin problemas dado que las entidades estaban bien preparadas, y estos reembolsos contribuyeron a reducir el exceso de liquidez y a elevar los costes de financiación. En junio de 2023, las entidades de crédito reembolsaron 506,3 mm de euros de la financiación obtenida en las TLTRO III. De este importe, 29,5 mm de euros fueron reembolsos voluntarios y 476,8 mm de euros fueron reembolsos obligatorios, motivados por el vencimiento de la cuarta operación TLTRO III. Tras la liquidación del 28 de junio, el saldo vivo total de las TLTRO III disminuyó hasta la cifra de 592 mm de euros,

situándose un 72 % por debajo del saldo vivo registrado antes de la recalibración de la remuneración de las TLTRO III en octubre de 2022 (2,113 billones de euros)⁵. Las entidades hicieron frente a este cuantioso reembolso utilizando el exceso de liquidez y tratando activamente de sustituir la financiación en los mercados por la emisión de volúmenes relativamente elevados de valores representativos de deuda antes de la fecha de reembolso. Además de las mayores emisiones de estos valores, los bancos con saldos vivos de las TLTRO han competido con mayor agresividad que otros bancos por los depósitos. Sin embargo, la participación en las operaciones principales de financiación y en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses aumentó moderadamente, lo que refleja el hecho de que las entidades habían dispuesto de tiempo suficiente para preparar sus reembolsos de las TLTRO.

Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares volvieron a aumentar y alcanzaron sus niveles más altos desde diciembre de 2008 (empresas) y junio de 2012 (hogares).

Las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE se están transmitiendo a las condiciones del crédito bancario, con un incremento de los tipos de interés aplicados a los préstamos y un fuerte endurecimiento de los criterios de aprobación. El alza en los tipos del crédito sigue siendo mayor para las empresas que para los hogares, tanto en los distintos países como en los períodos de fijación (gráfico 18). Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los nuevos préstamos concedidos a las SNF se elevaron hasta el 4,57 % en mayo (su nivel más alto desde finales de 2008), comparado con el 4,39 % en abril de 2023 y el 1,83 % en junio de 2022, antes de que comenzara el ciclo de endurecimiento. Este aumento fue generalizado en todos los países y períodos de fijación, y las mayores subidas se observaron en los préstamos con hasta un año de fijación del tipo. Los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda también continuaron incrementándose en mayo y se situaron en el 3,58 %, frente al 3,48 % de abril de 2023 y el 1,97 % de junio de 2022. El incremento de mayo se debió al alza de los tipos de interés de las hipotecas a tipo fijo y a tipo variable, con cierta heterogeneidad entre países. Los resultados de la [encuesta sobre las expectativas de los consumidores](#) de mayo de 2023 sugieren que los consumidores encuestados esperaban que los tipos de interés hipotecarios se estabilizaran en torno a los niveles de ese momento en los doce meses siguientes. Sin embargo, un elevado porcentaje neto de encuestados percibía que los criterios de concesión eran restrictivos y esperaba que se endurecieran más para la obtención de préstamos para adquisición de vivienda en el mismo período.

⁵ 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.

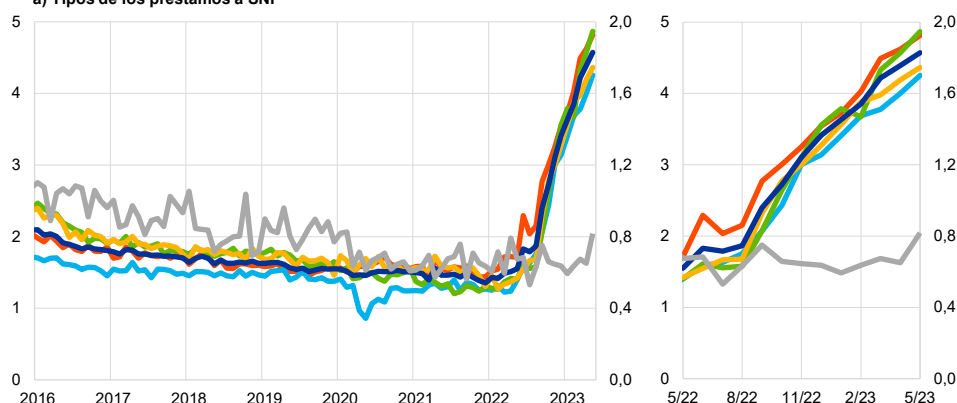
Gráfico 18

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

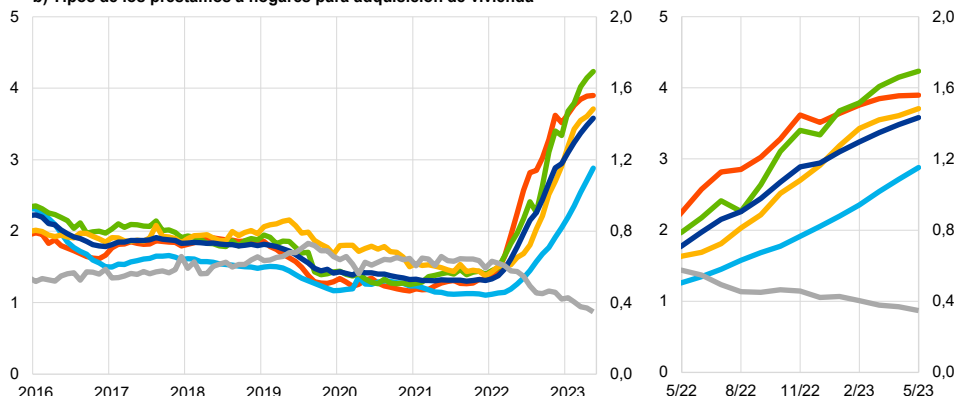
(porcentajes; desviación típica)

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

a) Tipos de los préstamos a SNF



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



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.

En conjunto, los tipos de interés de los préstamos han aumentado con mayor rapidez que en anteriores ciclos de alzas, lo que refleja, sobre todo, el ritmo más acelerado de las subidas de los tipos oficiales. Los tipos de interés oficiales del BCE se han incrementado sustancialmente en un breve período (concretamente 425 puntos básicos en total desde julio de 2022), y a un ritmo menor desde la reunión del Consejo de Gobierno del 4 de mayo de 2023. Esta evolución se refleja en las primeras señales de moderación de la velocidad de aumento de los tipos de los préstamos en el segundo trimestre de 2023, en comparación con el primer trimestre de 2023 y el cuarto trimestre de 2022. La dispersión entre países de los tipos aplicados a los préstamos a empresas se incrementó ligeramente desde niveles reducidos, mientras que la dispersión de los tipos de los préstamos a hogares se mantuvo en niveles bajos en mayo de 2023 (gráfico 18). En un contexto

histórico, el diferencial de tipos entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros concedidos a las empresas de la zona del euro se mantuvo estable en niveles reducidos en mayo, aunque con cierta disparidad de un país a otro.

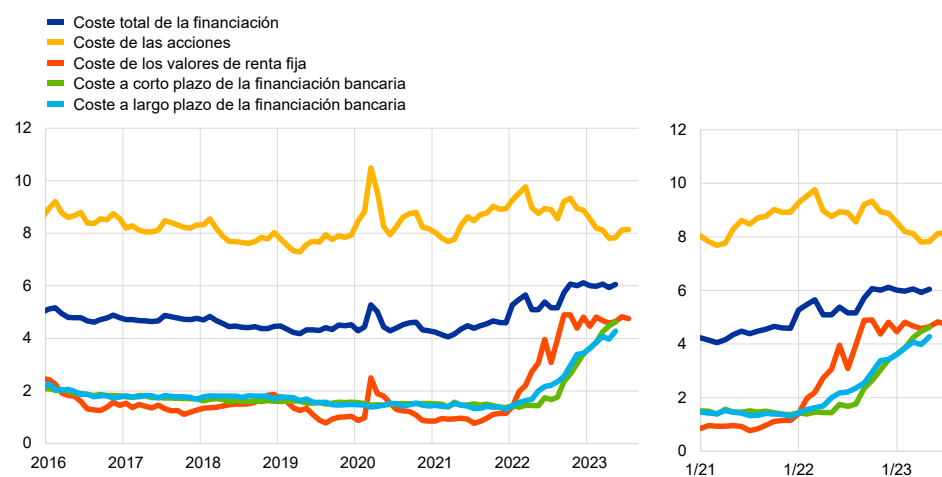
En el período comprendido entre el 15 de junio y el 26 de julio de 2023, el coste de la financiación mediante acciones para las sociedades no financieras se mantuvo prácticamente sin variación, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija se redujo ligeramente. En mayo de 2023, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones— se situó en el 6,1 %, unos 10 puntos básicos por encima del nivel del mes anterior (gráfico 19)⁶. Esta evolución fue consecuencia del aumento generalizado que registró en mayo el coste de todos los componentes de la financiación de las SNF, impulsado sobre todo por el coste de la financiación bancaria tanto a corto como a largo plazo. Pese al incremento más reciente, el coste total de la financiación se mantuvo en mayo próximo a los elevados niveles alcanzados en septiembre de 2022 y observados anteriormente a finales de 2011. En el período analizado, el coste de los valores de renta fija cayó levemente, mientras que el de las acciones permaneció casi inalterado. El leve descenso del coste de los primeros se debió fundamentalmente a la compresión de los diferenciales de los bonos emitidos por las empresas no financieras en el segmento de grado de inversión que no se vio compensada en su totalidad por un aumento menor del tipo de interés libre de riesgo (aproximado por el tipo OIS [*Overnight Index Swap*] a diez años) y por una pequeña ampliación de los diferenciales de los bonos emitidos por las SNF en el segmento de alta rentabilidad. La estabilidad del coste de las acciones durante el período de referencia reflejó un equilibrio entre el leve incremento de los tipos de interés libres de riesgo y la ligera disminución de la prima de riesgo.

⁶ Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, a 26 de julio de 2023 el coste total de la financiación de las SNF únicamente se podía calcular hasta mayo.

Gráfico 19

Coste nominal de la financiación externa de las SNF 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 SNF 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 26 de julio de 2023 para el coste de los valores de renta fija (media mensual de datos diarios), al 21 de julio de 2023 para el coste de las acciones (datos semanales) y a mayo de 2023 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

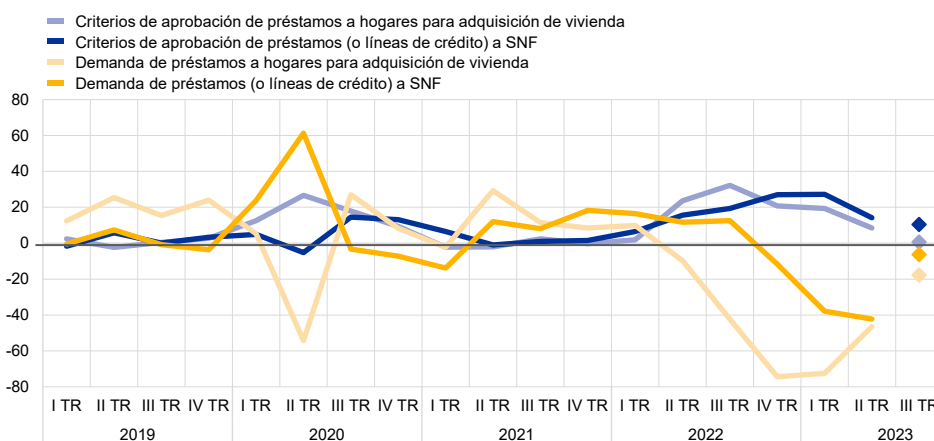
Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2023, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas siguieron endureciéndose en el segundo trimestre de 2023, aunque el porcentaje neto de entidades que señalaron un endurecimiento fue menor que en el trimestre anterior (gráfico 20). El endurecimiento de los criterios de concesión estaba en línea con las expectativas de los bancos del trimestre anterior y se mantuvo por encima de la media histórica desde que empezó a publicarse la encuesta en 2003. El endurecimiento neto acumulado desde principios de 2022 ha sido sustancial, y los resultados de la encuesta han proporcionado señales incipientes del significativo debilitamiento de la dinámica crediticia observado desde el otoño pasado. Con el trasfondo de los retardos típicos en el impacto de la transmisión de la política monetaria sobre la economía, los riesgos relacionados con las perspectivas económicas y la situación específica de las empresas continuaron siendo los principales determinantes de los criterios de aprobación más restrictivos aplicados a los préstamos a este sector. La menor tolerancia al riesgo de las entidades de crédito, el aumento de los costes de financiación y el empeoramiento de la situación patrimonial también contribuyeron al endurecimiento, debido al mayor riesgo de crédito en un contexto de subidas de los tipos de interés y de débil crecimiento económico. Las entidades también señalaron que los criterios de aprobación de los nuevos préstamos a empresas habían seguido endureciéndose en las principales ramas de actividad de la economía en el primer semestre de 2023, en especial en el sector de inmuebles comerciales. Para el tercer trimestre de 2023, los bancos de la zona del euro esperaban que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas volvieran a endurecerse.

Las entidades de crédito señalaron un endurecimiento neto adicional de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares en el segundo trimestre de 2023. En comparación con el trimestre anterior, el endurecimiento neto fue menos pronunciado en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y más acusado en el de los préstamos para consumo. En lo que respecta a los primeros, fue bastante acorde con las expectativas de las entidades del trimestre anterior, mientras que, para los segundos, fue sustancialmente mayor de lo esperado. El aumento de la percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas y la situación específica de los prestatarios, la menor tolerancia al riesgo, así como el aumento del coste de financiación, contribuyeron al endurecimiento. Para el tercer trimestre de 2023, las entidades de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda no varíen, mientras que prevén un endurecimiento neto adicional de los criterios aplicados a los préstamos para consumo y para otros fines a este sector, aunque menos pronunciado que en el segundo trimestre.

Gráfico 20

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

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



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

Notas: En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que contestaron «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que respondieron que la demanda «ha aumentado considerablemente» y «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que contestaron que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» y «ha disminuido considerablemente». Los rombos indican las expectativas de las entidades de crédito en la última encuesta. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023.

Las entidades señalaron una fuerte disminución de la demanda de préstamos de las empresas y los hogares en el segundo trimestre de 2023. El descenso de la demanda de préstamos por parte de las empresas fue el más acusado observado desde que comenzó a realizarse la encuesta en 2003, mientras que el retroceso de la demanda de crédito de los hogares fue menor que el registrado en los dos trimestres anteriores, que fue muy pronunciado. Las entidades indicaron que el nivel general de los tipos de interés fue el principal determinante de la reducida demanda de préstamos de las empresas, debido al impacto moderador de la subida de tipos

sobre la demanda de crédito y el crecimiento económico. Las menores necesidades de financiación para inversión en capital fijo también tuvieron un fuerte efecto moderador sobre la demanda crediticia, que tuvo su reflejo en una acusada disminución de la de préstamos a largo plazo. La caída de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda estuvo determinada, fundamentalmente, por las subidas de los tipos de interés, el debilitamiento de las perspectivas del mercado de la vivienda y el bajo nivel de confianza de los consumidores. Para el tercer trimestre de 2023, las entidades esperaban un descenso (neto) adicional de la demanda de préstamos por parte de las empresas y de préstamos para adquisición de vivienda, aunque mucho menor que en el segundo trimestre.

Según las entidades participantes en la encuesta, el acceso a la financiación se deterioró en la mayoría de los segmentos de mercado, sobre todo en el de financiación minorista, y la mayor preocupación por los préstamos dudosos (NPL, por sus siglas en inglés) también contribuyó al endurecimiento de las condiciones aplicadas a los préstamos bancarios. El deterioro neto en el acceso a la financiación minorista indicado por las entidades puede deberse a la mayor competencia por los depósitos minoristas en el actual entorno de aumento de los tipos de interés y de salidas de depósitos a la vista. Las entidades señalaron que los ratios de NPL habían propiciado un endurecimiento neto de las condiciones aplicadas a los préstamos a empresas y a los préstamos para consumo, y habían tenido un efecto prácticamente neutral en los préstamos para adquisición de vivienda en la primera mitad de 2023. Como en el pasado, el aumento de la percepción de riesgos y la menor tolerancia al riesgo de los bancos fueron los principales factores que explican la contribución de los ratios de NPL al endurecimiento de las condiciones aplicadas a los préstamos.

El cuestionario de la encuesta de julio de 2023 incluía una nueva pregunta *ad hoc*, de carácter anual, dirigida a calibrar el impacto del cambio climático en los préstamos bancarios a empresas. Las entidades de la zona del euro manifestaron que, en los doce meses anteriores, los riesgos climáticos de las empresas y sus medidas para afrontar el cambio climático habían contribuido al endurecimiento neto de los criterios de concesión y de las condiciones aplicadas a los préstamos a empresas denominadas «marrones» (aquellas que contribuyen de forma significativa al cambio climático y que aún no han comenzado o han avanzado poco en la transición)⁷. Sin embargo, en el caso de los préstamos a empresas «verdes» (aquellas que no contribuyen o contribuyen poco al cambio climático) y a compañías «en transición» (las que contribuyen al cambio climático, pero están realizando avances importantes en la transición), habían propiciado una relajación neta de los criterios y las condiciones. Asimismo, las entidades de la zona del euro señalaron un aumento neto de la demanda de préstamos a empresas, vinculada a los riesgos climáticos, en los doce meses anteriores, impulsada por empresas «en transición» y empresas «verdes», mientras que la demanda de préstamos de empresas «marrones» se redujo en términos netos. Los principales factores

⁷ Los riesgos de transición asociados al cambio climático específicos de las empresas fueron los factores que más contribuyeron al endurecimiento de las políticas crediticias de las entidades, mientras que el riesgo físico, relacionado a menudo con la ubicación geográfica del prestatario, contribuyó, en promedio, a un endurecimiento neto algo menor; asimismo, el apoyo fiscal relacionado con el clima ayudó a relajar la aprobación de préstamos.

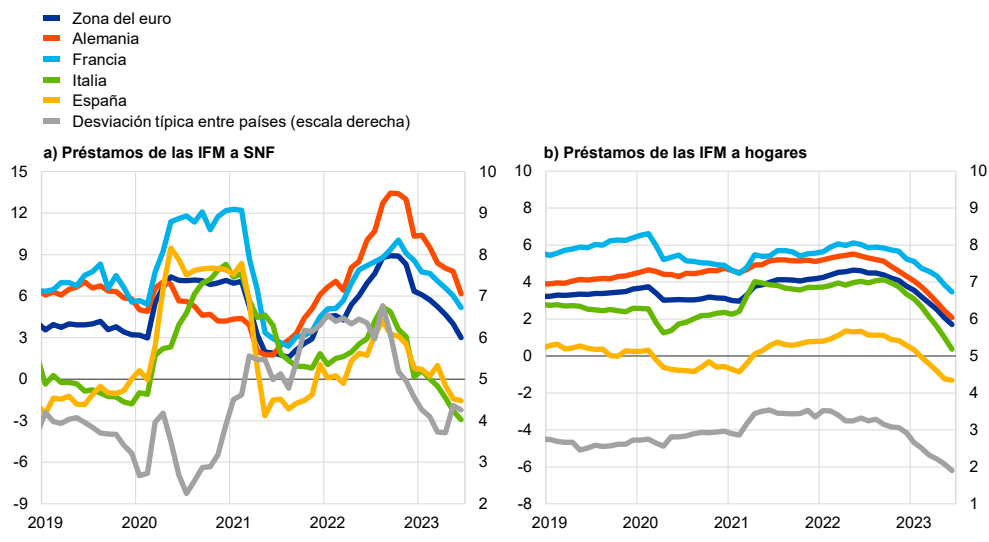
determinantes de la demanda de préstamos relacionada con los riesgos climáticos fueron la inversión en capital fijo y las reestructuraciones de empresas, lo que apunta a las necesidades de inversión de las empresas en el camino a una economía más sostenible. En los doce meses siguientes, las entidades de la zona del euro esperaban que los riesgos climáticos contribuyeran a un endurecimiento neto más acusado de los criterios de concesión de préstamos a empresas «marrones» y una relajación neta en el caso de los préstamos a empresas «verdes» y «en transición». Además, los bancos de la zona del euro esperaban que el impacto de los riesgos climáticos sobre la demanda de crédito fuera mayor en términos netos.

El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares siguió moderándose en junio, 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 3 % en junio, desde el 4 % registrado en mayo (panel a del gráfico 21). Los flujos mensuales de préstamos a este sector se han situado próximos a cero desde noviembre de 2022. La desaceleración se registró en las mayores economías de la zona del euro y refleja la fuerte contracción de la demanda de crédito, debido en parte al aumento de los tipos de interés aplicados y a las reducciones asociadas en los planes de gasto, así como al endurecimiento adicional de los criterios de aprobación. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares disminuyó desde el 2,1 % observado en mayo hasta el 1,7 % en junio (panel b del gráfico 21), en un entorno de perspectivas negativas para el mercado de la vivienda, de endurecimiento adicional de los criterios de aprobación del crédito bancario y de tipos de interés más elevados. Esta disminución fue atribuible a todos los componentes, a saber, los préstamos para adquisición de vivienda, los préstamos para consumo y los préstamos a empresarios individuales (pequeñas empresas sin personalidad jurídica).

Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

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

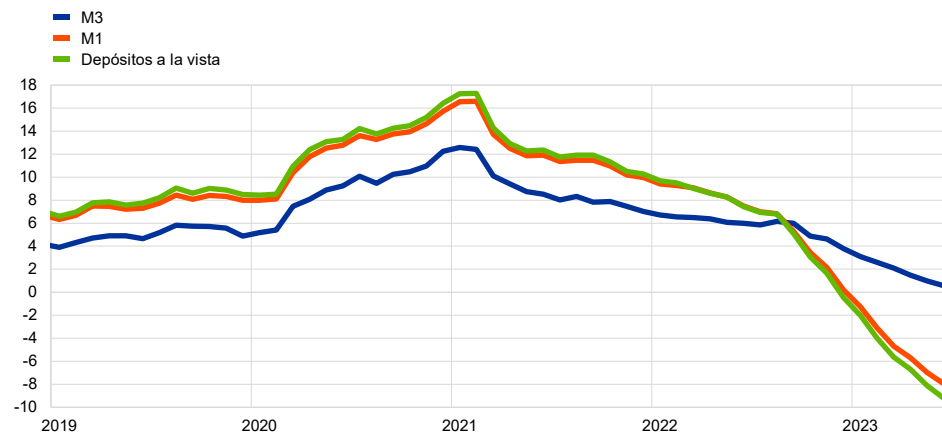
Los depósitos a la vista se contrajeron nuevamente en junio, debido al desplazamiento de fondos hacia instrumentos mejor remunerados.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista cayó un 8,1 % en mayo y volvió a disminuir en junio, hasta situarse en el -9,2 %, la mayor contracción observada desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 1999 (gráfico 22). El motivo de esta evolución fue principalmente que los hogares y las empresas continuaron desplazando fondos de sus depósitos a la vista y con preaviso a depósitos a plazo. Esta recomposición de carteras se vio incentivada por el elevado diferencial de tipos entre los depósitos a la vista y los depósitos a plazo, lo que refleja que los tipos de interés de los primeros se ajustan más lentamente que los de los segundos a las modificaciones de los tipos de interés oficiales. El ritmo más intenso 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 22

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2023.

La dinámica monetaria continuó deteriorándose en junio de 2023 debido a sus componentes más líquidos, al débil crecimiento del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema. El crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) volvió a disminuir, desde el 1 % registrado en mayo hasta el 0,6 % en junio (gráfico 22), la tasa más baja desde julio de 2010. La variación intermensual de M3 pasó a ser positiva en junio por primera vez desde noviembre de 2022, como consecuencia de las compras de deuda pública de la zona del euro por parte de entidades de crédito y de inversores extranjeros. El agregado monetario estrecho (M1) experimentó una contracción adicional del 8 % en junio, frente al 7 % en mayo (la mayor reducción, con diferencia, de la historia de la UEM). La desaceleración observada desde marzo de 2023, junto con la finalización en julio de 2023 de las reinversiones del principal de los valores que iban venciendo adquiridos en el marco del programa de compras de activos, ha dado lugar a una reducción de la cartera de activos del Eurosistema, absorbiendo de esta forma automáticamente liquidez del sistema financiero. Por último, los reembolsos de las 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.