

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión del 7 de marzo de 2024, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Desde su reunión de política monetaria del 25 de enero de 2024, la inflación ha seguido reduciéndose. En las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024, la inflación se ha revisado a la baja, en particular para 2024, debido fundamentalmente a una menor contribución de los precios de la energía. Los expertos del BCE prevén ahora que la inflación se sitúe, en promedio, en el 2,3 % en 2024, el 2,0 % en 2025 y el 1,9 % en 2026. Las proyecciones de inflación excluidos la energía y los alimentos también se han revisado a la baja y se sitúan, en promedio, en el 2,6 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 2,0 % en 2026. Aunque la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han continuado descendiendo, las presiones inflacionistas internas siguen siendo intensas, debido en parte al fuerte crecimiento de los salarios. Las condiciones de financiación son restrictivas y las anteriores subidas de los tipos de interés continúan frenando la demanda, lo que está contribuyendo a reducir la inflación. Los expertos han revisado a la baja su proyección de crecimiento para 2024 hasta el 0,6 %, y se espera que la actividad económica se mantenga moderada a corto plazo. Más adelante, los expertos prevén que la economía se recupere y crezca al 1,5 % en 2025 y al 1,6 % en 2026, respaldada inicialmente por el consumo y después también por la inversión.

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

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

Actividad económica

La economía sigue estando débil. Los consumidores continuaron conteniendo su gasto, la inversión se moderó y las empresas exportaron menos, debido a la desaceleración de la demanda externa y a pérdidas de competitividad. No obstante, las encuestas apuntan a una recuperación gradual a lo largo de 2024. A medida que la inflación baja y los salarios continúan subiendo, las rentas reales repuntarán, lo que apoyará el crecimiento. Asimismo, el efecto moderador de las anteriores subidas de los tipos de interés desaparecerá gradualmente y la demanda de exportaciones de la zona del euro debería recuperarse.

La tasa de desempleo se encuentra en su nivel más bajo desde que existe el euro. El empleo creció a un ritmo del 0,3 % en el último trimestre de 2023, sobrepasando de nuevo a la actividad económica. Como resultado, el producto por persona siguió reduciéndose. Al mismo tiempo, las empresas están anunciando menos ofertas de empleo, y son menos las que indican que su producción se ve limitada por la escasez de mano de obra.

Según las proyecciones de marzo de 2024, el crecimiento económico repuntará gradualmente durante 2024 a medida que aumente la renta real disponible, en un contexto de menor inflación y sólido crecimiento de los salarios, y que mejore la relación real de intercambio. Dado que es improbable que las actuales disrupciones en el transporte marítimo en el mar Rojo generen nuevas restricciones de oferta significativas, se espera que el crecimiento de las exportaciones se acompañe al fortalecimiento de la demanda externa. A medio plazo, la recuperación también se verá respaldada por la desaparición gradual de los efectos del endurecimiento de la política monetaria del BCE. En conjunto, se espera que el crecimiento anual del PIB real se sitúe, en promedio, en el 0,6 % en 2024 y que aumente hasta el 1,5 % en 2025 y el 1,6 % en 2026. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2024 debido a los efectos de arrastre derivados de anteriores sorpresas negativas en los datos y al empeoramiento de los nuevos datos de carácter prospectivo, se han mantenido sin variación para 2025 y se han revisado ligeramente al alza para 2026.

Los Gobiernos deberían seguir retirando las medidas de apoyo relacionadas con la energía para que el proceso de desinflación pueda avanzar de forma sostenida. Las políticas fiscales y estructurales deberían reforzarse para hacer que la economía de la zona del euro sea más productiva y competitiva, mejorar la capacidad de suministro y reducir gradualmente las elevadas ratios de deuda pública. Una implementación más rápida del programa *Next Generation EU* y esfuerzos más decididos para eliminar las barreras nacionales a una mayor profundidad e integración de los mercados bancario y de capitales pueden ayudar a aumentar la inversión en las transiciones verde y digital, y a reducir las presiones inflacionistas a medio plazo. El marco de gobernanza económica revisado de la UE debería aplicarse sin demora.

Inflación

La inflación descendió hasta el 2,8 % en enero y, según la estimación de avance de Eurostat, siguió disminuyendo hasta situarse en el 2,6 % en febrero. La inflación de los precios de los alimentos volvió a caer hasta el 5,6 % en enero y el 4,0 % en febrero, y los precios de la energía siguieron bajando en ambos meses con respecto a hace un año, si bien a menor ritmo que en diciembre. La tasa de variación de los precios de los bienes también siguió reduciéndose, hasta situarse en el 2,0 % en enero y el 1,6 % en febrero. La inflación de los servicios, tras haberse mantenido en el 4,0 % durante tres meses consecutivos, descendió hasta el 3,9 % en febrero.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente continuaron retrocediendo en enero, en un contexto en el que el impacto de las perturbaciones de oferta anteriores siguió atenuándose y la orientación restrictiva de la política monetaria pesó sobre la demanda. No obstante, las presiones inflacionistas internas continúan siendo intensas, debido en parte al fuerte crecimiento de los salarios y al descenso de la productividad del trabajo. Al mismo tiempo, se observan señales de que el crecimiento salarial está empezando a moderarse. Por otra parte, los beneficios están absorbiendo parte del aumento de los costes laborales, lo que reduce los efectos inflacionistas.

Se espera que la tendencia descendente de la inflación continúe en los próximos meses. Más adelante, debería disminuir hasta situarse en el objetivo del Consejo de Gobierno a medida que se moderen los costes laborales y desaparezcan los efectos de las anteriores perturbaciones energéticas, de los cuellos de botella en la oferta y de la reapertura de la economía tras la pandemia. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo siguen siendo, en general, estables y la mayoría se sitúan en torno al 2 %.

Según las proyecciones de marzo de 2024, la inflación seguirá moderándose debido a la continua relajación de las presiones latentes y a los efectos del endurecimiento de la política monetaria, aunque a un ritmo más discreto que en 2023. Las presiones inflacionistas latentes deberían seguir atenuándose y se espera que las disrupciones en el transporte marítimo en el mar Rojo solo tengan un efecto alcista limitado. Con el descenso de los precios de la energía, la intensa evolución de los costes laborales debería ser el principal factor determinante de la inflación excluidos la energía y los alimentos. Se espera que el crecimiento de los salarios nominales siga siendo elevado, impulsado por el persistente tensionamiento del mercado de trabajo, pero que se modere gradualmente durante el horizonte de proyección a medida que vayan desapareciendo los efectos al alza de la compensación por inflación. La recuperación del crecimiento de la productividad debería apoyar la moderación de las presiones de los costes laborales. Se prevé que el crecimiento de los beneficios se debilite durante el horizonte de proyección y amortigüe la transmisión de los costes laborales. En conjunto, se espera que la inflación general media anual se reduzca desde el 5,4% en 2023 hasta el 2,3% en 2024, el 2,0% en 2025 y el 1,9% en 2026, y que, dadas las débiles perspectivas de la inflación de la energía, se mantenga por debajo de la inflación excluidos la energía y los alimentos durante el horizonte de proyección. En comparación con las proyecciones de

diciembre de 2023, la inflación general se ha revisado a la baja para 2024 y 2025, debido principalmente a los efectos directos e indirectos de los supuestos relativos al descenso de los precios de las materias primas energéticas y a la reducción de las presiones de los costes laborales, y no se ha corregido para 2026.

Evaluación de riesgos

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

Los riesgos al alza para la inflación incluyen la escalada de las tensiones geopolíticas, especialmente en Oriente Próximo, que podría impulsar una subida más acusada de los precios energéticos y de los costes de los fletes a corto plazo y crear interrupciones en el comercio mundial. La inflación también podría aumentar más de lo previsto si los salarios suben más de lo esperado o si los márgenes de beneficios muestran una mayor resiliencia. En cambio, la inflación podría sorprender a la baja si la política monetaria frena la demanda más de lo anticipado, o si el entorno económico en el resto del mundo empeora de forma inesperada.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado han aumentado desde la reunión del Consejo de Gobierno del 25 de enero de 2024 y su política monetaria ha hecho que las condiciones de financiación generales sigan siendo restrictivas. Los tipos de interés aplicados a los préstamos a las empresas se estabilizaron en general, mientras que los tipos hipotecarios descendieron en diciembre y enero. No obstante, los tipos aplicados a los préstamos siguieron siendo elevados, situándose en el 5,2 % en el caso de los concedidos a las empresas y en el 3,9 % en el de las hipotecas.

El crecimiento interanual de los préstamos bancarios a las empresas volvió a niveles positivos en diciembre, situándose en el 0,5 %. Sin embargo, en enero descendió hasta el 0,2 %, debido a un flujo negativo durante el mes. El crecimiento de los préstamos a los hogares siguió debilitándose y disminuyó hasta el 0,3 % en enero en términos interanuales. El agregado monetario amplio, medido por M3, creció a un ritmo moderado del 0,1 %.

Decisiones de política monetaria

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

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

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

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

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

Conclusión

En su reunión del 7 de marzo de 2024, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Sobre la base de su valoración actual, el Consejo de Gobierno considera que los tipos de interés oficiales del BCE están en niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial a este objetivo. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación vuelva a situarse en su objetivo del 2 % a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

1 Entorno exterior

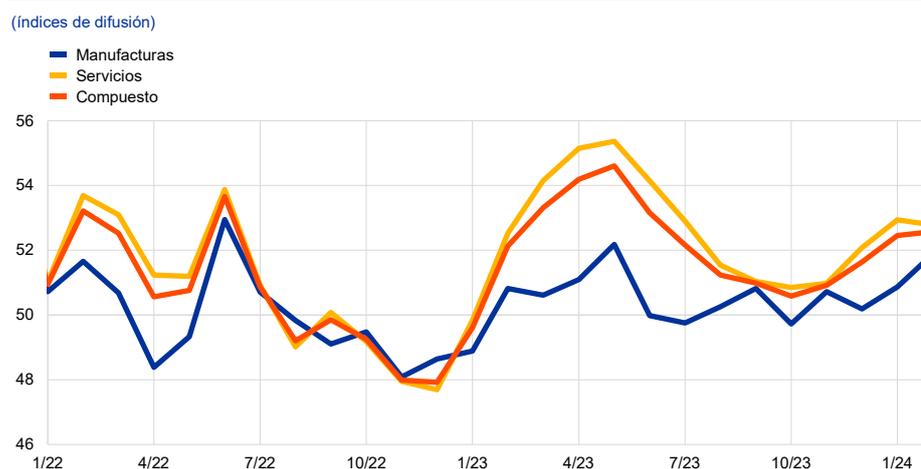
El crecimiento global se moderó en torno al cambio de año, como consecuencia de la transmisión del endurecimiento de la política monetaria a la economía mundial. La desaceleración del crecimiento del consumo refleja, en parte, la desaparición progresiva de los factores favorables en las principales economías avanzadas, en las que los mercados de trabajo se están enfriando gradualmente, aunque siguen relativamente tensionados, y el exceso de ahorro acumulado durante la pandemia se ha agotado en gran parte. En China, el gasto en consumo continúa siendo reducido en un contexto de debilidad del mercado inmobiliario. Se prevé una disminución paulatina de las tasas interanuales de crecimiento mundial durante el período 2024-2026 así como que, a medio plazo, permanezcan ligeramente por debajo de los niveles observados durante el último decenio. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, el crecimiento global se ha revisado al alza para este año en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2024, en gran medida gracias al mayor avance observado en Estados Unidos. Se prevé que el comercio mundial se recupere este año y que posteriormente crezca más en línea con la actividad económica global. Pese a que esta previsión prácticamente no se ha modificado con respecto a las proyecciones de diciembre de 2023, se espera que el comercio internacional se mantenga por debajo de su tendencia histórica durante todo el horizonte de proyección. De acuerdo con las proyecciones, la inflación mundial disminuirá a lo largo del citado período.

El crecimiento económico global se moderó en torno al cambio de año, como consecuencia de la transmisión del endurecimiento de la política monetaria a la economía mundial. Según las estimaciones, el avance del PIB real mundial se ralentizó hasta el 0,8 % en el cuarto trimestre de 2023, desde el 1 % observado en el trimestre anterior¹. En conjunto, se estima que la actividad económica global se incrementó un 3,5 % en 2023, un ritmo similar al del año anterior y a la tasa media de crecimiento del último decenio. También es superior en 0,2 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento global prevista en las proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2023. Sin embargo, los últimos datos sugieren que el avance del consumo se está moderando a escala mundial, ya que los factores que han impulsado el gasto en consumo están desapareciendo. Aunque los mercados de trabajo siguen relativamente tensionados, se están enfriando gradualmente en las principales economías avanzadas, como indica el descenso de los ratios vacantes/desempleo, mientras que el crecimiento de los salarios nominales también está desacelerándose de manera progresiva. Además, el exceso de ahorro acumulado durante la pandemia se ha agotado en gran parte. En China, el gasto en consumo sigue siendo débil con la evolución del mercado inmobiliario residencial como telón de fondo. Como consecuencia de todo ello, el gasto mundial en consumo, que sustentó la actividad económica durante la recuperación posterior a la pandemia, continúa siendo reducido. Más recientemente, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global de actividad registró un ligero ascenso en febrero,

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

lo que sugiere que la actividad se ha fortalecido tanto en el sector manufacturero como en los servicios (gráfico 1). Con todo, esta señal debe considerarse en el contexto de un conjunto más amplio de nuevos datos, que continúan apuntando a una actividad mundial débil en general.

Gráfico 1
PMI global de actividad



Fuentes: S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024.

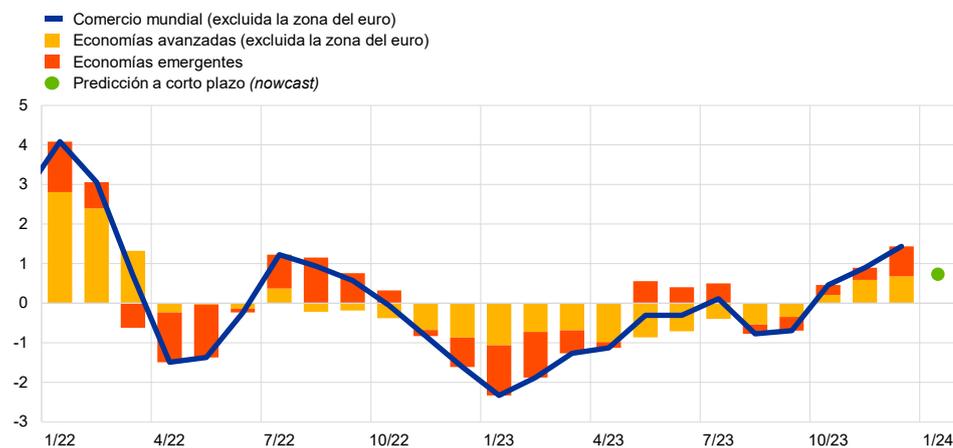
Se prevé que el crecimiento mundial disminuya gradualmente a lo largo del horizonte de proyección. El leve retroceso del crecimiento este año se debe a que continúa desapareciendo el impacto de los factores favorables mencionados anteriormente, que respaldaron el gasto en consumo en las economías avanzadas en el período posterior a la pandemia. A esta evolución han contribuido los efectos del anterior endurecimiento de la política monetaria y la elevada incertidumbre en un contexto de tensiones geopolíticas. En conjunto, se prevé que el crecimiento del PIB real mundial se sitúe en el 3,4 % este año y que después se desacelere hasta el 3,2 % anual en el período 2025-2026, un ritmo ligeramente inferior al observado durante el último decenio. El crecimiento global se ha revisado al alza para este año con respecto a las proyecciones de diciembre de 2023, en gran medida gracias a los efectos de arrastre del mayor crecimiento observado en Estados Unidos.

El crecimiento del comercio mundial de bienes sigue siendo positivo. El ritmo de avance del comercio mundial de mercancías pasó a ser positivo en el cuarto trimestre de 2023 y se estima que continuó en terreno positivo en enero de 2024 (gráfico 2). Esta mejora refleja una corrección de la dinámica que caracterizó a la recuperación después de la pandemia, como la reorientación del gasto hacia los servicios en detrimento de los bienes y el ajuste de las existencias a escala global. El comercio mundial debería seguir recuperándose, ya que se espera que el impacto de la evolución posterior a la pandemia desaparezca gradualmente, y tanto el ciclo de la producción industrial mundial como la inversión privada parecen estar estabilizándose en estos primeros meses de 2024. También se espera que la

mejora del «ciclo tecnológico» mundial, que es un indicador adelantado del crecimiento general de las manufacturas, impulse el comercio a corto plazo².

Gráfico 2 Crecimiento del comercio de bienes

(importaciones reales, tasa de variación anualizada de tres meses sobre los tres meses anteriores, puntos porcentuales)



Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, fuentes nacionales a través de LSEG y cálculos del BCE.
Notas: La predicción a corto plazo (*nowcast*) incorpora los últimos datos publicados utilizando una previsión del agregado mundial y una serie de variables macroeconómicas. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2023 para los datos oficiales del CPB y a enero de 2024 para la predicción a corto plazo.

Las disrupciones en el transporte marítimo en el mar Rojo podrían frenar la recuperación del comercio mundial de mercancías, aunque se considera que su impacto hasta la fecha ha sido limitado. El tráfico marítimo a través del mar Rojo se ha reducido considerablemente, ya que las compañías de transporte están evitando esta zona y desviando sus buques hacia una ruta alternativa que rodea el cabo de Buena Esperanza. Sin embargo, hasta ahora, las cadenas globales de suministro han mantenido su solidez en general y los plazos de entrega de los proveedores solo han aumentado ligeramente a escala mundial este año. Continúan en niveles acordes con su media histórica, muy por debajo de los observados en 2021 y 2022, cuando las cadenas globales de suministro estuvieron sometidas a graves presiones. Ello se debe al efecto de varios factores mitigadores. En primer lugar, la capacidad de transporte marítimo no utilizada parece abundante, ya que la demanda global de bienes es relativamente débil y la flota mundial de buques de carga se ha ampliado. En segundo lugar, los niveles de congestión en los puertos de todo el mundo prácticamente no han cambiado, lo que refleja su capacidad para albergar a los buques que han cambiado de ruta. Por último, los elevados niveles de existencias de los fabricantes están ayudando a amortiguar el impacto de los plazos de entrega más largos sobre la producción. Con todo, si las perturbaciones en la

² Se considera que la evolución de la producción mundial de bienes tecnológicos, como ordenadores y equipos electrónicos y eléctricos, proporciona información sobre la evolución futura del sector manufacturero mundial y de la economía global en su conjunto. Véase el recuadro titulado «[Qué significan las señales de maduración del ciclo tecnológico para la economía mundial](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2019.

zona del mar Rojo se agravan y resultan persistentes, seguirán existiendo riesgos para el comercio y la inflación mundiales³.

Se espera que el comercio mundial se recupere gradualmente este año y que después crezca de manera más acorde con la actividad mundial. Se prevé que el ritmo de avance de las importaciones mundiales se incremente del 1,2 % en 2023 al 2,8 % este año, y que después se vaya acelerando hasta el 3,1 % en 2025 y el 3,2 % en 2026, prácticamente sin cambios con respecto a las anteriores proyecciones. Pese a la recuperación prevista, el comercio mundial se mantendría por debajo de su tendencia histórica, debido a la incidencia de los cambios estructurales que se están produciendo en las relaciones comerciales como consecuencia de las crecientes tensiones geopolíticas. Se espera que la demanda externa de la zona del euro se recupere de manera más progresiva de lo contemplado en las anteriores proyecciones, frenada por el crecimiento más débil de las importaciones observado el pasado año en algunos de los principales socios comerciales de la zona del euro, como el Reino Unido y los países de Europa Central y Oriental. Esta atonía implica que, este año, la recuperación de la demanda externa de la zona del euro será más paulatina de lo previsto en las proyecciones de diciembre de 2023.

La tendencia de desinflación gradual ha continuado. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general medida por el índice de precios de consumo (IPC) se redujo hasta el 5,7 % en enero, desde el 6 % del mes anterior. La inflación subyacente (que excluye la energía y los alimentos) descendió ligeramente hasta el 6,6 % en enero, desde el 6,7 % de diciembre. El impulso de la inflación general medida por el IPC, medido como una tasa de variación anualizada de tres meses sobre los tres meses anteriores, indica que la tendencia de desinflación a escala global continuará probablemente en 2024, aunque se espera que el ritmo de este proceso sea más lento que el año pasado (gráfico 3). Los últimos datos de los PMI de precios de los insumos y de los de producción, que actúan como indicadores adelantados de la inflación subyacente mundial de los bienes y de los servicios, corroboran esta previsión. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2024, se espera que el proceso de desinflación hacia los objetivos de los bancos centrales avance gradualmente durante el horizonte de proyección en las economías avanzadas, mientras que, en las emergentes, se prevé que la inflación experimente un ligero repunte este año antes de volver a descender. Este patrón refleja el incremento de la inflación previsto para algunas de las mayores economías, como China, Rusia y Turquía. Se espera que el crecimiento de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro pase a ser positivo este año y permanezca en torno a su media a largo plazo estimada durante el resto del horizonte de proyección. Esta previsión de crecimiento se ha revisado ligeramente a la baja para 2024 en comparación con las proyecciones de diciembre

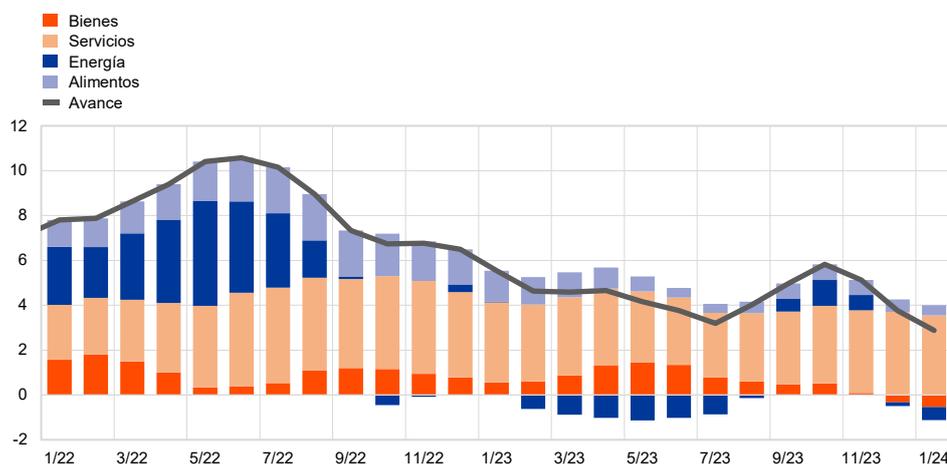
³ Para un análisis exhaustivo de las disrupciones en el mar Rojo y de su incidencia en la economía mundial y en la zona del euro, véase el recuadro 3 de las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2024](#)» publicadas en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2024.

de 2023, en un contexto de menores presiones latentes y de precios de las materias primas energéticas más bajos.

Gráfico 3

Avance de la inflación general medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasa de variación anualizada de tres meses sobre los tres meses anteriores, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: Las contribuciones de los componentes respectivos al avance de la inflación en la OCDE que se presentan en el gráfico se elaboran con un enfoque *bottom-up* utilizando los datos disponibles de cada país, que conjuntamente representan el 84 % del agregado de la OCDE. La inflación de los bienes se calcula como el residuo de la contribución del total de bienes menos la de la energía y la de los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024.

Desde las proyecciones de diciembre de 2023, los precios del crudo prácticamente no han variado, mientras que los precios del gas en Europa han registrado un descenso considerable. Los precios del petróleo se han mantenido relativamente estables, a pesar del aumento del riesgo geopolítico en Oriente Próximo. Los ataques de rebeldes hutíes a buques en el mar Rojo han alterado, en parte, el comercio de petróleo. Sin embargo, el transporte de este combustible a través del estrecho de Ormuz, una vía mucho más importante, prácticamente no se ha visto afectado, lo que ha reducido el impacto económico de estos ataques.

Además, el transporte a través del mar Rojo se ha desviado por el cabo de Buena Esperanza, lo que ha limitado la presión alcista sobre los precios del crudo derivada del aumento de los costes del transporte, que solo constituyen en torno al 1 %-2 % del precio de esta materia prima. Asimismo, los recortes de la oferta anunciados por la OPEP+ a finales de noviembre, que se han aplicado en el primer trimestre de 2024 y recientemente se han ampliado también al segundo, apenas han afectado a los precios del crudo. En general, se prevé que el mercado internacional de petróleo se mantenga equilibrado en el primer trimestre de 2024 y que durante el resto del año haya exceso de oferta, como consecuencia del aumento del suministro de Estados Unidos y del debilitamiento de la demanda de petróleo en las economías avanzadas. Los precios del gas en Europa descendieron de manera acusada, en gran medida debido a la caída de la demanda, que refleja una confluencia de factores, como un invierno con temperaturas suaves, el menor consumo de gas de los hogares y la mayor atonía de la actividad industrial. Los factores de oferta también contribuyeron al descenso de los precios del gas, ya que los niveles de almacenamiento de este combustible continúan siendo elevados.

En Estados Unidos, el crecimiento sigue siendo vigoroso, pero se espera que se modere este año. Indicadores de alta frecuencia, como la confianza de los consumidores y las ventas minoristas, proporcionan señales bastante dispares sobre el gasto en consumo a principios de 2024, tras el fuerte dinamismo observado en el cuarto trimestre de 2023. El aumento de los impagos de préstamos para consumo indica que los balances de los hogares se están viendo sometidos a una presión creciente, y la tasa de ahorro de los hogares se sitúa en un nivel bajo del 4 %. Además, la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal continúa lastrando la actividad económica. Pese a que los mercados de trabajo siguen tensionados en términos históricos, se están enfriando de forma gradual, y el crecimiento de los salarios se ha reducido ligeramente, aunque permanece a un nivel todavía elevado. En enero, la inflación general medida por el IPC registró un leve descenso hasta el 3,1 %, que tuvo su origen en los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente interanual se mantuvo estable en el 3,9 %. Los precios de los servicios básicos repuntaron, principalmente debido a la nueva aceleración de los componentes distintos de la vivienda. Un desglose sectorial de la inflación del gasto en consumo personal pone de manifiesto la transmisión efectiva de la política monetaria de la Reserva Federal durante este ciclo de endurecimiento, ya que la inflación ha descendido más en los sectores sensibles a los tipos de interés que en los que no lo son.

En China, los indicadores recientes de la actividad ofrecen señales dispares en un contexto de ajuste en el mercado inmobiliario residencial. Pese a que el crecimiento de la producción industrial aumentó ligeramente hasta el 6,5 % en tasa interanual en diciembre, las encuestas proporcionan señales dispares para los primeros meses de este año. La debilidad del sector inmobiliario residencial continúa siendo el principal factor adverso para la actividad económica y está lastrando el crecimiento del consumo privado en particular. En 2024, el sector de la vivienda ha seguido ajustándose, ya que las ventas de viviendas nuevas han registrado un pronunciado descenso y las ejecuciones de obra nueva y las ventas de inmuebles permanecen estancadas en cotas muy bajas. Con el trasfondo de esta evolución desfavorable, el mercado de renta variable ha experimentado recientemente una volatilidad elevada, y la confianza de los consumidores se ha estabilizado en un nivel bajo en términos históricos. La tasa interanual de inflación general medida por el IPC cayó hasta el -0,8 % en enero, desde el -0,3 % del mes anterior, principalmente como consecuencia de las nuevas caídas de los precios de los alimentos. La inflación subyacente interanual medida por el IPC (excluidos la energía y los alimentos) se mantuvo en terreno positivo, en un 0,4 %. Esta reducida tasa de inflación subyacente obedece a una demanda de consumo muy reducida.

En Japón, el PIB real registró un descenso inesperado en el último trimestre de 2023. La actividad económica volvió a caer en el cuarto trimestre un 0,1 % tras experimentar una contracción en el tercer trimestre que, según los datos revisados a la baja, fue del 0,8 %. Este dato refleja una debilidad relativamente generalizada de la demanda interna. Es probable que el crecimiento haya vuelto a ser positivo a principios de 2024, respaldado por la mejora de los indicadores de opinión, en especial en el sector servicios, y por un aumento de la confianza de los consumidores. La inflación general interanual se situó en el 2,2 % en enero de 2024,

por encima de las expectativas de los mercados, pero por debajo de los niveles observados hacia finales del año pasado. La desaceleración de la inflación general refleja, en su mayor parte, la ralentización de la inflación de los alimentos y la caída de los precios de la energía. La inflación subyacente medida por el IPC también se redujo hasta el 2,6 % en enero, desde el 2,8 % de diciembre.

En el Reino Unido, la actividad económica volvió a descender en el cuarto trimestre. El crecimiento del PIB real sorprendió a la baja en ese trimestre y se situó en el -0,3 %, frente al -0,1 % del tercer trimestre. Esta contracción se debió a una caída de la demanda exterior neta, que reflejó un fuerte retroceso de las exportaciones de servicios. El consumo privado y el gasto público también mostraron un comportamiento peor, en el caso del segundo debido a las huelgas recurrentes en el sector público. El PMI compuesto, las ventas minoristas y los indicadores de confianza continuaron subiendo en enero de 2024, lo que apunta a una recuperación del impulso del crecimiento en el Reino Unido, dado que los menores costes de financiación, el aumento de la renta real disponible y la capacidad de resistencia del mercado de trabajo sostienen la demanda interna. El mercado laboral se está enfriando gradualmente, pero continúa tensionado en términos históricos. Las vacantes se redujeron, pero el grado de tensionamiento del mercado, medido en vacantes por trabajador desempleado, permanece por encima de las medias históricas. Los datos más recientes sobre los ingresos privados sugieren que el crecimiento de los salarios nominales se desaceleró hasta el 6,2 % en el período de tres meses hasta diciembre, desde el 6,6 % del período de tres meses hasta noviembre, y se espera que continúe ralentizándose. En enero, las tasas de inflación general y subyacente medidas por el IPC se mantuvieron estables en el 4 % y el 5,1 %, respectivamente. Durante los próximos meses, se espera que la inflación general descienda y se aproxime al objetivo del 2 % del Banco de Inglaterra, pero solo de manera transitoria debido a los efectos de base de los anteriores incrementos de las facturas reguladas de la energía.

2 Actividad económica

El producto de la zona del euro permaneció estancado al final de 2023, afectado por la debilidad del comercio internacional, la reducción de las existencias y la transmisión del endurecimiento de la política monetaria del BCE. Se espera que la actividad siga siendo débil a corto plazo y que se recupere gradualmente más avanzado el año, como consecuencia de la caída de la inflación, el sólido crecimiento de los salarios y el fortalecimiento de la demanda externa. Los datos procedentes de encuestas continúan apuntando a un crecimiento escaso o nulo en el corto plazo, pero los indicadores de opinión más prospectivos muestran algunas señales de mejora. El consumo privado aún es débil, dado que los consumidores siguen siendo sensibles a los precios y están posponiendo el gasto en grandes compras, pero debería mejorar conforme se recupere la renta real disponible. La fuerte disminución de las carteras de pedidos pendientes y una política monetaria restrictiva están lastrando las perspectivas de inversión empresarial a corto plazo, aunque el aumento de la confianza de los inversores sugiere que podrían darse las condiciones necesarias para una recuperación más adelante en el año. En cambio, es probable que la debilidad de la inversión residencial persista. Aunque la demanda de trabajo continúa ralentizándose, el empleo volvió a crecer en el cuarto trimestre de 2023, en consonancia con el incremento de la población activa. A medio plazo, la recuperación también se verá respaldada por la desaparición gradual de los efectos del endurecimiento de la política monetaria.

Estas perspectivas se reflejan en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en el 0,6 % en 2024 y que aumente hasta el 1,5 % en 2025 y el 1,6 % en 2026. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2024, mientras que se han mantenido prácticamente sin variación para 2025 y 2026.

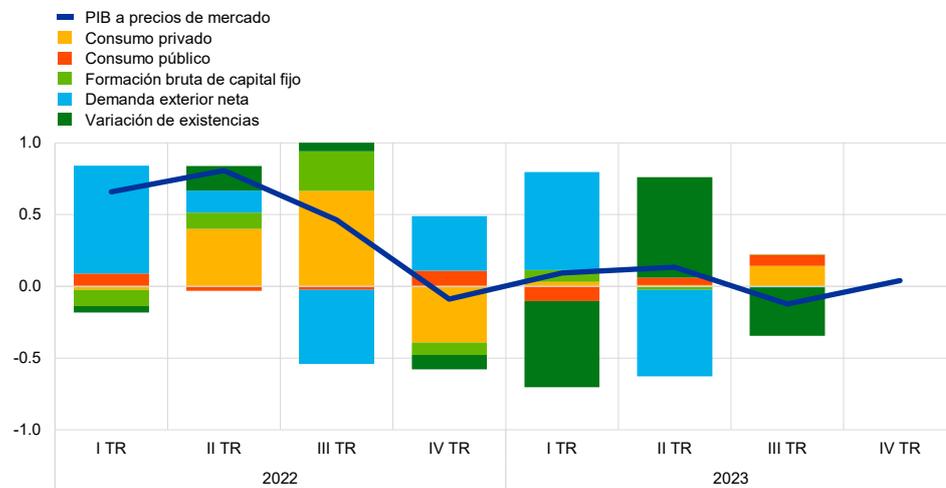
El producto de la zona del euro permaneció estancado al final de 2023. Según la estimación de avance de Eurostat, el PIB real registró un crecimiento intertrimestral nulo en el cuarto trimestre de 2023, debido al impacto creciente de la debilidad del comercio mundial y la intensa transmisión de la política monetaria (gráfico 4). Esto implica que el producto se ha mantenido prácticamente estable desde el tercer trimestre de 2022¹.

¹ La desagregación del PIB por el lado del gasto correspondiente al cuarto trimestre de 2023 se publicó con posterioridad a la fecha de cierre de los datos incluidos en este Boletín Económico.

Gráfico 4

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 para el PIB y al tercer trimestre de 2023 para los demás componentes.

Se espera que la actividad continúe siendo débil en el primer trimestre de

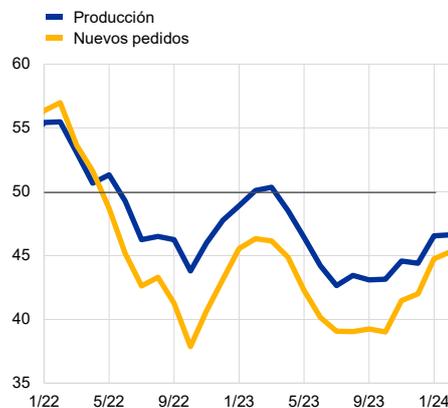
2024. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad se situó, en promedio, en 48,6 en enero y febrero, frente a un valor de 47,2 en el cuarto trimestre de 2023. Aunque se ha recuperado claramente con respecto al mínimo más reciente de 46,5 registrado en octubre de 2023, este índice aún permanece por debajo del umbral de expansión de 50. Por sectores, el PMI de producción de las manufacturas se mantuvo en terreno contractivo en febrero, pese a aumentar de manera sostenida desde el verano del pasado año (panel a del gráfico 5). El índice de nuevos pedidos ha experimentado una mejora algo mayor, posiblemente relacionada con la disminución de los pedidos pendientes. La actividad de los servicios había mostrado una dinámica más estable en un nivel más elevado, pero todavía contenido, en los últimos meses, y después repuntó en febrero, lo que sugiere que el descenso iniciado el año pasado se ha detenido (panel b del gráfico 5).

Gráfico 5

PMI de distintos sectores de la economía

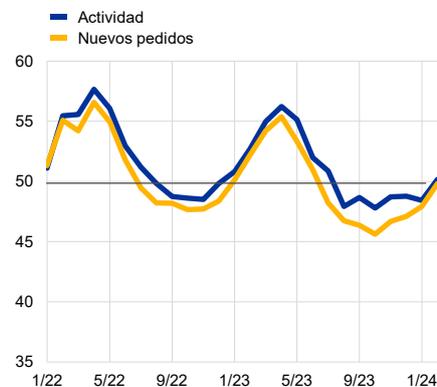
a) Manufacturas

(Índices de difusión)



b) Servicios

(Índices de difusión)



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024.

En general, el mercado de trabajo siguió mostrando capacidad de resistencia frente al debilitamiento de la actividad económica en el cuarto trimestre de 2023.

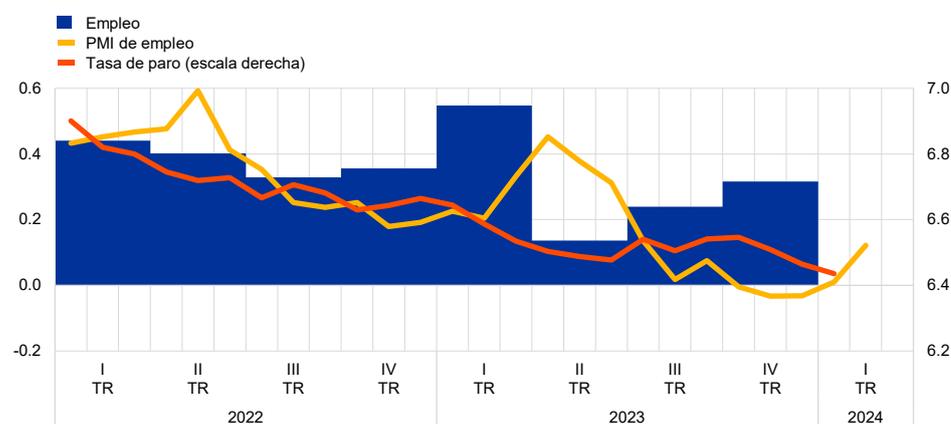
El empleo aumentó un 0,3 % en el cuarto trimestre (panel a del gráfico 6), impulsado principalmente por el crecimiento continuado de la población activa, que también creció un 0,3 % en el citado trimestre. En cambio, los datos preliminares sugieren que las horas medias trabajadas disminuyeron en ese período, lo que indica la persistente situación de infrautilización del factor trabajo (la parte del factor trabajo que una empresa no utiliza plenamente durante su proceso productivo). La tasa de paro se redujo ligeramente hasta situarse en el 6,4 % en enero, desde el 6,5 % observado en diciembre, registrando su nivel más bajo desde la introducción del euro. La demanda de trabajo se debilitó, pero continuó en niveles elevados, y la tasa de vacantes de empleo descendió hasta el 2,7 % en el cuarto trimestre de 2023, 0,2 puntos porcentuales por debajo de la observada en el trimestre anterior.

Gráfico 6

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

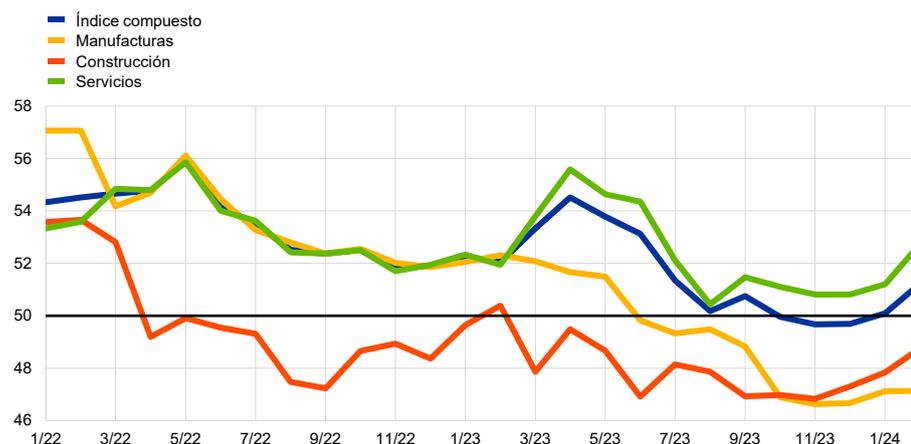
a) Empleo, PMI de empleo y tasa de paro

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



b) PMI sectoriales de empleo

(índices de difusión)



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

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

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo sugieren que el empleo ha seguido creciendo en el primer trimestre de 2024. El PMI mensual compuesto de empleo aumentó desde 50,1 en enero hasta un valor de 51,2 en febrero, lo que apunta a un nuevo avance del empleo. Este indicador descendió considerablemente desde su máximo de abril de 2023, pero ha vuelto a subir en los dos últimos meses, impulsado por el sector servicios (panel b del gráfico 6). El PMI de servicios aumentó desde 51,2 en enero hasta 52,7 en febrero. En cambio, el PMI de manufacturas permaneció en terreno contractivo.

Es probable que el consumo privado se estancara en el cuarto trimestre de 2023, y los últimos datos apuntan a que las perspectivas seguirán siendo débiles a corto plazo. La agregación de los datos nacionales disponibles sobre consumo privado apunta a un estancamiento en el cuarto trimestre del pasado año,

dado que el consumo de servicios probablemente registró un ligero aumento, que se habría visto compensado por una contracción del gasto en bienes². Esto se refleja en la persistente debilidad de los volúmenes de ventas minoristas y de automóviles, que se mantuvieron en niveles reducidos al final del año y se situaron por debajo de la media del cuarto trimestre en enero. Además, los datos de las encuestas más recientes siguen señalando una falta general de dinamismo del gasto en bienes a principios de año. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea repuntó ligeramente en febrero, pero permanece algo por debajo de su media de largo plazo. Al mismo tiempo, los indicadores de la Comisión de las expectativas empresariales sobre el comercio minorista se mantuvieron en niveles bajos en los dos primeros meses de 2024 y las relativas a las ventas de vehículos de motor se deterioraron con respecto al cuarto trimestre de 2023. Las expectativas empresariales relativas a los servicios intensivos en contacto disminuyeron en enero, pero repuntaron en febrero y permanecieron en terreno expansivo (gráfico 7). La encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de enero también indica que la demanda esperada de reservas de vacaciones mantiene su fortaleza. En general, la actual divergencia entre el consumo de bienes y servicios se ve respaldada por el análisis de la encuesta CES, que indica que los hogares han ajustado principalmente su consumo de bienes para hacer frente a las presiones inflacionistas en los últimos años, mientras que el gasto en ocio y turismo y viajes ha seguido aumentando, lo que sugiere un cambio en las preferencias³.

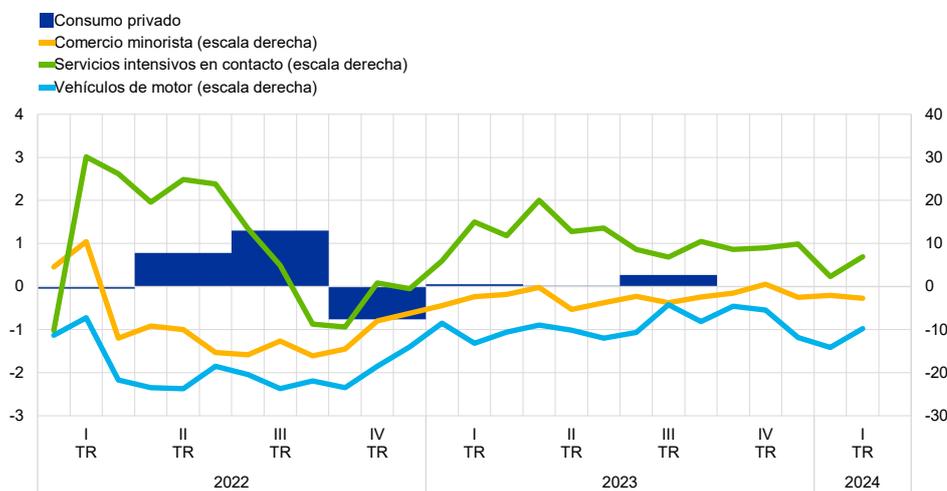
² La cobertura por países de la desagregación del PIB por el lado del gasto se sitúa en torno al 89 %.

³ Véase el recuadro titulado «[¿Cómo han ajustado los hogares su comportamiento de gasto y de ahorro para hacer frente a la elevada inflación?](#)» en este Boletín Económico.

Gráfico 7

Consumo privado y expectativas empresariales sobre el comercio minorista, los servicios y los vehículos de motor

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Las expectativas empresariales sobre el comercio minorista (excluidos los vehículos de motor), la demanda esperada de servicios intensivos en contacto y las ventas previstas de vehículos de motor para los tres meses siguientes se refieren a saldos netos; «servicios intensivos en contacto» alude a servicios de alojamiento, turismo y restauración. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 para el consumo privado y a febrero de 2024 para las expectativas empresariales sobre el comercio minorista, los servicios intensivos en contacto y los vehículos de motor.

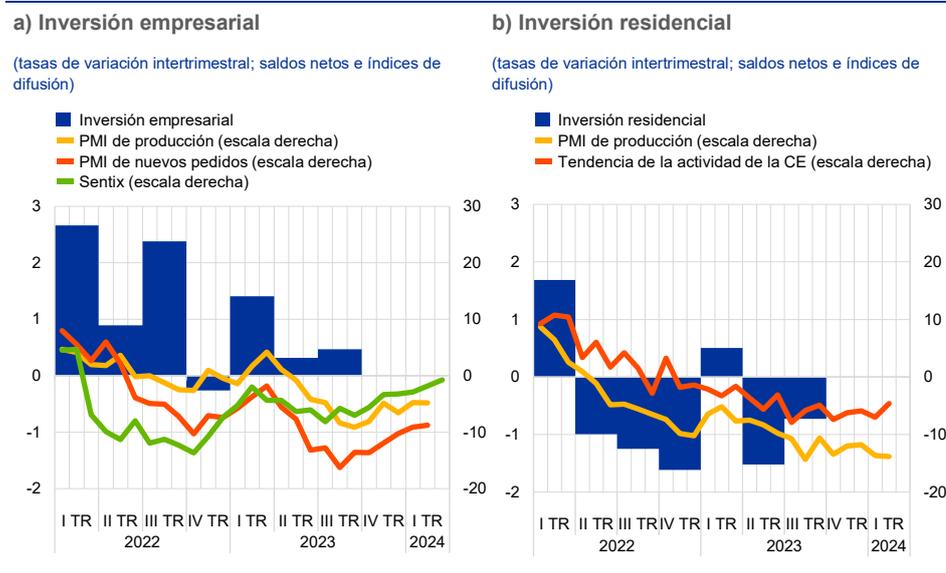
La inversión empresarial habría experimentado una contracción acusada en el cuarto trimestre de 2023 y se espera que siga siendo débil a corto plazo. La agregación de los datos nacionales disponibles para la inversión sin construcción (excluidos los activos intangibles en Irlanda) apunta a un descenso intertrimestral del 1,6 % en el cuarto trimestre de 2023, mientras que la producción industrial del sector de bienes de equipo de la zona del euro (excluida Irlanda), que suministra bienes de inversión a las empresas de la zona del euro y de otros países, siguió disminuyendo⁴. En un contexto de fuerte disminución de la cartera de pedidos pendientes, que había respaldado la inversión empresarial en los últimos trimestres, la acusada caída observada en el cuarto trimestre probablemente se debió a la debilidad de la actividad en un entorno de intensa transmisión de la política monetaria. En cuanto a las expectativas a corto plazo, según el PMI del sector de bienes de equipo, el ritmo de reducción del producto y los nuevos pedidos se ralentizó en el cuarto trimestre del año (panel a del gráfico 8). Con todo, datos más prospectivos sobre la economía en general, como los que refleja el subíndice Sentix de confianza del inversor para los próximos seis meses, han venido señalando una recuperación desde septiembre de 2023, habiendo aumentado el índice hasta alcanzar una media trimestral que no se observaba desde principios de 2022. Además, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2024 indicaba que se esperaba que la demanda de préstamos a más largo plazo (que suelen destinarse a la inversión en capital fijo) repuntara y se adentrara en terreno positivo en el primer trimestre de 2024. Más adelante, también se espera que los desembolsos aplazados de los fondos del programa *Next Generation EU*

⁴ Los datos publicados tras la fecha límite de recepción de los datos para este Boletín Económico confirman en líneas generales esta tendencia.

contribuyan asimismo a atraer inversión empresarial relacionada con las transiciones ecológica y digital.

Gráfico 8

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas



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

Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Las líneas se refieren a las respuestas del sector de bienes de equipo, salvo en el caso del subíndice Sentix a seis meses vista, que refleja la confianza de los inversores en general para el siguiente período (series divididas por tres para reescalar). Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 para la inversión empresarial, a marzo de 2024 para el índice Sentix y a febrero de 2024 para el resto de conceptos. En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la valoración del sector de construcción de edificios de dicha tendencia con respecto a los tres meses precedentes. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 para la inversión residencial y a febrero de 2024 para los demás conceptos.

Es probable que la inversión residencial haya descendido ligeramente en el cuarto trimestre de 2023, y debería seguir disminuyendo a corto plazo. El

agregado de los datos disponibles de las cuentas nacionales muestra que la inversión en vivienda en la zona del euro cayó un 0,4 en el cuarto trimestre de 2023 con respecto al tercer trimestre, mientras que la construcción de edificios en la zona del euro —un indicador adelantado de la inversión residencial— se redujo un 0,5 %. Los indicadores coyunturales apuntan a un nuevo descenso de la inversión en vivienda en el primer trimestre de 2024, dado que tanto el PMI de producción de viviendas como el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios habrían permanecido en terreno contractivo al empezar el año (panel b del gráfico 8). En general, la tendencia continuada a la baja de la inversión residencial refleja la subida significativa de los tipos de interés hipotecarios como consecuencia del endurecimiento de la política monetaria y su impacto negativo en la accesibilidad a la vivienda. Es probable que el nivel persistentemente elevado de los tipos de interés haga que la accesibilidad a la vivienda siga siendo reducida y continúe afectando al dinamismo de la inversión residencial.

El crecimiento de las exportaciones de la zona del euro se mantuvo falto de dinamismo en torno al cambio de año. Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro disminuyeron, en términos intertrimestrales, en diciembre, ya que la debilidad de la demanda mundial siguió lastrando las

exportaciones. En particular, la fragilidad de la economía china se reflejó en el reducido nivel de exportaciones al país asiático, mientras que se observaron señales de recuperación de las exportaciones destinadas a Estados Unidos. Al mismo tiempo, problemas de competitividad-precio frenaron la actividad exportadora, debido al nivel elevado, aunque cada vez menor, de los precios energéticos y a la anterior apreciación del euro. Asimismo, las importaciones de la zona del euro siguieron faltas de dinamismo en diciembre como consecuencia de la atonía de la actividad en la zona. Como las importaciones continuaron descendiendo a un mayor ritmo que las exportaciones, la demanda exterior neta siguió contribuyendo positivamente al PIB en el cuarto trimestre. De cara al futuro, las exportaciones deberían empezar a recuperarse a medida que la demanda mundial repunte y las presiones externas relacionadas con la competitividad-precio disminuyan. Sin embargo, a corto plazo, los indicadores de opinión apuntan a que la actividad exportadora de la zona del euro continuará siendo débil, dado que los nuevos pedidos exteriores tanto de bienes manufacturados como de servicios permanecen en terreno contractivo.

Se espera que el crecimiento de la zona del euro inicie una recuperación cíclica a lo largo de este año. Si no se producen nuevas perturbaciones, esta recuperación se producirá inicialmente por el apoyo del aumento de la renta real disponible al consumo privado, en un contexto de descenso de la inflación y de sólido crecimiento de los salarios. A medio plazo, la recuperación también se verá respaldada por la inversión, en parte debido a la desaparición gradual de los efectos del endurecimiento de la política monetaria del BCE.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024 prevén un crecimiento anual del PIB real del 0,6 % en 2024, que aumentará hasta el 1,5 % en 2025 y el 1,6 % en 2026. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2024, mientras que se han mantenido prácticamente sin variación para 2025 y 2026⁵.

⁵ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2024](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2024.

3 Precios y costes

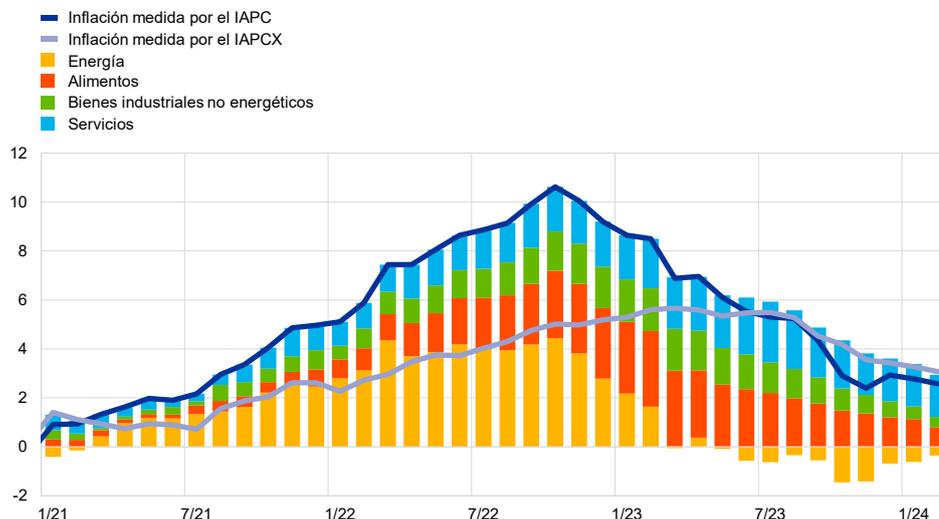
La inflación general de la zona del euro se redujo hasta situarse en el 2,6 % en febrero de 2024, desde el 2,8 % registrado en enero. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente siguieron disminuyendo en enero y la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, también descendió en febrero. No obstante, las presiones inflacionistas internas continúan siendo intensas, debido en parte al fuerte crecimiento de los salarios y al descenso de la productividad del trabajo. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron, en general, estables en febrero y la mayoría se situaron en torno al 2 %. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024, la inflación general disminuirá gradualmente y se situará, en promedio, en el 2,3 % en 2024, el 2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación general, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se redujo hasta el 2,6 % en febrero, desde el 2,8 % registrado en enero (gráfico 9). Este descenso se produjo como resultado de la caída de las tasas de inflación que se observó en todos los componentes principales menos en la energía, cuya tasa pasó a ser menos negativa en febrero (-3,7 %, frente al -6,1 % de enero). La inflación de los alimentos continuó disminuyendo y pasó del 5,6 % en enero al 4 % en febrero. Esta disminución reflejó la reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos tanto elaborados como no elaborados, que fue particularmente pronunciada en los últimos debido a un efecto de base negativo derivado de la evolución observada en 2023. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), volvió a caer hasta situarse en el 3,1 % en febrero, desde el 3,3 % de enero, como consecuencia del descenso de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos (1,6 % en febrero, frente al 2 % de enero) y de los servicios (3,9 % en febrero, frente al 4 % de enero). Las tasas de crecimiento cada vez más bajas de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos reflejan la disminución continuada de las presiones latentes sobre los precios, mientras que la mayor persistencia de la inflación de los servicios está relacionada, entre otros factores, con la mayor influencia de los costes laborales en algunos de sus componentes.

Gráfico 9

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

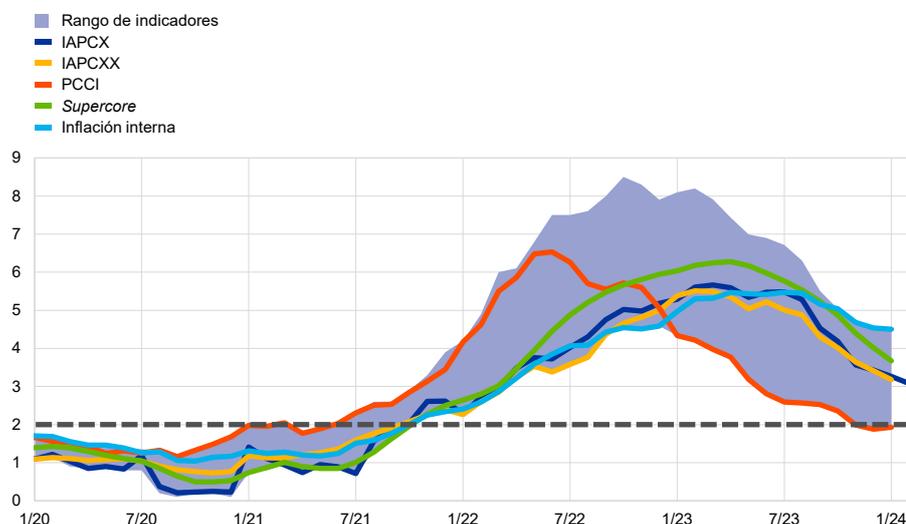
Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024 (estimación de avance).

Según los últimos datos disponibles, la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han continuado descendiendo, debido a la desaparición gradual de los efectos de las perturbaciones anteriores relacionadas con los costes de la energía y con las disrupciones en las cadenas de suministro, así como al debilitamiento de la demanda en un contexto de endurecimiento de la política monetaria (gráfico 10). Los valores de los indicadores oscilaron entre el 1,9 % y el 4,5 % en enero; el PCCI (componente persistente y común de la inflación) se situó en la parte inferior del rango, y el indicador de la inflación interna en la parte superior. La inflación medida por el IAPCXX (que se refiere a la inflación medida por el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir y calzado) se redujo hasta el 3,2 % en enero, desde el 3,4 % observado en diciembre. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC que son sensibles al ciclo económico, disminuyó desde el 4 % en diciembre hasta el 3,7 % en enero, mientras que el indicador PCCI basado en modelos se mantuvo sin variación en el 1,9 % en el mismo período. El indicador de la inflación interna (que excluye los componentes con un alto contenido importador) ha sido el que ha registrado el nivel más elevado y más persistente, ya que se situó en el 4,5 % en diciembre de 2023 y en enero de 2024, lo que refleja la importancia relativa de las presiones salariales.

Gráfico 10

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 IAPCXX; el IAPCXX; la inflación interna; las medias recortadas al 10 % y al 30 %; el PCCI; el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), y una mediana ponderada. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024 (estimación de avance) para el IAPCXX y a enero de 2024 para los demás indicadores.

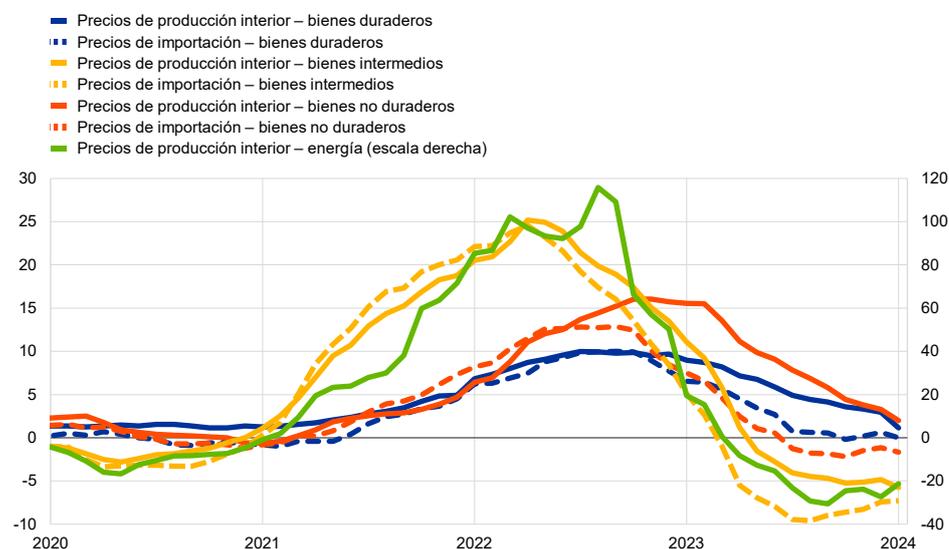
Las presiones latentes continuaron disminuyendo conforme los efectos acumulados de las perturbaciones anteriores siguieron disipándose (gráfico 11).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de la energía, que lleva siendo negativa desde marzo de 2023, aumentó hasta el -21,3 % en enero, desde el -27,3 % de diciembre. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores también siguió siendo negativa (-5,8 % en enero, frente al -4,8 % de diciembre). Lo mismo ha sucedido con la tasa correspondiente a los precios de importación de estos bienes (-7,3 % en enero, frente al -7,4 % en diciembre). Mientras tanto, en las fases posteriores del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción interior de los bienes de consumo duradero cayó hasta el 1,1 % en enero, desde el 2,9 % de diciembre, y la tasa de crecimiento interanual correspondiente a los precios de importación fue de cero en enero, frente al 0,6 % registrado en diciembre. Esta evolución confirma que las presiones latentes acumuladas sobre los precios continúan moderándose gradualmente. También se observó una disminución adicional de la tasa de variación de los precios de producción de los bienes de consumo no duradero, que siguió reduciéndose en enero hasta situarse en el 2 %, su nivel más bajo desde mayo de 2021. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de estos bienes se mantuvo en niveles negativos (-1,7 % en enero, frente al -1,2 % de diciembre). Los bienes de consumo no duradero incluyen productos alimenticios, que inicialmente registraron un retroceso en sus tasas de variación interanual de los precios de producción más rápido que los bienes no alimenticios. Sin embargo, más recientemente se ha observado una convergencia hacia los bienes no alimenticios en lo que respecta al ritmo de descenso.

Gráfico 11

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024.

Los últimos datos disponibles cuando se llevó a cabo el análisis sugieren que las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, han comenzado a remitir. La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se redujo hasta el 5,9 % en el tercer trimestre de 2023, desde el 6,1 % observado en el trimestre precedente, debido a la menor contribución de los beneficios unitarios (gráfico 12). Por tanto, los datos más recientes corroboraron el efecto amortiguador esperado frente a la intensificación de las presiones derivadas de los costes laborales. El ligero incremento de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios en el tercer trimestre refleja una tasa de avance de la productividad del trabajo más negativa, lo que oculta el hecho de que el crecimiento salarial, medido por la remuneración por asalariado o la remuneración por hora, había disminuido. La información disponible sobre un elevado número de países señalaba que en el cuarto trimestre de 2023 el crecimiento de los salarios había seguido ralentizándose en la zona del euro y el de los costes laborales unitarios se había moderado en cierta medida¹. El ritmo de avance de los salarios negociados se redujo hasta situarse en el 4,5 % en el cuarto trimestre de 2023, desde el 4,7 % del trimestre anterior, lo que confirma la relajación de las presiones salariales en la última parte del año. Los datos sobre los últimos acuerdos salariales apuntan a una

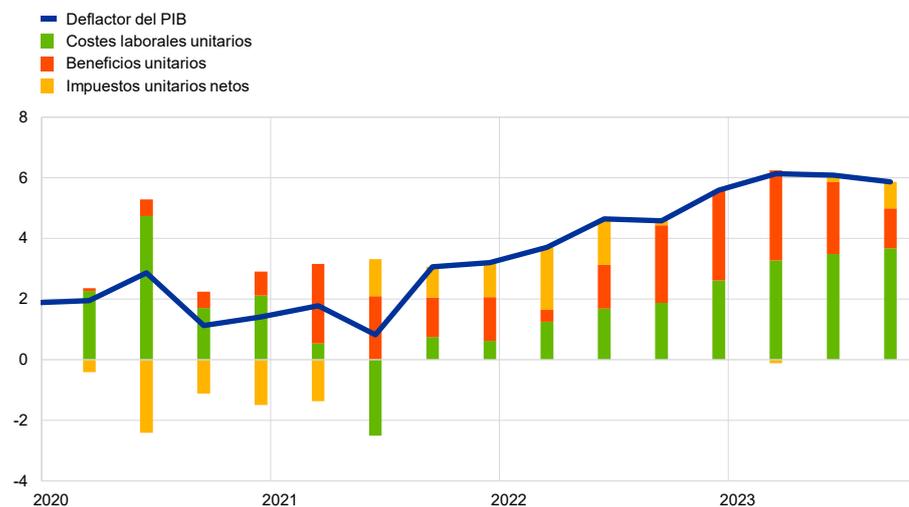
¹ La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 6 de marzo de 2024. Según los datos de las cuentas nacionales publicados el 8 de marzo de 2024, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue más baja en el cuarto trimestre de 2023 que en el tercer trimestre (4,6 %, frente al 5,1 %) al igual que la correspondiente a los costes laborales unitarios (5,8 %, frente al 6,5 %). La tasa de avance interanual del deflactor del PIB se redujo desde el 5,9 % en el tercer trimestre hasta el 5,3 % en el cuarto trimestre de 2023, y también incluyó un descenso del crecimiento de los beneficios unitarios (del 4,7 % al 2,8 %).

disminución gradual de dichas presiones, aunque permanecerán en niveles relativamente elevados en los próximos meses².

Gráfico 12

Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023. La remuneración por asalariado contribuye de forma positiva a las variaciones observadas en los costes laborales unitarios, mientras que la contribución de la productividad del trabajo es negativa.

Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo y los indicadores de mercado de la compensación por inflación también se mantuvieron, en general, sin variación y la mayoría se situó en torno al 2 % (gráfico 13). Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre de 2024 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) de marzo de 2024, la media de las expectativas a largo plazo (para 2028) se situó en el 2 %. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (basados en el IAPC, excluido el tabaco) en el tramo más largo de la curva se mantuvieron estables, y el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se situó alrededor del 2,3 %, lo que representa un descenso con respecto al máximo de varios años alcanzado a principios de agosto de 2023. No obstante, cabe señalar que estos indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en los mercados, dado que contienen primas de riesgo de inflación. Las estimaciones basadas en modelos de las expectativas genuinas de inflación, excluidas las primas de riesgo de inflación, indican que los participantes en los mercados esperan que la inflación se sitúe en torno al 2 % a largo plazo. Los indicadores de mercado de los datos de inflación a corto plazo de la zona del euro sugieren que los inversores esperan que la inflación continúe cayendo en 2024 y se sitúe, en promedio, en el 2 % en la segunda mitad del año. El tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año apenas varió durante el período analizado y se situó en el 2,1 %. Por el lado del consumo, en la encuesta

² Véase Górnicka y Koester (editores), «*A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area*», *Occasional Paper Series*, n.º 338, BCE, febrero de 2024.

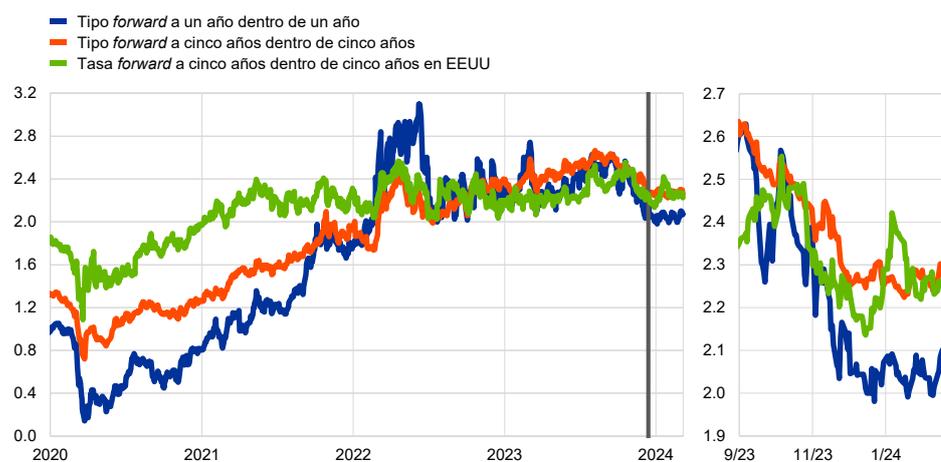
del BCE sobre las expectativas de los consumidores de enero de 2024 se señaló que la tasa de inflación mediana esperada en los doce meses siguientes era del 3,3 %, frente al 3,2 % registrado en diciembre, mientras que la tasa esperada a tres años vista se ha mantenido en el 2,5 %.

Gráfico 13

Indicadores de mercado de la compensación por inflación y expectativas de inflación de los consumidores

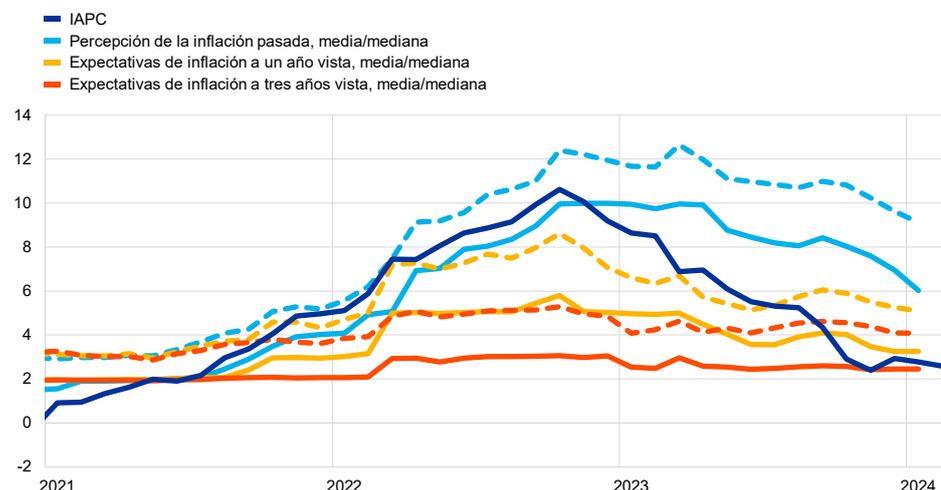
a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, CES y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra los tipos *forward* de los ILS a diferentes horizontes para la zona del euro y la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años para Estados Unidos (EEUU). La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de diciembre de 2023). En el panel b, las líneas discontinuas representan la media y las líneas continuas, la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2024 para los tipos *forward*, a febrero de 2024 (estimación de avance) para el IAPC y a enero de 2024 para los demás indicadores.

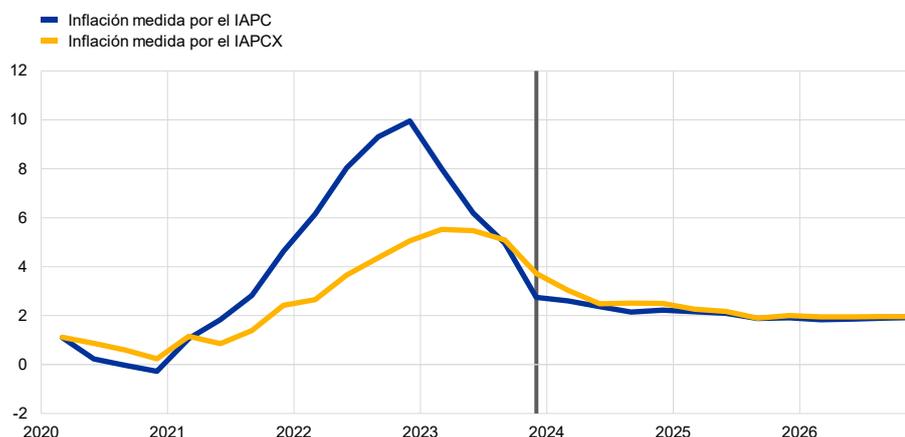
Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2024, la inflación general seguirá moderándose, desde el

2,3 % en 2024, hasta el 2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026 (gráfico 14)³. Esta moderación refleja la continua relajación de las presiones latentes, así como el impacto del endurecimiento de la política monetaria. Se espera que el crecimiento salarial continúe siendo considerable, impulsado por la alta inflación y por el tensionamiento de los mercados de trabajo. Sin embargo, se prevé que el crecimiento de los salarios nominales descienda gradualmente, pero que se mantenga elevado, lo que permitiría que, para 2025, los salarios reales converjan a los niveles anteriores al repunte de la inflación. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2023, las proyecciones de la inflación general se han revisado a la baja para 2024 y para 2025, en 0,4 y en 0,1 puntos porcentuales, respectivamente, debido principalmente a los efectos directos e indirectos de unos supuestos de precios más bajos de las materias primas energéticas y de la reducción de las presiones de los costes laborales. Las proyecciones de la inflación general para 2026 no se han revisado. Se prevé que la inflación medida por el IAPCX siga disminuyendo en los próximos años y que se sitúe, en promedio, en el 2,6 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 2 % en 2026. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2023, la inflación medida por el IAPCX se ha revisado a la baja para todo el horizonte de proyección. Concretamente, se ha corregido a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2024, 0,2 puntos porcentuales para 2025 y 0,1 puntos porcentuales para 2026.

Gráfico 14

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2024](#).
 Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 (datos) y al cuarto trimestre de 2026 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024 se finalizaron el 21 de febrero y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 9 de febrero de 2024. Los datos históricos y los datos observados de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

³ Véase [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2024](#) para información más detallada.

Evolución de los mercados financieros

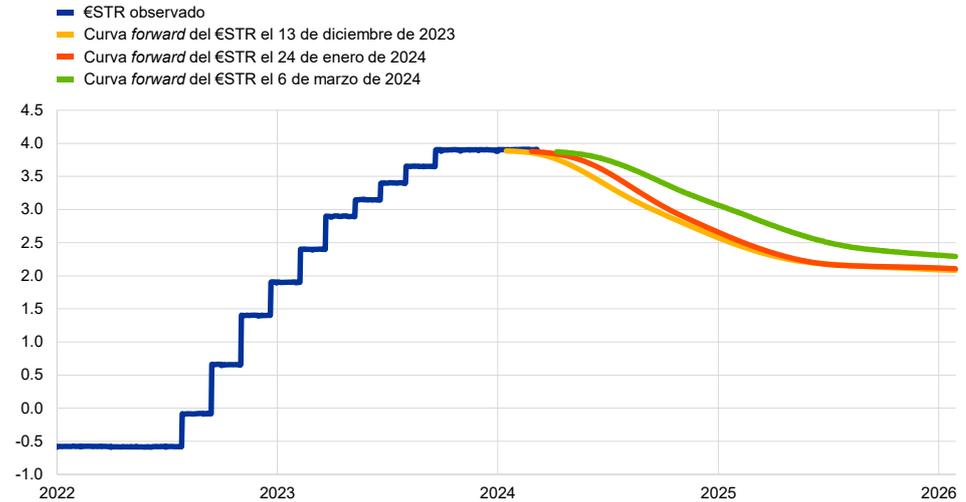
Durante el período de referencia comprendido entre el 14 de diciembre de 2023 y el 6 de marzo de 2024, los mercados financieros de la zona del euro siguieron poniendo el foco en el momento y la magnitud de las futuras reducciones de los tipos de interés de política monetaria. Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo se desplazaron al alza, ya que los participantes en los mercados revisaron sus expectativas hacia recortes de tipos oficiales del BCE más tardíos y menos numerosos en 2024. Concretamente, al final del período analizado, la curva forward del tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) descontaba casi completamente una rebaja inicial de los tipos de 25 puntos básicos en el segundo trimestre de 2024 y disminuciones acumuladas de 100 puntos básicos a lo largo de 2024. Los tipos libres de riesgo a más largo plazo se desplazaron inicialmente a la baja tras la reunión de diciembre, pero después revirtieron el movimiento, lo que también estuvo en consonancia con una mayor revisión de la curva en Estados Unidos debido a que los datos de crecimiento y de inflación publicados en el país norteamericano sorprendieron al alza. Los rendimientos de la deuda soberana se movieron prácticamente a la par que los tipos libres de riesgo, dado que la dispersión de los diferenciales soberanos con respecto al tipo OIS (overnight index swap) se redujo y el incremento del volumen de emisiones de bonos fue absorbido por los inversores. Los precios de las acciones de la zona del euro registraron una ligera subida, pero su comportamiento fue peor que el de sus equivalentes en Estados Unidos, al verse lastrados por las nuevas revisiones a la baja de las expectativas de beneficios en la zona. Por último, en los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció levemente, pero se depreció un poco frente al dólar estadounidense.

La curva *forward* del OIS se ha desplazado al alza desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, debido a que los participantes en los mercados revisaron el momento esperado del primer recorte de tipos a más adelante en el segundo trimestre de 2024 (gráfico 15). El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) permaneció estable en el 3,9 % durante el período de referencia al no haber variado el tipo de interés de la facilidad de depósito, que el Consejo de Gobierno mantuvo en el 4 % desde la reunión de política monetaria de septiembre de 2023. El exceso de liquidez disminuyó alrededor de 83 mm de euros, hasta una cifra de 3.500 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) y de la reducción del tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP), dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo de esta cartera. Los tipos *forward* del OIS basados en el €STR que abarcan las próximas reuniones del Consejo de Gobierno han aumentado desde la reunión de diciembre. Esta evolución indica que los participantes en los mercados esperan que la primera rebaja de tipos de interés oficiales se produzca algo más tarde de lo anticipado con anterioridad y que habrá menos recortes de tipos antes del final del año de lo que se esperaba previamente. En concreto, al término del período analizado, la curva *forward* descontaba casi completamente un recorte inicial de

tipos de 25 puntos básicos en el segundo trimestre de 2024 y disminuciones acumuladas de 100 puntos básicos a lo largo de 2024.

Gráfico 15 Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

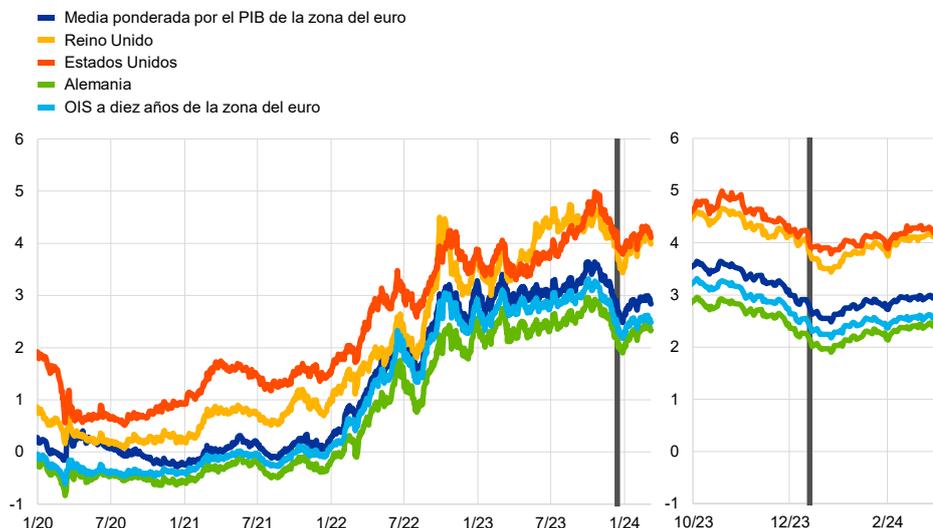
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro aumentaron, en consonancia con una revisión de la curva de tipos de interés en Estados Unidos incluso más acusada, ya que la economía estadounidense mantuvo su fortaleza (gráfico 16). Al comienzo del período de referencia, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo disminuyeron sustancialmente: a finales de diciembre, el tipo OIS a diez años de la zona del euro se situó unos 20 puntos básicos por debajo del nivel registrado al comienzo del período analizado. Posteriormente, el movimiento de los tipos de riesgo a largo plazo de la zona del euro se revirtió con creces, en consonancia, en líneas generales, con las mayores variaciones de los rendimientos de la deuda pública estadounidense, debido en parte a la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo esperado en Estados Unidos y a una revisión de las expectativas de política monetaria a ambos lados del Atlántico. Al final del período de referencia, el tipo OIS a diez años de la zona del euro se situó en torno al 2,5 %, unos 10 puntos básicos por encima de su nivel inicial. El rendimiento de la deuda estadounidense a diez años se elevó unos 19 puntos básicos y alcanzó el 4,1 %, mientras que el equivalente del Reino Unido se incrementó alrededor de 21 puntos básicos, hasta situarse en el 4 %.

Gráfico 16

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

(porcentajes)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

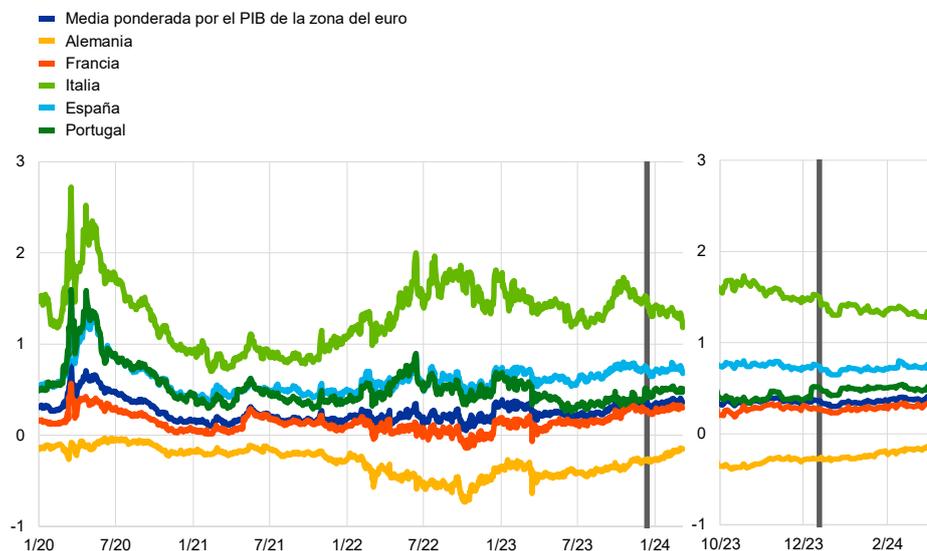
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de diciembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2024.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se movieron prácticamente a la par que los tipos libres de riesgo, por lo que los diferenciales soberanos apenas variaron (gráfico 17). Al final del período analizado, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB aumentó unos 11 puntos básicos y se situó en torno al 2,8 %, por lo que su diferencial con respecto al tipo OIS basado en el €STR solo registró un leve incremento. Los diferenciales soberanos en los distintos países se estrecharon, dado que los diferenciales de algunos de los bonos soberanos con rentabilidad más alta disminuyeron y el rendimiento de la deuda soberana alemana redujo su diferencia negativa con respecto al OIS. El período de referencia se caracterizó por la capacidad de resistencia del mercado de deuda soberana, habiendo sido absorbidos los mayores volúmenes de emisiones de bonos por los inversores privados.

Gráfico 17

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de diciembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2024.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada de alta rentabilidad se redujeron significativamente en un contexto de percepción favorable del riesgo.

Durante el período analizado, los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad disminuyeron de forma considerable, en torno a unos 37 puntos básicos, especialmente después del cambio de año. El descenso fue más acusado para el sector financiero que para las sociedades no financieras. En cambio, los diferenciales de los bonos corporativos en el segmento de grado de inversión solo registraron fluctuaciones moderadas y se mantuvieron, en general, sin variación. Desde una perspectiva de más largo plazo, los niveles actuales de los diferenciales de los valores de renta fija privada siguen siendo bajos en términos históricos, sobre todo en el caso de los bonos de alta rentabilidad, y se sitúan unos 50 puntos básicos por debajo de los observados en diciembre de 2021, después de haber aumentado hasta colocarse alrededor de 250 puntos básicos por encima de esos niveles a lo largo de 2022. Los diferenciales más reducidos contribuyeron a contener el incremento del coste de los valores de renta fija en un momento de subidas pronunciadas y rápidas de los tipos de interés libres de riesgo.

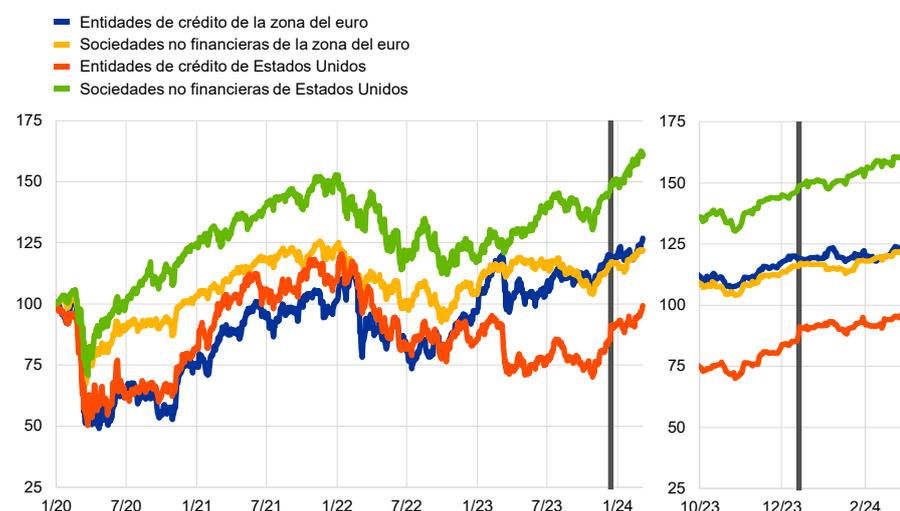
Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron, respaldados por el sentimiento de los mercados, pese a las nuevas revisiones a la baja de las expectativas de beneficios y al ligero incremento de los tipos de descuento (gráfico 18).

Durante el período de referencia, el índice bursátil amplio de la zona del euro se revalorizó, aunque en menor medida que su equivalente estadounidense. Los dos índices ganaron en torno a un 6 % y un 8 %, respectivamente, y se espera que los beneficios nominales crezcan mucho menos

en la zona del euro que en Estados Unidos en el transcurso de 2024. El peor comportamiento observado en la zona del euro, no solo durante el período analizado, sino también desde el mínimo registrado a finales de octubre, fue relativamente generalizado, dado que tanto la capitalización bursátil como los índices con la misma ponderación se incrementaron menos que en el país norteamericano. Aunque las cotizaciones del sector financiero avanzaron a un ritmo similar a ambos lados del Atlántico, las del sector no financiero de la zona del euro se comportaron peor que sus equivalentes en Estados Unidos. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se vieron respaldadas por el descenso de las primas de riesgo de las acciones, que compensó con creces la revisión a la baja de las previsiones de beneficios y el aumento de los tipos de descuento.

Gráfico 18
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2020 = 100)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de diciembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2024.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció levemente, pero se depreció algo frente al dólar estadounidense (gráfico 19).

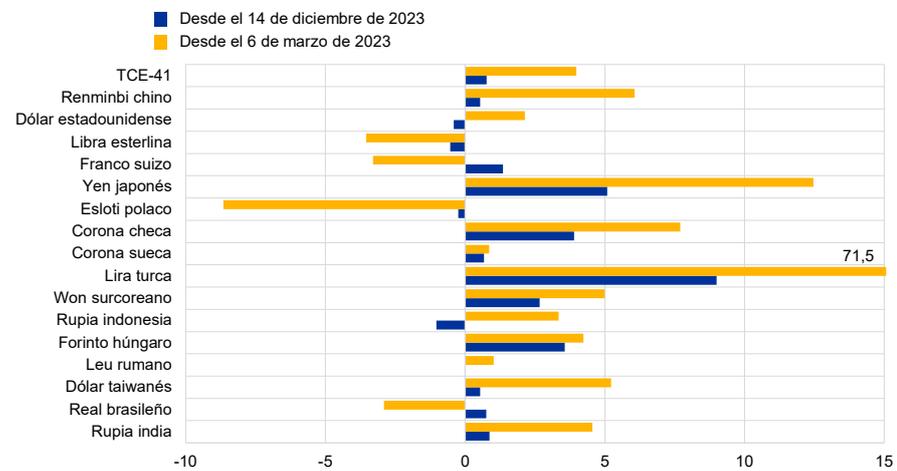
Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 0,8 %. La tenue apreciación de la moneda única refleja una revalorización frente a las monedas de varias economías avanzadas (por ejemplo, un 5 % frente al yen japonés), economías emergentes y Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. En cambio, el euro se depreció ligeramente frente al dólar estadounidense (0,4 %) en un contexto de fluctuaciones durante el período, sobre todo como consecuencia de los cambios en las expectativas de los participantes en los mercados con respecto a la fortaleza económica relativa y los tipos de interés oficiales. Entre mediados de diciembre y el cambio de año, la moneda única se apreció frente al dólar estadounidense pues los participantes en los mercados interpretaron la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) de

diciembre como un giro hacia un tono menos restrictivo de su política monetaria, mientras que el mayor apetito por el riesgo afectó al dólar. Desde que comenzó 2024, el euro ha perdido valor frente al dólar estadounidense, reflejo de la mayor resiliencia económica de Estados Unidos en comparación con la zona del euro, y los participantes en los mercados redujeron sus expectativas de recortes inminentes de los tipos oficiales estadounidenses después de la comunicación más cautelosa de la Reserva Federal en la reunión del FOMC de enero. En Estados Unidos, esta interpretación se vio reforzada adicionalmente en febrero por la publicación de datos que muestran la fortaleza del mercado de trabajo y un índice de precios de consumo más alto de lo esperado.

Gráfico 19

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 6 de marzo de 2024.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito volvieron a repuntar en enero de 2024, tras caer en el cuarto trimestre de 2023, y se mantuvieron en un nivel elevado en términos históricos. En el período comprendido entre el 14 de diciembre de 2023 y el 6 de marzo de 2024, el coste de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) mediante valores de renta fija se incrementó ligeramente, mientras que el de la financiación mediante acciones disminuyó de forma marginal. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas permanecieron básicamente sin variación, si bien los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendieron algo. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se mantuvo próxima a cero, debido a los elevados costes de oportunidad, al estancamiento del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvieron en un nivel elevado en términos históricos, pese al descenso del rendimiento de los bonos. En enero de 2024, el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro volvió a repuntar ligeramente, con una heterogeneidad considerable entre países, después de haber caído con respecto al máximo alcanzado en octubre de 2023 (panel a del gráfico 20). Tras registrar un retroceso significativo en el cuarto trimestre de 2023, la rentabilidad de los bonos bancarios aumentó en el primer trimestre de 2024 (panel b del gráfico 20), reflejo de una evolución similar de la curva de tipos de interés libres de riesgo (véase sección 4). En enero de 2024, los tipos de interés de los depósitos (agregados), que representan el grueso de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito, se elevaron nuevamente, en distinta medida entre instrumentos y sectores. Mientras que los tipos de interés de los depósitos a la vista registraron una subida moderada, los de los depósitos a plazo cayeron en dicho mes, lo que provocó un ligero estrechamiento del amplio diferencial entre ambos tipos de depósitos. La competencia cada vez mayor entre las entidades de crédito por los depósitos de clientes elevó sus costes de financiación mediante estos instrumentos. Para los prestamistas minoristas, que dependen en gran medida de la financiación mediante depósitos, los costes siguieron incrementándose debido a la presión sostenida al alza procedente de la debilidad de los volúmenes de depósitos en términos agregados. En cambio, las entidades que dependen de la financiación mayorista se beneficiaron más del descenso de la rentabilidad de los bonos bancarios en el cuarto trimestre de 2023, aunque también habían sufrido un aumento mayor y más rápido de sus costes de financiación mediante depósitos en las primeras fases del ciclo de endurecimiento. En general, la composición del pasivo bancario continuó cambiando hacia fuentes de financiación más caras. Además, la liquidez del sistema financiero ha ido absorbiéndose de forma mecánica, dado que el balance del Eurosistema ha seguido normalizándose.

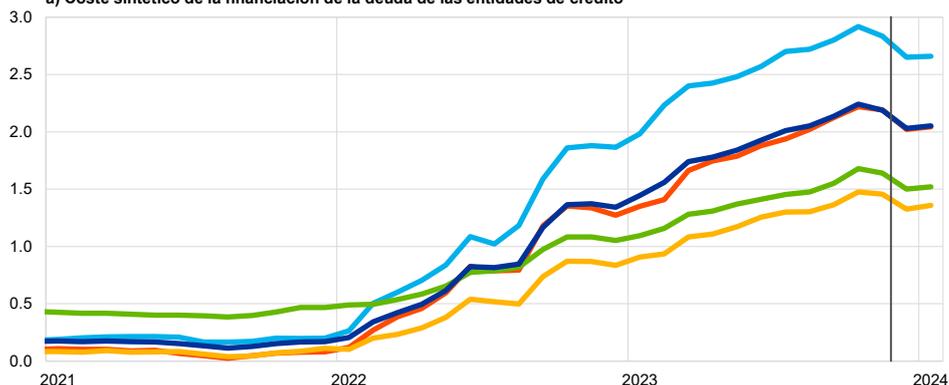
Gráfico 20

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

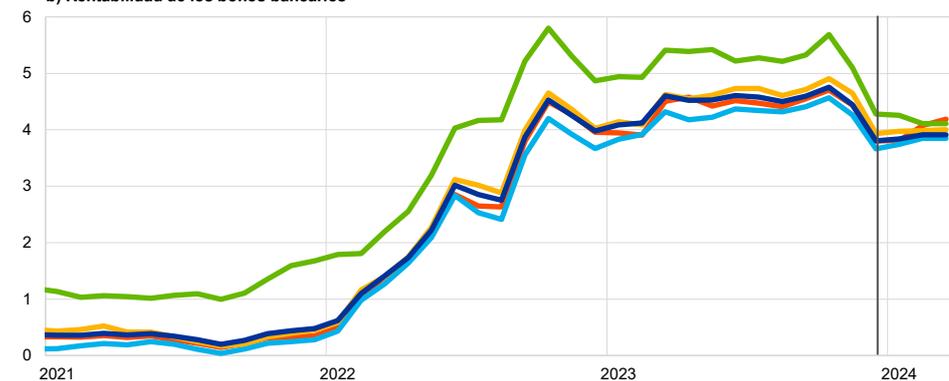
(porcentajes)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España

a) Coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito



b) Rentabilidad de los bonos bancarios



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

Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. La línea vertical gris de los paneles a y b marca el 31 de octubre de 2023. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito y al 6 de marzo de 2024 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

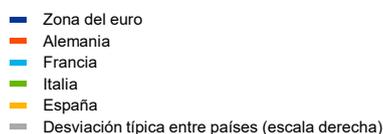
En enero de 2024, los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas permanecieron básicamente sin variación, si bien los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendieron. Los tipos de interés de los préstamos concedidos a las empresas y los hogares en los países de la zona del euro comenzaron a aumentar con intensidad a principios de 2022 y han mostrado señales de estabilización en estos elevados niveles desde noviembre de 2023 (gráfico 21). Los tipos de interés de los préstamos a empresas se situaron en el 5,22 % en enero de 2024, en comparación con el 5,25 % aplicado en diciembre de 2023, mientras que los de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda registraron una disminución moderada, desde el 3,97 % en diciembre de 2023 hasta el 3,87 % en enero de 2024. Esta disminución fue generalizada en los

principales países de la zona del euro y resultó más acusada en los préstamos con períodos medios y más largos de fijación del tipo. Las variaciones en la magnitud de la caída ayudaron a reducir la dispersión de los tipos de los préstamos. Asimismo, los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios a hogares para consumo y para descubiertos y del crédito al consumo siguieron incrementándose en enero. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares permaneció en niveles reducidos (gráfico 21), lo que sugiere una correcta transmisión de la política monetaria en los países de la zona del euro. Al tiempo que las subidas de los tipos de interés de los préstamos bancarios continúan trasladándose a los saldos vivos de los préstamos para adquisición de vivienda y que los costes del servicio de la deuda aumentan, un porcentaje creciente de hogares, especialmente los situados en los quintiles de rentas más bajas, indicó en la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de enero de 2024 que esperaba tener dificultades para hacer frente a las cuotas hipotecarias en los tres meses siguientes.

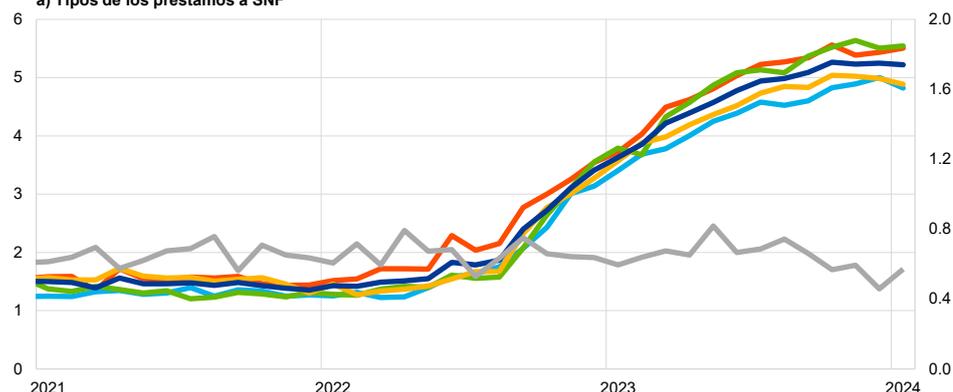
Gráfico 21

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

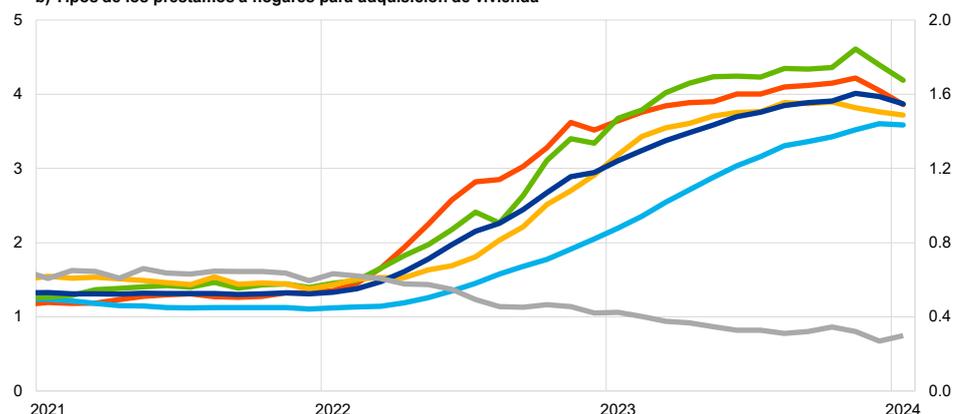
(porcentajes; desviación típica)



a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024.

Los datos diarios del período de referencia —entre el 14 de diciembre de 2023 y el 6 de marzo de 2024— muestran que el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija se incrementó ligeramente y que el de la financiación mediante acciones disminuyó de forma marginal. Sobre la base de datos mensuales, el coste total de la financiación de las SNF correspondiente a enero de 2024 —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— cayó considerablemente desde el máximo de varios años alcanzado en octubre de 2023 y se situó en el 6 %, 10 puntos básicos por debajo del nivel de diciembre (gráfico 22)¹. Esta evolución se debió, sobre todo, al

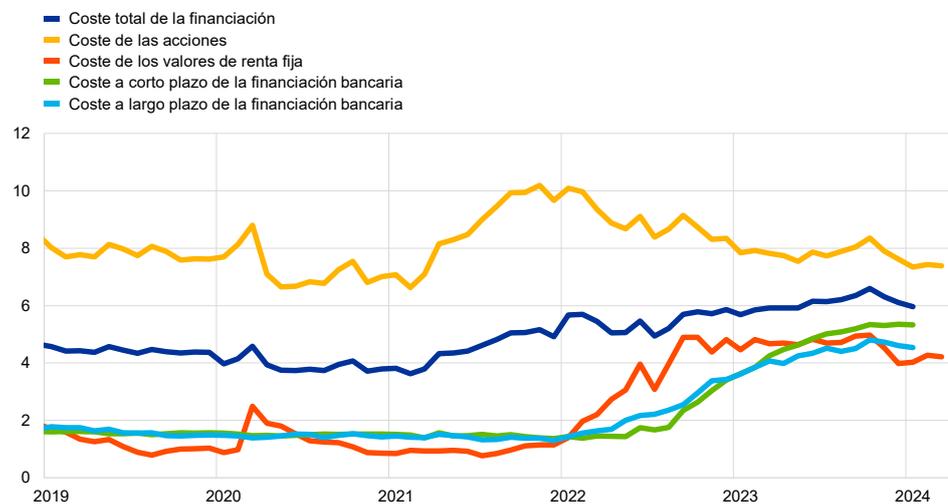
¹ A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta enero de 2024.

descenso del coste de las acciones, ya que el de los demás componentes no registró cambios significativos. Utilizando los datos diarios, el coste de los valores de renta fija aumentó durante el período analizado, dado que el ascenso del tipo de interés libre de riesgo no se contrarrestó del todo con la compresión de los diferenciales de los bonos de las SNF en los segmentos de alta rentabilidad. Al mismo tiempo, el coste de las acciones se redujo ligeramente, debido a la disminución de la prima de riesgo que compensó con creces el citado aumento del tipo de interés libre de riesgo (aproximado por el tipo OIS [*Overnight Index Swap*] a diez años) (véase sección 4).

Gráfico 22

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2024 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a enero de 2024 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares se estabilizó en niveles reducidos en enero de 2024, en un entorno de tipos de interés elevados, de atonía de la demanda de préstamos y de criterios de aprobación restrictivos.

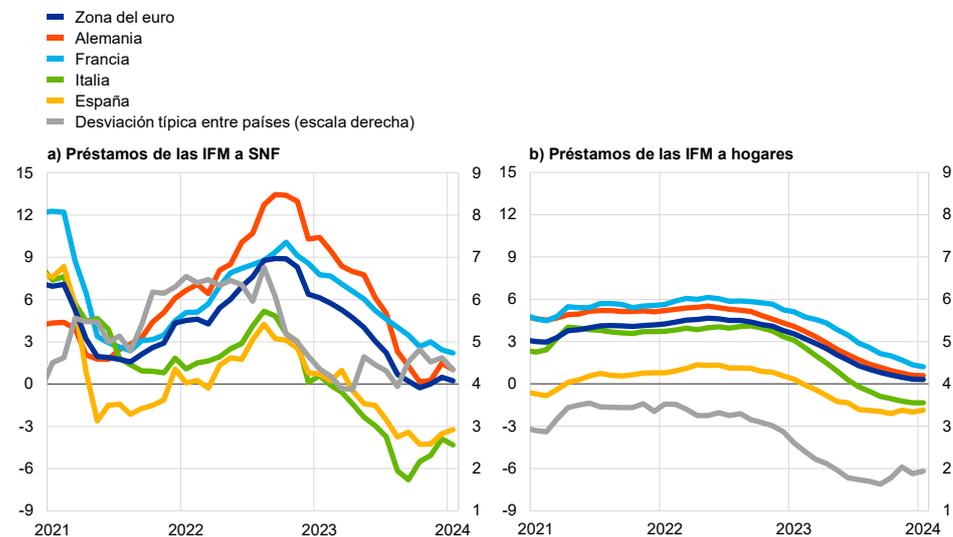
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a SNF disminuyó hasta el 0,2 % en enero de 2024, desde el 0,5 % de diciembre de 2023 (panel a del gráfico 23), con una heterogeneidad considerable entre países. Al mismo tiempo, la volatilidad fue en aumento, como refleja la fuerte contracción del crédito a corto plazo en enero, que revirtió un incremento de proporciones similares registrado en los dos meses anteriores. En conjunto, la persistente debilidad del crecimiento de los préstamos continúa siendo acorde con el estancamiento de la dinámica crediticia observado desde principios de 2023 como consecuencia de la falta de dinamismo de la demanda agregada, de los duros criterios de concesión y del tono restrictivo de la política monetaria. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se redujo hasta el 0,3 % en enero de 2024, desde el 0,4 % de diciembre de 2023 (panel b del gráfico 23), en un entorno de perspectivas negativas para el

mercado de la vivienda, de ligero endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito y de altos tipos de interés de los préstamos. Esta reducción estuvo determinada principalmente por los préstamos para adquisición de vivienda y a empresarios individuales (pequeñas empresas sin personalidad jurídica), mientras que el crecimiento de los préstamos para consumo se mantuvo estable, debido fundamentalmente a la demanda de los quintiles de rentas más bajas, lo que tuvo su reflejo en un aumento de las solicitudes de préstamos denegadas. Además, los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de enero de 2024 sugieren que un elevado porcentaje neto de encuestados percibía que los criterios de concesión eran restrictivos y esperaba que fuera más difícil obtener préstamos para adquisición de vivienda en los doce meses siguientes.

Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

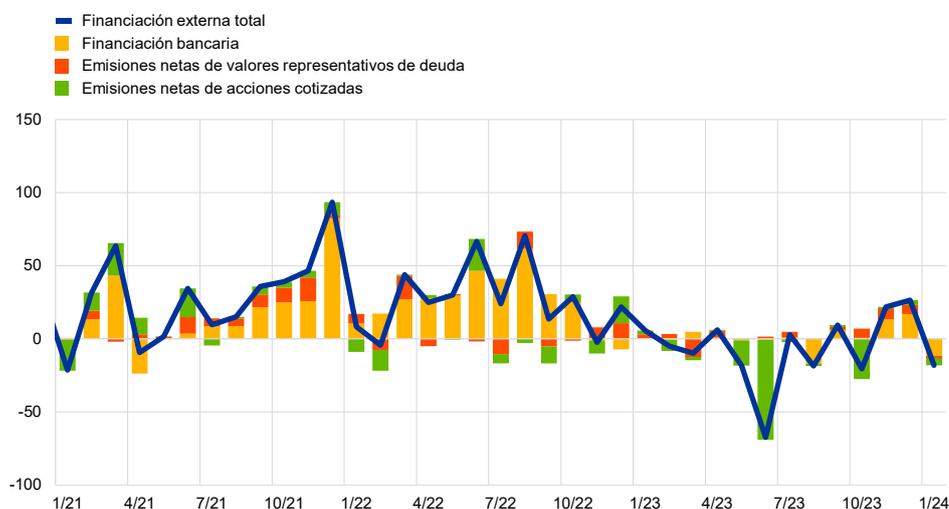
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras (SNF), los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024.

El crecimiento de la financiación externa neta de las empresas de la zona del euro continuó siendo débil en el cuarto trimestre de 2023 y en enero de 2024, reflejo de los bajos niveles de financiación mediante deuda. Si bien la tasa de crecimiento interanual de la financiación externa neta aumentó del $-0,9\%$ en octubre de 2023 al $0,8\%$ en enero de 2024, el flujo mensual volvió a ser negativo en enero (gráfico 24). A diferencia de lo ocurrido en anteriores episodios de debilidad de la dinámica crediticia, las emisiones de bonos corporativos no compensaron el descenso total de los préstamos bancarios. En enero, la demanda de préstamos por parte de las empresas correspondía principalmente a plazos cortos, mientras que los préstamos a más largo plazo fueron sustituidos por los bonos corporativos. Además, las emisiones de acciones cotizadas continuaron mostrando falta de dinamismo.

Gráfico 24

Flujos netos de financiación externa de las SNF de la zona del euro

(flujos mensuales; mm de euros)



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

Notas: La financiación externa neta es la suma de la financiación bancaria (préstamos de las IFM), las emisiones netas de valores representativos de deuda y las emisiones netas de acciones cotizadas. Los préstamos de las IFM están ajustados de titulaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024.

Las empresas y los hogares continuaron desplazando fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo en enero de 2024.

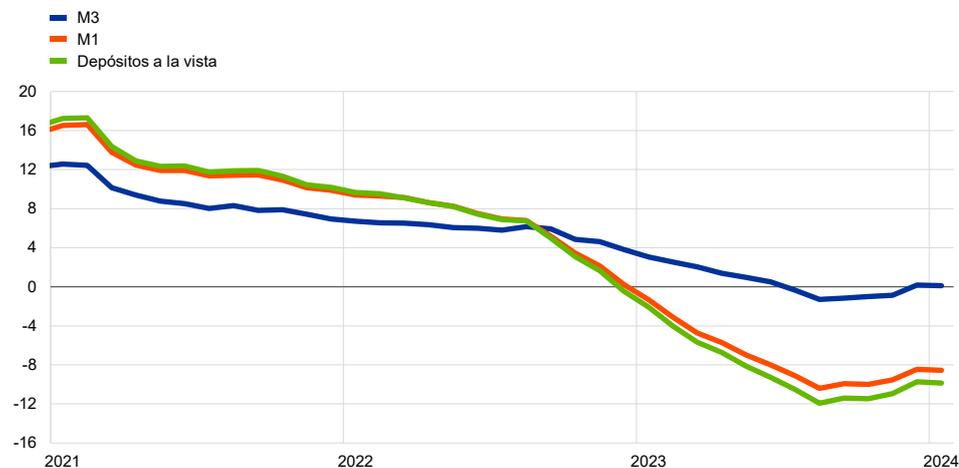
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista siguió contrayéndose y se situó en el $-9,9\%$ en enero de 2024, frente al $-9,7\%$ registrado en diciembre de 2023 (gráfico 25). La fuerte preferencia por los depósitos a plazo se explica por el considerable diferencial entre los tipos de los depósitos a plazo y los de los depósitos a la vista, que refleja los elevados costes de oportunidad de mantener instrumentos muy líquidos². En enero, los tipos de interés ofrecidos a las empresas por los depósitos a plazo se situaron cerca del tipo de la facilidad de depósito del BCE y se mantuvieron por encima de los aplicados a los hogares. Asimismo, se registró otro importante desplazamiento mensual de fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo de los hogares y un repunte del ritmo al que las empresas reajustaban estos dos instrumentos, que se había ralentizado considerablemente en el cuarto trimestre de 2023.

² Como en ciclos de endurecimiento anteriores, los tipos de interés de los depósitos a la vista se han ajustado más lentamente a las variaciones de los tipos de interés oficiales que los tipos de los depósitos a plazo. Véase también el recuadro titulado «La dinámica monetaria durante el ciclo de endurecimiento», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023.

Gráfico 25

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024.

En enero de 2024, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se mantuvo próxima a cero, debido a los elevados costes de oportunidad, al estancamiento del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema. La tasa de crecimiento de M3 en la zona del euro disminuyó de forma marginal y se situó en el 0,1 % en enero de 2024, frente al 0,2 % registrado en diciembre de 2023 (gráfico 25). En enero, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1), que incluye los activos líquidos de M3, cayó ligeramente hasta el -8,6 %, desde el -8,5 % de diciembre. Tras un flujo de entradas relativamente alto en el cuarto trimestre de 2023, M3 registró salidas mensuales considerables en enero, en un entorno de creciente volatilidad y de desplazamientos de carteras en detrimento de este agregado, que reforzaron la débil dinámica monetaria. Las salidas observadas en enero obedecieron a la reversión parcial de las compras de deuda pública por parte de las entidades de crédito en diciembre, compensada por un aumento de la deuda pública en manos del sector tenedor de dinero, y a las nuevas emisiones de bonos bancarios a largo plazo en anticipación de los inminentes reembolsos, en marzo de 2024, de fondos obtenidos en las TLTRO. Estas salidas se contrarrestaron en parte con un incremento de las entradas del exterior, que reflejaron un abultado superávit por cuenta corriente, en un entorno de debilidad de las importaciones, y un mayor interés de los inversores extranjeros por los valores de la zona del euro. Además, la reducción del balance del Eurosistema continuó teniendo un efecto contractivo en la creación de dinero, al igual que el estancamiento del crédito al sector privado.

6 Evolución de las finanzas públicas

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2024, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará moderadamente hasta situarse en el 2,9 % del PIB en 2024, pero solo de forma marginal a partir de entonces, y se estabilizará en el 2,8 % en 2025 y 2026. Por tanto, se prevé que la reducción gradual del déficit presupuestario observada desde la fase más aguda de la pandemia se detenga y que incluso empiece a aumentar levemente. Como reflejo, en líneas generales, de esta evolución, la orientación de la política fiscal de la zona del euro experimentaría un endurecimiento significativo en 2024, pero apenas se endurecería posteriormente. Esta orientación más restrictiva de la política fiscal refleja la expectativa de que los Gobiernos sigan retirando las medidas de apoyo relacionadas con la energía. Dado que este endurecimiento no continuaría después de 2024, se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro siga siendo elevada y aumente ligeramente durante el horizonte de proyección, desde el 88,3 % estimado en 2023 hasta alrededor del 88,6 % en 2026. El 21 de febrero de 2024, la Comisión publicó la evaluación intermedia del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR). Aunque se ponen de relieve algunos avances, sigue siendo importante acelerar la implementación del programa NGEU para aprovechar todo su potencial. Tras el reciente acuerdo político provisional entre el Consejo ECOFIN y el Parlamento Europeo sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE, el proceso legislativo debe concluirse rápidamente para que las nuevas normas puedan aplicarse sin demora.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2024, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará moderadamente en 2024, pero solo de forma marginal en 2025¹. De acuerdo con las proyecciones, el déficit presupuestario de la zona del euro habría descendido desde el 3,6 % del PIB en 2022 hasta el 3,2 % del PIB en 2023, y seguirá disminuyendo hasta situarse en el 2,9 % del PIB en 2024 y el 2,8 % en 2025, nivel en el que permanecerá en 2026 (gráfico 26). La senda proyectada refleja principalmente un saldo primario ajustado de ciclo menos negativo en 2024 y, en menor medida, también en 2025. La reducción de los déficits primarios se ve compensada solo en parte por el aumento de los gastos por intereses, ya que la transmisión de las anteriores subidas de los tipos de interés se producirá de forma gradual debido a los largos vencimientos residuales de la deuda soberana, cuya media de la zona del euro actualmente se sitúa justo por debajo de ocho años (frente a 6,5 años en 2015). A su vez, la disminución del déficit primario ajustado de ciclo en 2024 obedece en gran parte a la reducción de las medidas de apoyo fiscal aplicadas por los Gobiernos conforme la perturbación energética y la elevada inflación se van atenuando. En la actualidad se estima que, en el conjunto de la zona del euro, estas medidas supusieron el 1,3 % del PIB en 2023, así como que se

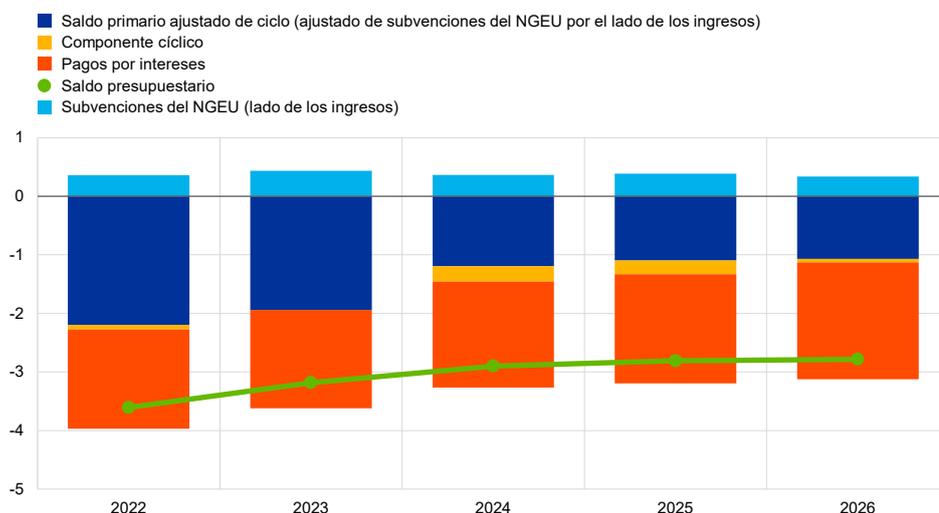
¹ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2024](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2024.

reducirán sustancialmente hasta situarse en el 0,4 % del PIB en 2024 y en torno al 0,2 % del PIB en 2025 y 2026.

Gráfico 26

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentajes del PIB)



Fuente: Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024.

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

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023, el saldo presupuestario se ha revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales al año, para 2023, 2024 y 2025, y en 0,2 puntos porcentuales para 2026. Estas revisiones pueden atribuirse a las correcciones a la baja del componente cíclico durante todo el horizonte de proyección (entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales al año), que se compensan en parte con los ajustes a la baja de los pagos por intereses debidos a unas condiciones de financiación más favorables.

La orientación de la política fiscal de la zona del euro experimentaría un endurecimiento significativo en 2024, pero no mucho posteriormente². La variación anual del saldo primario ajustado de ciclo, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del NGEU, apunta a un endurecimiento sustancial de las políticas fiscales en la zona del euro en 2023 y 2024 en su conjunto, conforme se van retirando gran parte de las medidas de apoyo introducidas en 2022 relacionadas con la energía y la inflación. En los últimos años del horizonte de proyección, 2025 y 2026, se espera que la orientación de la política fiscal sea neutra. Pese a la retirada en curso de las medidas de respaldo

² La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por la política fiscal a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación de la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del programa *Next Generation EU* (NGEU) procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta en este contexto para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «*The euro area fiscal stance*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

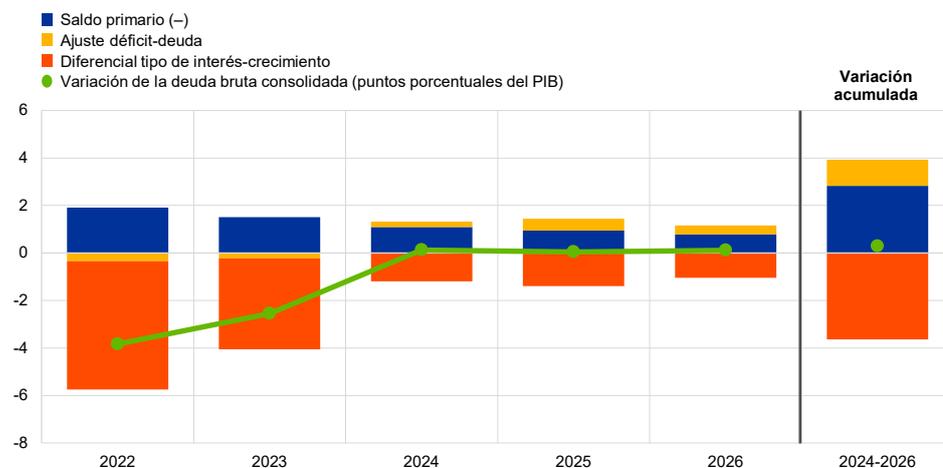
relacionadas con la energía, se espera que el nivel de apoyo fiscal en la zona del euro siga siendo, en gran parte, acomodaticio durante todo el horizonte de proyección, dado que el saldo presupuestario ajustado de ciclo se mantiene muy por debajo del nivel previo a la pandemia como resultado de las medidas expansivas adoptadas durante la crisis, que hasta la fecha han resultado ser duraderas.

Se prevé que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro permanezca por encima del nivel previo a la pandemia y que incluso aumente ligeramente durante el horizonte de proyección, desde el 88,3 % estimado para 2023 hasta el 88,6 % en 2026. Durante la pandemia, la ratio de deuda experimentó un alza significativa hasta situarse en torno al 97 % del PIB en 2020, pero desde entonces ha descendido de forma gradual. Con todo, esta tendencia de mejora parece haberse interrumpido, y ahora se espera que la ratio de deuda aumente marginalmente a lo largo del horizonte de proyección, impulsada por los déficits primarios y los ajustes positivos esperados entre déficit y deuda, que se ven compensados solo en parte por unos diferenciales tipo de interés-crecimiento todavía negativos (gráfico 27).

Gráfico 27

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuente: Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024.
 Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los 20 países de la zona del euro (incluida Croacia).

Es importante que los Gobiernos avancen con rapidez tanto en la implementación del NGEU como en la reforma del marco de gobernanza económica de la UE. El 21 de febrero de 2024, la Comisión publicó la [evaluación intermedia del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia \(MRR\)](#). Aunque en la evaluación se ponen de relieve algunos avances en la aplicación del programa NGEU, también se reconoce que hasta la fecha se han producido retrasos en los desembolsos y las inversiones, lo que se ha traducido en un impacto positivo sobre el crecimiento considerablemente inferior al previsto al principio. Ahora es fundamental acelerar la implementación del NGEU para aprovechar todo su potencial. Por último, tras el reciente acuerdo político provisional entre el Consejo ECOFIN y el Parlamento Europeo sobre la reforma del marco de gobernanza

económica de la UE, el proceso legislativo debe concluirse rápidamente para que las nuevas normas puedan aplicarse sin demora.