

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Rasgos básicos

La inflación continúa descendiendo, pero aún se espera que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Para reforzar el progreso hacia su objetivo, en su reunión del 14 de septiembre de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos.

La subida de tipos se basa en la evaluación del Consejo de Gobierno de las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2023 prevén una inflación media del 5,6 % en 2023, del 3,2 % en 2024 y del 2,1 % en 2025. Esto supone una revisión al alza para 2023 y 2024 y a la baja para 2025. La revisión al alza para 2023 y 2024 refleja principalmente una senda más elevada de los precios de la energía. Las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo intensas, pese a que la mayoría de los indicadores han comenzado a moderarse. Los expertos del BCE han revisado ligeramente a la baja la senda proyectada de la inflación excluidos la energía y los alimentos, hasta una media del 5,1 % en 2023, del 2,9 % en 2024 y del 2,2 % en 2025. Las anteriores subidas de los tipos de interés acordadas por el Consejo de Gobierno siguen transmitiéndose con fuerza. Las condiciones de financiación han vuelto a endurecerse y están frenando cada vez más la demanda, lo que es un factor importante para que la inflación vuelva al objetivo. Dado el impacto creciente de este endurecimiento sobre la demanda interna y el debilitamiento del entorno del comercio internacional, los expertos del BCE han rebajado significativamente sus proyecciones de crecimiento económico. Ahora esperan que la economía de la zona del euro crezca un 0,7 % en 2023, un 1,0 % en 2024 y un 1,5 % en 2025.

Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno considera que los tipos de interés oficiales del BCE han alcanzado niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial al pronto retorno de la inflación al objetivo. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la

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

## Actividad económica

La economía mantendrá probablemente un ritmo contenido en los próximos meses. Tras estancarse en general durante la primera mitad del año, los indicadores recientes sugieren que también ha sido débil en el tercer trimestre. El descenso de la demanda de exportaciones de la zona del euro y el impacto de unas condiciones de financiación restrictivas están frenando el crecimiento, debido también a una menor inversión residencial y empresarial. El sector servicios, que había mostrado resiliencia hasta ahora, también se está ralentizando. A más largo plazo, el impulso económico debería recuperarse dado el aumento esperado de las rentas reales, apoyado por el descenso de la inflación, la subida de los salarios y la fortaleza del mercado de trabajo, que respaldarán el gasto en consumo.

El mercado de trabajo ha mantenido su vigor hasta ahora pese a la ralentización de la economía. La tasa de desempleo se mantuvo en un mínimo histórico del 6,4 % en julio. Aunque el empleo creció un 0,2 % en el segundo trimestre, está perdiendo dinamismo. El sector servicios, que ha sido un factor importante del crecimiento del empleo desde mediados de 2022, también está creando ahora menos empleo.

Las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la zona del euro se han deteriorado, mientras que, a medio plazo, la economía debería retornar gradualmente a registrar un crecimiento moderado en un contexto de recuperación de la demanda interna y externa. La actividad económica de la zona del euro creció a un ritmo contenido en el primer semestre de 2023, pese a la elevada acumulación de carteras de pedidos pendientes en el sector manufacturero y a la corrección de los altos precios de la energía. Además, estos efectos han disminuido en gran medida y los indicadores coyunturales apuntan a un estancamiento a corto plazo ante el endurecimiento de las condiciones de financiación, la débil confianza empresarial y de los consumidores, y el bajo nivel de la demanda externa en un contexto de fortalecimiento del euro. Se espera que el crecimiento repunte a partir de 2024 con el acercamiento de la demanda externa a su tendencia prepandemia y la mejora de las rentas reales, gracias al descenso de la inflación, el fuerte crecimiento de los salarios nominales y el nivel aún bajo, aunque en ligero aumento, del desempleo. No obstante, seguirá viéndose frenado en un contexto en que el endurecimiento de la política monetaria del BCE y las adversas condiciones de oferta de crédito se transmiten a la economía real y el apoyo fiscal se retira gradualmente. En conjunto, se espera que el crecimiento medio anual del PIB real se ralentice desde el 3,4 % en 2022 hasta el 0,7 % en 2023, y que repunte hasta el 1,0 % en 2024 y el 1,5 % en 2025. En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales para 2023, en 0,5 puntos porcentuales para 2024 y en 0,1 puntos porcentuales para 2025, debido a una rebaja significativa de las perspectivas a corto plazo, en un contexto de deterioro de los indicadores de opinión, de condiciones de financiación más restrictivas —

incluidos efectos más adversos sobre la oferta de crédito— y de fortalecimiento del tipo de cambio del euro.

Dado que la crisis energética se está atenuando, los Gobiernos deberían seguir revirtiendo las medidas de apoyo asociadas. Ello es esencial para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta aún más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. Las políticas para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, que estarían respaldadas por la plena implementación del programa *Next Generation EU*, pueden contribuir a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo y apoyar al mismo tiempo la transición verde. La reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse antes del final de 2023 y los progresos hacia una unión de los mercados de capitales deberían acelerarse.

## Inflación

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación descendió hasta el 5,3 % en julio, pero se mantuvo en ese nivel en agosto<sup>1</sup>. Su bajada se interrumpió debido a la subida de los precios de la energía en comparación con julio. La tasa de variación de los precios de los alimentos ha disminuido desde el máximo registrado en marzo, pero en agosto se situaba aún en un nivel próximo al 10 %. En los próximos meses, los acusados incrementos registrados en el otoño de 2022 desaparecerán de las tasas anuales, lo que hará descender la inflación.

La inflación, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta el 5,3 % en agosto, desde el 5,5 % observado en julio. La inflación de los bienes disminuyó hasta el 4,8 % en agosto, desde el 5,0 % de julio y el 5,5 % de junio, debido a la mejora de las condiciones de oferta, a las bajadas anteriores de los precios energéticos, a la reducción de las presiones sobre los precios en las primeras fases de la cadena de producción y al debilitamiento de la demanda. La inflación de los servicios cayó hasta el 5,5 %, aunque mantuvo su impulso debido a la solidez del gasto en vacaciones y viajes y al elevado crecimiento de los salarios. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se mantuvo constante en el 5,5 % en el segundo trimestre del año. La contribución de los costes laborales a la inflación interna interanual se incrementó en el segundo trimestre, debido en parte al debilitamiento de la productividad, si bien la contribución de los beneficios disminuyó por primera vez desde los primeros meses de 2022.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente están empezando a bajar en un contexto en que la demanda y la oferta están más alineadas y la contribución

---

<sup>1</sup> La fecha límite de recepción de los datos estadísticos incluidos en este Boletín Económico fue el 13 de septiembre de 2023. Según el último dato publicado el 19 de septiembre de 2023, la inflación medida por el IAPC descendió desde el 5,3 % observado en julio de 2023 hasta el 5,2 % en agosto, tasa que es 0,1 puntos porcentuales inferior a la estimación de avance.

de las anteriores subidas de los precios de la energía está desapareciendo. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas internas siguen siendo fuertes.

Aunque la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan actualmente en torno al 2 %, algunos indicadores han aumentado y requieren un seguimiento continuo.

La inflación general de la zona del euro continuará descendiendo durante el horizonte de proyección debido a la relajación de las presiones sobre los costes y de los cuellos de botella en la oferta, así como a los efectos del endurecimiento de la política monetaria. También se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, disminuya gradualmente, aunque se prevé que se mantenga por encima de la inflación general hasta principios de 2024. La desinflación proyectada se debe a la desaparición progresiva de los efectos de anteriores perturbaciones de los precios de la energía y de otras presiones latentes sobre los precios, y el fuerte crecimiento de los costes laborales se está convirtiendo gradualmente en el principal factor determinante de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de los salarios se reducirá de forma gradual a partir de mediados de 2023, aunque se mantendrá en niveles elevados durante el horizonte de proyección, debido a la subida de los salarios mínimos y de la compensación por la inflación, en un contexto de mercados de trabajo tensionados, aunque en proceso de enfriamiento. Se espera que los márgenes de beneficio, que aumentaron notablemente el año pasado, amortigüen la transmisión de los costes laborales a los precios finales a medio plazo. Asimismo, una política monetaria más restrictiva debería frenar cada vez más la inflación subyacente. En conjunto, sobre la base del supuesto de que las expectativas de inflación a medio plazo permanecerán ancladas en el objetivo del BCE, se espera que la inflación general medida por el IAPC descienda desde una media del 8,4 % en 2022 hasta el 5,6 % en 2023, el 3,2 % en 2024 y el 2,1 % en 2025, y se sitúe en el objetivo en el tercer trimestre de 2025. En comparación con las proyecciones de junio de 2023, la inflación medida por el IAPC se ha revisado al alza para 2023 y 2024, debido a la subida de los precios de los futuros de la energía, y a la baja para 2025, ya que se estima que los efectos de la apreciación del euro, del endurecimiento de las condiciones de financiación y del debilitamiento de las condiciones cíclicas moderarán la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

## Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico apuntan a la baja. El crecimiento podría moderarse si los efectos de la política monetaria son más intensos de lo esperado, o si la economía mundial se debilita debido, por ejemplo, a una ralentización más acusada en China. En cambio, el crecimiento podría ser mayor de lo proyectado si la fortaleza del mercado de trabajo, el aumento de las rentas reales y el descenso de la incertidumbre hacen que los particulares y las empresas tengan más confianza y aumenten su nivel de gasto.

Los riesgos al alza para la inflación incluyen la posible reaparición de presiones alcistas sobre los costes de la energía y de los alimentos. Unas condiciones meteorológicas adversas y una mayor propagación de la crisis climática podrían impulsar una subida de los precios de los alimentos mayor de lo esperado. Del mismo modo, un aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo del Consejo de Gobierno, o incrementos de los salarios o de los márgenes empresariales mayores de lo previsto, podrían hacer subir la inflación, también a medio plazo. No obstante, un debilitamiento de la demanda, debido por ejemplo a una transmisión más intensa de la política monetaria o a un empeoramiento del entorno económico fuera de la zona del euro, se traduciría en una relajación de las presiones inflacionistas, especialmente a medio plazo.

## Condiciones financieras y monetarias

El endurecimiento de la política monetaria sigue transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación generales. Los costes de financiación de las entidades de crédito han vuelto a encarecerse, debido a que los ahorradores están sustituyendo los depósitos a la vista por depósitos a plazo mejor remunerados y a la desaparición progresiva de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico del BCE. Los tipos de interés medios de los préstamos a las empresas y de las hipotecas volvieron a subir en julio, situándose en el 4,9 % y el 3,8 %, respectivamente.

La dinámica del crédito ha seguido debilitándose. Los préstamos a las empresas crecieron a una tasa interanual del 2,2 % en julio, desde el 3,0 % registrado en junio. Los préstamos a los hogares también moderaron su crecimiento, registrando una tasa del 1,3 %, tras el 1,7 % de junio. En términos anualizados basados en los tres últimos meses de datos, los préstamos a los hogares descendieron un 0,8 %, la contracción más acusada desde la introducción del euro. En un contexto de debilidad del crédito y de reducción del balance del Eurosistema, la tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo desde el 0,6 % de junio hasta un mínimo histórico del -0,4 % en julio. En términos anualizados en los últimos tres meses, la tasa de M3 se contrajo un 1,5 %.

## Decisiones de política monetaria

En su reunión del 14 de septiembre de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En consecuencia, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito aumentaron hasta el 4,50 %, el 4,75 % y el 4,00 %, respectivamente, con efectos a partir del 20 de septiembre de 2023.

El tamaño de la cartera del programa de compras de activos está descendiendo a un ritmo medido y predecible, dado que el Eurosistema no está reinvertiendo el principal de los valores que van venciendo.

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

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

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

## Conclusión

La inflación continúa descendiendo, pero aún se espera que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Para reforzar el progreso hacia su objetivo, en su reunión del 14 de septiembre de 2023, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno considera que los tipos de interés oficiales del BCE han alcanzado niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial al pronto retorno de la inflación al objetivo. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados.

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

## 1 Entorno exterior

*Se prevé que, tras el fuerte repunte registrado a principios de 2023, la economía mundial crezca a un ritmo más moderado durante el resto del año, principalmente como consecuencia de la pérdida de impulso de la recuperación de la economía china. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento mundial reflejadas en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre continúan siendo similares, en general, a las incluidas en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio. En efecto, si bien el crecimiento global se mantiene estable en su conjunto en el horizonte de proyección, la composición por países ha cambiado, dado que las perspectivas de crecimiento de China se revisaron significativamente a la baja, mientras que el avance del PIB real de Estados Unidos se ajustó al alza, debido a la capacidad de resistencia que ha exhibido la economía de este país hasta ahora. El débil avance del comercio mundial en 2023 refleja la composición de la actividad económica internacional, que está siendo impulsada por países menos intensivos en comercio (economías emergentes), componentes de demanda (consumo) y productos (servicios). Se espera que la expansión del comercio mundial repunte de nuevo durante el resto del horizonte de proyección y que aumente en consonancia, en líneas generales, con la actividad global. En comparación con las proyecciones de junio, tanto el avance de las importaciones mundiales como el de la demanda externa de la zona del euro se revisaron a la baja para 2023, debido, en gran medida, a nuevas revisiones a la baja de los datos históricos y a unos datos peores de lo esperado en el segundo trimestre a la fecha de cierre de las proyecciones. Sin embargo, el crecimiento de la demanda externa durante el resto del horizonte de proyección sigue siendo comparable al reflejado en las proyecciones de junio. La inflación general mundial medida por el índice de precios de consumo (IPC) está disminuyendo gradualmente, pero las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo fuertes, en particular en las economías avanzadas. No obstante, se prevé que los precios de exportación de los competidores de la zona del euro registren un acusado descenso debido a la evolución de los precios de las materias primas.*

**Tras un intenso comienzo a principios de 2023, la actividad económica mundial se está moderando, principalmente como consecuencia de la pérdida de impulso de la recuperación de la economía china.** De acuerdo con las proyecciones de septiembre, el crecimiento global se ralentizará en el segundo semestre del año. Pese a mantenerse prácticamente en línea con las proyecciones de junio, su composición por país ha cambiado<sup>2</sup>. En las principales economías avanzadas, incluidos Estados Unidos y el Reino Unido, la actividad económica siguió mostrando una capacidad de resistencia mayor de lo esperado, mientras que en China su ritmo cayó con más fuerza de lo estimado anteriormente, ya que volvieron a surgir problemas en el sector inmobiliario residencial que frenaron la recuperación impulsada por el consumo. La previsión de moderación de la actividad económica mundial también se ve confirmada por los últimos datos de alta

<sup>2</sup> 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.

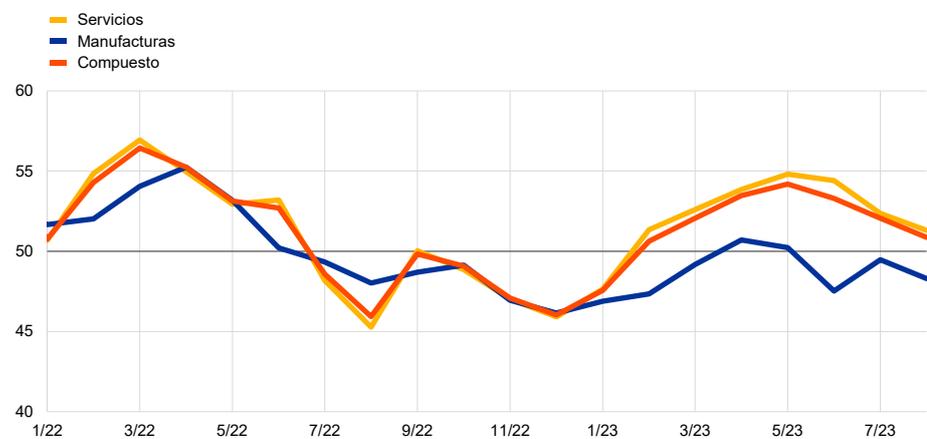
frecuencia. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global continúa su tendencia descendente, si bien se mantiene en terreno expansivo tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Lo mismo es aplicable al PMI de actividad de los servicios, mientras que el PMI de producción de las manufacturas se ha adentrado más en terreno contractivo en las economías avanzadas, pero ha repuntado en las emergentes, estrechando la brecha en relación con el sector servicios (gráfico 1).

### Gráfico 1

#### PMI de actividad por sector en economías avanzadas y emergentes

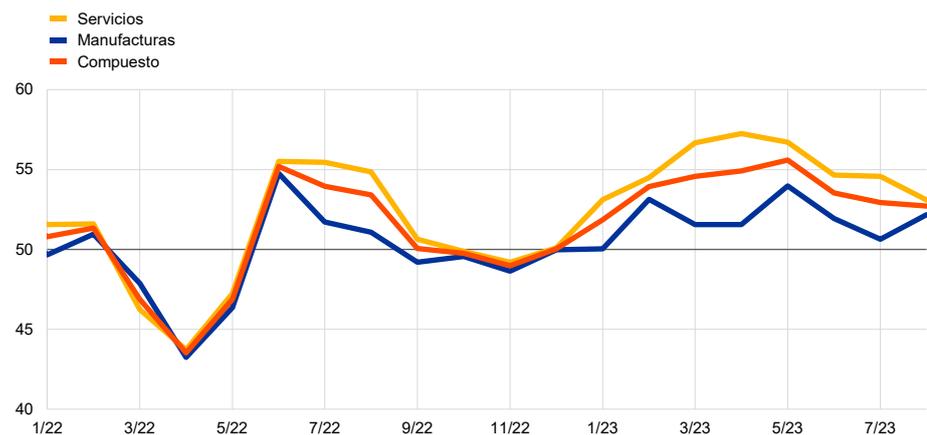
##### a) Economías avanzadas (excluida la zona del euro)

(índices de difusión)



##### b) Economías emergentes

(índices de difusión)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2023.

**Las perspectivas generales de crecimiento mundial reflejadas en las proyecciones de septiembre son similares a las incluidas en las proyecciones de junio, pero se revisaron para las principales economías.** Actualmente está previsto que el PIB real mundial crezca un 3,2 % en 2023, un 3 % en 2024 y un 3,2 % en 2025, lo que incorpora solo ligeras revisiones en comparación con las

proyecciones de junio (+0,1 puntos porcentuales en 2023 y -0,1 puntos porcentuales en 2024 y en 2025). Sin embargo, las perspectivas de crecimiento de China se han ajustado sustancialmente a la baja, debido a la mencionada dinámica del sector inmobiliario residencial del país<sup>3</sup>. En cambio, la actividad económica de las principales economías avanzadas se revisó al alza para 2023, como consecuencia de la mayor capacidad de resistencia de los mercados de trabajo, aunque se espera que las perspectivas de crecimiento se debiliten más adelante en el horizonte de proyección. Las economías emergentes siguen siendo un factor determinante del crecimiento económico mundial, a pesar de que el avance previsto es algo más lento que en las proyecciones de junio.

**El crecimiento del comercio mundial seguirá siendo débil este año y se recuperará gradualmente después.** La falta de dinamismo del comercio internacional este año contrasta con la capacidad de resistencia relativa de la actividad global. Está previsto que las importaciones mundiales solo registren un ligero crecimiento este año (+0,2 %), dado que se espera una contracción de las importaciones en las economías avanzadas, como consecuencia de la falta de dinamismo de la demanda a causa del endurecimiento de las condiciones financieras y de los efectos de composición relacionados, en parte, con la recuperación posterior a la pandemia. La combinación de tres efectos de composición continúa explicando la debilidad del comercio en 2023, puesto que la actividad se está viendo impulsada por áreas geográficas menos intensivas en comercio (economías emergentes), componentes de demanda (consumo) y productos (servicios). Sin embargo, la atonía del comercio mundial ha tocado fondo y se espera que vaya cobrando mayor dinamismo gradualmente en los meses restantes de 2023. Esta evolución es acorde con los últimos datos del comercio internacional de bienes (gráfico 2) y también refleja la fuerte recuperación del comercio de servicios (como el turismo) después de la pandemia. Para el período 2024-2025, el comercio mundial recuperaría algo más de impulso y crecería más en línea con el PIB real, a tasas del 3,2 % en 2024 y del 3,3 % en 2025. Según las proyecciones, la demanda externa de la zona del euro se mantendrá estable este año y aumentará un 3 % por año en el período 2024-2025. En comparación con las proyecciones de junio de 2023, tanto el avance de las importaciones mundiales como el de la demanda externa de la zona del euro se han revisado a la baja para 2023 (-1,1 puntos porcentuales y -0,4 puntos porcentuales, respectivamente), debido, en gran medida, a nuevos ajustes a la baja de los datos históricos en torno al cambio de año y a unas importaciones más débiles de lo anteriormente esperado en el segundo trimestre a la fecha de cierre de las proyecciones. Para 2024 y 2025, las revisiones a la baja son menores y ascienden a alrededor de 0,1 puntos porcentuales por año.

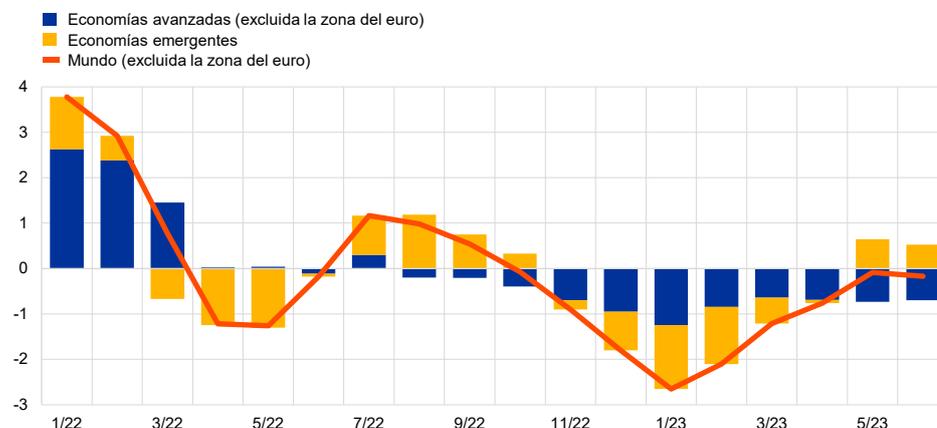
---

<sup>3</sup> A principios de septiembre, las autoridades chinas anunciaron nuevas medidas de apoyo al mercado inmobiliario, que incluyen rebajas de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios existentes y reducciones de los pagos iniciales. Aunque estas medidas se anunciaron tras la fecha de cierre de las proyecciones, aún es demasiado pronto para comprobar si serán suficientes para detener la caída prevista en el sector inmobiliario durante el resto de 2023.

## Gráfico 2

### Ritmo de crecimiento del comercio de mercancías

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



Fuentes: CPB y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2023.

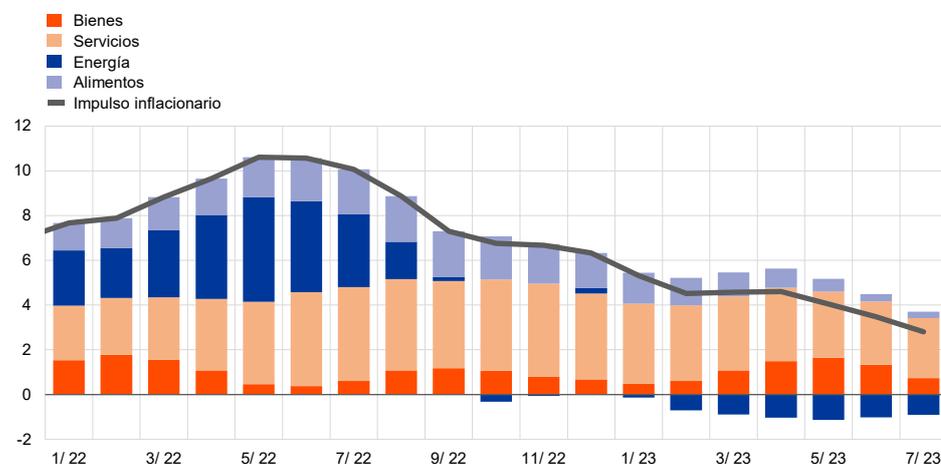
**La inflación general medida por el IPC ha ido disminuyendo en todo el mundo, respaldada por el descenso de los precios de la energía y de los alimentos, pero la inflación subyacente continúa en niveles elevados.** En los países

pertenecientes a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), tanto la inflación general como la subyacente (sin alimentos ni energía), medidas por el IPC, aumentaron ligeramente en julio y se situaron en el 5,9 % (frente al 5,7 % de junio) y en el 6,7 % (frente al 6,6 %), respectivamente. Este aumento se debió sobre todo a la inflación interanual de Turquía, que creció 10 puntos porcentuales y alcanzó el 48 % en julio. Excluida Turquía, la inflación general se mantuvo estable en general en dicho mes (en el 4,4 %, algo inferior al 4,5 % registrado en junio) y la inflación subyacente se redujo ligeramente (hasta el 5 % desde el 5,2 % observado en junio). La persistencia de la elevada inflación subyacente puede atribuirse en gran medida a la evolución de los servicios. La tasa de variación de los precios de los bienes cayó considerablemente porque los desequilibrios globales entre la oferta y la demanda se resolvieron en el mercado de bienes. El impulso inflacionario, medido como las tasas de variación anualizadas de tres meses sobre los tres meses anteriores, perdió fuerza en julio y cayó al 2,8 % —frente al 3,5 % del mes anterior— en el caso de la inflación general (gráfico 3) y al 4,3 % —frente al 5,3 %— en el de la subyacente. Los precios de exportación de los competidores de la zona del euro llevan en una senda descendente desde mediados de 2022, como consecuencia de la bajada de los precios de las materias primas y de la disminución gradual de las presiones latentes internas y externas. Dichos precios de exportación se han revisado a la baja para este año con respecto a las proyecciones de junio, como reflejo de un descenso de la inflación de los precios de exportación de los principales socios comerciales, y se han revisado ligeramente al alza para 2024, debido a la subida de los precios de las materias primas.

### Gráfico 3

#### Impulso inflacionario en la OCDE

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



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico excluye a Turquía. Las contribuciones de los componentes respectivos al impulso inflacionario 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 total de la OCDE. La inflación de los bienes se calcula como el residuo de la contribución del total de bienes menos la de la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2023.

#### Los precios del crudo son más elevados que en las proyecciones de junio, tras el acuerdo de Arabia Saudí y Rusia de prorrogar sus recortes de producción.

A principios de septiembre, Arabia Saudí y Rusia extendieron sus recortes de producción de un mes al resto de 2023. Estos recortes, que corresponden a alrededor del 1,3 % de la oferta mundial, se suman a los acordados previamente en el grupo de países que integran la OPEP+ y tensionan más el mercado del petróleo que, según la Agencia Internacional de la Energía, presenta actualmente un déficit de oferta. Los efectos de los recortes de suministro compensaron el debilitamiento de la demanda en China. Los precios del gas en Europa han mostrado cierta volatilidad en un contexto de escasez de suministro debido a las interrupciones que se produjeron en Noruega y, más recientemente, a las huelgas en las terminales de gas natural licuado en Australia; no obstante, estos precios han disminuido desde las proyecciones de junio, ya que la UE alcanzó su objetivo de almacenamiento del 90 % tres meses antes de la fecha prevista. Aunque esto implica que los riesgos de suministro a corto plazo siguen siendo limitados, no pueden descartarse por completo porque pueden producirse interrupciones de suministro durante un período prolongado. En general, el mercado europeo del gas sigue siendo muy sensible a las perturbaciones de oferta, como ha puesto de manifiesto recientemente la volatilidad de los precios causada por las interrupciones y las huelgas.

#### Las condiciones financieras globales se endurecieron ligeramente en las economías avanzadas y en las emergentes.

En Estados Unidos, el modesto endurecimiento de las condiciones financieras reflejó principalmente el aumento de los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo y la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense, que se compensó en parte con una percepción favorable del riesgo en el mercado de renta fija privada de ese país. Esta evolución se produjo en un contexto de sorpresas macroeconómicas positivas

y nueva relajación de las presiones inflacionistas. Las condiciones financieras también se volvieron algo más restrictivas en otras economías avanzadas y emergentes, como consecuencia, principalmente, del aumento de los tipos de interés a largo plazo. En las economías emergentes, las monedas nacionales más débiles frente al dólar estadounidense también contribuyeron, en cierta medida, al endurecimiento de las condiciones financieras, ya que las subidas precoces y agresivas de los tipos de interés en algunos países permitieron a sus bancos centrales detener y, en algunos casos, recortar los tipos de interés oficiales, mientras que los diferenciales soberanos y las valoraciones de las acciones se mantuvieron estables.

**En Estados Unidos, la actividad económica siguió mostrando capacidad de resistencia, pero se espera una moderación hacia finales de año a medida que el endurecimiento de la política monetaria restrinja la actividad.** Los datos recientes sobre el gasto de los hogares y la actividad de los servicios sugieren que el crecimiento del PIB conservará su vigor en el tercer trimestre. No obstante, se espera que el avance del consumo de los hogares se modere ligeramente en un entorno de cierta relajación de las condiciones del mercado de trabajo. Se prevé que el endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos afecte a la inversión, lo que dará lugar a un crecimiento positivo del PIB, aunque inferior al potencial, en el período 2024-2025. Las proyecciones contemplan una tímida recuperación del crecimiento del PIB real en 2025. La inflación general medida por el IPC repuntó levemente hasta el 3,2 % en julio (frente al 3 % de junio), debido a la menor contribución desinflationista del componente energético. La inflación subyacente solo descendió de forma ligera, hasta el 4,7 % en julio (frente al 4,8 % de junio), en un contexto de disminución continuada de la tasa de variación los precios de los bienes, mientras que, entre los servicios, el repunte de la tasa de variación de los precios del transporte y de los servicios recreativos compensa, en parte, la lenta caída del ritmo de avance de los precios de los servicios de vivienda. Se espera que la inflación general retroceda, pese a que el crecimiento de los salarios —que sigue siendo intenso, aunque está disminuyendo— ejercerá una persistente presión al alza sobre la tasa de variación de los precios de los servicios no relacionados con la vivienda.

**El crecimiento de China experimentó una acusada pérdida de impulso en el segundo trimestre.** Después de repuntar con fuerza en el primer trimestre de 2023, tras la relajación de las medidas de contención relacionadas con el COVID-19, el dinamismo del crecimiento se redujo notablemente en el segundo trimestre, debido a una nueva desaceleración del mercado de la vivienda, que también afectó a la confianza de los consumidores. Aunque el consumo, especialmente en los servicios, continuó normalizándose, la demanda exterior neta y la inversión privada fueron más débiles de lo esperado en las proyecciones de junio. Los indicadores de alta frecuencia disponibles hasta agosto indican una continuación de la debilidad del mercado de la vivienda y una moderación del crecimiento de los servicios, pero una cierta estabilización de la actividad manufacturera. La inflación general interanual medida por el IPC se situó en terreno negativo en julio (-0,3 % en tasa interanual), mientras que la inflación subyacente medida por el IPC siguió aumentando (+ 0,8 % en tasa interanual), impulsada principalmente por los precios de los servicios. En

términos intermensuales, tanto la inflación general como la subyacente se elevaron ligeramente, tras los descensos registrados en los meses anteriores. Esto sugiere que la inflación interanual podría comenzar a repuntar, aunque es probable que la debilidad de la demanda interna y externa limite las presiones inflacionistas.

**En Japón, la economía registró una expansión significativa en el primer semestre de 2023, aunque en un contexto de dinámica cambiante.** Si bien la demanda interna fue un motor esencial del crecimiento en meses anteriores del año, la expansión sorprendentemente intensa registrada en el segundo trimestre estuvo determinada, casi en su totalidad, por la demanda exterior neta, mientras que la demanda interna se estancó. De cara al futuro, se prevé que la actividad económica se mantenga en una senda de crecimiento moderado. Aunque se espera que la demanda interna se recupere en cierta medida en el tercer trimestre, es probable que el crecimiento se desacelere en comparación con el primer semestre del año, como consecuencia de la recuperación de las importaciones. La inflación general interanual se mantuvo sin variación en el 3,3 % en julio, ya que el descenso de la tasa de variación de los precios de la energía se vio compensado por el mayor ritmo de avance de los precios de los alimentos y el incremento de los precios de los servicios de alojamiento y de las tarifas de telefonía móvil. En ese mismo mes, la inflación subyacente repuntó ligeramente, desde el 2,6 % hasta el 2,7 %, debido al dinamismo subyacente de los precios de las empresas. Se espera que la inflación general se modere en la segunda mitad de este año a medida que se relajen las presiones de costes, en consonancia con la reciente desaceleración de la inflación de los precios de producción y la caída de los precios de importación.

**En el Reino Unido, el crecimiento fue moderado durante el pasado año, en un entorno de elevada inflación y de endurecimiento de las condiciones de financiación, aunque mostró cierta capacidad de resistencia.** También se espera que el avance de la actividad económica siga siendo débil en los próximos trimestres, reflejo de unas presiones inflacionistas más persistentes de lo previsto en las proyecciones de junio, mientras que los hogares y las empresas también se enfrentan a tipos de interés más elevados como consecuencia del endurecimiento adicional de la política monetaria. Los indicadores de opinión recientes han añadido riesgos a la baja para las perspectivas a corto plazo, ya que el índice PMI compuesto de actividad cayó seis puntos en los cuatro últimos meses. Se prevé un repunte de la actividad el próximo año, respaldado por la recuperación de los salarios reales a medida que la inflación siga disminuyendo. La inflación general medida por el IPC se redujo considerablemente en julio, hasta el 6,8 % (desde el 7,9 % de junio), sobre todo como resultado de una fuerte caída de la factura energética y de un descenso de la tasa de variación de los precios de los alimentos. Al mismo tiempo, la inflación subyacente se mantuvo sin cambios en el 6,9 %, debido al nivel persistentemente elevado de la inflación de los servicios. Se espera que la inflación general disminuya con el tiempo y alcance el objetivo del Banco de Inglaterra del 2 % a principios de 2025.

## 2 Actividad económica

*La economía de la zona del euro se estancó en general durante la primera mitad de 2023. En el segundo trimestre, el crecimiento del PIB real fue del 0,1 %, la misma tasa que en el primero, y los indicadores recientes sugieren que también ha sido débil en el tercer trimestre. El descenso de la demanda de exportaciones de la zona del euro y el impacto de unas condiciones de financiación restrictivas están frenando el crecimiento, debido también a una menor inversión residencial y empresarial. La ralentización de la actividad se está propagando a todos los sectores de la economía. La producción manufacturera lleva contrayéndose desde el cuarto trimestre de 2022 y se espera que siga siendo débil, habida cuenta de que el anterior impulso a la producción derivado de las carteras de pedidos pendientes está disminuyendo y que los nuevos pedidos continúan en niveles reducidos. La actividad del sector servicios, que hasta entonces había mostrado mayor resiliencia, exhibió señales claras de desaceleración al comienzo del tercer trimestre, lo que sugiere que el estímulo de la demanda de servicios observada tras la pandemia podría estar desapareciendo. A más largo plazo, el dinamismo de la economía debería recuperarse dado el aumento esperado de las rentas reales, apoyado por el descenso de la inflación, la subida de los salarios y la fortaleza del mercado de trabajo, lo que debería respaldar el gasto en consumo.*

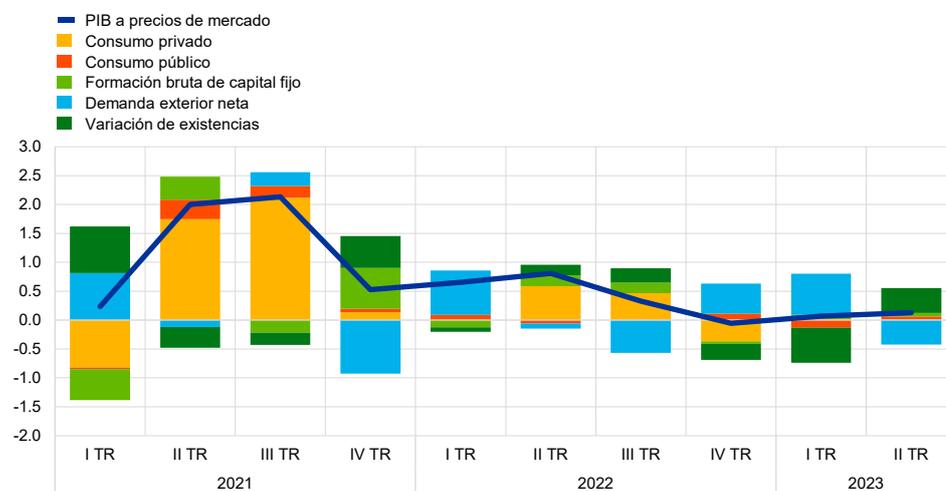
*Estas perspectivas se reflejan en términos generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2023, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se desacelere hasta el 0,7 % en 2023 y que después se recupere hasta el 1 % en 2024 y el 1,5 % en 2025. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja para todo el horizonte de proyección, en 0,2 puntos porcentuales para 2023, en 0,5 puntos porcentuales para 2024 y en 0,1 puntos porcentuales para 2025. Los riesgos para el crecimiento económico apuntan a la baja.*

**La economía de la zona del euro creció un 0,1 % en el segundo trimestre de 2023, con grandes diferencias entre países.** Las contribuciones positivas de la acumulación de existencias y, en menor medida, de la demanda interna fueron contrarrestadas parcialmente por la demanda exterior neta, que contribuyó negativamente (gráfico 4). Este crecimiento modesto de la actividad refleja una dinámica dispar entre sectores: la actividad de los servicios se incrementó, mientras que la de las manufacturas y la construcción disminuyó. También ocultó divergencias considerables entre las mayores economías de la zona del euro, debido al distinto grado en que se vieron afectadas por la desaceleración del comercio mundial de bienes y por la recuperación de los servicios intensivos en contacto social. En tasa intertrimestral, el PIB aumentó un 0,5 % en Francia y un 0,4 % en España, pero se mantuvo sin variación en Alemania y se redujo un 0,4 % en Italia y un 0,3 % en los Países Bajos.

## 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.

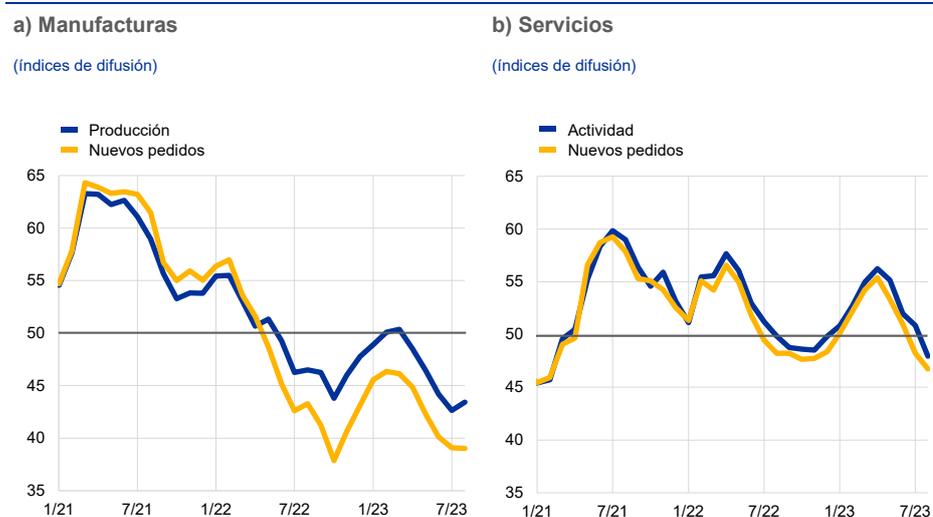
Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023.

**La actividad habría seguido siendo débil en el tercer trimestre de 2023.** Los datos de las encuestas más recientes apuntan a un crecimiento económico reducido en el tercer trimestre de 2023, que obedece no solo a la debilidad persistente de la actividad manufacturera, sino también a una desaceleración de los servicios, que hasta entonces habían mostrado resiliencia. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad de la zona del euro continuó descendiendo por debajo del umbral de expansión de 50 en julio y en agosto. El PMI de las manufacturas permaneció en terreno contractivo, dada la finalización del apoyo procedente de la mejora de las condiciones en las cadenas de suministro y de la disminución de los pedidos pendientes y de los nuevos pedidos (panel a del gráfico 5). Sin embargo, en los últimos meses, la debilidad se propagó a los servicios, y el PMI de actividad de este sector cayó por debajo del umbral de crecimiento nulo en agosto (panel b del gráfico 5). Este nivel refleja la desaparición gradual del efecto de la reapertura posterior a la pandemia sobre la demanda de servicios, que hasta hace poco fue un importante determinante del diferencial de crecimiento entre las manufacturas y los servicios intensivos en contacto social<sup>4</sup>. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea volvió a retroceder en agosto en los distintos sectores, lo que apunta a un claro debilitamiento de la dinámica de crecimiento en el tercer trimestre. La confianza de los consumidores se redujo ligeramente en agosto, lo que interrumpió la recuperación iniciada a finales de 2022, y se sitúa muy por debajo de su media de largo plazo. Ello sugiere unas perspectivas de demanda interna débiles. En conjunto, de los indicadores recientes se desprende que el avance del PIB sigue siendo débil en el tercer trimestre, ya que se espera que la atonía de la demanda externa y el endurecimiento de las condiciones de financiación lastren el crecimiento económico de la zona del euro.

<sup>4</sup> Para un análisis de los efectos de la reapertura y la dispersión de la actividad económica entre países y sectores, véase el recuadro titulado «¿Qué papel han desempeñado los efectos de la reapertura en los distintos países y sectores?» en este Boletín Económico.

## Gráfico 5

### PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2023.

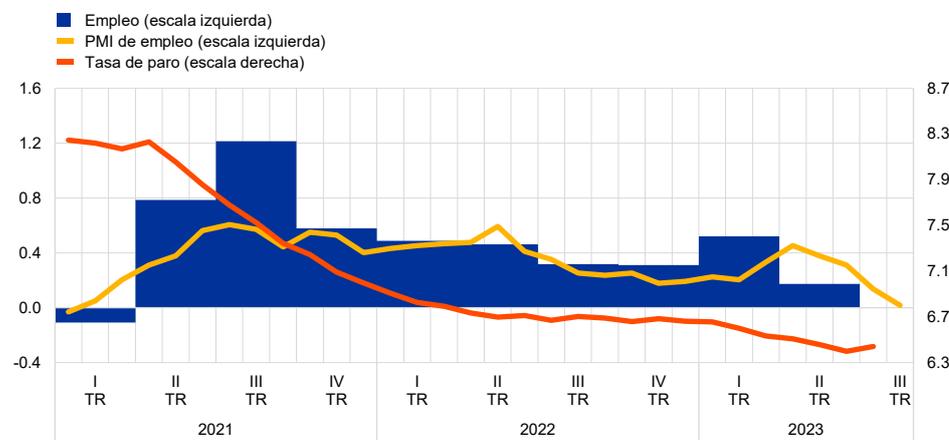
**El mercado de trabajo mantuvo su vigor en el segundo trimestre de 2023, pero el avance del empleo se ralentizó en un contexto de debilitamiento de la actividad económica.** El empleo y el total de horas trabajadas aumentaron un 0,2 % en ese trimestre. Desde el cuarto trimestre de 2019, el empleo ha crecido un 3,3 % y el número total de horas trabajadas un 1,9 % (gráfico 6). Esta evolución implica un descenso del 1,4 % de las horas medias trabajadas, que está relacionado con la persistente infrautilización del factor trabajo (la parte del factor trabajo que una empresa no utiliza plenamente durante su proceso productivo en un momento dado), así como con otros factores. Implícitamente se estima que la población activa se incrementó en unas 600.000 personas entre enero y julio, pero su crecimiento se ha ralentizado desde abril<sup>5</sup>. En julio, la tasa de paro fue del 6,4 %, prácticamente igual que en junio, y se mantiene en su nivel más bajo desde la creación del euro. La demanda de trabajo sigue siendo intensa, y la tasa de vacantes se mantiene básicamente estable, en el 3 %, 0,2 puntos porcentuales por debajo de su máximo desde el inicio de la serie.

<sup>5</sup> Para un análisis de la evolución reciente de la población activa y sus determinantes, véase el recuadro titulado «La población activa en la zona del euro: evolución y factores determinantes recientes» en este Boletín Económico.

## Gráfico 6

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

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



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

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

#### Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo sugieren una nueva ralentización del avance del empleo en el tercer trimestre de 2023.

El PMI mensual compuesto de empleo descendió desde un valor de 51,4 en julio hasta el 50,2 en agosto; un valor inferior al umbral de 50 indica una disminución del empleo. Este indicador ha retrocedido sustancialmente desde abril, mes en el que alcanzó un valor de 54,5. La caída reciente ha sido más acusada en los servicios —aunque el PMI permanece en terreno expansivo—, mientras que las manufacturas y la construcción se sitúan por debajo del umbral de 50. En el sector servicios, el retroceso fue mayor en los más vinculados con la actividad manufacturera, como el transporte y los servicios profesionales.

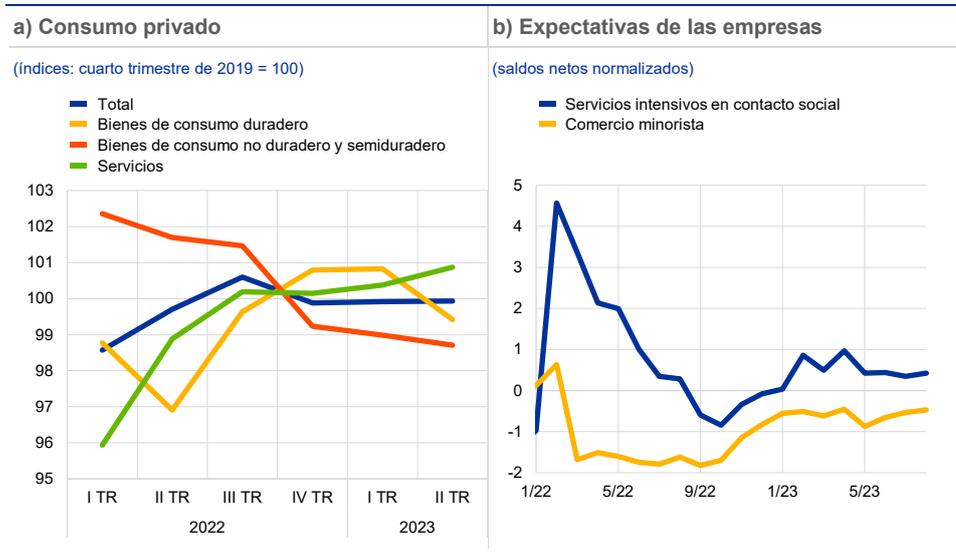
#### El consumo privado se estancó en el segundo trimestre de 2023, dado que el persistente descenso del gasto en bienes contrarrestó la demanda de servicios, todavía positiva (panel a del gráfico 7).

En términos intertrimestrales, las ventas minoristas aumentaron solo un 0,1 % en el segundo trimestre de 2023 y se redujeron un 0,2 % en julio, mientras que las matriculaciones de automóviles descendieron un 0,5 % en dicho trimestre, pero repuntaron un 3,7 % en julio. A diferencia de la disminución del gasto en bienes, en particular en los de consumo duradero y en alimentos, el consumo de servicios por parte de los hogares se incrementó un 0,5 % en el segundo trimestre, ya que continuó beneficiándose de la prolongación de los efectos de la reapertura<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Véase también el recuadro titulado «¿Qué papel han desempeñado los efectos de la reapertura en los distintos países y sectores?» en este Boletín Económico.

## Gráfico 7

### Indicadores del consumo privado real



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

Notas: En el panel a, los niveles de los componentes del consumo (concepto «interno») se ajustan para que se correspondan con el nivel del consumo privado total (concepto «nacional»). En el panel b, la demanda esperada de servicios intensivos en contacto social en los tres meses siguientes se normaliza para el período 2005-2019, mientras que la situación esperada en la actividad del comercio minorista en los tres meses siguientes se normaliza para el período 1985-2019. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 para el panel a y a agosto de 2023 para el panel b.

**Si bien las encuestas sugieren que persiste la debilidad del gasto en bienes, las expectativas de demanda de servicios intensivos en contacto social aún no se han ajustado a la baja.** El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea descendió en agosto, interrumpiéndose así la recuperación iniciada a finales de 2022, y se mantuvo por debajo de su media de largo plazo. Esto refleja el deterioro de las expectativas sobre las perspectivas económicas generales y la propia situación financiera de los hogares. Al mismo tiempo, los indicadores de la Comisión Europea de las expectativas de gasto en grandes compras de los consumidores y las de actividad del comercio minorista se mantuvieron en niveles reducidos. En cambio, la demanda esperada de servicios intensivos en contacto social no había experimentado aún ninguna corrección pronunciada a la baja desde mayo de 2023 y en agosto se mantenía por encima de su media histórica (panel b del gráfico 7). Del mismo modo, la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de julio mostró una caída de las expectativas de compra de electrodomésticos y otras grandes compras —lo que apunta a que persiste la debilidad del gasto en bienes de consumo duradero—, pero también que la demanda esperada de reservas de vacaciones sigue resistiendo. Es probable que la transmisión del endurecimiento de las condiciones de financiación a la economía real frene el endeudamiento de los hogares, siga incentivando con fuerza el ahorro y mantenga el avance del gasto en consumo en niveles reducidos a corto plazo.

**El crecimiento de la inversión empresarial se ralentizó de forma acusada en el segundo trimestre de 2023 y se espera una contracción en el tercero.** Si se excluyen los datos de los volátiles productos de propiedad intelectual (PPI) de Irlanda, la inversión, excluida la construcción, de la zona del euro experimentó una

desaceleración acusada en el segundo trimestre (hasta registrar una tasa intertrimestral del 0,4 %, frente al 1,2 % en el primer trimestre)<sup>7</sup>. La ralentización fue bastante generalizada en los distintos países, pero varió más en función de la clase de activos: la inversión en bienes de transporte repuntó, los PPI aumentaron a una tasa equivalente a su media de largo plazo y la inversión en maquinaria y equipo, excluido el transporte, disminuyó ligeramente (gráfico 8)<sup>8</sup>. El indicador PMI de producción de bienes de equipo se adentró considerablemente en terreno contractivo en agosto, habida cuenta de los continuos descensos de los nuevos pedidos y de los pendientes. La confianza sigue disminuyendo y la encuesta más reciente de la Comisión Europea muestra que una cuarta parte de las empresas dedicadas a la fabricación de bienes de equipo mencionan ahora la falta de demanda como factor limitador de la producción. Las perspectivas siguen sujetas a una elevada incertidumbre. Los *earnings calls* (presentaciones de resultados) de agosto sugieren que la confianza en los beneficios (que suele seguir razonablemente bien la evolución del excedente bruto de explotación de las empresas, aunque ambos indicadores van a la zaga de la dinámica más reciente) lleva recuperándose desde el pasado otoño, mientras que la necesidad de realizar inversiones verdes y digitales, impulsadas por los fondos NGEU, así como la elevada escasez de mano de obra en algunos sectores, ofrecen incentivos adicionales para invertir<sup>9</sup>. Con todo, siguen existiendo factores adversos considerables que afectan a la inversión en un contexto de desaceleración global y de empeoramiento de las condiciones de crédito<sup>10</sup>. Los *earnings calls* muestran que la percepción de los riesgos financieros se mantiene en un nivel sin precedentes, mientras que la encuesta *Global Business Outlook Survey* de S&P, que se lleva a cabo tres veces al año, sugiere un descenso de la inversión en los próximos doce meses, como reflejo del deterioro de las expectativas de actividad y rentabilidad en el futuro.

<sup>7</sup> La tasa general creció un 0,7 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre, después de contraerse un 0,2 % en el primero, como consecuencia de la fuerte volatilidad intertrimestral observada en los datos relativos a los PPI de Irlanda. Para más información sobre el impacto a más largo plazo de la volatilidad observada en Irlanda, véase el recuadro titulado «[Los activos intangibles de las multinacionales en Irlanda y su impacto en el PIB de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.

<sup>8</sup> De los seis países de la zona del euro que registraron una aceleración en el segundo trimestre, solo Francia lo hizo sin que se tratara simplemente de una mejora con respecto a la contracción experimentada en el primer trimestre.

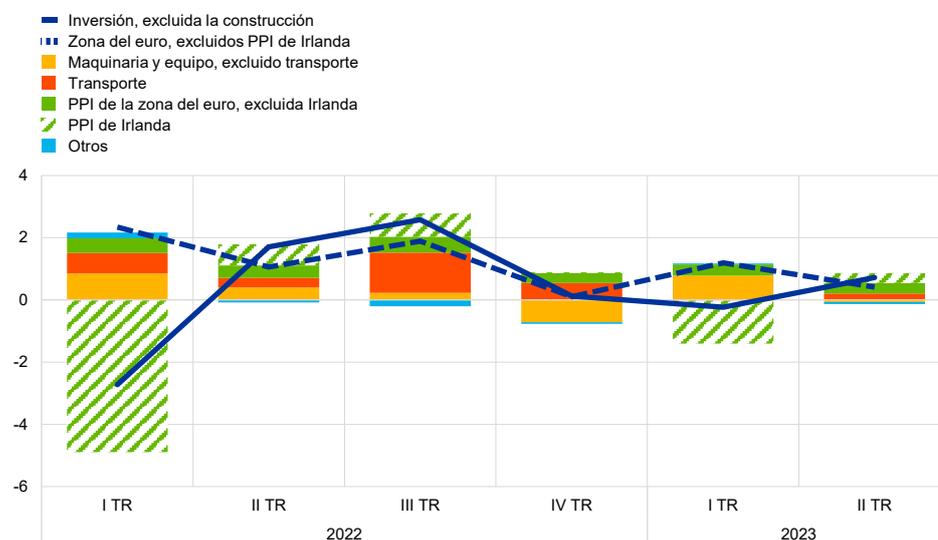
<sup>9</sup> Para información más detallada sobre la metodología de los datos de los *earnings calls*, véase el recuadro titulado «[Earnings calls: nueva evidencia sobre los beneficios, la inversión y las condiciones de financiación de las empresas](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023. Para conocer el impacto del cambio climático en la inversión, véase también el recuadro titulado «[El cambio climático y la inversión y financiación verde de las empresas de la zona del euro: resultados de la encuesta SAFE](#)» en este *Boletín Económico*.

<sup>10</sup> La encuesta del BCE sobre préstamos bancarios (BLS, por sus siglas en inglés) de julio anticipaba nuevos descensos de la demanda de las empresas de préstamos a largo plazo para inversión en capital fijo en el tercer y cuarto trimestre de 2023, mientras que las proyecciones para la zona del euro más recientes anticipan efectos moderadores más pronunciados en la inversión empresarial causados por la subida de los tipos de interés y las restricciones asociadas en la oferta de crédito (véase «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro](#)» publicadas en el sitio web del BCE el 14 de septiembre de 2023).

## Gráfico 8

### Inversión, excluida la construcción, y contribuciones de clases de activos

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: PPI se refiere a los productos de propiedad intelectual (principalmente intangibles). Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023.

### Después de registrar un descenso en el segundo trimestre de 2023, es probable que la inversión en vivienda siga contrayéndose a corto plazo.

En términos intertrimestrales, la inversión residencial se redujo un 1 % en el segundo trimestre de 2023, después de aumentar un 0,8 % en el primero. Los indicadores coyunturales apuntan a que continuará cayendo en los próximos trimestres. La producción del segmento de construcción de edificios se redujo significativamente en junio, lo que implica un efecto de arrastre negativo para el crecimiento en el tercer trimestre. Asimismo, en julio y agosto, el indicador de la Comisión Europea relativo a la evolución de la actividad de la construcción de edificios en los tres últimos meses cayó muy por debajo de su media del segundo trimestre, mientras que el PMI de producción de viviendas continuó disminuyendo por debajo del umbral de expansión hasta situarse en 35,7 en agosto, el nivel más bajo registrado hasta ahora en este año. Las débiles perspectivas de inversión en vivienda son acordes con la marcada tendencia a la baja de los visados de obra nueva residencial, que también se refleja cada vez más en la peor valoración de las carteras de pedidos por parte de las empresas en la encuesta de la Comisión Europea. El sentimiento con respecto a la vivienda, medido por la encuesta trimestral de la Comisión Europea de las intenciones de renovación, compra o construcción de vivienda de los hogares, empeoró levemente en el tercer trimestre de 2023. La percepción negativa se debe, sobre todo, a la fuerte subida de los tipos de interés y a su impacto adverso en la accesibilidad a la vivienda, aunque se compensa, en cierto modo, con la bajada de los precios de la vivienda. Esta menor accesibilidad a la vivienda, junto con el endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos para vivienda aplicados por las entidades de crédito, está afectando al dinamismo de la inversión residencial.

**El avance de las exportaciones siguió siendo tímido en el segundo trimestre, como reflejo de la debilidad de la demanda mundial, la anterior depreciación del euro y los elevados precios de la energía.** El crecimiento trimestral de las exportaciones reales fue negativo en el segundo trimestre, dado que la debilidad del comercio mundial frenó la demanda externa de bienes de la zona del euro. Además, la apreciación del euro, que comenzó en septiembre de 2022, ha reducido la competitividad de la zona del euro, y la subida de los precios de la energía en 2022 contribuyó a la debilidad de las exportaciones, sobre todo en los sectores intensivos en energía. Al mismo tiempo, la disminución de los pedidos pendientes observada durante los trimestres anteriores parece estar dejando de ser el principal factor impulsor de las exportaciones, puesto que las carteras de pedidos exteriores han retornado a los niveles previos a la pandemia. El crecimiento de las importaciones pasó a ser ligeramente positivo en el segundo trimestre, sobre todo como consecuencia del repunte experimentado tras un fuerte descenso en el primer trimestre. No obstante, en términos interanuales, las importaciones se redujeron en un contexto de atonía de la demanda interna. En conjunto, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue negativa en el segundo trimestre. Los indicadores prospectivos señalan la continuación de la debilidad de las exportaciones reales de la zona a corto plazo. La fortaleza relativa de las exportaciones de servicios observada hasta el momento parece estar desapareciendo, puesto que los exportadores de ese sector indicaron un deterioro de sus carteras de pedidos. Esta evolución parece reflejar una ralentización de la demanda embalsada de servicios tras la reapertura de los servicios intensivos en contacto social después de la pandemia, así como algunos efectos de contagio derivados de la debilidad de las manufacturas, sector en el que los exportadores mencionaron una caída adicional de los nuevos pedidos.

**Más allá del corto plazo, se espera que la actividad de la zona del euro se recupere, respaldada por el aumento de las rentas reales.** El ritmo de avance del PIB se aceleraría, favorecido por la disminución de las presiones inflacionistas y la fortaleza del crecimiento de las rentas del trabajo, lo que permitiría una recuperación de la renta real disponible y del consumo privado. Con todo, el impacto de estos factores positivos se vería contrarrestado por el efecto de la subida de los tipos de interés y del endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito que se está transmitiendo cada vez más a la economía real.

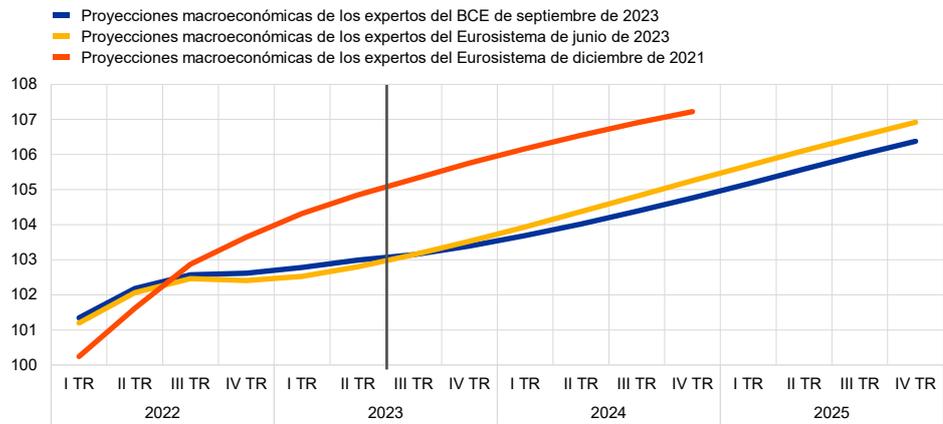
**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2023, el crecimiento anual del PIB real se ralentizará hasta el 0,7 % en 2023 y después se recuperará hasta situarse en el 1 % en 2024 y el 1,5 % en 2025 (gráfico 9).** En comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales para 2023, en 0,5 puntos porcentuales para 2024 y en 0,1 puntos porcentuales para 2025, debido a una rebaja significativa de las perspectivas a corto plazo como consecuencia del deterioro de los indicadores de opinión, del endurecimiento de las condiciones de financiación (incluidos efectos más adversos sobre la oferta de crédito) y del fortalecimiento del euro.

Los riesgos para el crecimiento económico apuntan a la baja. El crecimiento podría moderarse si los efectos de la política monetaria son más intensos de lo esperado, o si la economía mundial se debilita debido, por ejemplo, a una ralentización más acusada en China. En cambio, el crecimiento podría ser mayor de lo proyectado si la fortaleza del mercado de trabajo, el aumento de las rentas reales y el descenso de la incertidumbre hacen que los particulares y las empresas tengan más confianza y aumenten su nivel de gasto.

### Gráfico 9

#### PIB real de la zona del euro (incluidas proyecciones)

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



Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2023](#).  
Nota: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección.

### 3 Precios y costes

*Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación se situó en el 5,3 % en agosto de 2023, igual que en julio<sup>11</sup>. Esta tasa de inflación general, que se mantuvo inalterada en agosto, ocultó tasas más bajas para todos los componentes principales, excepto para la tasa de variación de los precios de la energía, que fue menos negativa que en el mes anterior. Los riesgos al alza para la inflación incluyen la posible reaparición de presiones alcistas sobre los costes de la energía y de los alimentos. Unas condiciones meteorológicas adversas y una mayor propagación de la crisis climática podrían impulsar una subida de los precios de los alimentos mayor de lo esperado. Los indicadores de la inflación subyacente volvieron a descender, pero permanecieron niveles altos que reflejan, entre otros factores, intensas presiones salariales. Un aumento duradero de las expectativas de inflación por encima del objetivo del BCE, o incrementos de los salarios o de los márgenes de beneficio mayores de lo previsto, podrían hacer subir la inflación, también a medio plazo. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2023, la inflación general continuará su tendencia descendente y se situará, en promedio, en el 5,6 % en 2023, el 3,2 % en 2024 y el 2,1 % en 2025.*

**Tras descender durante nueve meses consecutivos después del máximo registrado en octubre de 2022, la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) no experimentó cambios en agosto de 2023 (gráfico 10).** La tasa de inflación general, que se mantuvo inalterada en el 5,3 %, fue resultado de una tasa de variación de los precios de la energía menos negativa que compensó la caída de las de los alimentos, los bienes industriales no energéticos y los servicios. El aumento de la inflación de la energía hasta el -3,3 % en agosto, desde el -6,1 % de julio, se debió a un fuerte avance intermensual impulsado por el encarecimiento del petróleo y, en consecuencia, también de los combustibles. La tasa de variación de los precios de los alimentos siguió disminuyendo, desde el 10,8 % en julio hasta el 9,8 % en agosto, debido a las menores tasas de inflación de los alimentos no elaborados y de los elaborados. Con todo, la inflación de estos últimos continuó registrando tasas de dos dígitos (10,4 %) en agosto, ya que la reciente moderación de las presiones latentes aún no se ha trasladado a los precios minoristas. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se redujo desde el 5,5 % en julio hasta el 5,3 % en agosto, debido al leve retroceso de sus dos componentes principales, los bienes industriales no energéticos y los servicios. La tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a caer hasta situarse en el 4,8 % en agosto, desde el 5 % observado en julio, como reflejo de relajación de las anteriores presiones inflacionistas latentes derivadas de los cuellos de botella en la oferta y los precios energéticos, así como del debilitamiento de la demanda. En general, la inflación de los servicios siguió siendo más persistente y se situó en el 5,4 % en junio, el 5,6 % en julio y el 5,5 % en agosto. Es probable que esta evolución se viera

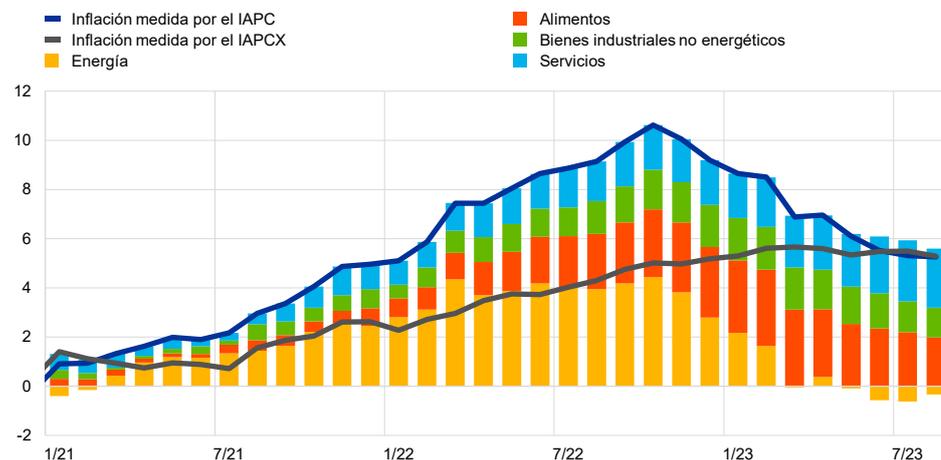
<sup>11</sup> En los datos definitivos de Eurostat, la tasa de inflación general correspondiente a agosto se revisó a la baja, hasta el 5,2 %, después de la fecha límite de recepción de los datos.

respaldada por los servicios relacionados con el turismo y los viajes y la hostelería, y por el elevado crecimiento de los salarios.

### Gráfico 10

#### Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

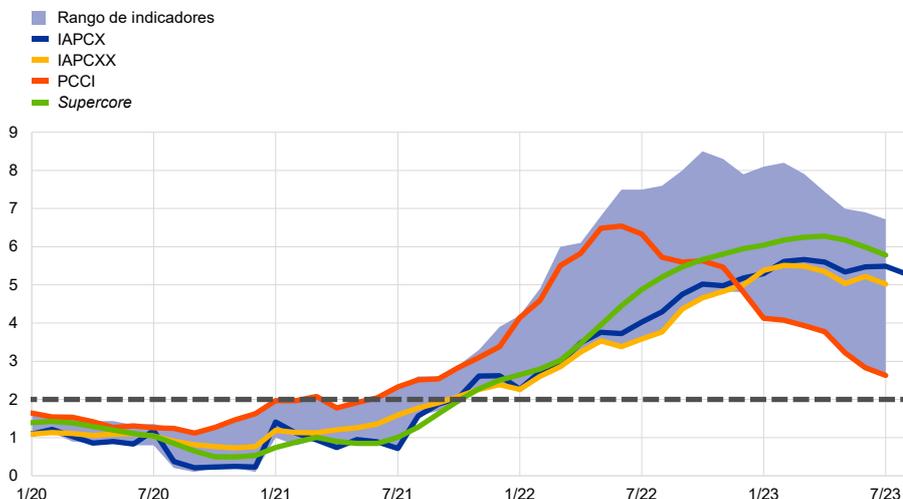
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2023 (estimación de avance).

**Aunque, en general, la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron en niveles elevados, siguieron disminuyendo debido a la desaparición gradual del efecto de las perturbaciones anteriores relacionadas con los costes de la energía y con las cadenas de suministro, así como a los desajustes entre la demanda y la oferta (gráfico 11).** Aunque ya se dispone de la tasa inflación medida por el IAPCX correspondiente a agosto, los últimos datos procedentes de otros indicadores de la inflación subyacente se refieren a julio. Las tasas de crecimiento interanual de la mayoría de los indicadores registraron un descenso en julio. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, se redujo desde el 6 % en junio hasta el 5,8 % en julio, mientras que el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) basado en modelos cayó desde el 2,8 % hasta el 2,6 %. Pese a que la mayoría de los indicadores están disminuyendo, todavía existe mucha incertidumbre en torno a la dinámica de la inflación subyacente, como se desprende del amplio rango de valores de los indicadores y sus elevados niveles.

## Gráfico 11

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX; el IAPCXX (IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado); las medias recortadas al 10 % y al 30 %; el PCCI (componente persistente y común de la inflación) 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 agosto de 2023 (estimación de avance) para el IAPCX y a julio de 2023 para los demás indicadores.

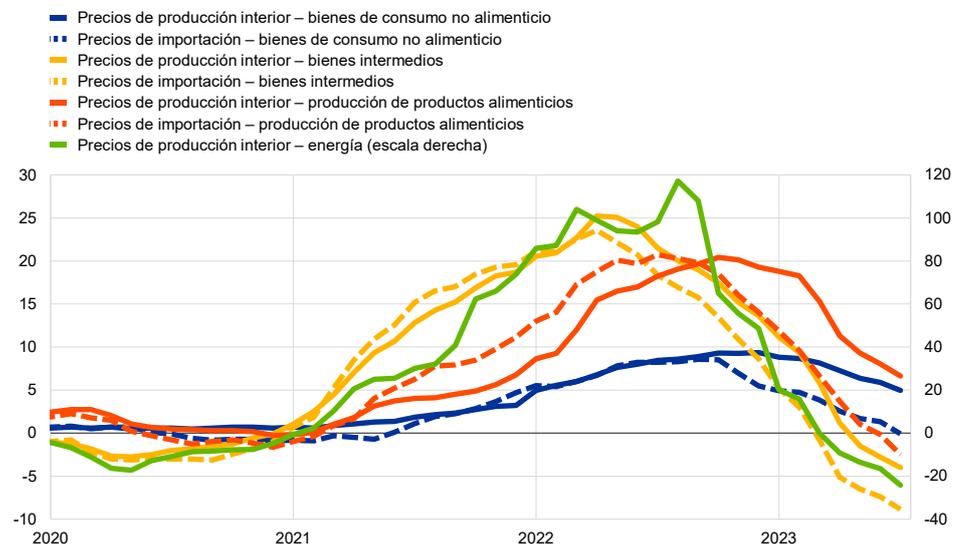
### Las presiones latentes continuaron disminuyendo conforme los efectos acumulados de las perturbaciones inflacionistas anteriores siguieron disipándose (gráfico 12).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, las presiones inflacionistas siguieron reduciéndose de forma considerable en julio. La tasa de variación de los precios de producción interior de los bienes intermedios, que lleva en niveles negativos desde mayo, se redujo desde el  $-2,8$  % en junio hasta el  $-4$  % en julio, mientras que la de los precios de importación de estos bienes descendió hasta el  $-8,9$  %. La tasa de variación de los precios de producción de la energía, en terreno negativo desde abril, cayó sustancialmente y se situó en el  $-24,3$  % en julio, frente al  $-16,5$  % observado en junio, debido a la desaparición progresiva de los efectos de las anteriores perturbaciones de los precios de la energía. En las fases posteriores del proceso de formación de precios, el crecimiento de los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio disminuyó hasta el  $5$  % en julio, lo que confirma la relajación gradual de las presiones latentes acumuladas en los bienes de consumo. Lo mismo puede afirmarse de las presiones latentes en el segmento de bienes de consumo alimenticio, en el que la tasa de variación de los precios de producción interior de los productos alimenticios volvió a caer en julio, aunque se mantuvo en una cota elevada (el  $6,6$  %). La tasa de avance interanual de los precios de importación de estas categorías siguió descendiendo hasta situarse en niveles negativos en julio. Los movimientos del tipo de cambio del euro en los últimos meses continúan afectando a la magnitud y a las fluctuaciones de la dinámica de los precios de importación, y su reciente fortalecimiento ha contribuido a la relajación de las presiones inflacionistas.

## Gráfico 12

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

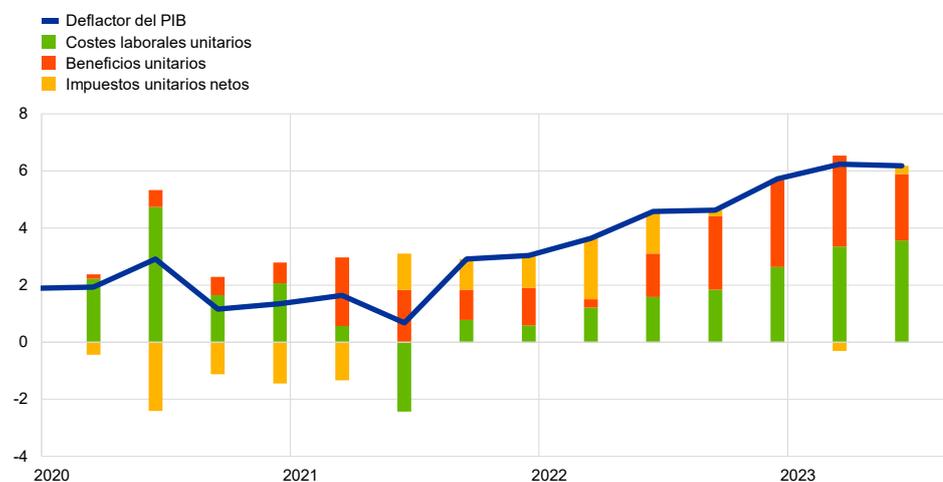
Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2023.

**Las presiones de costes de origen interno, medidas por el avance del deflactor del PIB, no variaron en el segundo trimestre de 2023, dado que la creciente contribución de los costes laborales se vio compensada por la menor aportación de los beneficios (gráfico 13).** La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se situó en el 6,2 % en el segundo trimestre, sin variación con respecto al trimestre anterior. La aportación de los beneficios unitarios al deflactor del PIB se redujo de 3,2 puntos porcentuales en el trimestre precedente a 2,3 puntos porcentuales, lo que compensó la mayor contribución de los costes laborales unitarios —que fue de 3,6 puntos porcentuales, frente a los 3,3 puntos porcentuales del trimestre anterior— y los impuestos unitarios (netos de subvenciones). El incremento de los costes laborales unitarios tuvo su origen en una tasa de crecimiento interanual más negativa de la productividad del trabajo, mientras que el ritmo de avance interanual de la remuneración por asalariado se mantuvo sin cambios en el 5,5 %. Los salarios negociados crecieron a una tasa que prácticamente tampoco varió en el segundo trimestre de 2023 y se situó en el 4,3 %, frente al 4,4 % registrado en el trimestre precedente. La información de carácter prospectivo procedente de las negociaciones salariales concluidas recientemente no muestra aún señales claras de un punto de inflexión en el avance de los salarios.

### Gráfico 13

#### Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

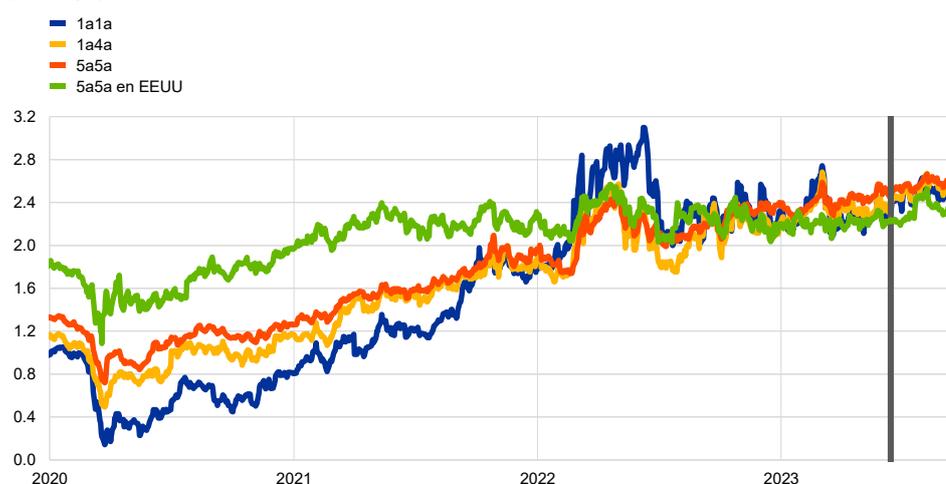
**Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo y los indicadores de mercado de la compensación por inflación ajustados por las primas de riesgo permanecieron en torno al 2 %.** Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al tercer trimestre de 2023 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*), la mediana de las expectativas a largo plazo se situaba en el 2 %. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) aumentaron en los distintos plazos a lo largo del período de referencia, dado que el encarecimiento de la energía y la persistencia de la inflación subyacente llevaron a los participantes en los mercados a revisar al alza sus perspectivas de inflación (gráfico 14). Sin embargo, estos factores, se vieron parcialmente contrarrestados por unas perspectivas de crecimiento peores de lo esperado para la zona del euro en la última parte del período considerado. En conjunto, el tipo *swap* de inflación (ILS) a un año dentro de un año ascendió unos 20 puntos básicos y se situó en el 2,6 %. En los plazos más largos, el tipo ILS a cinco años dentro de cinco años se incrementó 15 puntos básicos, hasta situarse en torno al 2,6 %, ligeramente por debajo del máximo de varios años registrado a principios de agosto. Pese a seguir un patrón similar al de las tasas de inflación implícitas equivalentes de Estados Unidos, los tipos *swap* de inflación a largo plazo de la zona del euro se mantienen en niveles elevados en términos históricos. No obstante, es importante señalar que los indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en el mercado, dado que contienen primas de riesgo de inflación que compensan ese riesgo. Las estimaciones basadas en modelos indican que las primas de riesgo de inflación son el origen de una parte significativa del aumento de los precios de mercado de la compensación por inflación en los plazos más cortos y la mayor parte del incremento en los plazos más largos. Por el lado del consumo, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de

julio de 2023 se señaló que la tasa de inflación mediana esperada en los doce meses siguientes se mantuvo sin variación en el 3,4 %, mientras que la tasa esperada a tres años vista aumentó desde el 2,3 % hasta el 2,4 %. Aunque los indicadores de la incertidumbre en torno a la inflación de esta encuesta han descendido ligeramente con respecto a sus niveles máximos, permanecen en cotas relativamente elevadas.

### Gráfico 14

#### Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico 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 (5a5a) para Estados Unidos. Las últimas observaciones corresponden al 13 de septiembre de 2023.

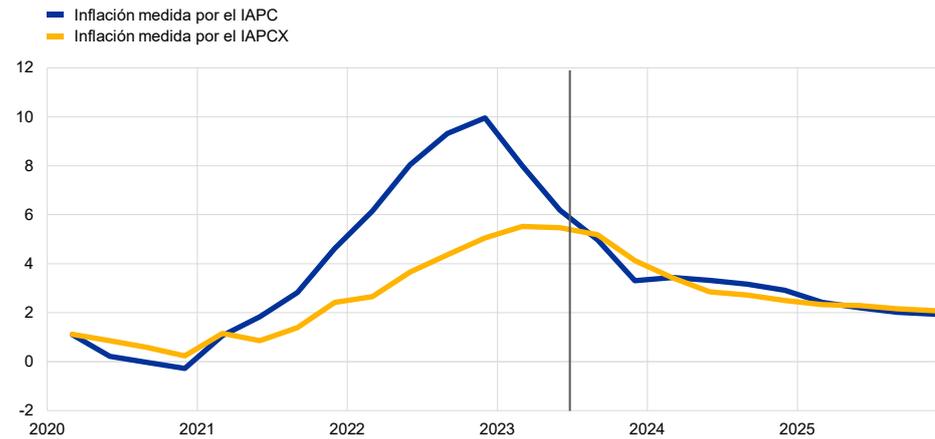
**Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2023, la inflación general continuará su senda descendente y se situará, en promedio, en el 5,6 %, en 2023, el 3,2 % en 2024 y el 2,1 % en 2025 (gráfico 15).** Esta senda desinflacionista hacia el objetivo del 2 % refleja la desaparición progresiva de los efectos de anteriores perturbaciones energéticas y de otras presiones latentes, así como que las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas. El perfil también se ha visto afectado inicialmente por fuertes efectos de base a la baja relacionados con la inflación de la energía y de los alimentos. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de los salarios se reducirá de forma gradual a partir de mediados de 2023, pero se mantendrá en niveles elevados durante el horizonte de proyección y pasará a ser el principal determinante de la inflación medida por el IAPCX. Este crecimiento obedece a la subida de los salarios mínimos y a la compensación por la inflación, en un contexto de mercados de trabajo tensionados, aunque en proceso de enfriamiento. Se espera que los márgenes empresariales, que aumentaron sustancialmente el año pasado, amortigüen la transmisión de los costes laborales a los precios finales a medio plazo. Asimismo, una política monetaria más restrictiva debería frenar cada vez más la inflación subyacente. En comparación con las proyecciones de junio de 2023, la inflación general se ha revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2023 y 2024 como reflejo de una senda más elevada de los precios de la energía, y se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales

para 2025 debido a los efectos moderadores de la apreciación del euro, el endurecimiento de las condiciones de financiación y el debilitamiento de las condiciones cíclicas.

### Gráfico 15

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

(tasas de variación interanual)



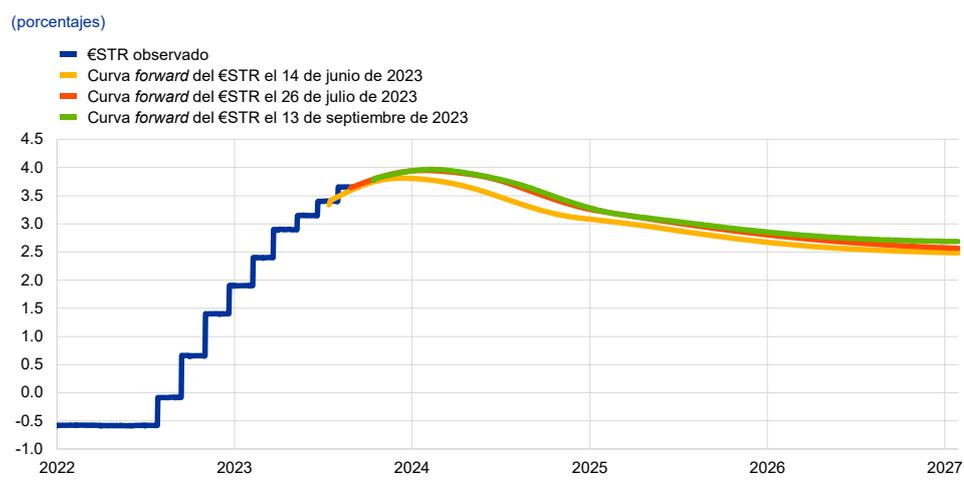
Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2023](#).  
Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 (datos) y al cuarto trimestre de 2025 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2023 se finalizaron a finales de agosto y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 22 de agosto de 2023. Los datos históricos y los datos observados de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

*Los mercados financieros de la zona del euro finalizaron el período de referencia (del 15 de junio al 13 de septiembre de 2023) con pocas variaciones en general, habiendo registrado ciertas fluctuaciones durante el período. Los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro se incrementaron conforme las expectativas de endurecimiento de la política monetaria se afianzaron en un contexto de algunas presiones al alza sobre las perspectivas de inflación. Estas expectativas relativas a los tipos de interés oficiales se vieron atemperadas por la mayor debilidad de los datos de la zona del euro sobre la economía real y por cierta moderación del ritmo de crecimiento económico mundial. En consecuencia, al final del período analizado, la curva forward del tipo a corto plazo del euro (€STR) alcanzó un máximo de alrededor del 4 % en el primer trimestre de 2024, descontando así un endurecimiento adicional moderado de la política monetaria. Los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro aumentaron en paralelo a los indicadores de mercado de la compensación por inflación, aunque en menor medida que ellos, ya que la preocupación por el crecimiento afectó a los rendimientos de la deuda pública. En general, los diferenciales de la deuda soberana mostraron capacidad de resistencia ante las sorpresas macroeconómicas negativas. Por otra parte, las reinversiones en el marco del programa de compras de activos (APP), que finalizaron en julio de 2023 según lo anunciado, se han ido absorbiendo con fluidez. Los diferenciales de los bonos emitidos por sociedades no financieras en el segmento de alta rentabilidad se ampliaron levemente, una evolución acorde con la elevada exposición de estos emisores al ciclo económico. Los índices bursátiles amplios de la zona del euro retrocedieron, dado que las perspectivas de peores beneficios provocaron un descenso de las valoraciones bursátiles de las sociedades no financieras, pese a la recuperación de las cotizaciones del sector bancario. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció.*

**Al final del período de referencia, el pico de la curva forward del €STR, situado en un máximo de alrededor del 4 % en el primer trimestre de 2024, se encontraba ligeramente por encima del nivel observado al inicio del período, a mediados de junio (gráfico 16).** El €STR —tipo de interés de referencia— se situó, en promedio, en el 3,5 % durante el período considerado y siguió de cerca las variaciones del tipo de interés de la facilidad de depósito, que el Consejo de Gobierno había incrementado en 25 puntos básicos (del 3,25 % al 3,5 %) en su reunión de política monetaria del 15 de junio de 2023 y en otros 25 puntos básicos (del 3,5 % al 3,75 %) en su reunión del 27 de julio. El exceso de liquidez se redujo en unos 463 mm de euros hasta situarse en 3.681 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). Los tipos a corto y a medio plazo de la curva forward del OIS (*overnight index swap*), que se basa en el €STR, aumentaron tras la reunión de junio, ya que los participantes en el mercado revisaron al alza sus expectativas relativas a los tipos de interés oficiales. Posteriormente, los tipos forward se redujeron ligeramente debido al deterioro de las perspectivas macroeconómicas en la zona del euro y a nivel mundial, pero volvieron a elevarse hacia el final del período de referencia al afianzarse más las expectativas de endurecimiento de la política monetaria. La decisión del Consejo de Gobierno de

julio de subir los tipos de interés oficiales y de fijar en el 0 % la remuneración de las reservas mínimas no afectó de forma significativa a los tipos *forward*. Al final del período analizado, el pico de la curva *forward*, situado en un máximo de alrededor del 4 % en el primer trimestre de 2024, se registró algo más tarde de lo que se desprendía de los tipos *forward* a mediados de junio. Las expectativas relativas a los tipos de interés oficiales inferidas de la curva *forward* están básicamente en línea con las obtenidas de encuestas.

**Gráfico 16**  
Tipos *forward* del €STR



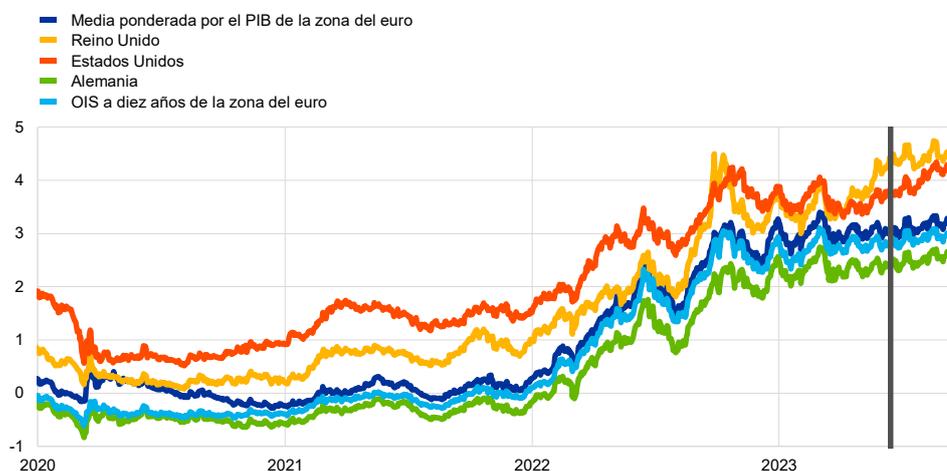
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

**Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro se incrementaron ligeramente y solo reprodujeron de manera parcial los aumentos de sus equivalentes de Estados Unidos (gráfico 17).** Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro registraron un alza moderada, y el tipo OIS a diez años de la zona del euro se elevó 14 puntos básicos hasta situarse en torno al 3 % durante el período analizado. El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB experimentó una subida similar y se situó en el 3,3 %. Los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro siguieron la evolución de los indicadores de mercado de la compensación por inflación, que se incrementaron como consecuencia, en gran parte, de las mayores primas de riesgo de inflación (véase sección 3). El avance de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos fue superior al observado en la zona del euro, debido a unas perspectivas macroeconómicas más favorables. Esta diferencia en las perspectivas afectó a los tipos de interés a largo plazo de la zona, sobre todo durante la última parte del período de referencia, ya que las sorpresas macroeconómicas negativas provocaron una reversión parcial de las anteriores subidas. La inversión de la curva de tipos libres de riesgo disminuyó levemente durante el período considerado, pero continúa en niveles históricamente elevados.

### Gráfico 17

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

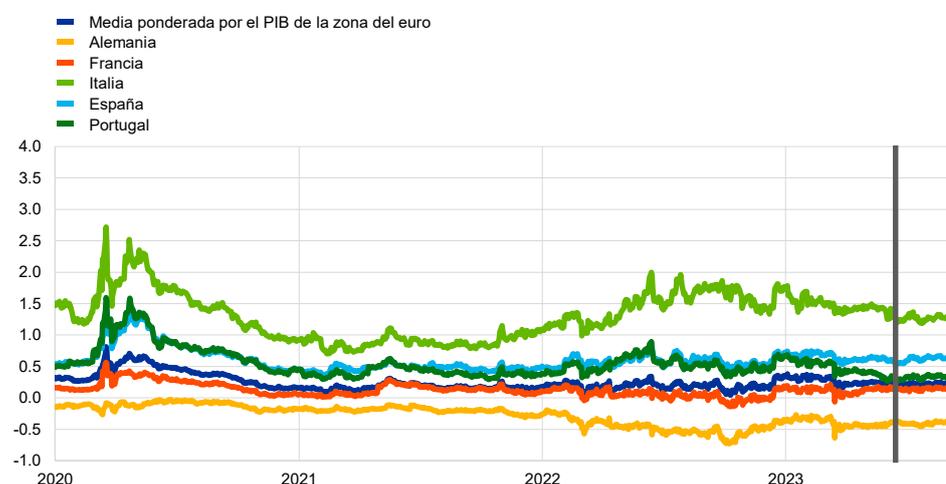
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (15 de junio de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 13 de septiembre de 2023.

**Los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro solo registraron un ligero aumento, pese al debilitamiento de las perspectivas económicas y la finalización de las reinversiones en el marco del APP (gráfico 18).** El diferencial de rendimiento medio de la deuda soberana de la zona del euro ponderado por el PIB con respecto al tipo OIS basado en el €STR aumentó 6 puntos básicos durante el período de referencia y se situó en un nivel solo moderadamente superior al observado antes de que el BCE comenzara a normalizar la política monetaria. Los diferenciales de la deuda soberana de las distintas jurisdicciones se ampliaron de forma desigual, y los correspondientes a Italia y España registraron los mayores incrementos, de 20 y 15 puntos básicos respectivamente. Los mercados de deuda soberana mostraron capacidad de resistencia no solo ante el deterioro de las perspectivas macroeconómicas, sino también ante la menor presencia del Eurosistema en el mercado. La ausencia de presiones alcistas significativas sobre los diferenciales, pese a la finalización de las reinversiones en el contexto del APP en julio y los niveles mínimos de liquidez que suelen observarse en el verano, sugiere que los inversores privados continúan absorbiendo sin grandes dificultades los bonos que ya no adquiere el Eurosistema.

### Gráfico 18

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (15 de junio de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 13 de septiembre de 2023.

**Los diferenciales de los bonos de las sociedades no financieras (SNF) se ampliaron ligeramente en un contexto de empeoramiento de la economía de la zona del euro.** Los diferenciales de los bonos emitidos por las SNF se incrementaron 5 puntos básicos en el segmento de alta rentabilidad. En cambio, los de los bonos emitidos por las entidades financieras se estrecharon. Esta divergencia obedece a que el impacto del deterioro de las perspectivas económicas ha sido más intenso para las SNF de mayor riesgo que para las entidades financieras, ya que estas últimas siguen beneficiándose de las subidas de los tipos de interés. Las emisiones brutas de bonos por parte de SNF de alta rentabilidad continuaron siendo reducidas, mientras que las realizadas por SNF con calificación de grado de inversión mantuvieron un ritmo similar al de años anteriores, reflejo de la evolución de los diferenciales de los bonos en todo el abanico de calificaciones.

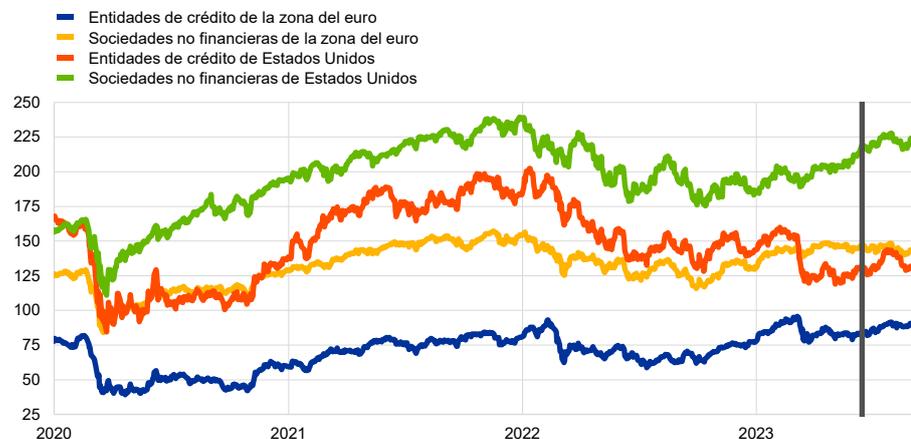
**Los precios de las acciones de la zona del euro descendieron durante el período de referencia, ya que las perspectivas de peores beneficios provocaron una caída de las valoraciones bursátiles de las SNF (gráfico 19).**

Los índices bursátiles amplios de la zona del euro retrocedieron un 2,9 % durante el período analizado, mientras que los de Estados Unidos se incrementaron un 1,1 %. El peor comportamiento observado en la zona del euro obedece a caídas de las cotizaciones de las SNF atribuibles a las sorpresas negativas sobre resultados y a revisiones a la baja de las expectativas de beneficios. En el sector no financiero, los mayores descensos de los precios de las acciones se registraron en los sectores de consumo discrecional, industrial y tecnológico, que se vieron muy influenciados por el deterioro de las perspectivas macroeconómicas en la zona del euro y a nivel mundial. En cambio, las cotizaciones del sector bancario de la zona del euro aumentaron un 3,9 %, superando a las del sector bancario estadounidense.

## Gráfico 19

### Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2016 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (15 de junio de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 13 de septiembre de 2023.

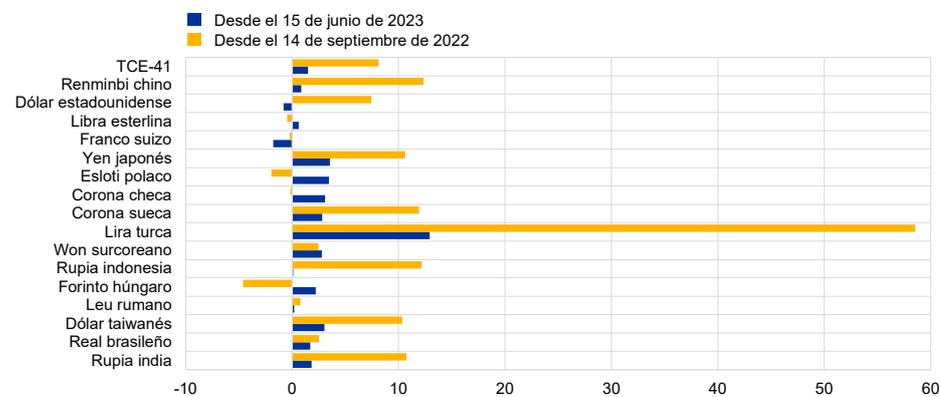
**En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció, pese a experimentar una leve depreciación frente al dólar estadounidense (gráfico 20).** Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se apreció ligeramente (1,5 %).

En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral frente a las principales monedas, el euro experimentó una leve depreciación frente al dólar estadounidense (-0,8 %), ya que las noticias económicas recientes han sido más positivas en Estados Unidos que en la zona del euro. Por tanto, la apreciación del euro en términos efectivos nominales se vio respaldada por un fortalecimiento frente a la mayoría de las demás monedas. La moneda única se apreció frente al yen japonés (3,5 %) y frente al renminbi chino (0,8 %) en un contexto de intervenciones de las autoridades chinas para contrarrestar las presiones a la baja sobre su divisa ligadas al deterioro de las perspectivas de crecimiento. El euro también se fortaleció frente a la lira turca (12,9 %) durante el período considerado, pero en las últimas semanas se ha estabilizado en un entorno de subidas de los tipos de interés por parte del banco central de la República de Turquía.

## Gráfico 20

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 13 de septiembre de 2023.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

*El endurecimiento de la política monetaria del BCE ha continuado transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación generales. Los costes de financiación de las entidades de crédito siguieron aumentando como consecuencia de las subidas adicionales de los tipos de interés de los depósitos y de la reducción en curso del exceso de liquidez. En julio de 2023, los tipos de interés de los préstamos bancarios también se elevaron de nuevo y alcanzaron los niveles más altos observados desde 2008 en el caso de las empresas y desde 2012 en el de los hogares. En el período comprendido entre el 15 de junio y el 13 de septiembre de 2023, el coste de la financiación de las sociedades no financieras mediante valores de renta fija y, sobre todo, mediante acciones se incrementó. La debilidad del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares prosiguió en julio, en un entorno de tipos de interés más altos, de menor demanda de préstamos a causa de los recortes en los planes de gasto y del mayor endurecimiento de los criterios de aprobación, así como de solidez de los beneficios no distribuidos. En julio, los agregados monetarios se contraían al ritmo interanual más rápido del que se tiene constancia, debido al débil crecimiento del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema.*

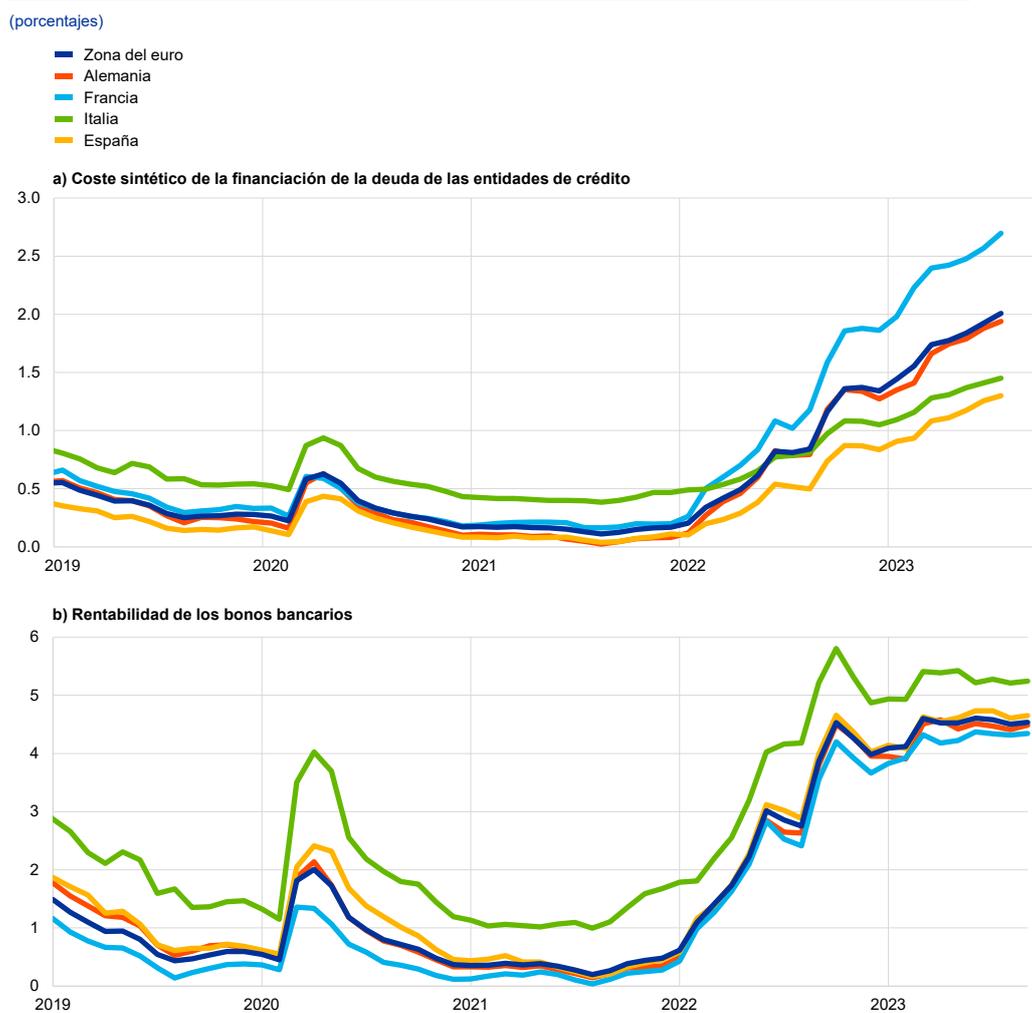
**Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro siguieron aumentando como consecuencia de las subidas adicionales de los tipos de interés de los depósitos.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro volvió a elevarse en julio de 2023, alcanzando su nivel más alto en más de diez años (panel a del gráfico 21). Este ascenso es reflejo, principalmente, de los mayores tipos de los depósitos, dado que la rentabilidad de los bonos bancarios se mantuvo estable en general, moviéndose en línea con los tipos de interés libres de riesgo a plazos más largos (panel b del gráfico 21)<sup>12</sup>. Los tipos de interés de los depósitos continuaron incrementándose de manera sostenida, con algunas variaciones entre instrumentos y sectores (es decir, fueron más elevados para los depósitos de las empresas que para los de los hogares). Los depositantes han reaccionado a la ampliación del diferencial de tipos entre los depósitos a la vista y los depósitos a plazo desplazando sus tenencias de los primeros a los segundos y a otros instrumentos con una remuneración más alta. La transmisión de las subidas de los tipos de interés oficiales del BCE a los tipos de los depósitos ha variado significativamente de unas entidades a otras, lo que, a su vez, se ha visto acompañado de una redistribución de los depósitos entre bancos. Los ahorradores han movido los depósitos de entidades que ofrecen una remuneración menos atractiva a otras que han elevado la remuneración de estos productos a un ritmo más rápido. Las emisiones de bonos bancarios que se remuneran por encima de los tipos de los depósitos y de los tipos de interés oficiales del BCE han aumentado desde septiembre de 2022, en un contexto de retirada gradual de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y de disminución de los depósitos a la vista. El proceso de eliminación

<sup>12</sup> Si el aumento del coste de la financiación interbancaria se hubiera incluido también en el cálculo de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito, los costes de financiación en su conjunto se hubieran incrementado de forma aún más acusada desde que comenzó el ciclo de subidas de tipos, aunque partiendo de un nivel más bajo.

progresiva de las TLTRO, que también contribuyó a reducir el exceso de liquidez en un entorno en el que todavía era abundante, ha llevado a los bancos a recurrir en mayor medida a valores representativos de deuda y a instrumentos del mercado monetario, así como a competir más activamente por los depósitos.

### Gráfico 21

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



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

Notas: Los tipos de interés sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones se refieren a julio de 2023 para los tipos de interés sintéticos de la financiación de la deuda de las entidades de crédito y al 13 de septiembre de 2023 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

**Los balances de las entidades de crédito han sido sólidos en general, pese a deterioro del entorno económico.** En los primeros meses de 2023, las entidades de la zona del euro continuaron aumentando su capitalización, pese a los mayores compromisos de *payout* (véase recuadro 7), y la última prueba de resistencia ha confirmado su capacidad para hacer frente a perturbaciones económicas y financieras en un escenario adverso. Un sistema bancario bien capitalizado es fundamental para asegurar la provisión sostenible de crédito a la economía real en

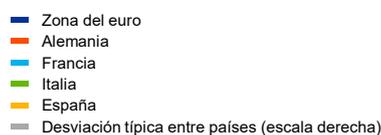
condiciones adecuadas. A pesar del incremento de los costes de financiación de las entidades de crédito y de los menores volúmenes de crédito, la rentabilidad bancaria se benefició de los mayores márgenes de intermediación a principios de 2023. En paralelo, las ratios de préstamos dudosos se elevaron ligeramente en un entorno de debilitamiento de las perspectivas económicas, mientras que los gastos por provisiones se mantuvieron contenidos.

**Los tipos de interés de los préstamos han aumentado con mayor rapidez que en ciclos de alzas anteriores, lo que refleja, principalmente, el ritmo más acelerado de las subidas de los tipos oficiales.** Los tipos de interés oficiales del BCE se han incrementado sustancialmente en un breve período (concretamente 425 puntos básicos en total entre julio de 2022 y el 13 septiembre de 2023). Estas subidas se están transmitiendo a las condiciones del crédito bancario, con un ascenso de los tipos de interés aplicados a los préstamos y un endurecimiento acusado de los criterios de aprobación. El aumento de los tipos de interés de los préstamos es mayor para las empresas que para los hogares, tanto en los distintos países (gráfico 22) como en lo referente a los períodos de fijación de los tipos. Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras (SNF) se elevaron hasta el 4,93 % en julio (su nivel más alto desde finales de 2008), comparado con el 4,78 % de junio de 2023 y el 1,83 % de junio de 2022, antes de que el BCE comenzara a subir sus tipos de interés oficiales. El incremento de los tipos aplicados a los préstamos fue generalizado, registrándose las mayores alzas en los préstamos a más de un año de fijación del tipo de interés, con cierta heterogeneidad entre países. El diferencial de tipos entre los préstamos bancarios de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros concedidos a las empresas de la zona del euro se amplió ligeramente en julio (hasta los 48 puntos básicos), aunque, en términos históricos, se mantuvo estable en niveles reducidos y con cierta disparidad de un país a otro. Los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios a hogares para adquisición de vivienda también se incrementaron en julio y se situaron en el 3,75 % —el nivel más alto desde enero de 2012—, comparado con el 1,97 % de junio de 2022 y el 3,70 % de junio de 2023. El aumento de julio se debió al alza de los tipos de interés de las hipotecas a tipo fijo y, especialmente, de las de tipo variable, con cierta heterogeneidad entre países. Los resultados de la [encuesta sobre las expectativas de los consumidores](#) de julio de 2023 llevada a cabo por el BCE sugieren que los consumidores esperaban que los tipos de interés hipotecarios se estabilizaran algo por encima de los niveles actuales en los doce meses siguientes, posiblemente debido a que el ciclo de endurecimiento se encuentra en una fase avanzada. 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 ese mismo período.

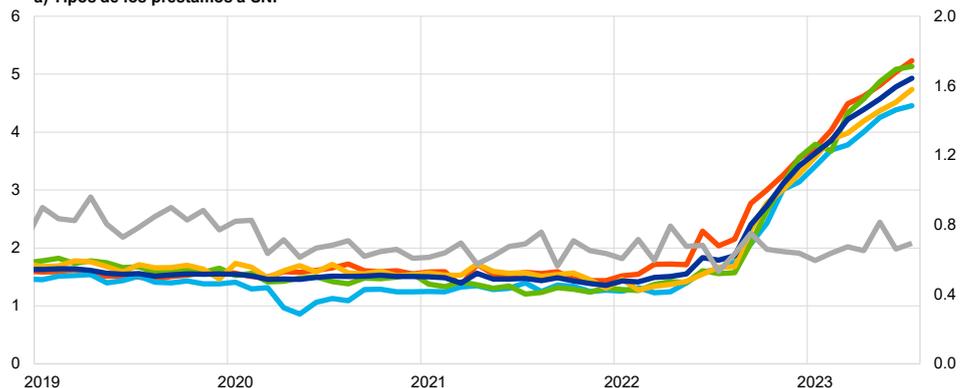
## Gráfico 22

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

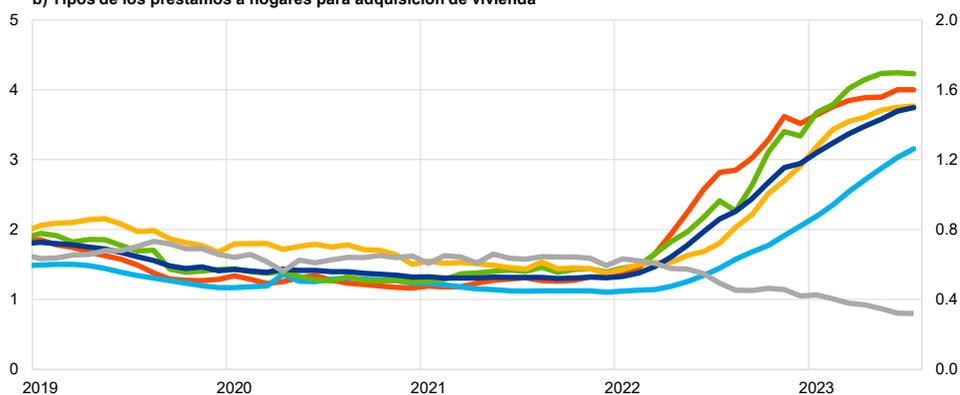
(porcentajes; desviación típica)



a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a sociedades no financieras (SNF) se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2023.

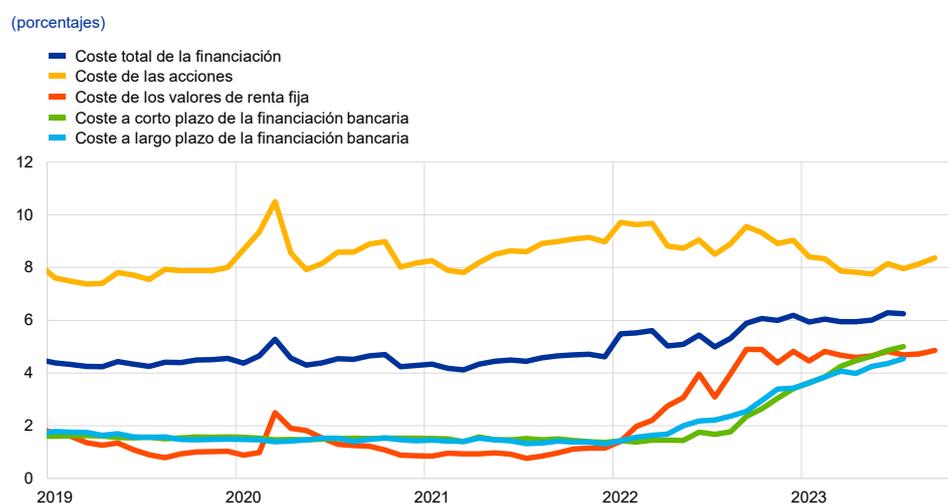
**En el período comprendido entre el 15 de junio y el 13 de septiembre de 2023, el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija y, sobre todo, mediante acciones se incrementó.** En julio de 2023, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, el de los valores de renta fija y el de las acciones— se situó en el 6,2 %, es decir, prácticamente sin variación con respecto al mes anterior (gráfico 23)<sup>13</sup>. Esta evolución se debió a que el aumento del coste de la financiación bancaria, tanto a corto como a largo plazo, se compensó con un descenso del coste de las acciones y de los valores de renta fija en el período comprendido entre finales de junio y finales de julio. En consecuencia, en el mes de julio, el coste total de la financiación se

<sup>13</sup> Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta julio de 2023.

mantuvo próximo a los elevados niveles alcanzados en septiembre de 2022 y observados anteriormente a finales de 2011<sup>14</sup>. En el período analizado (hasta el 13 de septiembre de 2023), tanto el coste de los valores de renta fija como el de las acciones se incrementaron. El alza del coste de los primeros fue resultado de los mayores tipos de interés libres de riesgo y de una ligera ampliación de los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras en el segmento de alta rentabilidad (véase sección 4). El aumento del tipo de interés libre de riesgo (aproximado por el tipo OIS [*Overnight Index Swap*] a diez años), combinado con el incremento de la prima de riesgo de las acciones, se tradujo en un ascenso sustancial del coste de estos valores durante el período considerado.

### Gráfico 23

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



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (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 13 de septiembre de 2023 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a julio de 2023 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 siguió siendo débil en julio, en un entorno de tipos de interés más altos, de menor demanda de préstamos y de endurecimiento de los criterios de aprobación.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a SNF disminuyó hasta el 2,2 % en julio, frente al 3 % registrado en junio, y siguió estando apoyada por efectos de base (panel a del gráfico 24). La desaceleración se registró en las mayores economías de la zona del euro, con una cierta heterogeneidad entre países, y reflejó la fuerte contracción de la demanda de crédito, debido en parte al aumento de los tipos de interés aplicados y a los recortes asociados en los planes de gasto, así como al endurecimiento adicional de los criterios de aprobación. Los flujos mensuales de préstamos a SNF se han situado próximos a cero desde noviembre de 2022 y los de crédito a hogares, en terreno negativo desde mayo de 2023. La tasa de crecimiento

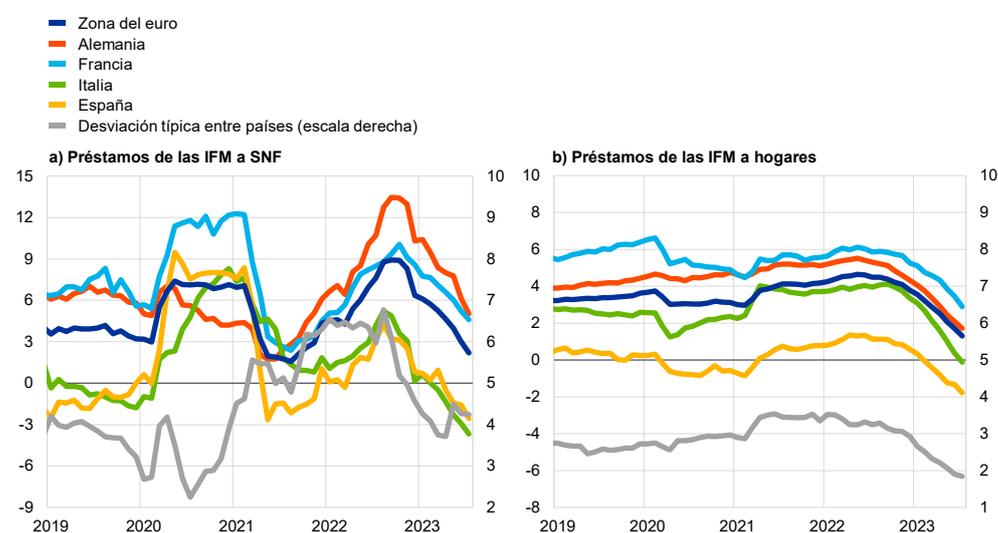
<sup>14</sup> Véanse en el recuadro 5 de este Boletín Económico las implicaciones del coste de financiación para las inversiones de las empresas de la zona del euro destinadas a mitigar los riesgos asociados a fenómenos naturales o a cumplir unos estándares climáticos más estrictos.

interanual de los préstamos a hogares disminuyó desde el 1,7 % observado en junio hasta el 1,3 % en julio (panel b del gráfico 24), en un entorno de perspectivas negativas para el mercado de la vivienda, de endurecimiento adicional de los criterios de aprobación del crédito bancario y de tipos de interés más elevados. Esta disminución fue atribuible a todos los componentes, a saber, los préstamos para adquisición de vivienda, los préstamos para consumo y los préstamos a empresarios individuales (pequeñas empresas sin personalidad jurídica). Los flujos netos mensuales de crédito a hogares fueron negativos por tercer mes consecutivo y, debido a ello, la tasa de crecimiento de tres meses anualizada también descendió y se situó en el -0,8 % (el nivel más bajo desde que se creó la zona del euro).

## Gráfico 24

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

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

**El crecimiento de la financiación externa neta de las empresas de la zona del euro volvió a disminuir en el segundo trimestre de 2023 y prácticamente se detuvo en julio, debido, entre otros factores, a las menores necesidades de financiación de las SNF.** La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa neta se redujo del 1,8 % en abril de 2023 al 0,3 % en julio (gráfico 25).

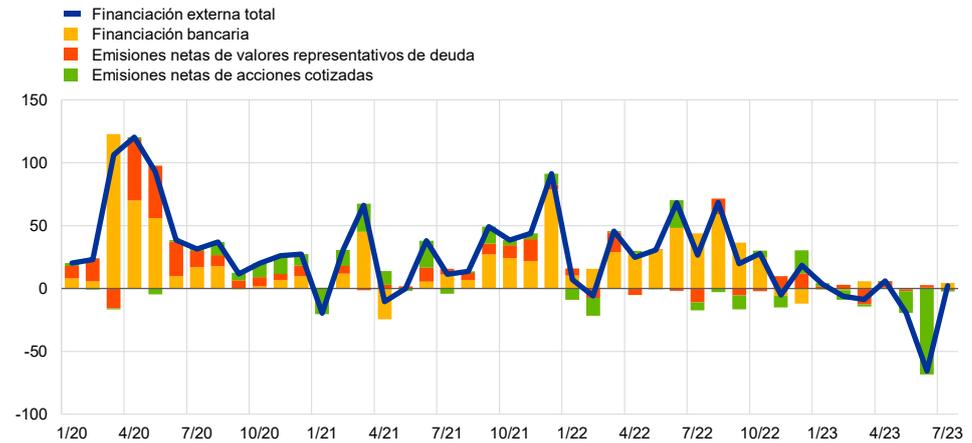
Durante ese período, los flujos de préstamos se situaron próximos a cero, reflejo de las menores necesidades de financiación de las empresas debido a la pérdida de impulso de la actividad económica, la solidez de los beneficios no distribuidos, las subidas continuadas de los tipos de interés de los préstamos y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito bancario. Las emisiones netas de valores representativos de deuda se estancaron también como consecuencia de unas emisiones brutas sostenidas y de amortizaciones de importe similar. Las emisiones netas de acciones cotizadas mostraron falta de dinamismo y pasaron a terreno negativo en mayo y en junio a causa de factores puntuales (por ejemplo, una multinacional compró acciones y otra gran empresa fue nacionalizada). Con

carácter más general, la actividad en términos de ofertas públicas de acciones y de fusiones y adquisiciones ha sido reducida desde 2022.

### Gráfico 25

#### 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 de las sociedades no financieras (SNF) es la suma de la financiación bancaria (préstamos de las instituciones financieras monetarias —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 julio de 2023.

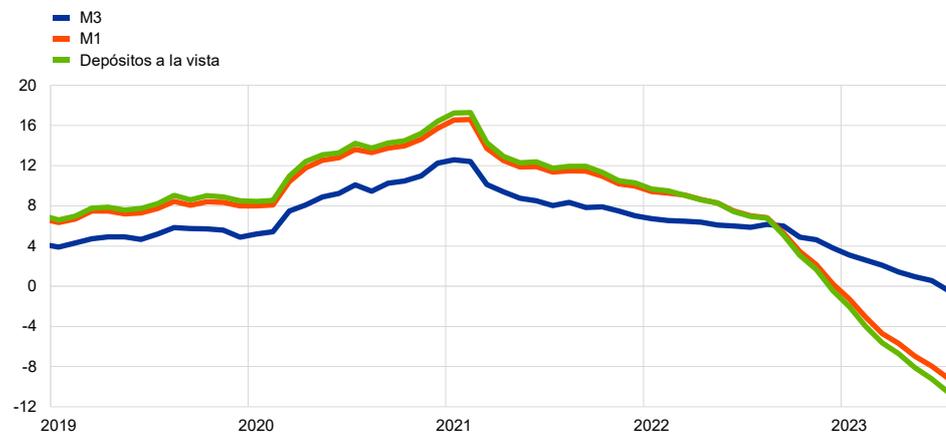
#### Los depósitos a la vista se contrajeron nuevamente en julio, debido al desplazamiento de fondos hacia instrumentos con una remuneración más alta.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista cayó un 9,2 % en junio y volvió a disminuir en julio, hasta situarse en el -10,5 %, la mayor contracción observada desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 1999 (gráfico 26). Si bien los tipos de interés están subiendo, el diferencial de tipos entre los depósitos a la vista y los depósitos a plazo ha seguido ampliándose, elevando el coste de oportunidad de mantener activos líquidos e impulsando el desplazamiento de fondos de los primeros a los segundos. Esta evolución refleja el hecho de que 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. Este amplio diferencial incentiva fuertemente a los hogares y a las empresas a cambiar sus depósitos a la vista y con preaviso por depósitos a plazo. El ritmo más acelerado de endurecimiento de la política monetaria del BCE en comparación con ciclos de endurecimiento previos explica los extraordinarios volúmenes de fondos que se desplazan.

## Gráfico 26

### M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2023.

#### **En julio de 2023, los agregados monetarios se contraían al ritmo interanual más rápido del que se tiene constancia, como consecuencia del débil crecimiento del crédito y de la reducción del balance del Eurosistema.**

El crecimiento del agregado monetario estrecho (M1) de la zona del euro, tras registrar una caída del 8 % en junio, volvió a disminuir un 9,2 % en julio, la mayor reducción, con diferencia, de toda su historia. El crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) de la zona del euro pasó a terreno negativo por primera vez desde febrero de 2010, al descender desde el 0,6 % en junio hasta el -0,4 % en julio (gráfico 26), la tasa más baja desde el inicio de la UEM. Esta acusada contracción de la tasa de avance interanual de M3 fue resultado de un gran flujo de salida mensual y de efectos de base. La persistencia de los flujos de salida mensuales reflejó varios factores. En primer lugar, la contribución a la dinámica monetaria de los préstamos a hogares y a empresas se ha reducido a cero en los últimos meses. En segundo lugar, la finalización en julio de 2023 de las reinversiones del principal de los valores que iban venciendo adquiridos en el marco del programa de compras de activos ha dado lugar a una reducción de la cartera de activos del Eurosistema, lo que ha absorbido liquidez del sistema financiero. Además, en lo que respecta a la financiación de las entidades de crédito, la sustitución de los depósitos por bonos a largo plazo ha contribuido a mantener el crecimiento de M3 en terreno negativo. Sin embargo, hasta el momento, los flujos monetarios procedentes del resto de mundo han amortiguado en cierta medida el impacto negativo de los otros componentes. Estos flujos reflejan la preferencia de los inversores extranjeros por los valores de la zona del euro debido a sus rendimientos relativamente atractivos y a la actual resiliencia de los niveles de confianza. Sin este estímulo procedente de los inversores extranjeros, el crecimiento monetario de la zona del euro hubiera sido aún más negativo.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

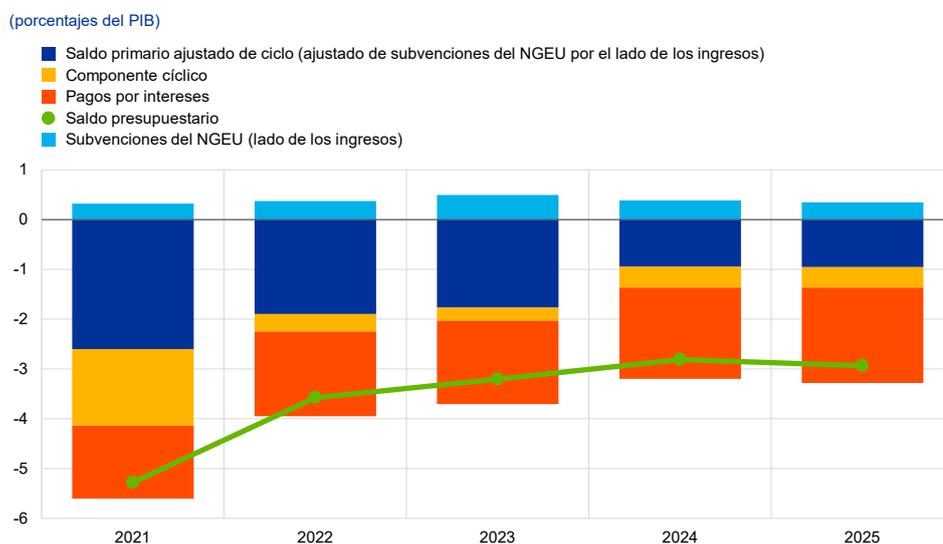
*Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2023, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará moderadamente en 2023 y 2024, pero registrará un ligero deterioro en 2025. Se espera que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea prácticamente neutral en 2023, que se endurezca de forma significativa en 2024 y que vuelva a ser básicamente neutral en 2025. Si se considera todo el horizonte de proyección, la política fiscal experimentará un cierto endurecimiento. Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro disminuya desde el 91 % en 2022 hasta alrededor del 88 % en 2025, aunque se mantendría muy por encima de sus niveles prepandemia. Conforme la perturbación energética se va atenuando, los Gobiernos deberían seguir revirtiendo las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta aún más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y a reducir gradualmente los elevados niveles de deuda pública. En su dictamen publicado el 5 de julio de 2023, el BCE instó a los legisladores de la Unión Europea (UE) a que se pongan de acuerdo sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE cuanto antes y, a más tardar, para finales de 2023.*

**Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2023, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará moderadamente en 2023 y 2024, pero experimentará un ligero deterioro en 2025**<sup>15</sup>. En concreto, se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro descienda hasta situarse en el 3,2 % del PIB y el 2,8 % del PIB en 2023 y 2024, respectivamente y que después aumente hasta el 2,9 % del PIB en 2025 (gráfico 27). El descenso esperado en la primera parte del horizonte de proyección se debe a las expectativas de caída del déficit primario ajustado de ciclo, mientras que el componente cíclico se mantendría estable en general. Se espera que los pagos por intereses aumenten ligeramente durante el horizonte de proyección. La disminución del déficit primario ajustado de ciclo está determinada por la reducción de las medidas de apoyo fiscal aplicadas por los Gobiernos en respuesta a la perturbación energética y a la elevada inflación. Ahora se estima que el importe de estas medidas a nivel de la zona del euro ascenderá al 1,4 % del PIB en 2023 y que se reducirá significativamente hasta situarse en el 0,4 % del PIB en 2024 y en torno al 0,2 % del PIB en 2025.

<sup>15</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2023](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 14 de septiembre de 2023.

## Gráfico 27

### Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: Cálculos del BCE y Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2023.

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

**A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro será prácticamente neutral en 2023, se endurecerá de forma significativa en 2024 y volverá a ser básicamente neutral en 2025<sup>16</sup>.** La variación anual del apoyo fiscal, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del programa *Next Generation EU* (NGEU), apunta a un endurecimiento acumulado de la política fiscal de la zona del euro durante el horizonte de proyección. Se prevé que este endurecimiento se produzca sobre todo en 2024, cuando se espera que se retire en torno al 75 % del respaldo fiscal relacionado con la energía y con la inflación proporcionado por los Gobiernos de la zona del euro. En 2025, se proyecta que la orientación de la política fiscal sea neutral, ya que la mayor reversión de las medidas energéticas se vería compensada en parte por un aumento de la inversión, respaldado por el programa NGEU y por el crecimiento del gasto en defensa. Al mismo tiempo, el endurecimiento acumulado de la política fiscal durante el horizonte de proyección no está determinado por las pensiones y los salarios públicos medios, que se prevé que crezcan a tasas superiores a la inflación en 2024 y 2025, mientras que el gasto total en estas partidas aumentaría a un ritmo igual o superior a la tasa de crecimiento potencial nominal.

**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, que se reduzca hasta el 89 % del PIB en 2023 y que se estabilice en términos generales en**

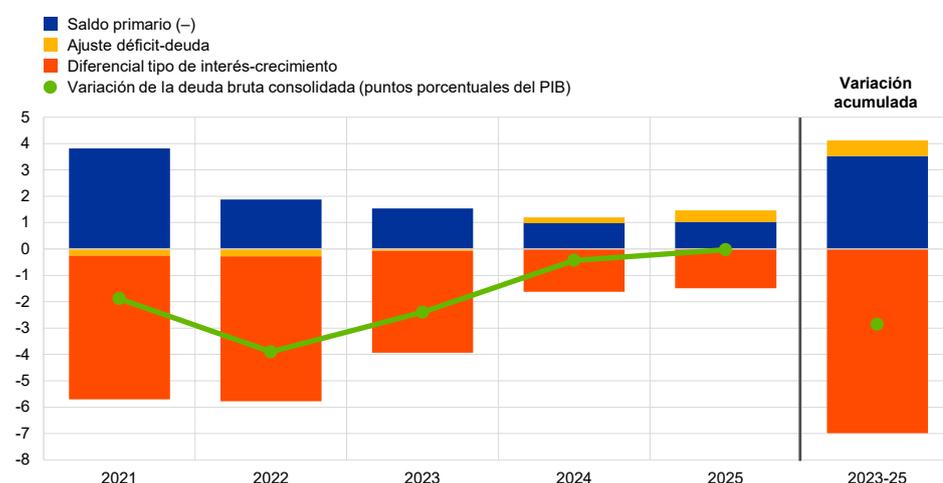
<sup>16</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por la política fiscal a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación de la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del 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.

**2024 y 2025.** La ratio de deuda aumentó unos 13 puntos porcentuales, hasta alrededor del 97 % en 2020. En 2023 se espera que descienda hasta aproximadamente el 89 % del PIB, y que en 2024 y 2025 registre ligeras caídas. La evolución en los dos últimos años refleja también expectativas de una reducción significativa de los diferenciales negativos entre los tipos de interés y el crecimiento del PIB nominal en comparación con los observados entre 2021 y 2023 (gráfico 28). Además, los déficits primarios y los ajustes positivos entre déficit y deuda presionarían al alza el nivel de deuda. Así pues, pese a que la ratio agregada de deuda de la zona del euro disminuiría más de 3 puntos porcentuales entre 2023 y 2025, al final del horizonte se mantendría casi 5 puntos porcentuales por encima del nivel previo a la pandemia.

### Gráfico 28

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Cálculos del BCE y Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2023.

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

**El saldo presupuestario de la zona del euro para 2023 no ha variado con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2023, pero ahora muestra una mejora ligeramente menor de la esperada previamente, tanto en 2024 como en 2025.** Estas revisiones a la baja para 2024 y 2025 se deben sobre todo a las variaciones proyectadas del saldo primario como resultado de un gasto primario más elevado de lo previsto en un principio, incluido el mayor gasto en prestaciones por desempleo, dado que se espera que la actividad se debilite. En términos ajustados de ciclo, se prevé que las revisiones a lo largo del horizonte de proyección sean insignificantes.

**Conforme la perturbación energética se va atenuando, los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas con rapidez y de manera concertada.**

Ello evitaría un aumento de las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta aún más decidida de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y a reducir gradualmente los elevados niveles de deuda pública. La

mejor manera de alcanzar este objetivo es mediante un marco sólido de coordinación y supervisión de la política económica y presupuestaria de la UE. Como se señala en el [dictamen](#) del BCE publicado el 5 de julio de 2023, el BCE celebra las propuestas de la Comisión sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE y propone algunas observaciones técnicas y sugerencias concretas destinadas a mejorar el nuevo marco y garantizar que sea más transparente y previsible. En particular, el BCE insta a los legisladores de la UE a que se pongan de acuerdo para reformar el marco de gobernanza económica cuanto antes y, a más tardar, para finales de 2023. Como la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE se habrá desactivado para entonces, dicho acuerdo será esencial para consolidar las expectativas de sostenibilidad de la deuda y de un crecimiento sostenible e inclusivo. No llegar rápidamente a un acuerdo y establecer un marco presupuestario creíble, transparente y previsible, podría provocar incertidumbre y retrasar indebidamente el ajuste presupuestario y el impulso necesarios para las reformas y la inversión.