

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión del 14 de diciembre de 2023, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Aunque la inflación ha caído en los últimos meses, es probable que vuelva a repuntar temporalmente a corto plazo¹. De acuerdo con las proyecciones de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, se espera que la inflación descienda gradualmente durante 2024 y que se acerque al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % en 2025. En conjunto, los expertos del Eurosistema prevén que la inflación general se sitúe en promedio en el 5,4 % en 2023, el 2,7 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 1,9 % en 2026. En comparación con las proyecciones del BCE para la zona del euro de septiembre de 2023, esto supone una revisión a la baja para 2023 y especialmente para 2024.

La inflación subyacente ha seguido moderándose, pero las presiones inflacionistas internas continúan siendo intensas, debido principalmente al fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios. Los expertos del Eurosistema prevén que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se sitúe en promedio en el 5 % en 2023, el 2,7 % en 2024, el 2,3 % en 2025 y el 2,1 % en 2026.

Las anteriores subidas de los tipos de interés siguen transmitiéndose con fuerza a la economía. El endurecimiento de las condiciones de financiación está frenando la demanda, lo que está ayudando a reducir la inflación. Los expertos del Eurosistema prevén que el crecimiento económico continuará siendo débil a corto plazo. Más adelante, se espera que la economía se recupere gracias al incremento de las rentas reales —ya que los ciudadanos se beneficiarán de la caída de la inflación y del aumento de los salarios— y a la mejora de la demanda exterior. Los expertos del Eurosistema prevén, por tanto, un repunte del crecimiento desde un promedio del 0,6 % en 2023, hasta el 0,8 % en 2024, y el 1,5 % en 2025 y 2026.

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

¹ La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 13 de diciembre de 2023.

El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel y la duración apropiados de la restricción. En particular, sus decisiones sobre los tipos de interés 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.

Los tipos de interés oficiales del BCE son el instrumento principal para fijar la orientación de la política monetaria. En su reunión del 14 de diciembre de 2023, el Consejo de Gobierno también decidió avanzar en la normalización del balance del Eurosistema. Durante el primer semestre de 2024, prevé seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que vayan venciendo. En el segundo semestre del año, espera reducir la cartera del PEPP en 7,5 mm de euros mensuales en promedio. El Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del PEPP al final de 2024.

Actividad económica

La economía de la zona del euro se contrajo ligeramente en el tercer trimestre de 2023, debido fundamentalmente a una reducción de las existencias. Es probable que el endurecimiento de las condiciones de financiación y la atonía de la demanda exterior sigan lastrando la actividad económica a corto plazo. Las perspectivas son especialmente débiles para la construcción y para las manufacturas, que son los dos sectores más afectados por la subida de los tipos de interés. Se prevé que la actividad en los servicios también se moderará en los próximos meses, debido a los efectos de contagio derivados del deterioro de la actividad industrial, a la desaparición gradual de los efectos de la reapertura de la economía y a la propagación del impacto de unas condiciones de financiación más restrictivas.

El mercado de trabajo sigue respaldando a la economía. La tasa de desempleo se mantuvo en el 6,5 % en octubre y el empleo creció un 0,2 % en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, el debilitamiento de la economía está frenando la demanda de trabajadores y las empresas han anunciado menos ofertas de empleo en los últimos meses. Asimismo, aunque hay más personas trabajando, el número total de horas trabajadas disminuyó un 0,1 % en el tercer trimestre.

Según las proyecciones de diciembre de 2023, los indicadores coyunturales disponibles sugieren que la actividad económica seguirá siendo débil en el cuarto trimestre de 2023. Sin embargo, se proyecta que el crecimiento se acelere a partir de principios de 2024, a medida que la renta real disponible aumente —favorecida por la caída de la inflación, el fuerte crecimiento de los salarios y la resiliencia del empleo— y el crecimiento de las exportaciones se acompañe a la mejora de la demanda externa. El impacto del endurecimiento de la política monetaria del BCE y de las condiciones adversas de oferta de crédito sigue transmitiéndose a la economía y afecta a las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Se prevé que estos efectos moderadores desaparezcan más adelante en el horizonte de las

proyecciones, y que esto favorezca al crecimiento. En conjunto, se espera que el crecimiento medio anual del PIB real se ralentice desde el 3,4 % en 2022 hasta el 0,6 % en 2023, y que repunte hasta el 0,8 % en 2024 y se estabilice en el 1,5 % en 2025 y 2026. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado ligeramente a la baja para 2023 y 2024, a raíz de los últimos datos publicados y de la atonía de los indicadores de opinión, y se mantienen sin cambios para 2025.

Dada la atenuación de la crisis energética, 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 orientación aún más restrictiva 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. Las reformas estructurales y las inversiones para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, que estarían respaldadas por la plena implementación del programa *Next Generation EU*, pueden contribuir a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo, y apoyar al mismo tiempo las transiciones verde y digital. A este fin, es importante alcanzar pronto un acuerdo sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE. Por otra parte, es imperativo acelerar los progresos hacia la unión de los mercados de capitales y la finalización de la unión bancaria.

Inflación

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación descendió durante octubre y noviembre de 2023 hasta situarse en una tasa interanual del 2,4 % en noviembre. Este descenso fue generalizado. La inflación de los precios de la energía siguió cayendo y la inflación de los precios de los alimentos también bajó, aunque sigue siendo relativamente elevada en general. Es probable que la inflación repunte en diciembre de 2023 a causa de un efecto de base al alza relacionado con el coste de la energía. Los expertos del Eurosistema esperan que en 2024 el descenso de la inflación sea más lento debido a otros efectos de base al alza y a la retirada gradual de las medidas fiscales adoptadas para limitar las repercusiones de la perturbación de los precios energéticos.

La inflación, excluidos la energía y los alimentos, bajó casi un punto porcentual durante octubre y noviembre de 2023, hasta situarse en el 3,6 % en noviembre. Esta disminución refleja la mejora de las condiciones de oferta, la desaparición gradual de los efectos de la anterior perturbación energética y el impacto del endurecimiento de la política monetaria en la demanda y en la capacidad de fijación de precios de las empresas. Las tasas de inflación de los bienes y los servicios cayeron hasta situarse en el 2,9 % y el 4 %, respectivamente.

Aunque todos los indicadores de la inflación subyacente retrocedieron en octubre, las presiones inflacionistas internas siguieron siendo intensas, debido principalmente al fuerte crecimiento de los salarios y al descenso de la productividad. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo

plazo se sitúan en torno al 2 %, y algunos indicadores de mercado de la compensación por inflación están descendiendo desde niveles elevados.

Según las proyecciones de diciembre de 2023, el proceso desinflacionista subyacente continuaría, pese al repunte temporal esperado de la inflación. A pesar del ligero enfriamiento del mercado de trabajo, seguirá tensionado y esto, unido a los efectos de compensación por la anterior escalada de los precios, debería mantener en cotas elevadas el crecimiento de los salarios nominales. Sin embargo, se espera que el crecimiento salarial se reduzca durante el horizonte temporal considerado, a medida que vaya desapareciendo el efecto alcista de la compensación por inflación. Los beneficios aumentaron notablemente en 2022, pero se prevé que se reduzcan durante el horizonte de proyección y que amortigüen la transmisión de los costes laborales. En conjunto, sobre la base del supuesto de que las expectativas de inflación a medio plazo permanecerán ancladas en el objetivo de inflación del BCE del 2 %, se espera que la inflación general medida por el IAPC descienda desde el 5,4 % en 2023 hasta una media del 2,7 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 1,9 % en 2026. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2023, la inflación medida por el IAPC se ha revisado a la baja para 2023 y 2024, fundamentalmente debido a la publicación reciente de unas tasas más reducidas de lo esperado y a unos supuestos de precios más bajos de las materias primas energéticas, mientras que para 2025 no se ha modificado.

Evaluación de riesgos

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

Los riesgos al alza para la inflación incluyen una escalada de las tensiones geopolíticas, que podría encarecer los precios de la energía a corto plazo, y fenómenos meteorológicos extremos, que podrían hacer aumentar los precios de los alimentos. La inflación también podría ser mayor de lo esperado si las expectativas de inflación se sitúan por encima del objetivo del Consejo de Gobierno o si los incrementos salariales o de los márgenes de beneficio son mayores de lo previsto. En cambio, la inflación podría sorprender a la baja si la política monetaria frena la demanda más de lo proyectado, o si el entorno económico en el resto del mundo empeora inesperadamente, lo que podría deberse en parte al reciente aumento de los riesgos geopolíticos.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado se han reducido acusadamente desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada el 26 de octubre de 2023 y se sitúan por debajo de los tipos contemplados en las proyecciones. El endurecimiento de la política monetaria del Consejo de Gobierno sigue transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación generales. Los tipos de interés de los préstamos volvieron a incrementarse en octubre hasta el 5,3 % para los préstamos a las empresas y hasta el 3,9 % para los préstamos hipotecarios.

La subida de los tipos de interés, la moderación de la demanda de préstamos y la contracción de la oferta de préstamos han debilitado adicionalmente la dinámica del crédito. Los préstamos a las empresas descendieron a una tasa interanual del 0,3 % en octubre y los préstamos a los hogares también siguieron siendo moderados, con un crecimiento interanual del 0,6 %. En un contexto de mayor debilidad del crédito y de reducción del balance del Eurosistema, el agregado monetario amplio —medido por M3— continuó contrayéndose y en octubre cayó hasta el 1 % en tasa interanual.

En línea con su estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno examinó detenidamente los vínculos entre la política monetaria y la estabilidad financiera. Las entidades de crédito de la zona del euro han mostrado su capacidad de resistencia. Presentan ratios de capital elevadas y su rentabilidad ha aumentado significativamente durante el último año. No obstante, las perspectivas de estabilidad financiera siguen siendo frágiles en el actual entorno de condiciones de financiación restrictivas, debilidad del crecimiento y tensiones geopolíticas. En particular, la situación podría empeorar si los costes de financiación de las entidades se incrementan más de lo esperado y si un mayor número de prestatarios tuvieran dificultades para devolver los préstamos. Al mismo tiempo, el impacto general de este escenario en la economía debería ser contenido si los mercados financieros reaccionan de forma ordenada. La política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa frente a la acumulación de vulnerabilidades financieras, y las medidas en vigor contribuyen a salvaguardar la capacidad de resistencia del sistema financiero.

Decisiones de política monetaria

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

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

El Consejo de Gobierno prevé seguir reinvertiendo íntegramente durante el primer semestre de 2024 el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo. En el segundo semestre del año, espera reducir la cartera del

PEPP en 7,5 mm de euros mensuales en promedio. El Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del PEPP al final de 2024.

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

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

Conclusión

En su reunión del 14 de diciembre de 2023, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno considera que los tipos de interés están en 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 para asegurar ese rápido retorno. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel y la duración apropiados de la restricción.

El Consejo de Gobierno prevé reducir la cartera del PEPP durante el segundo semestre de 2024 y poner fin a sus reinversiones en el marco de ese programa al final de 2024.

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 estima que la economía mundial ha crecido a un ritmo moderado pero sostenido en 2023, reflejo de la fortaleza del consumo privado y la resiliencia de los mercados de trabajo. Se prevé una ligera reducción del crecimiento global en 2024, debido principalmente al impacto del endurecimiento de la política monetaria en las economías avanzadas. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2023, las perspectivas de crecimiento mundial no han variado, en general, en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2023, y se mantiene la previsión de que la economía global se expandirá a una tasa inferior a la media histórica durante el horizonte de proyección. Tras la debilidad mostrada en 2023, se espera que el crecimiento del comercio mundial repunte de nuevo durante el resto del horizonte de proyección y que aumente básicamente en consonancia con la actividad global. En comparación con las proyecciones de septiembre, tanto el avance de las importaciones mundiales como el de la demanda externa de la zona del euro se han revisado al alza para 2023, como consecuencia, en gran medida, de unos datos mejores de lo esperado en el segundo y tercer trimestre. No obstante, el crecimiento de la demanda externa se ha revisado a la baja para el resto del horizonte de proyección con respecto a las proyecciones de septiembre. Se estima que los precios de exportación de los competidores de la zona del euro (en moneda nacional) se redujeron de forma acusada en el segundo trimestre de 2023, dado que los precios de las materias primas siguieron bajando y las presiones latentes internas y externas se relajaron. Las previsiones apuntan a que dichos precios de exportación se recuperarán gradualmente y convergerán hacia su tasa de crecimiento media de largo plazo durante el horizonte de proyección.

En 2023, la economía mundial creció a un ritmo moderado pero sostenido en un contexto de pujanza del consumo privado y de resiliencia de los mercados de trabajo. La actividad económica global estuvo impulsada por las economías emergentes, incluida China, y, entre los países avanzados, por Estados Unidos². En este último, la solidez de la demanda interna y la fortaleza del mercado de trabajo generaron un crecimiento robusto, pese al significativo endurecimiento de la política monetaria. En China, la retirada de las restricciones relacionadas con la pandemia de coronavirus (COVID-19) a principios de año y la recuperación más amplia del consumo privado compensaron la falta de dinamismo del sector inmobiliario residencial. En las grandes economías, los datos más recientes ofrecen señales dispares. Aunque el avance del PIB real se aceleró tanto en China como en Estados Unidos en el tercer trimestre, en el Reino Unido se mantuvo estable y en Japón se contrajo, debido a que la elevada inflación lastró la actividad y el consumo en estos dos países. El PIB real mundial habría registrado una ligera desaceleración en el cuarto trimestre con la desaparición de los factores favorables previos, lo que sería acorde con el último índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global de actividad. Tras descender durante seis meses consecutivos, el PMI compuesto se estabilizó, en general, en noviembre, y permanece en terreno

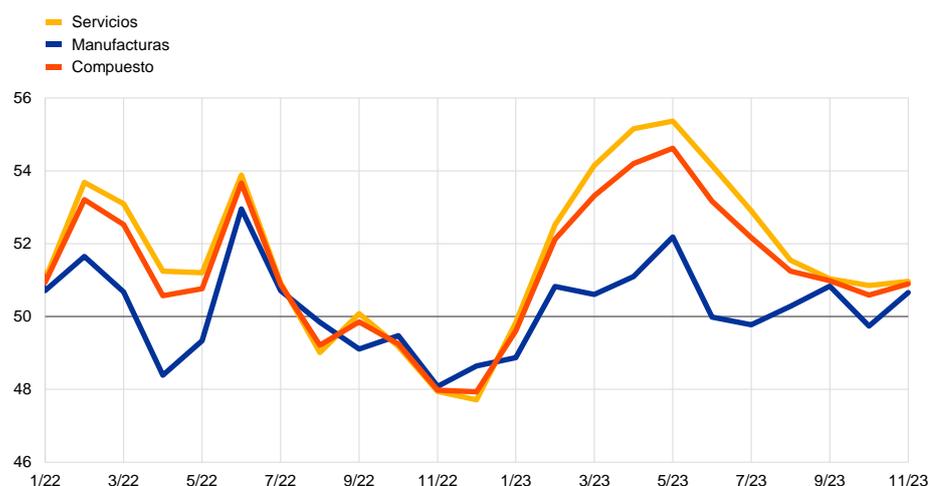
² Dado que esta sección se centra en la evolución del entorno mundial, todas las referencias a indicadores económicos agregados mundiales o globales excluyen la zona del euro.

expansivo. Por sectores, los datos del PMI sugieren que la actividad de las manufacturas continúa falta de dinamismo, y el índice sigue fluctuando en torno al valor neutral. Al mismo tiempo, el dinámico crecimiento observado tras el COVID-19 parece estar disminuyendo en el caso de los servicios, y el PMI de este sector descendió de forma sostenida durante el segundo semestre del año, antes de estabilizarse ligeramente por encima del valor neutral en noviembre (gráfico 1).

Gráfico 1

PMI global de actividad (excluida la zona del euro)

(Índices de difusión)



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

Se prevé que la economía mundial se expanda a una tasa inferior a la media histórica durante el horizonte de proyección. Se espera una ligera desaceleración del crecimiento global en 2024 (3,1 %, frente al 3,3 % en 2023), debido principalmente al efecto retardado del endurecimiento de la política monetaria en las economías avanzadas. Al mismo tiempo, las perspectivas de crecimiento de estas economías se han ajustado. En Estados Unidos, el avance del PIB real se ha revisado al alza, y la reciente resiliencia de la economía sugiere un aterrizaje y un proceso desinflacionista más suaves. En el Reino Unido se espera evitar una recesión económica, pero el crecimiento se ha revisado a la baja en 2024 y 2025 para reflejar la mayor debilidad de los datos y el impacto del endurecimiento de la política monetaria en un contexto de elevada inflación. En general, las perspectivas de crecimiento no se han revisado para las economías emergentes de Asia ni para China. En China se prevé una contracción gradual del crecimiento económico durante el horizonte de proyección a causa de factores estructurales, como el envejecimiento de la población. Se proyecta que la economía mundial siga avanzando a una tasa del 3,2 % en 2025 y 2026, que continúa siendo inferior a la media histórica del 3,6 % del período 2012-2019. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2023, el crecimiento del PIB real mundial se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2023 y 2024.

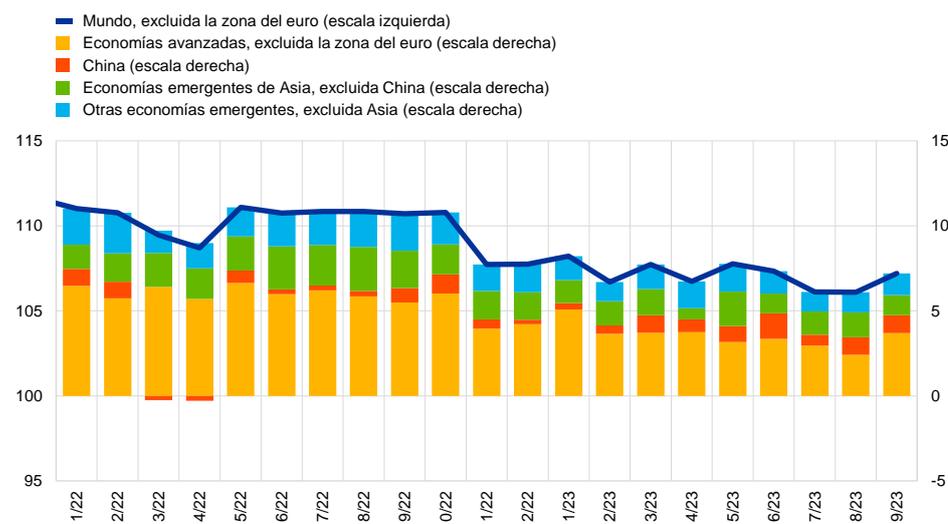
En un contexto de normalización de los patrones de consumo tras la pandemia, el comercio internacional se habría mantenido falto de dinamismo

en 2023 y se espera que posteriormente se recupere. La tasa de crecimiento interanual del comercio mundial en 2023 se estima en el 1,1 %, debido a un efecto arrastre negativo, pero ya había mostrado señales de mejora en el segundo trimestre del año. El débil comportamiento de los intercambios comerciales en términos interanuales es atribuible a la composición menos intensiva en comercio del crecimiento mundial dado el mayor peso del consumo en la demanda interna y el aumento de la contribución de las economías emergentes, que tienen una menor elasticidad del comercio. En 2023, el avance de los flujos comerciales también se vio obstaculizado por el repunte del consumo de servicios asociado a la eliminación completa de las restricciones relacionadas con el COVID-19. Las previsiones apuntan a que el comercio mundial se recuperará gradualmente a lo largo del horizonte de proyección y comenzará a crecer más en línea con la actividad global a medida que las empresas empiecen a reponer existencias y el consumo privado se reorienta hacia los bienes. Esta previsión es acorde con los datos más recientes sobre el comercio mundial de mercancías, que volvió a registrar un crecimiento positivo en septiembre tras permanecer prácticamente estancado en los dos meses anteriores (gráfico 2). Se espera que el comercio internacional crezca un 3 % en 2024 y 2025 y un 3,2 % en 2026, lo que representa una revisión a la baja (-0,2 y -0,3 puntos porcentuales en 2024 y 2025, respectivamente) en comparación con las proyecciones de septiembre, al haberse ajustado la velocidad a la que se considera que la elasticidad del comercio mundial volverá a su valor de largo plazo esperado. La demanda externa de la zona del euro crecerá un 2,6 % en 2024, un 2,9 % en 2025 y un 3,1 % en 2026, y esta previsión también se ha corregido a la baja con respecto a las proyecciones anteriores para 2024 y 2025 (-0,4 y -0,1 puntos porcentuales, respectivamente).

Gráfico 2

Crecimiento de las importaciones mundiales de mercancías (excluida la zona del euro)

(contribuciones al índice: diciembre de 2019 = 100)



Fuentes: CPB y cálculos del BCE.

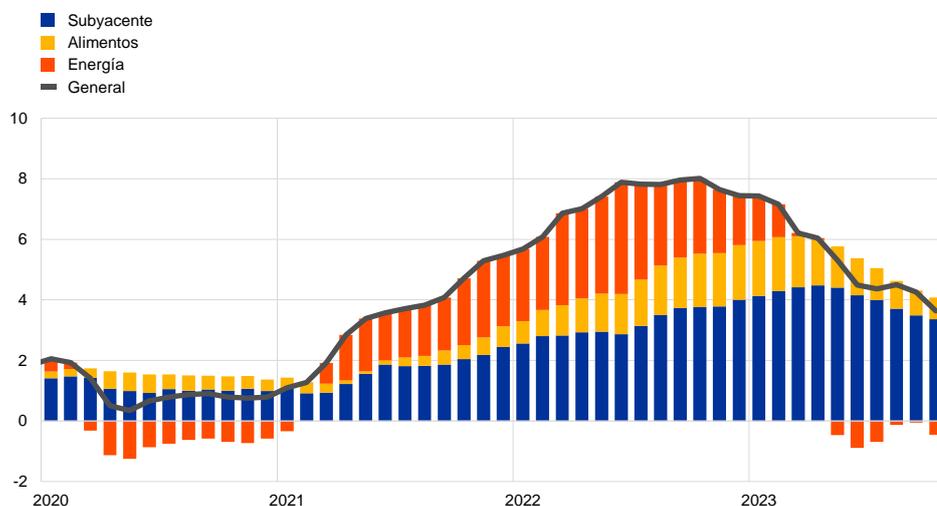
Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2023.

La inflación general mundial medida por el índice de precios de consumo (IPC) permanece en una senda descendente, favorecida por la disminución de los precios de la energía y de los alimentos, aunque la inflación subyacente sigue siendo elevada. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general medida por el IPC se redujo hasta el 5,6 % en octubre (frente al 6,2 % de septiembre), debido a la caída de la contribución del componente energético y, en menor medida, de los alimentos. La inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) descendió menos y se situó en el 6,5 % (desde el 6,6 % de septiembre). En Turquía, la inflación interanual continúa en niveles muy altos, aunque en octubre se moderó ligeramente, hasta el 72 % (75 % en septiembre). Excluida Turquía, la inflación general retrocedió hasta el 3,6 %, desde el 4,2 % registrado en septiembre, y la subyacente se redujo desde el 4,4 % hasta el 4,2 % (gráfico 3). Se estima que los precios de exportación de los competidores de la zona del euro disminuyeron por debajo de su tasa media de crecimiento de largo plazo en el segundo trimestre de 2023, ya que los precios de las materias primas siguieron bajando y las presiones latentes internas y externas se relajaron. Se prevé que estos precios repunten en torno al cambio de año a medida que el descenso de los precios de las materias primas suponga un menor lastre.

Gráfico 3

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la OCDE no incluye Turquía y se calcula utilizando ponderaciones anuales del índice de precios de consumo de la OCDE. La inflación subyacente se refiere a la inflación de todos los componentes, excluidos la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2023.

Los precios del petróleo han descendido con respecto a las proyecciones de septiembre de 2023 en un contexto de debilitamiento de la demanda mundial.

De acuerdo con la Agencia Internacional de la Energía, la demanda de crudo en Europa se redujo en torno a los 0,8 millones de barriles diarios durante el tercer trimestre, mientras que en Estados Unidos también ha empezado a disminuir más recientemente. La caída de la demanda en las economías avanzadas compensó las presiones al alza sobre los precios generadas por una demanda de petróleo

persistentemente elevada en China, por la decisión de la OPEP+ de prorrogar los recortes voluntarios de la producción vigentes al primer trimestre de 2024 y ampliarlos en otro 0,9 % de la oferta mundial, así como por los riesgos de abastecimiento derivados del conflicto en Oriente Próximo. Los precios europeos del gas también descendieron porque la demanda se mantuvo por debajo de las medias históricas al principio de la época de calefacción. Los recientes riesgos de abastecimiento originados por el cierre de una planta de gas en Israel, las interrupciones en el gasoducto entre Finlandia y Estonia, y la posibilidad de nuevas huelgas en plantas de gas natural licuado en Australia también se dispararon y fueron descontados por los mercados financieros. No obstante, no puede descartarse por completo que se produzcan nuevos episodios de volatilidad en el mercado de gas porque los precios siguen siendo sensibles a perturbaciones de oferta similares a las registradas durante 2023.

En comparación con las proyecciones de septiembre de 2023, las condiciones financieras globales fueron cambiando, pero al final se relajaron ligeramente en las economías avanzadas. Al comienzo del período de referencia (del 14 de septiembre al 13 de diciembre de 2023), las condiciones financieras se endurecieron de forma considerable en las economías avanzadas a medida que los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo se incrementaron, sobre todo como consecuencia de la mayor compensación por riesgo debida al aumento de la incertidumbre sobre la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo. Con todo, el endurecimiento se revirtió con creces después de que la inflación resultara ser levemente inferior a las expectativas en varios países, al tiempo que algunos bancos centrales también suavizaron su comunicación sobre si serían necesarias subidas adicionales de los tipos de interés. En Estados Unidos, las expectativas de los mercados de que la inflación seguiría moderándose en un contexto de crecimiento resiliente, aunque cada vez más lento, propiciaron un desplazamiento a la baja de las expectativas relativas a la política monetaria y respaldaron la percepción de riesgos. En general, el precio de los activos con mayor riesgo evolucionó en paralelo a las fluctuaciones de los tipos de interés y finalizó el período algo más alto.

En Estados Unidos, el crecimiento de la economía en 2023 ha sido más sólido de lo previsto anteriormente, pero se espera que se modere en el corto plazo conforme la política monetaria más restrictiva frene el gasto y el mercado de trabajo se enfríe. El PIB real avanzó a una tasa intertrimestral del 1,3 % (5,2 % en términos anualizados) en el tercer trimestre de 2023, gracias al dinamismo del consumo privado, al repunte de la inversión privada en existencias y al elevado gasto público. Indicadores de alta frecuencia, como los de gasto con tarjetas de crédito y ventas minoristas, sugieren una desaceleración del gasto en consumo en el cuarto trimestre. Por otra parte, la reanudación de los reembolsos de los préstamos a estudiantes en octubre y la acusada disminución del exceso de ahorro ejercerán presiones adicionales sobre los balances de los hogares. Se espera que el crecimiento económico se recupere a partir de la segunda mitad de 2024. En octubre, la inflación general interanual medida por el IPC descendió hasta situarse en el 3,2 % (0,5 puntos porcentuales menos que en septiembre), debido principalmente a la bajada de los precios de la energía, mientras que la inflación

subyacente interanual descendió ligeramente, hasta el 4 % (0,1 puntos porcentuales menos que en septiembre). Aunque la tasa de variación de los precios de los servicios (excluidos los de vivienda) se ha reducido desde principios de 2023, en octubre se mantuvo elevada, justo por debajo del 4 %, al tiempo que la inflación de los bienes y servicios básicos se encuentra en una senda descendente.

En China, indicadores recientes apuntan a una estabilización de la actividad económica, pese a la debilidad del sector inmobiliario. En el tercer trimestre de 2023, el crecimiento del PIB real repuntó hasta el 1,3 % en tasa intertrimestral, superando las expectativas de los mercados. Este repunte estuvo impulsado fundamentalmente por la mayor fortaleza del gasto en consumo, mientras que la contracción de la inversión inmobiliaria siguió agudizándose, aunque a un ritmo más lento que en meses anteriores. Los indicadores mensuales de producción industrial y ventas minoristas consolidaron su recuperación en octubre. Ese mes, el gasto de los hogares sorprendió al alza, sobre todo el destinado a compras de automóviles y a turismo y viajes, coincidiendo con las vacaciones de la Semana Dorada en China. Al mismo tiempo, la producción y el consumo de bienes y servicios estrechamente asociados al mercado inmobiliario siguieron mostrando un crecimiento tenue, lo que sugiere que la economía china está recuperándose a dos velocidades. La inflación general interanual medida por el IPC volvió a situarse en terreno negativo en octubre y descendió un 0,2 % tras permanecer invariable en septiembre. El descenso fue atribuible principalmente a la bajada más pronunciada de los precios de los alimentos, encabezada por una disminución interanual del 30,1 % de los precios de la carne de cerdo, que se espera que sigan cayendo como consecuencia del exceso de oferta. Es probable que la evolución de los precios de los alimentos y la debilidad de la demanda interna y externa aseguren que las presiones inflacionistas se mantengan contenidas.

En Japón, la recuperación económica se estancó en el tercer trimestre de 2023, pero se espera que el crecimiento retornara a terreno positivo en el cuarto trimestre. En el tercer trimestre de 2023, el PIB real se contrajo más de lo esperado, un 0,7 % en tasa intertrimestral, principalmente debido a la contribución negativa de las existencias y a la debilidad de la demanda interna, así como, hasta cierto punto, al impacto de la elevada inflación en las rentas reales. Se espera que el PIB real vuelva a registrar un avance positivo, aunque modesto, en el cuarto trimestre en un contexto de señales de recuperación moderada de los niveles de consumo real. Tanto la inflación general como la subyacente aumentaron en octubre en un entorno de firme dinamismo subyacente de los precios. La inflación general interanual se incrementó desde el 3 % hasta el 3,3 %, mayormente como consecuencia de las menores bajadas de los precios de la energía en tasa interanual, pese a que se observó cierta moderación en el ritmo de variación de los precios de los alimentos, todavía alto. En tasa interanual, la inflación subyacente (excluidos energía y alimentos) se situó en el 2,7 % en octubre (0,1 puntos porcentuales más que en septiembre), reflejo de un leve repunte de la inflación de los bienes básicos y de la sólida tasa de crecimiento de los precios de los servicios.

En el Reino Unido, el anterior endurecimiento de la política monetaria está lastrando cada vez más el gasto de los hogares y la inversión privada. El

crecimiento económico real se estancó en el tercer trimestre de 2023 porque la mayor debilidad de la demanda interna contrarrestó una contribución particularmente positiva de las exportaciones de servicios. El deterioro de la demanda interna sugiere que el anterior endurecimiento de la política monetaria está afectando de manera creciente a la economía. Los datos continúan siendo heterogéneos, ya que las ventas minoristas han disminuido y el PMI compuesto se ha mantenido en niveles reducidos en general (aunque volvió a situarse por encima del valor neutral en noviembre), mientras que otros indicadores de confianza empresarial llevan tiempo mejorando y la renta real de los hogares está aumentando. Se prevé que la actividad continúe siendo moderada en los próximos trimestres, en un contexto de políticas restrictivas en los ámbitos fiscal y monetario, y que repunte hacia el final del año, sostenida por la recuperación en curso de los salarios reales. La inflación general interanual medida por el IPC descendió considerablemente en octubre, hasta el 4,6 %, desde el 6,7 % registrado en septiembre, ya que la contribución de los precios de la energía pasó a ser negativa. La inflación subyacente se redujo hasta el 5,7 %, desde el 6,1 % de septiembre, debido a la caída de la tasa de variación de los precios de los bienes y servicios básicos. No obstante, se prevé que la inflación descienda de forma más gradual en adelante, dado que la tasa de crecimiento de los precios de los servicios se mantendrá alta en un entorno de crecimiento todavía elevado de los salarios.

2 Actividad económica

La economía de la zona del euro siguió debilitándose en el segundo semestre de 2023, dado que los bajos niveles de confianza, las pérdidas de competitividad anteriores, el recrudecimiento de las tensiones geopolíticas y el endurecimiento de las condiciones de financiación lastraron la actividad. Tras registrar un crecimiento mínimo en la primera mitad del año, el PIB real se contrajo ligeramente en el tercer trimestre, debido sobre todo a la disminución de las existencias. A nivel sectorial, la producción industrial lleva en terreno contractivo desde el cuarto trimestre de 2022 —pese a que las manufacturas se han visto respaldadas en cierta medida por la reducción de las carteras de pedidos pendientes—, mientras que la actividad de los servicios continuó contribuyendo positivamente al crecimiento en el tercer trimestre. Entretanto, el empleo siguió creciendo en el citado trimestre, si bien el total de horas trabajadas disminuyó levemente, en un contexto de persistente infrautilización del factor trabajo. Los nuevos datos disponibles para el cuarto trimestre de 2023 sugieren que es probable que el crecimiento se mantuviera contenido, al tiempo que el mercado de trabajo se habría ralentizado. Se espera que el ritmo de crecimiento comience a recuperarse a principios de 2024, salvo que se produzcan nuevas perturbaciones, y a pesar de la persistencia de factores adversos derivados de unas condiciones de financiación desfavorables para la actividad que, sin embargo, se prevé que desaparezcan con el tiempo. Además, la caída de la inflación debería contribuir a impulsar las rentas reales, y el avance de las exportaciones debería acompañarse a la mejora de la demanda externa.

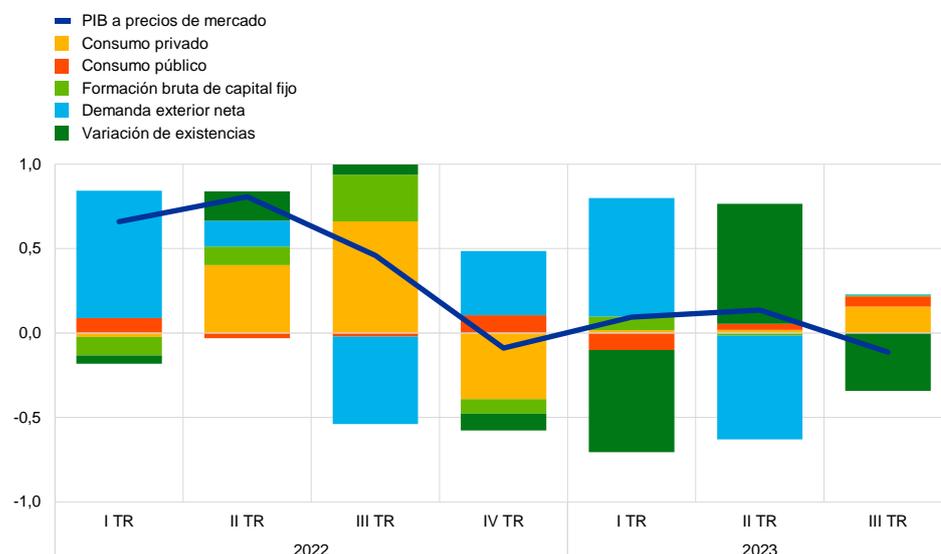
Estas perspectivas se reflejan en líneas generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se desacelere hasta el 0,6 % en 2023, y que después repunte hasta situarse en el 0,8 % en 2024 y se eleve hasta el 1,5 % en 2025 y 2026. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado ligeramente a la baja para 2023 y 2024, pero se mantienen sin variación para 2025.

La economía de la zona del euro se contrajo ligeramente en el tercer trimestre de 2023. Ese trimestre, el PIB real se redujo un 0,1 %, en tasa intertrimestral, dado que la variación de existencias —debida en parte a la reducción de la intensa acumulación de existencias en el segundo trimestre— lastró el crecimiento (gráfico 4). Tras dos trimestres de estancamiento, el consumo privado registró un avance moderado en el tercer trimestre, y el consumo público también contribuyó de forma positiva a la expansión del PIB, aunque en menor medida. La contribución ligeramente positiva de la inversión oculta un marcado contraste entre la persistente contracción de la inversión en construcción y el crecimiento todavía positivo de la inversión, excluida la construcción. Las aportaciones de las exportaciones e importaciones se compensaron entre sí en gran medida. La desagregación del valor añadido pone de relieve la continuación de las divergencias entre sectores en el tercer trimestre, con un modesto avance de la actividad de los servicios, mientras que todos los demás sectores, en particular el manufacturero, retrocedieron.

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 tercer trimestre de 2023.

La actividad se habría mantenido débil en el último trimestre de 2023. Los datos de producción industrial de octubre sugieren una contracción continuada de la producción de manufacturas en el cuarto trimestre. Los nuevos datos procedentes de encuestas —disponibles para el período transcurrido hasta noviembre— apuntan a un debilitamiento más generalizado de la actividad en el último trimestre. Esta evolución refleja tanto la debilidad sostenida de la actividad manufacturera como una mayor desaceleración de los servicios, que previamente habían mostrado resiliencia. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad siguió descendiendo por debajo del umbral de crecimiento de 50 y de su media del tercer trimestre, pese a registrar un leve repunte en noviembre con respecto al dato de octubre, lo que posiblemente sugiere que la tendencia negativa ha tocado fondo. El PMI de producción de las manufacturas permanece en terreno marcadamente contractivo, ya que el anterior apoyo derivado de la mejora de las condiciones en las cadenas de suministro habría llegado a su fin y los pedidos pendientes se están terminando de atender, mientras que los nuevos pedidos continúan disminuyendo (panel a del gráfico 5). La debilidad de la actividad también es evidente —aunque menos acusada— en los servicios, en los que los PMI de actividad y de nuevos pedidos se han mantenido por debajo del umbral de crecimiento desde agosto (panel b del gráfico 5). En octubre y noviembre, el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea descendió ligeramente por debajo de su media del tercer trimestre, debido a la disminución de la confianza tanto de los consumidores como de las empresas, aunque con algunas señales incipientes de que la debilidad de la confianza habría tocado fondo en noviembre. Asimismo, empresas de distintas ramas de los servicios y, en particular, del sector manufacturero, indicaron que la mayor fragilidad de la demanda y el endurecimiento

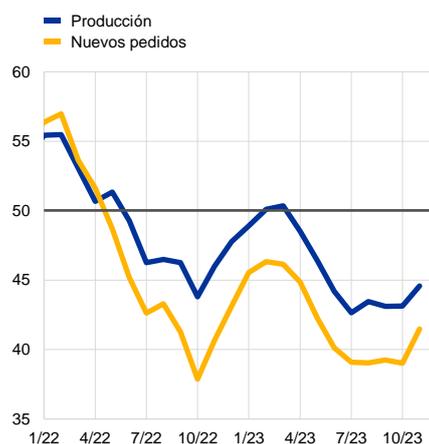
de las condiciones de financiación estaban limitando cada vez más la producción en el cuarto trimestre del año³.

Gráfico 5

PMI de distintos sectores de la economía

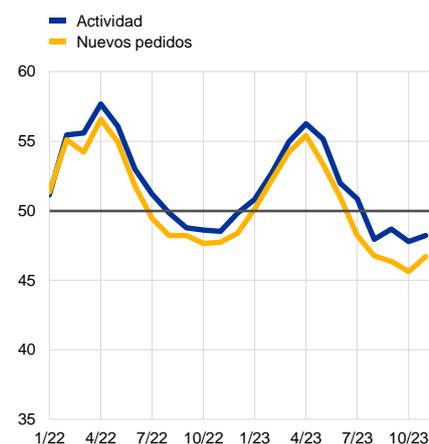
a) Manufacturas

(índices de difusión)



b) Servicios

(índices de difusión)



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2023.

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

El empleo creció un 0,2 % en ese trimestre, mientras que el total de horas trabajadas se redujo un 0,1 % (panel a del gráfico 6). Desde el cuarto trimestre de 2019, el empleo ha aumentado un 3,5 % y el total de horas trabajadas un 2,1 %. Esta evolución implica un descenso del 1,3 % 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 como el aumento de las bajas por enfermedad. La población activa volvió a crecer, un 0,1 % en el tercer trimestre de 2023 y un 0,2 % en octubre, y se estima que se ha incrementado en unos 1,5 millones de personas desde diciembre de 2022. La tasa de paro se situó en el 6,5 % en octubre, prácticamente sin cambios con respecto a septiembre, y se mantuvo próxima al nivel más bajo registrado desde la introducción del euro. La demanda de trabajo está disminuyendo de forma gradual, pero continúa siendo elevada, y la tasa de vacantes de empleo ha descendido marginalmente hasta situarse en el 2,9 %, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la observada en el trimestre anterior.

³ Véase también el recuadro titulado «La política monetaria y la reciente desaceleración en las manufacturas y los servicios» en este Boletín Económico.

Gráfico 6

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

a) Empleo, PMI de empleo y tasa de paro

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



b) PMI sectoriales de empleo

(índices de difusión)



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

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

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo sugieren una

ralentización del avance del empleo en el cuarto trimestre de 2023.

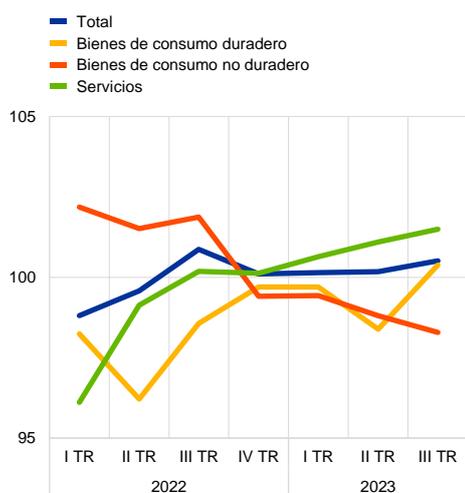
El PMI mensual compuesto de empleo descendió desde un valor de 50 en octubre hasta el 49,7 en noviembre; un valor inferior al umbral de 50 indica una disminución del empleo. Este indicador ha caído sustancialmente desde el máximo de 54,5 registrado en abril. La reciente caída ha sido generalizada en los distintos sectores (panel b del gráfico 6). Los PMI sectoriales señalan riesgos a la baja para el crecimiento del empleo en las manufacturas y la construcción, donde los índices se sitúan por debajo de 50. Aunque el PMI de servicios todavía permanece en terreno ligeramente expansivo, también ha retrocedido y se encuentra ahora en niveles próximos al umbral de 50.

El consumo privado aumentó un 0,3 % en el tercer trimestre de 2023, tras estancarse en el primer semestre del año (panel a del gráfico 7). El aumento observado ese trimestre fue atribuible, en gran parte, al consumo de servicios por parte de los hogares, que sigue beneficiándose de la prolongación de los efectos de la reapertura. Después de registrar una fuerte caída en el segundo trimestre, el gasto en bienes de consumo duradero repuntó en el tercero, principalmente como reflejo de la demora en la entrega de vehículos eléctricos e híbridos adquiridos con anterioridad. Tras una intensa recuperación, las matriculaciones de automóviles disminuyeron ligeramente en octubre hasta situarse un 0,8 % por debajo del nivel del tercer trimestre. En cambio, el gasto en bienes de consumo no duradero (y semiduradero) siguió descendiendo en dicho trimestre, lo que se plasmó en la continuación de la debilidad de las ventas del comercio minorista que, pese a haber aumentado marginalmente en octubre con respecto al mes anterior, se situaron un 0,2 % por debajo de su media del tercer trimestre.

Gráfico 7
Consumo privado real y expectativas

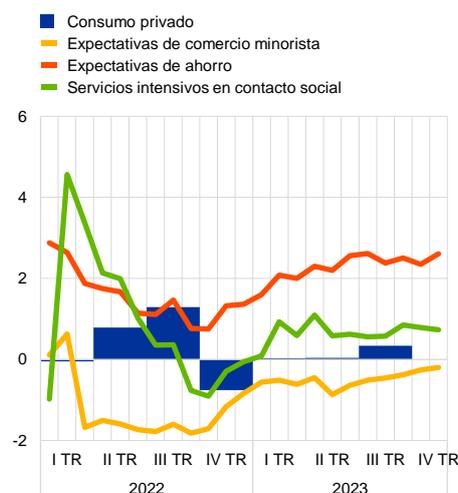
a) Consumo privado y componentes

(índices: cuarto trimestre de 2019 = 100)



b) Expectativas de consumo privado y comercio minorista, de ahorro y de demanda de servicios

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos normalizados)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea 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»). «Bienes de consumo no duradero» incluye bienes de consumo semiduradero. En el panel b, las expectativas de ahorro para los doce meses siguientes y las de actividad del comercio minorista para los tres meses siguientes se normalizan para el período 1985-2019. La demanda esperada de servicios intensivos en contacto social en los tres meses siguientes se normaliza para el período 2005-2019 (en consonancia con la longitud correspondiente de cada serie); «servicios intensivos en contacto social» se refiere a servicios de alojamiento, turismo y viajes y restauración. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 para el panel a y al tercer trimestre y a noviembre de 2023 para el panel b.

Los datos de las encuestas más recientes continúan apuntando, en general, a falta de dinamismo del gasto en bienes en torno al cambio de año. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se recuperó en noviembre tras descender durante tres meses consecutivos, pero siguió situándose por debajo de su media de largo plazo. El dato de noviembre refleja una mejora de las expectativas sobre las perspectivas económicas generales y la propia situación financiera de los hogares. Asimismo, 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, pese a leve mejoría observada en estas últimas (panel b del gráfico 7). En cambio, no se produjo una fuerte corrección a la baja de la demanda esperada de servicios intensivos en contacto social, que siguió mostrando capacidad de resistencia en noviembre y permaneció por encima de su media histórica. Asimismo, la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de octubre indica que la demanda esperada de reservas de vacaciones continúa resistiendo. Es probable que la transmisión del endurecimiento de las condiciones de financiación a la economía real frene el endeudamiento de los hogares, sostenga unas expectativas elevadas de ahorro y mantenga el crecimiento del gasto en consumo en niveles reducidos a corto plazo⁴. Al mismo tiempo, dicho gasto debería beneficiarse del aumento del poder adquisitivo como consecuencia de la caída de la inflación y de la capacidad de resistencia que todavía muestra el mercado laboral.

La inversión empresarial aumentó en el tercer trimestre de 2023, pero se espera que disminuya en el cuarto. La inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda, registró una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,5 % en el tercer trimestre de 2023, impulsada por el aumento de la inversión en intangibles y en maquinaria y equipo (panel a del gráfico 8). En el cuarto trimestre, la persistencia de la debilidad según quedó reflejada en la encuesta de confianza de la Comisión Europea y en los PMI de producción y de nuevos pedidos apunta a una caída de la inversión. Las empresas también se están viendo afectadas por unos ingresos netos por intereses negativos, y el apoyo procedente de las carteras de pedidos pendientes sigue disminuyendo⁵. La encuesta de la Comisión Europea sobre los límites a la producción de bienes de equipo en el cuarto trimestre confirmó la reducción de la demanda, así como un número cada vez menor de obstáculos derivados de la escasez de equipos y de capacidad. Esto último es acorde con la disminución de la utilización de la capacidad productiva en la economía en general, lo que sugiere que las necesidades de inversión para ampliar la capacidad de producción a corto plazo son escasas. Sin embargo, se espera que la inversión se recupere de forma gradual en 2024 y posteriormente a medida que la demanda vuelva a repuntar y se reduzca la incertidumbre, y conforme el actual efecto moderador del endurecimiento de la política monetaria y de las condiciones adversas de oferta de crédito desaparezca a medio plazo. Además, la implementación del programa *Next Generation EU* debería atraer inversión privada.

⁴ Las débiles perspectivas de consumo privado pueden reflejar también la valoración pesimista de los consumidores de la evolución reciente de la renta real. Véase el recuadro titulado «[Consideraciones básicas sobre la medición de la renta de los hogares](#)» en este Boletín Económico.

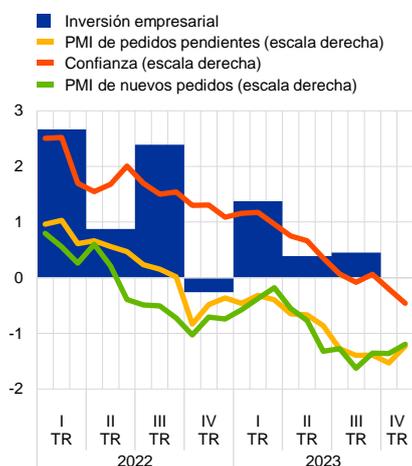
⁵ Véase el recuadro titulado «[Ingresos netos por intereses de los hogares y las empresas](#)» en este Boletín Económico.

Gráfico 8

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas

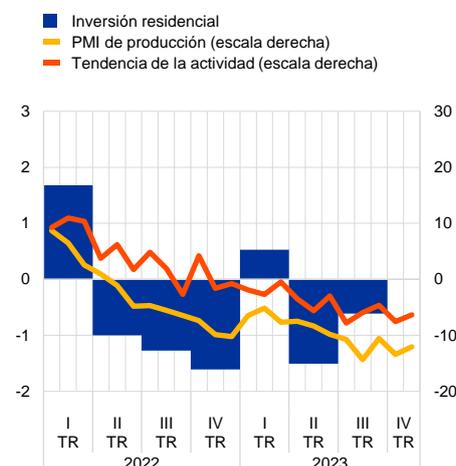
a) Inversión empresarial

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos e índices de difusión)



b) Inversión residencial

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos e índices de difusión)



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

Notas: Las líneas indican la evolución mensual y las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Las líneas se refieren a las respuestas del sector de bienes de equipo, y los datos relativos a la confianza proceden de la encuesta de la Comisión Europea. En el panel b, las líneas se refieren al segmento de construcción de edificios. «Tendencia de la actividad» alude a la tendencia de la actividad en comparación con los tres meses anteriores, medida por la encuesta de la Comisión Europea. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 para la inversión empresarial y residencial, y a noviembre de 2023 para el resto de conceptos.

La inversión residencial volvió a disminuir en el tercer trimestre de 2023 y es probable que siga cayendo a corto plazo.

La inversión en vivienda se redujo un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2023, tras registrar un descenso del 1,5 % en el segundo trimestre (panel b del gráfico 8). Los indicadores coyunturales apuntan a una nueva caída en el cuarto trimestre. En octubre y noviembre, el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios en los tres últimos meses descendió por debajo de su media del tercer trimestre, y el PMI de producción de viviendas se mantuvo en un nivel muy inferior al umbral de crecimiento de 50. 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 a corto plazo, también experimentó un leve retroceso en el cuarto trimestre de 2023. Del mismo modo, según la encuesta CES, la percepción de los hogares sobre la vivienda como una buena inversión disminuyó en octubre. Las débiles perspectivas a corto plazo relativas a la inversión en vivienda son coherentes con la tendencia a la baja, en general significativa, de los visados de obra nueva residencial y obedecen al considerable endurecimiento de las condiciones financieras que está lastrando la demanda de vivienda. El endeudamiento de los hogares para financiar la compra de vivienda volvió a ser reducido en octubre, lo que sugiere que aún no se vislumbra una recuperación de la demanda de inmuebles residenciales.

El avance de las exportaciones siguió siendo tímido en el tercer trimestre de 2023, como reflejo de la debilidad de la demanda mundial, el impacto retardado de la apreciación del euro y los elevados precios de la energía. La

tasa de crecimiento intertrimestral de las exportaciones reales volvió a ser negativa ese trimestre, ya que la falta de dinamismo del comercio internacional frenó la demanda externa de bienes de la zona del euro. Además, el impacto retardado de la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro —desde finales de 2022— ha reducido la competitividad de la zona, y los altos precios energéticos contribuyeron también a la debilidad de las exportaciones, sobre todo en sectores intensivos en energía. La contracción de las importaciones de bienes en el tercer trimestre estuvo en consonancia con la atonía de la demanda interna y la disminución de las existencias. Como resultado, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue marginalmente positiva en el tercer trimestre. De cara al futuro, los indicadores de opinión apuntan a que la actividad exportadora de la zona del euro continuará siendo contenida a corto plazo, dado que los nuevos pedidos exteriores tanto de bienes manufacturados como de servicios permanecen en terreno contractivo.

Más allá del corto plazo, se espera que la actividad de la zona del euro se recupere gradualmente, respaldada por el aumento de las rentas reales, el menor lastre derivado de unas condiciones de financiación adversas y la mejora de la demanda externa. Si no se producen nuevas perturbaciones, el crecimiento del PIB se fortalecería gradualmente a medida que el consumo se vea cada vez más respaldado por la disminución de las presiones inflacionistas y el sólido avance de las rentas del trabajo derivado del fuerte crecimiento continuado de los salarios. Además, los efectos moderadores de las recientes condiciones de financiación adversas sobre la inversión disminuirán, y la mejora de la demanda externa debería respaldar la recuperación del crecimiento de las exportaciones de la zona del euro.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, el crecimiento anual del PIB real se desacelerará hasta el 0,6 % en 2023 y después repuntará hasta situarse en el 0,8 % en 2024 y se elevará hasta el 1,5 % en 2025 y 2026. En comparación con las proyecciones del BCE de septiembre de 2023, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado ligeramente a la baja para 2023 y 2024, pero se mantienen sin variación para 2025⁶.

⁶ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2023».

3 Precios y costes

La inflación general de la zona del euro se situó en el 2,4 % en noviembre de 2023, desde el 2,9 % registrado en octubre, pero es probable que vuelva a repuntar temporalmente a corto plazo a causa de efectos de base al alza de los precios de la energía. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta situarse en el 3,6 % en noviembre, y todos los indicadores de la inflación subyacente continuaron descendiendo en octubre. Sin embargo, las presiones inflacionistas internas siguieron siendo intensas, debido principalmente al fuerte crecimiento de los costes laborales unitarios. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 %, y algunos indicadores de mercado de la compensación por inflación han disminuido desde niveles elevados, fundamentalmente como consecuencia de las menores primas de riesgo de inflación. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2023, la inflación general disminuirá gradualmente y se situará, en promedio, en el 2,7 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 1,9 % en 2026.

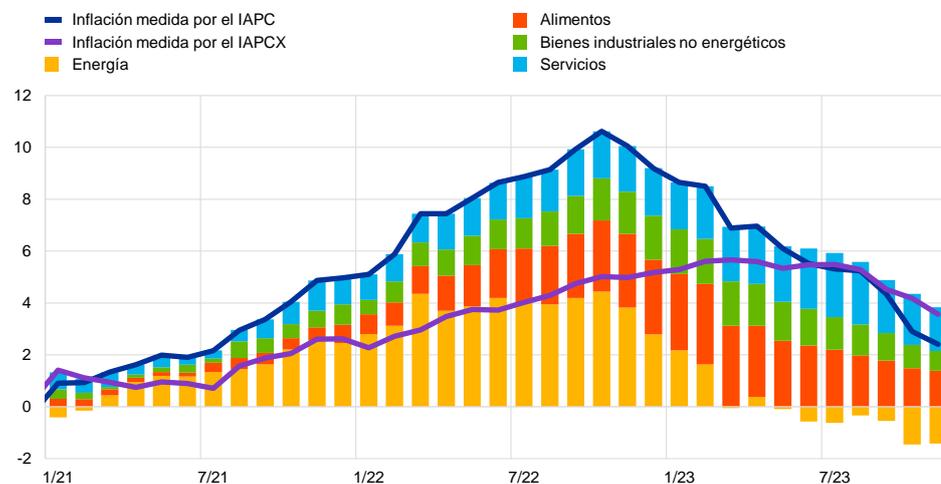
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC continuó disminuyendo hasta situarse en el 2,4 % en noviembre, desde el 2,9 % observado en octubre (gráfico 9)⁷. Esta disminución fue resultado del descenso de las tasas de inflación de todos los componentes principales, concretamente energía, alimentos, bienes industriales no energéticos y servicios. La tasa de variación de los precios de la energía se adentró más en terreno negativo y cayó del -11,2 % en octubre al -11,5 % en noviembre, lo que reflejó una caída intermensual del 2,2 %. La inflación de los alimentos también continuó reduciéndose, desde el 7,4 % en octubre hasta el 6,9 % en noviembre, pero se mantuvo elevada. Este retroceso reflejó la caída de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados. En cambio, la tasa correspondiente a los alimentos no elaborados aumentó, impulsada por un fuerte incremento intermensual y un efecto de base al alza. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), volvió a caer hasta situarse en el 3,6 % en noviembre, frente al 4,2 % registrado en octubre, debido al descenso de sus dos componentes principales: los bienes industriales no energéticos y los servicios. La tasa de variación de los precios de dichos bienes disminuyó desde el 3,5 % en octubre hasta el 2,9 % en noviembre, dado que las presiones latentes sobre los precios siguieron relajándose. Asimismo, la inflación de los servicios se redujo del 4,5 % en octubre al 4 % en noviembre.

⁷ La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 13 de diciembre de 2023. Los datos definitivos de Eurostat publicados el 19 de diciembre de 2023 confirmaron que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,4 % en noviembre.

Gráfico 9

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

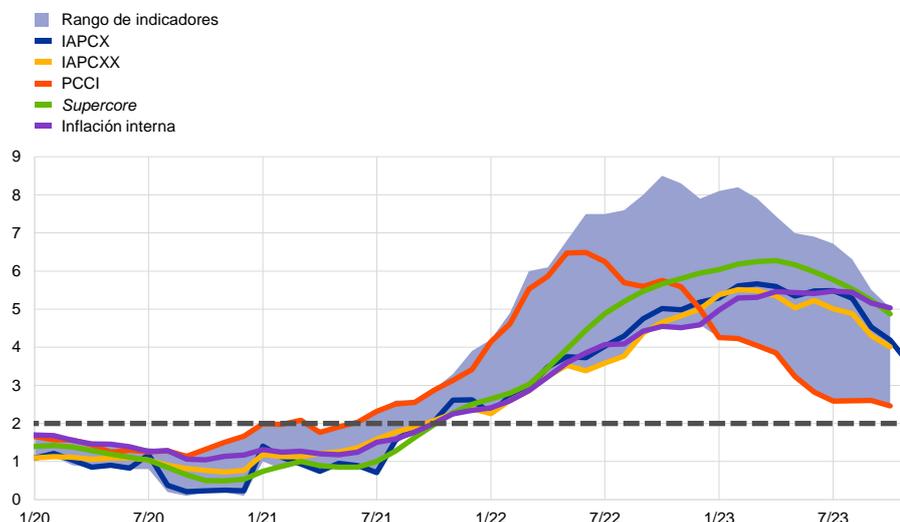
Nota: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2023 (estimación de avance).

Todos los indicadores de la inflación subyacente continuaron descendiendo en octubre según los últimos datos disponibles, debido a la desaparición gradual de los efectos de las perturbaciones anteriores relacionadas con los costes de la energía y con las cadenas de suministro, así como al debilitamiento de la demanda en un contexto de endurecimiento de la política monetaria (gráfico 10). Pese al retroceso de todos los indicadores de la inflación subyacente, la incertidumbre en torno a la dinámica de dicha inflación sigue siendo elevada. Esta incertidumbre es evidente en las tasas muy variadas de los distintos indicadores de la inflación subyacente, que oscilan entre el 2,5 % para el PCCI (componente persistente y común de la inflación) y el 5 % para la inflación interna, lo que muestra que, en la mayoría de los indicadores, el impacto de las perturbaciones anteriores tarda en desaparecer por completo. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC que son sensibles al ciclo económico, se redujo desde el 5,2 % en septiembre hasta el 4,9 % en octubre, mientras que el indicador PCCI basado en modelos se moderó solo levemente, del 2,6 % al 2,5 %, durante el mismo período. El indicador de la inflación interna (que excluye los componentes con un alto contenido importador) ha sido el que más ha persistido en un nivel elevado, ya que se situó en el 5,2 % en septiembre y en el 5 % en octubre, lo que refleja la importancia de las presiones salariales. Con todo, este indicador lleva disminuyendo tres meses consecutivos.

Gráfico 10

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

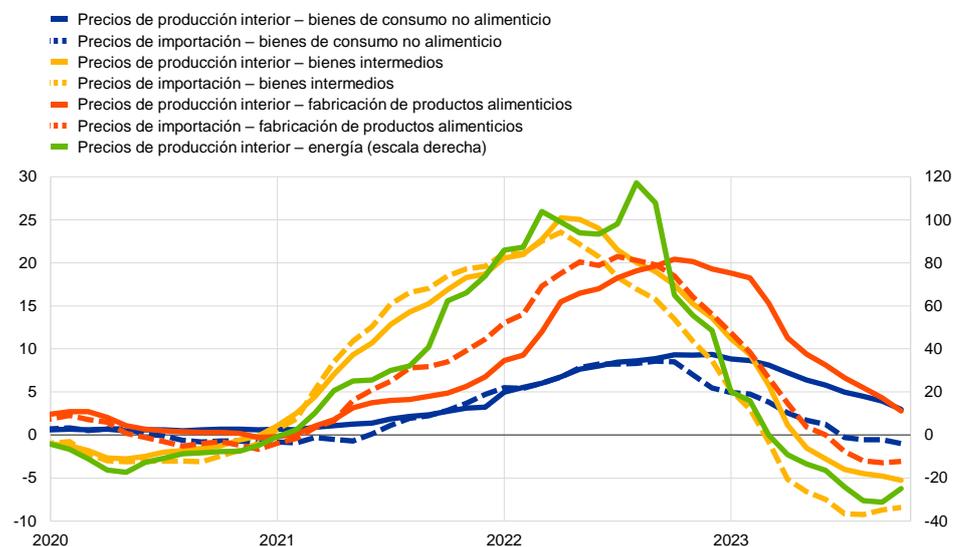
Las presiones latentes continuaron disminuyendo conforme los efectos acumulados de las perturbaciones anteriores siguieron disipándose (gráfico 11).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, las presiones inflacionistas continuaron reduciéndose con moderación en octubre. La tasa de crecimiento de los precios de producción interior de los bienes intermedios lleva en niveles negativos desde mayo y volvió a descender hasta situarse en el -5,3 % en octubre, desde el -4,8 % de septiembre, mientras que la tasa de variación de los precios de importación de esos bienes siguió cayendo a gran velocidad, aunque se elevó del -8,7 % al -8,4 % durante el mismo período. La tasa de variación de los precios de producción de la energía, que permanece en terreno negativo desde abril, se incrementó hasta el -25 % en octubre, frente al -31,2 % de septiembre. 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 3 % en octubre, desde el 3,9 % registrado en septiembre, lo que confirma la relajación gradual de las presiones latentes acumuladas. Lo mismo ocurre con las presiones latentes en el segmento de bienes de consumo alimenticio, en el que la tasa de variación de los precios de producción de los alimentos elaborados cayó de nuevo en octubre hasta situarse en el 2,8 %, su nivel más bajo desde abril de 2021. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de estas categorías de bienes de consumo siguió siendo negativa. El crecimiento de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio se redujo desde el -0,6 % en septiembre hasta el -1 % en octubre, mientras que el de los productos alimenticios no descendió más.

Gráfico 11

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2023.

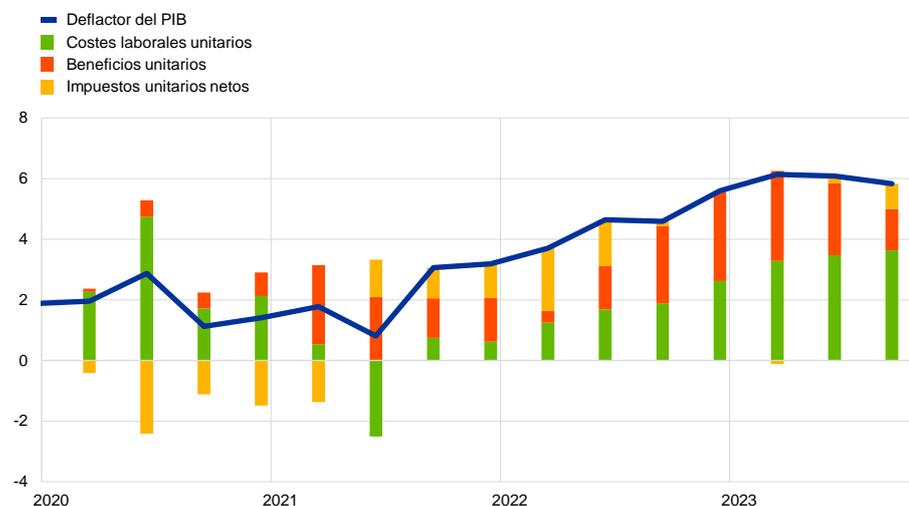
Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, se redujeron hasta el 5,8 % en el tercer trimestre de 2023, desde el 6,1 % observado en el trimestre precedente, debido a la menor contribución de los beneficios unitarios (gráfico 12). La aportación de los

beneficios unitarios al deflactor del PIB disminuyó hasta situarse en 1,4 puntos porcentuales en el tercer trimestre de 2023, frente a los 2,4 puntos porcentuales del trimestre anterior, lo que sugiere que los beneficios comenzaron a amortiguar las presiones inflacionistas de los salarios y de los costes laborales. La contribución de los costes laborales unitarios aumentó marginalmente en el tercer trimestre hasta alcanzar los 3,6 puntos porcentuales, desde los 3,5 puntos porcentuales del trimestre previo. Este crecimiento interanual algo mayor en el tercer trimestre refleja una tasa de avance más negativa de la productividad del trabajo, mientras que el crecimiento de los salarios medido por la remuneración por asalariado disminuyó desde el 5,5 % en el segundo trimestre hasta el 5,2 % en el tercero. El crecimiento salarial medido por la remuneración por hora se mantuvo sin variación en el 5,2 %, lo que sugiere que persisten las intensas presiones de los costes laborales. Sustentando esta dinámica, la tasa de avance de los salarios negociados siguió aumentando en el tercer trimestre de 2023 y se situó en el 4,7 %, frente al 4,4 % del trimestre anterior. Asimismo, la información procedente de las negociaciones salariales concluidas recientemente continúa señalando fuertes presiones salariales de cara al futuro y no muestra aún señales claras de un punto de inflexión en el crecimiento de los salarios negociados.

Gráfico 12

Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

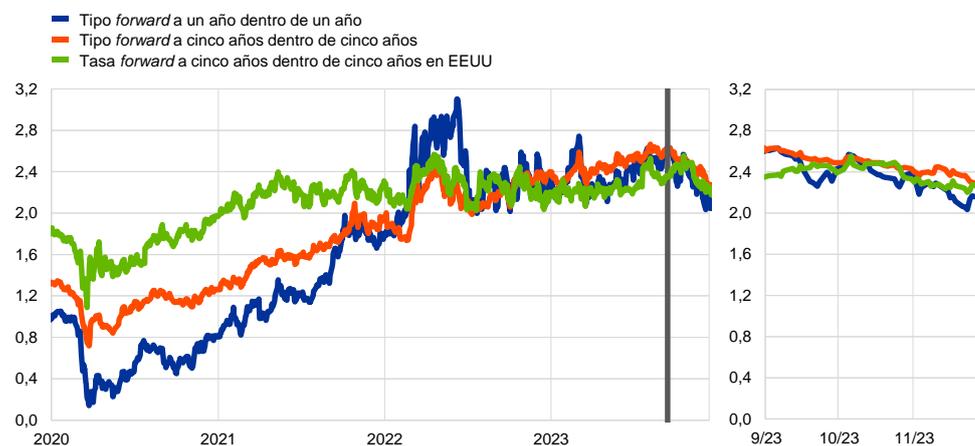
Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron en torno al 2 %, mientras que los indicadores de mercado de la compensación por inflación se redujeron. Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al cuarto trimestre de 2023 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) de diciembre de 2023, la mediana de las expectativas a largo plazo se situó en el 2 %. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) han registrado una caída notable desde la reunión del Consejo de Gobierno del BCE de septiembre, especialmente en el corto plazo, dado que los datos de inflación más baja de lo previsto de septiembre, octubre y noviembre, junto con las débiles perspectivas de crecimiento, llevaron a los participantes en los mercados a revisar a la baja sus perspectivas de inflación (gráfico 13). El tipo *swap* de inflación (ILS) a un año dentro de un año se redujo unos 50 puntos básicos y se situó en el 2,1 %. En los plazos más largos, el tipo ILS a cinco años dentro de cinco años cayó en torno a 35 puntos básicos, hasta el 2,3 %, desde el máximo de varios años alcanzado a principios de agosto, aunque se mantuvo en niveles elevados en términos históricos. No obstante, cabe señalar que estos indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en los mercados, dado que contienen primas de riesgo de inflación que compensan ese riesgo. Las estimaciones basadas en modelos de las expectativas genuinas de inflación, excluidas las primas de riesgo de inflación, disminuyeron moderadamente durante el período analizado e indican que los participantes en los mercados también esperan que la inflación se sitúe en torno al 2 % a largo plazo. Por el lado del consumo, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de octubre de 2023 se señaló que la tasa de inflación mediana esperada en los doce meses siguientes se mantuvo sin variación en el 4 %.

Del mismo modo, las expectativas de inflación a tres años vista se estabilizaron en el 2,5 %.

Gráfico 13

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 para Estados Unidos (EEUU). La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de septiembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 13 de diciembre de 2023.

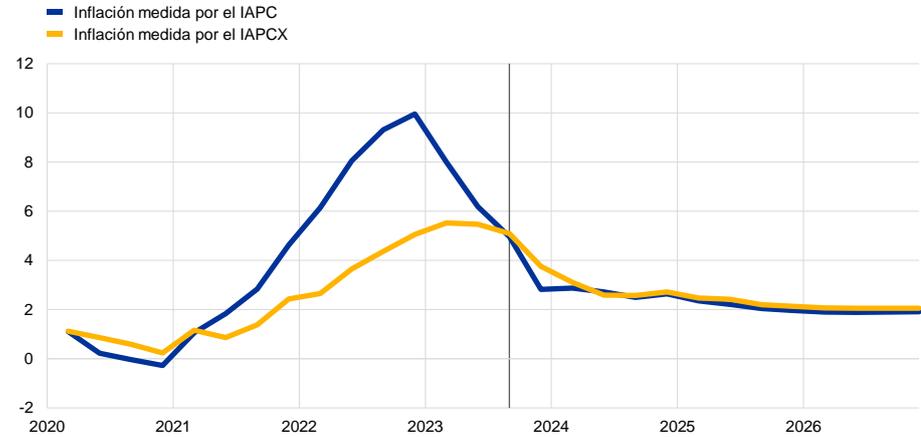
Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023, la inflación general descenderá desde un promedio del 5,4 % en 2023 hasta el 2,7 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 1,9 % en 2026 (gráfico 14).

Esta senda desinflacionista hacia el objetivo del 2 % refleja la caída de la inflación de la energía, el impacto del endurecimiento de la política monetaria, la desaparición progresiva de las presiones latentes y de los cuellos de botella en la oferta, así como el hecho de que las expectativas de inflación a largo plazo permanecen ancladas. Se espera que el crecimiento de los salarios se modere durante el horizonte de proyección con la desaparición gradual de los impactos al alza de la compensación por inflación, pero los costes laborales siguen convirtiéndose en el principal factor determinante de la inflación medida por el IAPCX. Los beneficios disminuirían durante el horizonte de proyección y amortiguarían la transmisión de los costes laborales. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2023, las proyecciones de la inflación general se han revisado a la baja tanto para 2023 como para 2024, en 0,2 y en 0,5 puntos porcentuales, respectivamente, debido principalmente a la publicación reciente de unas tasas más reducidas de lo esperado y a unos supuestos de precios más bajos de las materias primas energéticas. Sin embargo, las proyecciones de la inflación general para 2025 no se han revisado.

Gráfico 14

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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: La línea vertical indica el comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2023 (datos) y al cuarto trimestre de 2026 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023 se finalizaron a finales de noviembre y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 23 de noviembre de 2023. Los datos históricos y los datos observados de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

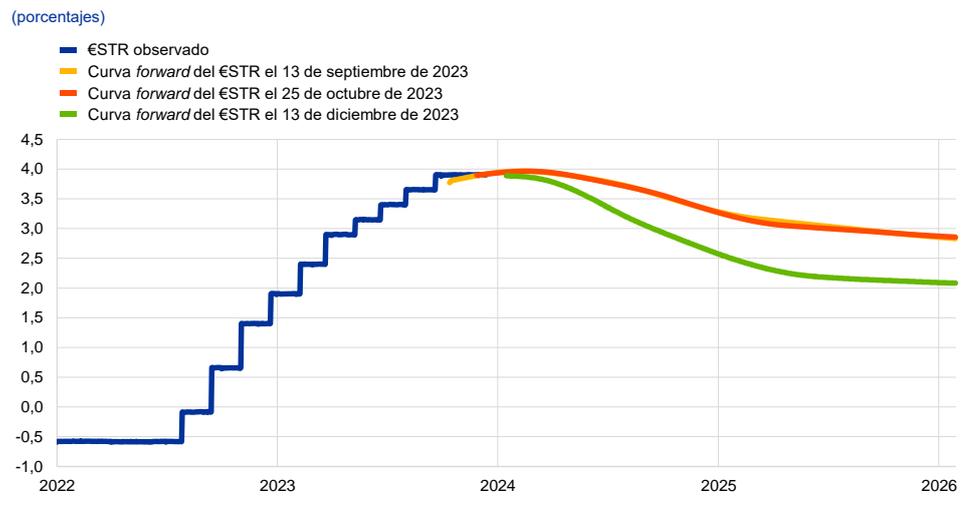
Durante el período comprendido entre el 14 de septiembre y el 13 de diciembre de 2023, la evolución de los mercados financieros estuvo dominada por los efectos de contagio provenientes de las sustanciales fluctuaciones de los rendimientos de la deuda pública estadounidense y por unos datos de inflación más baja de lo previsto en la zona del euro. Las expectativas relativas a los tipos de interés oficiales de la zona del euro para las próximas reuniones del Consejo de Gobierno, descontadas en los tipos libres de riesgo a corto plazo, se mantuvieron prácticamente estables entre las reuniones de septiembre y de octubre. Ello indicaba que los participantes en los mercados esperaban que los tipos de interés oficiales hubieran alcanzado su máximo y permanecieran sin variación durante un tiempo. Tras la reunión de octubre, dichas expectativas se desplazaron notablemente a la baja, dado que las tasas de inflación observadas fueron más reducidas de lo esperado y generaron expectativas de que la desinflación podría avanzar más rápido de lo previsto anteriormente. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo se elevaron en un principio al propagarse a la zona del euro los aumentos de los tipos en EEUU a plazos equivalentes. Después, estos movimientos se revirtieron, ya que los tipos de interés de EEUU retrocedieron y los registros de inflación de la zona del euro se situaron por debajo de las expectativas. En conjunto, los tipos nominales libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro son marcadamente más bajos que antes de la reunión de septiembre. Los rendimientos de la deuda soberana disminuyeron aproximadamente en la misma medida que los tipos de interés libres de riesgo y de manera bastante uniforme en toda la zona del euro. Los precios de los activos con riesgo cayeron al principio, lastrados por los mayores tipos de descuento. Sin embargo, se recuperaron con creces con el retroceso de los tipos y se situaron en niveles más elevados, en general, que en el momento de la reunión de septiembre. Por último, en los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció ligeramente.

La curva *forward* del OIS (*overnight index swap*) se mantuvo prácticamente sin variación entre las reuniones del Consejo de Gobierno de septiembre y de octubre, pero desde entonces se ha desplazado notablemente a la baja

(gráfico 15). El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en el 3,9 % durante el período analizado. El €STR siguió de cerca el tipo de interés de la facilidad de depósitos, que el Consejo de Gobierno subió en 25 puntos básicos (del 3,75 % al 4 %) en su reunión de política monetaria celebrada el 14 de septiembre de 2023. El exceso de liquidez se redujo unos 79 mm de euros, hasta situarse en 3.584 mm de euros, principalmente como consecuencia de los reembolsos de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y de la disminución del tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP), dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo. Los tipos *forward* del OIS basados en el €STR que abarcan las próximas reuniones del Consejo de Gobierno se mantuvieron mayormente estables entre las reuniones de septiembre y de octubre. Esto indicaba que los participantes en los mercados esperaban que el ciclo de subidas de tipos hubiera alcanzado su máximo con el aumento de septiembre y que los tipos de interés oficiales permanecieran en los niveles actuales durante un

tiempo. En el período posterior a la reunión de octubre, los tipos *forward* se desplazaron notablemente a la baja, dado que los datos de inflación más reducida de lo previsto en la zona del euro, junto con las débiles perspectivas de crecimiento, llevaron a ajustar las perspectivas de inflación. El 13 de diciembre, la curva *forward* descontaba la primera bajada de 25 puntos básicos en la primavera de 2024, una probabilidad significativa de rebaja ya en la reunión de marzo, así como disminuciones acumuladas de unos 140 puntos básicos a lo largo de 2024.

Gráfico 15
Tipos *forward* del €STR



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

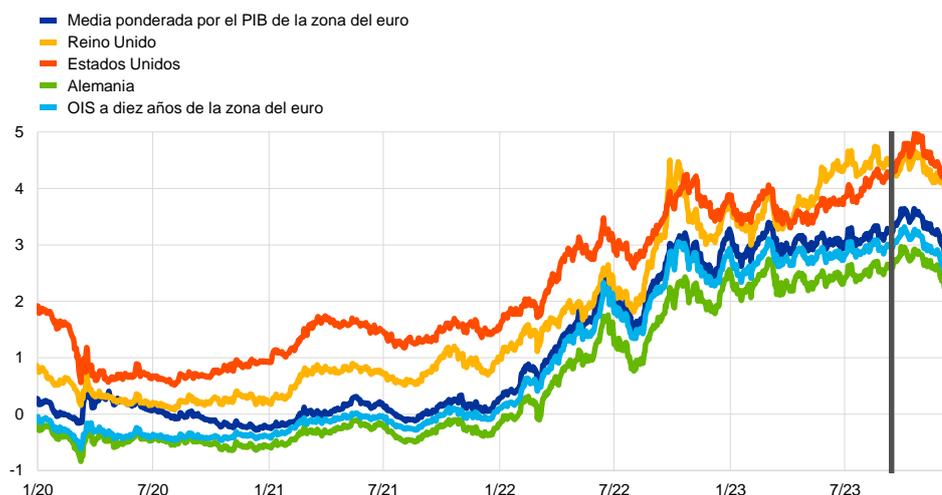
Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro fluctuaron de forma apreciable, reflejando en gran medida los movimientos de los rendimientos de la deuda pública estadounidense a largo plazo, y, al final del período, se situaron en niveles notablemente más bajos que antes de la reunión de septiembre (gráfico 16). Al comienzo del período de referencia, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo se elevaron sustancialmente: a mediados de octubre, el tipo OIS a diez años de la zona del euro se situó unos 30 puntos básicos por encima del nivel registrado el día anterior a la reunión de septiembre. El principal factor determinante de este aumento habría sido el efecto de contagio proveniente de Estados Unidos, donde la subida de los tipos a largo plazo fue más acusada que en la zona del euro. Posteriormente, el incremento de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro se revirtió con creces, pues los rendimientos de la deuda pública de EEUU descendieron de su máximo, los datos de inflación de la zona del euro sorprendieron a la baja y las perspectivas económicas se deterioraron. Al final del período de referencia, el tipo OIS a diez años de la zona del euro se situó unos 50 puntos básicos por debajo de su nivel de mediados de septiembre, en el 2,4 % aproximadamente. El rendimiento de la deuda pública a diez años de EEUU se redujo unos 25 puntos básicos hasta el 4 %, tras haber registrado un incremento de más de 70 puntos básicos anteriormente en el período de referencia, mientras que el rendimiento de la deuda

equivalente del Reino Unido cayó alrededor de 45 puntos básicos hasta situarse en torno al 3,8 %.

Gráfico 16

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 (14 de septiembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 13 de diciembre de 2023.

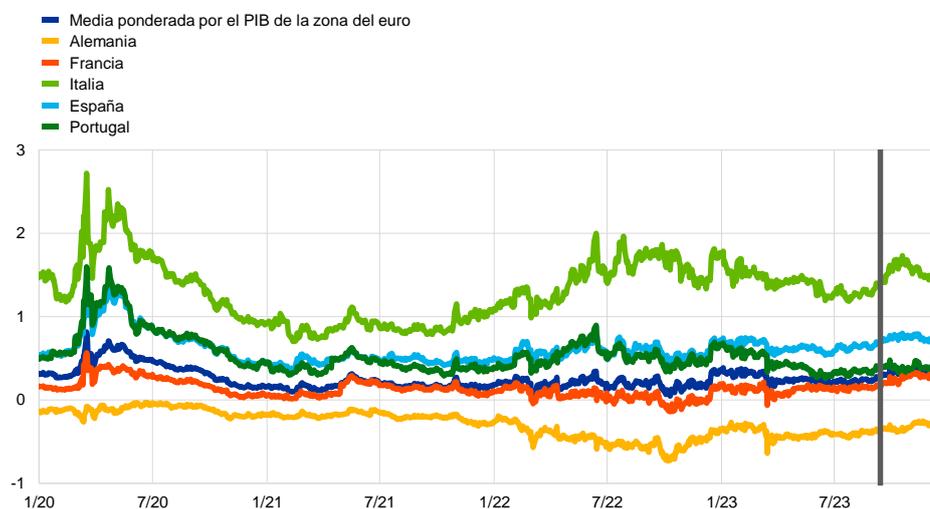
Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro disminuyeron prácticamente a la par y en magnitudes similares que los tipos libres de riesgo, por lo que los diferenciales soberanos apenas variaron (gráfico 17). El

rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB fue unos 40 puntos básicos inferior y se situó alrededor del 2,8 %. En el período de referencia, 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 solo se incrementó ligeramente. Los diferenciales de la deuda soberana en la mayoría de los países de la zona del euro evolucionaron de manera similar. Una excepción fue el diferencial soberano griego, que disminuyó 10 puntos básicos dado que las calificaciones crediticias soberanas de Grecia se elevaron a grado de inversión. El diferencial soberano italiano aumentó anteriormente en el período de referencia y la mayor parte del incremento se revirtió después cuando las agencias de calificación confirmaron sus calificaciones para Italia.

Gráfico 17

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de septiembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 13 de diciembre de 2023.

Los diferenciales de los bonos corporativos se mantuvieron prácticamente sin variación en el período de referencia, en un entorno de percepción de riesgos positiva. Los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad siguieron los movimientos de los tipos de interés a largo plazo, aumentando significativamente en la primera mitad del período analizado y disminuyendo posteriormente. En cambio, los diferenciales de los bonos corporativos en el segmento de grado de inversión solo registraron fluctuaciones moderadas durante el período. Estos desarrollos son coherentes con el hecho de que el precio del riesgo de crédito de las empresas con calificaciones más bajas es más sensible a las variaciones de los tipos de interés. Ahora bien, si se adopta una perspectiva de más largo plazo (desde el comienzo del proceso de normalización de la política monetaria en diciembre de 2021), los diferenciales de los bonos corporativos solo han aumentado moderadamente. La resiliencia del sector empresarial de la zona del euro ha contribuido a contener los costes de la financiación mediante valores de renta fija.

Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se revalorizaron durante el período de referencia, ya que la continua escalada observada en noviembre compensó con creces las pérdidas acumuladas anteriormente (gráfico 18). En el conjunto del período analizado, los índices bursátiles de la zona registraron un avance del 4,3 % y, desde noviembre, han compensado las pérdidas acumuladas hasta finales de octubre. El sentimiento de los mercados era débil inicialmente, dado que los tipos de interés a largo plazo y la incertidumbre geopolítica lastraban el comportamiento de la renta variable, pero después se recuperó cuando la prima de riesgo de las acciones disminuyó y los tipos de interés cayeron. El sector bancario tuvo un comportamiento mejor y ganó un 6 %, pues sus cotizaciones bursátiles continuaron beneficiándose de la distribución de beneficios a los accionistas. En cambio, los precios de las acciones de las sociedades no financieras aumentaron

solo un 2,6 %, aunque mostraron una heterogeneidad considerable entre sectores. Las cotizaciones de los sectores más sensibles a los tipos de interés, como el tecnológico y el inmobiliario, experimentaron algunas de las mayores fluctuaciones en el período de referencia. La evolución bursátil en Estados Unidos siguió una trayectoria similar, con un avance del índice amplio del 4,5 % y un comportamiento del sector bancario mejor que el de las sociedades no financieras.

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

(índice: 1 de enero de 2020 = 100)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

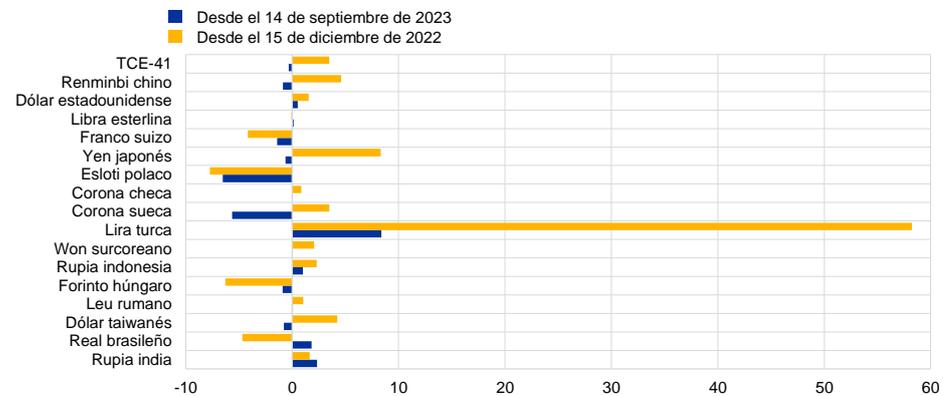
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de septiembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 13 de diciembre de 2023.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció ligeramente (gráfico 19). Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se depreció un 0,3 %. Esta moderada pérdida de valor de la moneda única enmascara algunas fluctuaciones registradas durante el período debido a los cambios en las expectativas de los participantes en los mercados relativas a los tipos de interés oficiales, particularmente en Estados Unidos. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral frente a las monedas de los principales socios comerciales, el euro se debilitó frente al renminbi chino (0,9 %) y al franco suizo (1,4 %), así como frente a las monedas de algunos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (6,5 % frente al esloti polaco y 5,6 % frente a la corona sueca). En cambio, el euro se apreció frente a la rupia india (2,3 %), la lira turca (8,4 %) y el dólar estadounidense (0,5 %). La revalorización frente al dólar reflejó el descuento de las expectativas de que la Reserva Federal mantenga sin variación los tipos de interés oficiales durante un largo período. Además, el hecho de que el IPC de Estados Unidos publicado a mediados de noviembre fuera inferior al esperado otorgó un apoyo adicional al euro, pese a que se vio compensado parcialmente por la publicación posterior del IAPC de la zona del euro, que también se situó por debajo de las expectativas.

Gráfico 19

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 13 de diciembre 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. En octubre de 2023, los costes de financiación de las entidades de crédito y los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares siguieron aumentando y alcanzaron los niveles más altos en casi quince años. En el mismo mes, el coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) también se elevó. En el período comprendido entre el 14 de septiembre y el 13 de diciembre de 2023, el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija y mediante acciones disminuyó significativamente. La última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación, que abarca el período entre abril y septiembre de 2023, indica un endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación para este sector. El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuó siendo débil en octubre, como consecuencia de la subida de los tipos de interés, de la menor demanda de préstamos y del endurecimiento de los criterios de aprobación. El crecimiento monetario siguió contrayéndose, con unas tasas interanuales próximas a mínimos históricos, debido a los elevados costes de oportunidad, a la falta de dinamismo del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro continuaron aumentando en octubre de 2023, impulsados por 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 se elevó en octubre y alcanzó su nivel más alto en más de diez años, con una mayor heterogeneidad entre países (panel a del gráfico 20). Si bien la rentabilidad de los bonos bancarios comenzó a disminuir en noviembre, reflejo de la evolución de la curva de rendimientos (panel b del gráfico 20), los tipos de interés de los depósitos siguieron al alza de forma sostenida, con algunas variaciones entre instrumentos y sectores. El amplio y creciente diferencial de tipos entre los depósitos a plazo y a la vista llevó a los depositantes a desplazar grandes volúmenes de sus tenencias de depósitos a la vista a depósitos a plazo y otros instrumentos con una remuneración más alta. Los tipos de interés ofrecidos a las empresas por los depósitos a plazo se situaron cerca del tipo de la facilidad de depósito del BCE y se mantuvieron por encima de los aplicados a los hogares. Además, la transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de los depósitos ha continuado siendo muy dispar entre entidades, debido, fundamentalmente, a las diferencias en términos de competencia, duración de los activos y pasivos de los bancos y regulación.

El proceso en curso de eliminación gradual de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) ha contribuido a reducir el exceso de liquidez en un entorno en el que todavía era abundante en todo el sistema. Tras la liquidación del 20 de diciembre de 2023, el saldo vivo total de la financiación obtenida mediante la tercera serie de TLTRO (TLTRO III) se ha reducido en 1.721 billones de euros, hasta los 392 mm de euros. Esta cifra se sitúa un 81 % por debajo del saldo vivo registrado antes de la recalibración de la remuneración de estas operaciones llevada a cabo en octubre de

2022 (2.113 billones de euros)⁸. Para compensar la menor liquidez proporcionada por el BCE, las entidades de crédito han aumentado sus emisiones de valores representativos de deuda y de instrumentos del mercado monetario y han competido más activamente entre sí por los depósitos elevando la remuneración de estos productos. Los ahorradores han movido los depósitos de entidades que ofrecen una remuneración menos atractiva a otras que han subido los tipos de interés de estos instrumentos a un ritmo más rápido. El volumen de las emisiones de bonos bancarios, que para las entidades de crédito son más caros que los depósitos, se ha incrementado desde septiembre de 2022, en un entorno de retirada progresiva de las TLTRO y de disminución de los depósitos a la vista.

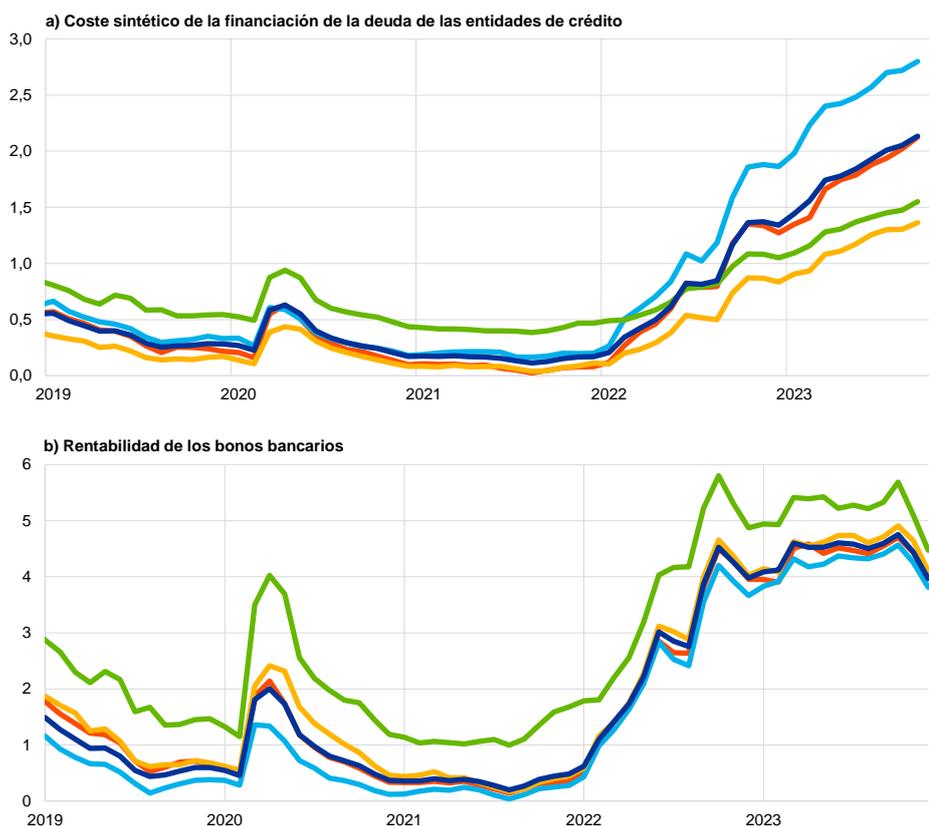
⁸ Véase «El BCE recalibra sus operaciones de financiación con objetivo específico para ayudar a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo», *nota de prensa*, BCE, 27 de octubre de 2022.

Gráfico 20

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

(porcentajes)

■ Zona del euro
■ Alemania
■ Francia
■ Italia
■ España



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

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

Los balances de las entidades de crédito han sido sólidos en general, pese a la debilidad del entorno económico. En la primera mitad de 2023, las entidades siguieron aumentando su capitalización y mantuvieron ratios de capital muy por encima de los requerimientos de capital de nivel 1 ordinario (CET1). 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, de los menores volúmenes de crédito y del deterioro de la calidad de los activos, la rentabilidad bancaria se benefició de los mayores márgenes de intermediación, con una heterogeneidad considerable entre países. El aumento de estos márgenes fue particularmente evidente en el caso de las entidades de países en los que predominan los préstamos a tipo variable y en los que los costes de financiación de los bancos han

repuntado en menor medida. Los préstamos dudosos de las entidades de crédito se mantuvieron en niveles bajos en el segundo trimestre de 2023, pero las tasas de morosidad relativas a exposiciones minoristas y frente a empresas ya han comenzado a elevarse, lo que apunta a nuevos incrementos de los préstamos dudosos. Las entidades pueden enfrentarse al riesgo de mayores dotaciones de provisiones si los riesgos para los sectores no financieros se materializan a causa de unas condiciones económicas peores de lo esperado.

En octubre de 2023, los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares volvieron a aumentar, reflejo de la subida de los tipos de interés oficiales del BCE y del endurecimiento de los criterios de concesión de crédito.

Entre principios de julio de 2022 y septiembre de 2023, los tipos de interés oficiales del BCE subieron sustancialmente y con rapidez (450 puntos básicos en términos acumulados). Estas alzas dieron lugar a un incremento acusado de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares en todos los países de la zona del euro (gráfico 21). Los tipos aplicados por las entidades de crédito a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras (SNF) y a los hogares alcanzaron el nivel más alto en casi quince años, en un entorno de menor concesión de crédito y de endurecimiento de los criterios de aprobación. Desde mayo de 2022, es decir, antes de que el BCE diera señales de la primera subida de tipos del ciclo de endurecimiento actual, los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda se han elevado en torno a 350 puntos básicos y 210 puntos básicos, respectivamente. En octubre de 2023, los tipos de interés de los préstamos concedidos a las empresas aumentaron hasta el 5,27 %, frente al 5,09 % de septiembre. Este aumento fue generalizado en todos los períodos de fijación de los tipos, registrándose las mayores alzas en los préstamos a más de un año y hasta cinco años de fijación del tipo. Los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios a hogares para consumo se mantuvieron prácticamente sin variación y se situaron en el 7,90 % en octubre, al tiempo que los aplicados a las nuevas operaciones en la modalidad de «préstamos a hogares para otros fines», que incluye empresarios individuales, se elevaron hasta el 5,55 % en dicho mes, desde el 5,38 % de septiembre. Los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda solo registraron un ligero incremento y se situaron en el 3,91 % en octubre, en comparación con el 3,89 % de septiembre. Este menor ritmo de subida de tipos se debe a que el ciclo de endurecimiento se encuentra en una fase avanzada y a los mayores volúmenes de préstamos renegociados que han impulsado a la baja los tipos de interés de los nuevos préstamos en algunos países de la zona del euro⁹. Asimismo, fue mayor en las hipotecas a tipo flexible que en las contratadas a tipo fijo, observándose heterogeneidad entre países. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de octubre de 2023 sugieren que los consumidores encuestados esperaban que los tipos de interés hipotecarios se estabilizaran algo por encima de los niveles de ese momento en los doce meses siguientes. Un elevado porcentaje neto de encuestados percibía que los criterios de concesión eran restrictivos y esperaba que fuera más difícil obtener préstamos para

⁹ El objetivo de las negociaciones de préstamos es facilitar que el prestatario pueda hacer frente a los pagos futuros y asegurar que el prestamista reciba finalmente el reembolso de los fondos prestados.

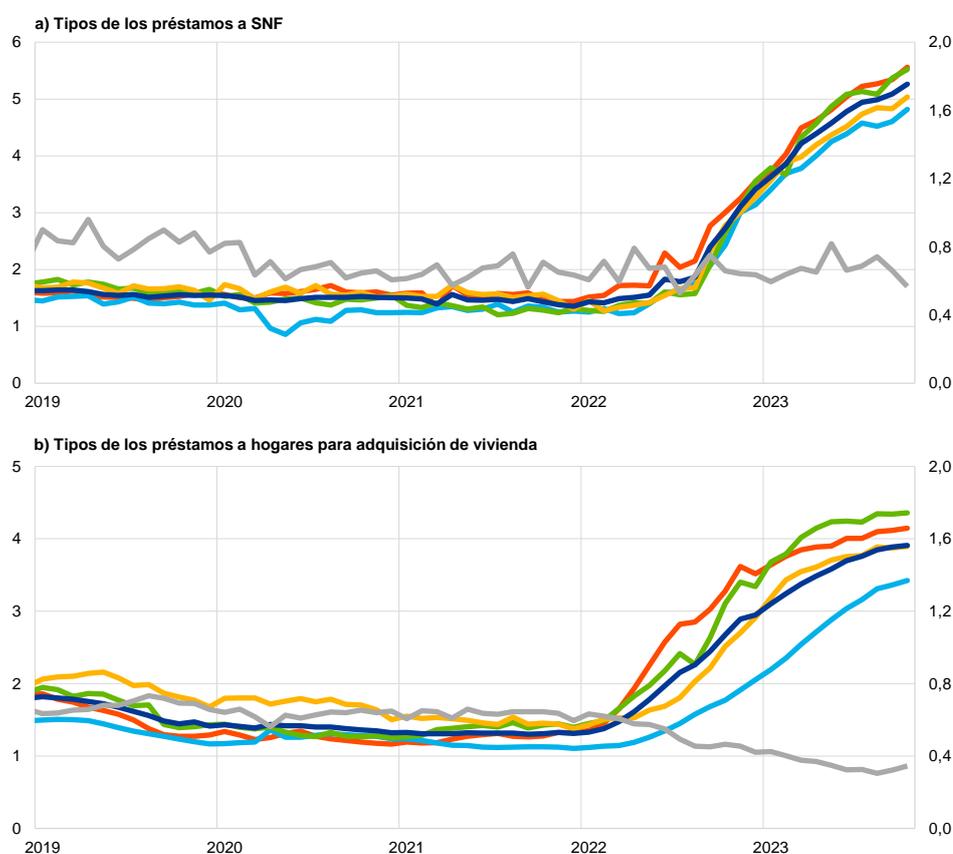
adquisición de vivienda en ese mismo período. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares se mantuvo en un nivel reducido (paneles a y b del gráfico 21).

Gráfico 21

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

(porcentajes; desviación típica)

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



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 octubre de 2023.

En el período comprendido entre el 14 de septiembre y el 13 de diciembre de 2023, el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija y mediante acciones disminuyó significativamente.

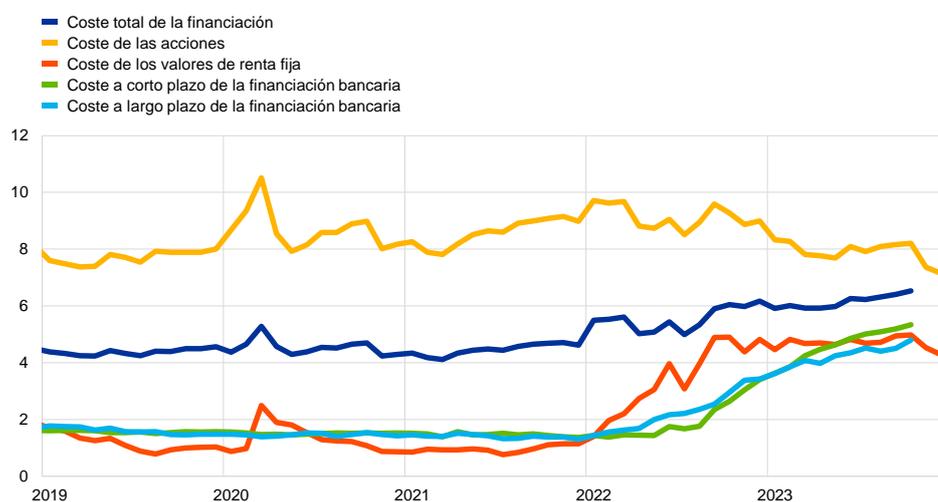
En octubre, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— marcó un máximo de varios años y alcanzó niveles que no se observaban desde el segundo semestre de 2010, tras haber registrado un incremento de 11 puntos básicos con respecto al mes anterior y

situarse en el 6,54 % (gráfico 22)¹⁰. Este aumento se debió principalmente al alza del coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo. Sin embargo, en el conjunto del período analizado (desde el 14 de septiembre hasta el 13 de diciembre de 2023), el coste de la financiación mediante acciones y mediante valores de renta fija se redujo. El menor coste de las acciones fue atribuible al descenso tanto de la prima de riesgo de estos valores como del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo (aproximado por el tipo OIS —*overnight index swap*— a diez años). La caída del coste de los valores de renta fija fue casi idéntica a la que registró el tipo libre de riesgo, dado que los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente sin variación (véase sección 4).

Gráfico 22

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las 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 diciembre de 2023 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a octubre de 2023 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación, estas siguieron indicando un aumento generalizado de los tipos de interés bancarios y de otros costes de la financiación bancaria durante el período comprendido entre abril y septiembre de 2023. En la última edición de la encuesta, un porcentaje neto del 86 % de las empresas participantes señaló un incremento de los tipos de interés bancarios, en comparación con el 87 % en la edición anterior (gráfico 23). Al mismo tiempo, un porcentaje neto históricamente alto de las empresas (el 58 %, frente al 53 % previo) indicó un aumento de otros costes de financiación (es decir, gastos y comisiones). La subida de los tipos de interés bancarios fue mencionada con carácter más generalizado por las grandes empresas, mientras que el ascenso de otros costes de los préstamos bancarios fue citado con mayor frecuencia por las pequeñas y medianas empresas (pymes). En términos netos, las empresas también

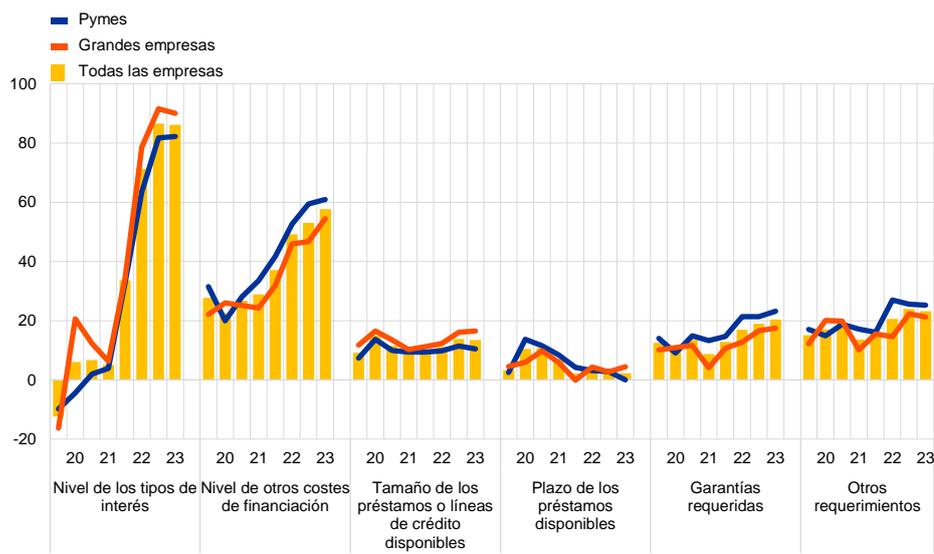
¹⁰ Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta octubre de 2023.

indicaron un endurecimiento de las garantías requeridas. Pese a las condiciones de financiación más restrictivas, pocas empresas señalaron obstáculos para obtener un préstamo bancario.

Gráfico 23

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

(porcentaje neto de encuestados)



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

Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Las cifras se basan en las empresas que habían solicitado préstamos bancarios (incluidos préstamos bancarios subvencionados), líneas de crédito o descubiertos bancarios o en tarjetas de crédito. El porcentaje neto es la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de un factor determinado y el de aquellas que señalan una disminución. Las cifras se refieren a las ediciones 22 a 29 de la encuesta (entre octubre de 2019-marzo de 2020 y abril de 2023-septiembre de 2023).

Las empresas también señalaron que la brecha de financiación había continuado ampliándose a un ritmo moderado y que esperaban que la disponibilidad de la mayoría de las fuentes de financiación externa se deteriorara en el futuro.

Según las empresas encuestadas, en la zona del euro, la brecha de financiación externa —la diferencia entre la variación de la necesidad de financiación externa y la variación de su disponibilidad en todos los instrumentos financieros— era del 8 % (frente al 6 % en la edición anterior de la encuesta). Más grandes empresas que pymes señalaron un aumento de la brecha de financiación, debido a la mayor necesidad de financiación en la mayoría de instrumentos. De cara al futuro, las empresas eran ligeramente más pesimistas sobre la disponibilidad de financiación externa en los seis meses siguientes. Como consecuencia del actual endurecimiento de las condiciones del crédito bancario, un 18 % neto de las empresas esperaba un deterioro adicional del acceso a los préstamos bancarios en los seis meses siguientes, mientras que las cifras correspondientes al acceso a las líneas de crédito y a los valores representativos de deuda eran del 15 % y del 17 %, respectivamente. El número de pymes que preveían un deterioro del acceso tanto a los préstamos bancarios como a las líneas de crédito era mayor que el de grandes empresas. En cambio, el porcentaje de empresas que esperaban que la disponibilidad de valores representativos de deuda se deteriorara era más elevado en el caso de las grandes empresas que en el de las pymes.

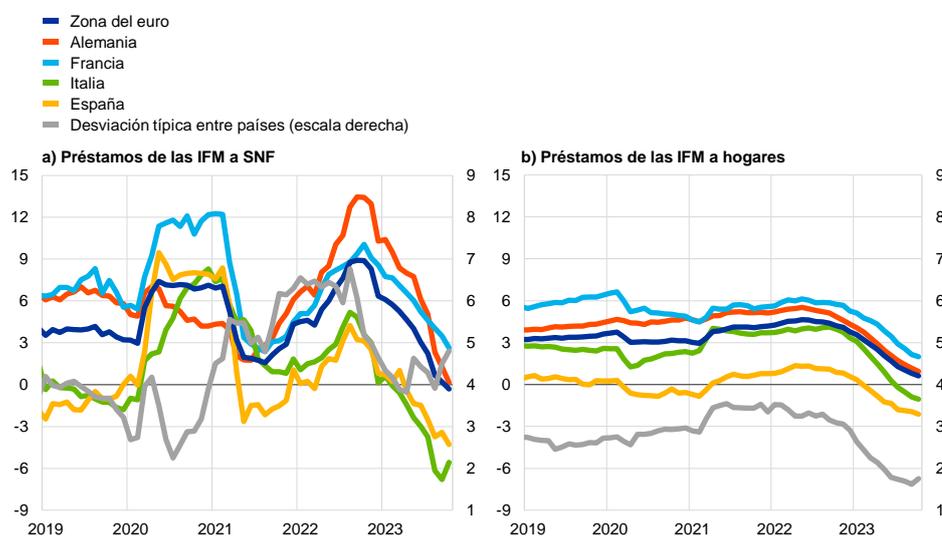
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a SNF pasó a terreno negativo en octubre de 2023.

Esta tasa cayó hasta el $-0,3\%$ en octubre, desde el $0,2\%$ observado en septiembre (panel a del gráfico 24), en un entorno de considerable heterogeneidad entre países y plazos. La desaceleración reflejó el acusado descenso de la demanda de crédito, que se debió en parte al aumento de los tipos de interés aplicados y a los consiguientes recortes en los planes de gasto, y también de la oferta de crédito, como sugería el endurecimiento adicional de los criterios de aprobación en el tercer trimestre de 2023. La dinámica a corto plazo se mantuvo contenida, según se deduce de los flujos mensuales, que fueron negativos, en promedio, en los tres meses hasta octubre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares cayó hasta el $0,6\%$ en octubre, desde el $0,8\%$ observado en septiembre (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 y de tipos de interés más elevados. La disminución estuvo determinada principalmente por los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y los préstamos a empresarios individuales (pequeñas empresas sin personalidad jurídica), mientras que los préstamos para consumo tuvieron una resiliencia mayor, a pesar del endurecimiento de los criterios de concesión y de la caída de la confianza de los consumidores. La dinámica a corto plazo apenas muestra nuevas operaciones de préstamo netas en los tres últimos meses.

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 titulaciones 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 octubre de 2023.

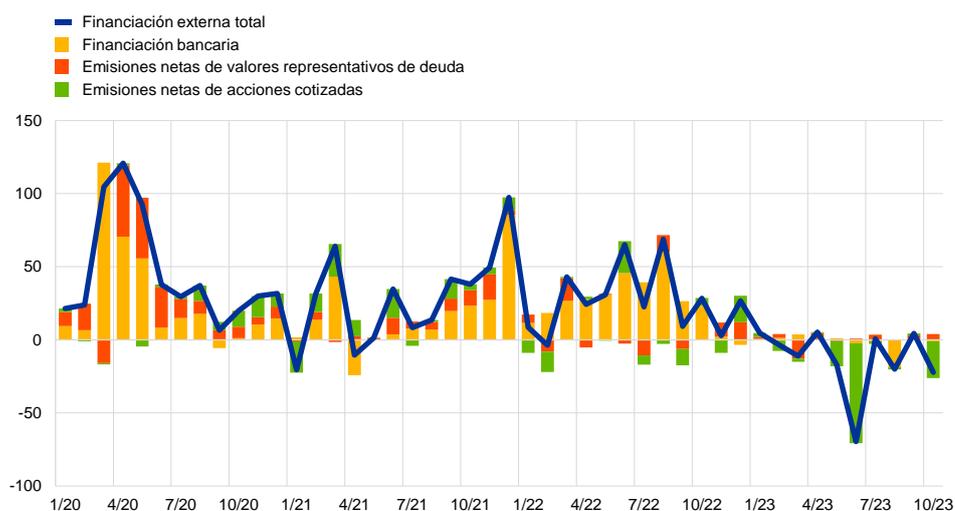
El crecimiento de la financiación externa neta de las empresas de la zona del euro fue débil en el tercer trimestre de 2023 y en octubre, reflejo de los bajos niveles de financiación mediante deuda. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa neta se redujo del $0,5\%$ en junio de 2023 al $-0,7\%$ en octubre

(gráfico 25). A diferencia de lo ocurrido en anteriores episodios de debilidad del crédito, las emisiones de bonos corporativos no compensaron el descenso de los préstamos bancarios. Las emisiones de acciones cotizadas mostraron falta de dinamismo en general, y las empresas también llevaron a cabo recompras de acciones para impulsar la rentabilidad para los accionistas.

Gráfico 25

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

(flujos mensuales, mm de euros)



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

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

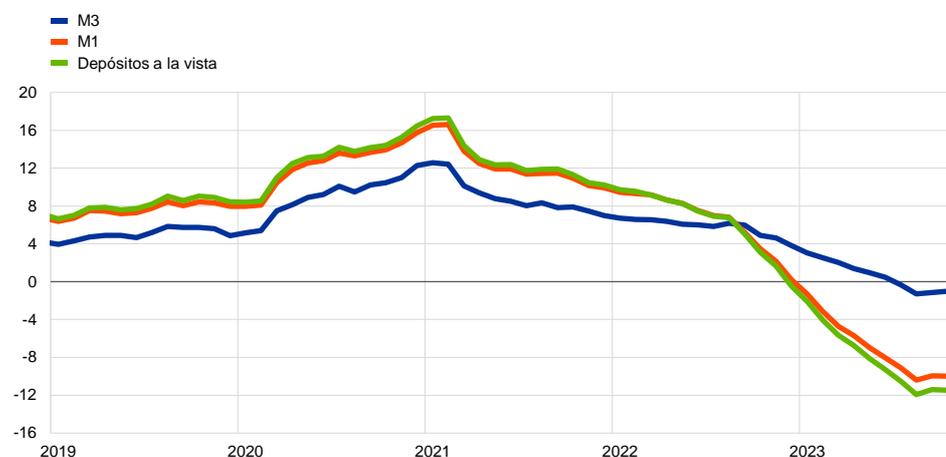
El desplazamiento de fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo se intensificó en octubre.

El crecimiento interanual de los depósitos a la vista siguió cayendo a tasas de doble dígito en octubre y se situó en el $-11,5\%$, frente al $-11,4\%$ de septiembre (gráfico 26). La subida de los tipos de interés ha dado lugar a un amplio y creciente diferencial entre los tipos de los depósitos a plazo y los tipos de los depósitos a la vista, dado que los segundos se han ajustado más lentamente que los primeros a las variaciones de los tipos de interés oficiales, en línea con los ciclos de endurecimiento anteriores. Esta situación ha elevado el coste de oportunidad de mantener activos líquidos y está impulsando el desplazamiento de fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo. En el caso de los hogares, en octubre se registraron los mayores movimientos mensuales de depósitos a la vista a depósitos a plazo desde que comenzó el ciclo de endurecimiento. Las empresas cambiaron de un instrumento al otro a un ritmo más rápido, al igual que en la primera mitad de 2023.

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 octubre de 2023.

El crecimiento monetario siguió contrayéndose en octubre de 2023 (con unas tasas interanuales próximas a mínimos históricos recientes), debido a los elevados costes de oportunidad, a la falta de dinamismo del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) de la zona del euro se situó en el -1% en octubre, frente al $-1,2\%$ registrado en septiembre (gráfico 26). El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1) disminuyó a tasas de doble dígito, y la dinámica general de contracción monetaria se vio reforzada por los desplazamientos de carteras. La tasa de octubre se situó en el -10% , un nivel algo inferior al $-9,9\%$ observado en septiembre. Como en meses anteriores, la reducción del balance del Eurosistema y las adquisiciones de bonos bancarios por parte del sector tenedor de dinero continuaron teniendo un efecto contractivo en la dinámica monetaria. Además, los reembolsos de las TLTRO y el mayor coste de oportunidad que supone para los depositantes mantener activos líquidos están llevando a las entidades a emitir bonos a plazos más largos que no se incluyen en M3. Asimismo, la dinámica monetaria se ha visto cada vez más sostenida por las compras de deuda pública por parte de entidades de crédito y de inversores extranjeros, lo que aporta nuevo dinero al sistema, y por un creciente superávit de la balanza por cuenta corriente, que da lugar a mayores flujos monetarios procedentes del resto del mundo.

6 Evolución de las finanzas públicas

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro habría mejorado moderadamente en 2023. Asimismo, se espera que registre una mejora moderada en 2024 y solo marginal en 2025 y 2026. Como reflejo, en general, de esta evolución, es probable que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endureciera de forma mesurada en 2023 y se prevé que sea significativamente más restrictiva en 2024. En los dos años siguientes, continuaría endureciéndose, pero muy levemente. Se espera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro disminuya ligeramente durante el horizonte de proyección, desde el 89 % estimado para 2023 hasta alrededor del 88 % en 2026, lo que representa una ralentización de la caída observada desde los niveles máximos alcanzados durante la pandemia. Conforme la crisis energética se va 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 orientación aún más restrictiva 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. Es importante que los Estados miembros lleguen pronto a un acuerdo sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE.

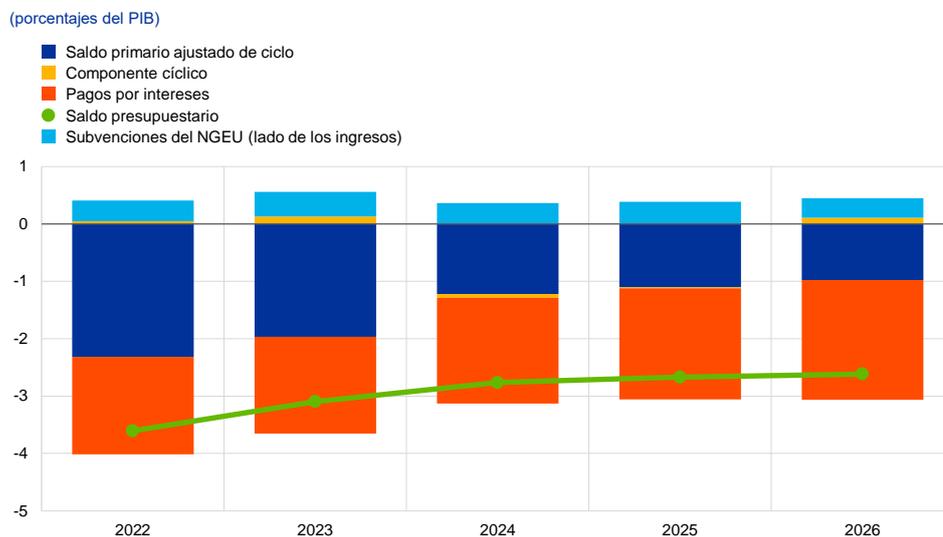
Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2023, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará lentamente durante todo el horizonte de proyección¹¹. De acuerdo con las proyecciones, el déficit presupuestario de la zona del euro habría descendido hasta el 3,1 % del PIB en 2023 y seguirá disminuyendo hasta situarse en el 2,8 % del PIB en 2024, el 2,7 % en 2025 y el 2,6 % en 2026 (gráfico 27). Esta senda estaría impulsada, sobre todo, por la reducción de los saldos primarios ajustados de ciclo negativos, mientras que se espera que el componente cíclico se mantenga bastante estable a lo largo del horizonte de proyección. Se prevé que los pagos por intereses aumenten ligeramente durante dicho horizonte, pero el incremento será moderado en comparación con el de los tipos de interés de mercado, ya que la transmisión se producirá de forma gradual debido a los largos vencimientos residuales de la deuda soberana, cuya media de la zona del euro actualmente se sitúa justo por debajo de ocho años (frente a 6,5 años en 2015). La disminución del déficit primario ajustado de ciclo, que se concentra en 2023 y 2024, obedece en gran medida a la reducción de las medidas de apoyo fiscal aplicadas por los Gobiernos conforme la perturbación energética y la elevada inflación se van atenuando. Actualmente se estima que, en el conjunto de la zona del euro, estas medidas supusieron el 1,3 % del PIB en 2023, así como que se reducirán de forma sustancial hasta situarse en el 0,4 % del PIB en 2024 y en torno al 0,1 % del PIB en 2025 y 2026. Esta mejora del saldo primario ajustado de ciclo también se ha visto influida por la reciente decisión del Tribunal Constitucional Federal alemán sobre el uso de los créditos de emergencia y el impacto en el «freno

¹¹ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2023](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 14 de diciembre de 2023.

de la deuda». Con todo, sigue habiendo incertidumbre en torno a este impacto, dado que el presupuesto federal de Alemania para 2024 aún no se ha cerrado.

Gráfico 27

Saldo presupuestario y sus componentes



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

Notas: El saldo primario ajustado de ciclo se ajusta de subvenciones del programa *Next Generation EU* (NGEU) por el lado de los ingresos. Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los 20 países de la zona del euro (incluida Croacia).

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2023, el saldo presupuestario habría aumentado marginalmente (0,1 puntos porcentuales) en 2023, se mantiene sin cambios en 2024 y experimenta un incremento moderado de 0,3 puntos porcentuales en 2025. Estas correcciones tienen su origen en una revisión al alza del componente cíclico durante todo el horizonte de proyección (de 0,4 puntos porcentuales al año), que en 2023 y 2024 se ve compensada casi íntegramente por un saldo primario ajustado de ciclo más negativo. En 2025, sin embargo, esta revisión se compensa en menor medida. La contribución del gasto por intereses no varía durante dicho horizonte.

A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endurecerá moderadamente durante el horizonte de proyección, sobre todo en 2024¹². La variación anual del saldo primario ajustado de ciclo, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del NGEU, apunta a un endurecimiento sustancial de las políticas fiscales en la zona del euro en 2023 y 2024 en su conjunto, conforme se van retirando gran parte de las medidas de apoyo introducidas en 2022 en respuesta a los precios de la energía y a la inflación. Con

¹² La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del 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.

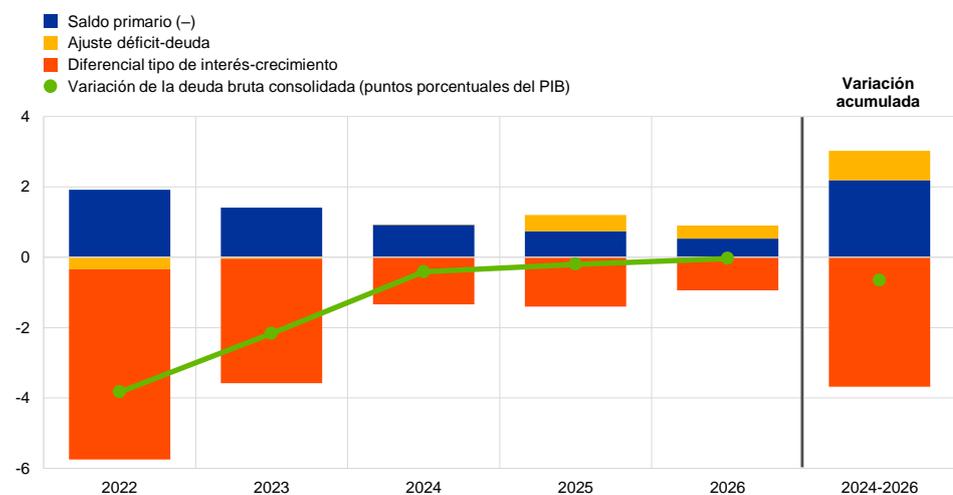
todo, si se tienen en cuenta las medidas adoptadas en el pasado, incluidas las implementadas para hacer frente a la irrupción de la pandemia en 2020 y, más recientemente, a la perturbación energética e inflacionista, se espera que el nivel de apoyo fiscal en la zona del euro siga siendo, en gran medida, acomodaticio en todo el horizonte de proyección. El leve endurecimiento esperado de la orientación de la política fiscal en 2025 y 2026 apenas altera esta valoración global.

Se prevé que la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro permanezca por encima del nivel previo a la pandemia y que disminuya lentamente desde el 88,7 % estimado para 2023 hasta el 88,1 % en 2026. La ratio de deuda aumentó unos 13 puntos porcentuales, hasta alrededor del 97 %, en 2020, pero desde entonces ha ido descendiendo de forma gradual y se espera que siga disminuyendo durante el horizonte de proyección, aunque a un ritmo sustancialmente más lento. El descenso previsto se basa en unos diferenciales decrecientes, aunque todavía negativos, entre los tipos de interés y el crecimiento del PIB nominal, que se ven compensados en parte por la persistencia de los déficits primarios y por los ajustes positivos esperados entre déficit y deuda en la segunda mitad del horizonte de proyección (gráfico 28).

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 Eurosistema para la zona del euro, diciembre 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).

Conforme la crisis energética se va atenuando, los Gobiernos deberían continuar revirtiendo las medidas de apoyo asociadas. Ello es esencial para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una orientación aún más restrictiva de la política monetaria. En la [declaración](#) del Eurogrupo del 7 de diciembre se instaba a los Estados miembros que siguen aplicando medidas de calado a eliminarlas gradualmente lo antes posible en 2024 y a destinar el ahorro resultante a la reducción del déficit. El Eurogrupo consideraba que, si bien las políticas deberían seguir respondiendo con agilidad en vista de la incertidumbre imperante, una orientación fiscal general

restrictiva para la zona del euro en 2024 era adecuada para reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas y evitar una intensificación de las presiones inflacionistas. Además de lo anterior, será importante que las políticas fiscales se orienten a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública. La mejor manera de alcanzar este objetivo es mediante un marco sólido de coordinación y supervisión de las políticas económicas y presupuestarias de la UE. En su [dictamen](#) del 5 de julio de 2023 sobre una propuesta para la reforma de la gobernanza económica de la Unión, el BCE pedía a los legisladores de la UE que llegaran a un acuerdo para reformar el marco de gobernanza económica cuanto antes y, a más tardar, para finales de 2023¹³.

¹³ El 21 de diciembre de 2023 —y, por tanto, después de la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre a la que se hace referencia en este Boletín Económico—, el Consejo Europeo alcanzó un [acuerdo](#) sobre la reforma de la gobernanza económica de la UE que abre las puertas a un trío entre la Comisión, el Consejo y el Parlamento Europeo.