

Evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

En su reunión del 11 de abril de 2024, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. La información más reciente confirmó en líneas generales su anterior valoración sobre las perspectivas de inflación a medio plazo. La inflación ha continuado descendiendo, gracias a la bajada de los precios de los alimentos y de los bienes. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente están disminuyendo, el crecimiento de los salarios se está moderando gradualmente y las empresas están absorbiendo parte del incremento de los costes laborales en sus beneficios. Las condiciones de financiación siguen siendo restrictivas y las anteriores subidas de los tipos de interés continúan frenando la demanda, lo que está contribuyendo a reducir la inflación. No obstante, las presiones inflacionistas internas son intensas y mantienen la inflación de los servicios en niveles elevados.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Considera que los tipos de interés oficiales del BCE se encuentran en niveles que están contribuyendo de forma significativa al proceso de desinflación en curso. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE sigan siendo suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario. Si la evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria reforzaran adicionalmente la confianza del Consejo de Gobierno en que la inflación está convergiendo hacia su objetivo de forma sostenida, sería apropiado reducir el actual nivel de restricción de la política monetaria. En cualquier caso, para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados, el Consejo de Gobierno seguirá aplicando un enfoque dependiente de los datos y en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, sin comprometerse de antemano con una senda concreta de tipos.

Actividad económica

La economía siguió siendo débil en el primer trimestre de 2024. Pese a la resiliencia del gasto en servicios, las empresas manufactureras se enfrentan a una demanda débil y la producción es aún contenida, especialmente en los sectores intensivos en energía. Las encuestas apuntan a una recuperación gradual a lo largo de este año, impulsada por los servicios, que se espera que se vea respaldada por el aumento de las rentas reales, como resultado del descenso de la inflación, el aumento de los salarios y la mejora de la relación real de intercambio. Por otra parte, el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro debería recuperarse durante los próximos

trimestres, a medida que la economía mundial se recupere y el gasto siga desplazándose hacia bienes comerciables. Por último, la política monetaria debería lastrar la demanda en menor medida con el paso del tiempo.

La tasa de desempleo se encuentra en su nivel más bajo desde que existe el euro. Al mismo tiempo, el tensionamiento del mercado laboral sigue disminuyendo gradualmente, y las empresas están anunciando menos ofertas de empleo.

Los Gobiernos deberían seguir retirando las medidas de apoyo relacionadas con la energía para que la desinflación pueda avanzar de forma sostenida. Aplicar plenamente y sin demora el marco de gobernanza económica revisado de la UE debería ayudar a los Gobiernos a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida. Las políticas fiscales y estructurales nacionales deberían orientarse a mejorar la productividad y competitividad de la economía, lo que ayudaría a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo. A escala europea, una aplicación efectiva y rápida del programa *Next Generation EU* y el reforzamiento del mercado único contribuirían a promover la innovación y a aumentar la inversión en las transiciones verde y digital. Esfuerzos más determinados y concretos para completar la unión bancaria y la unión de los mercados de capitales ayudarían a movilizar la enorme inversión privada necesaria para lograrlo, como destacó el Consejo de Gobierno en su comunicado¹ de 7 de marzo de 2024.

Inflación

La inflación continuó descendiendo desde una tasa interanual del 2,6 % en febrero, hasta el 2,4 % en marzo, según la estimación de avance de Eurostat. La inflación de los alimentos cayó hasta el 2,7 % en marzo, desde el 3,9 % registrado en febrero, mientras que la tasa de variación de los precios de la energía se situó en el -1,8 % en marzo, tras el -3,7 % del mes anterior. La tasa de variación de los precios de los bienes registró un nuevo descenso, situándose en el 1,1 % en marzo, desde el 1,6 % de febrero. Sin embargo, la tasa correspondiente a los servicios siguió siendo elevada, situándose en el 4 % en marzo.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente volvieron a descender en febrero, lo que confirma un panorama de disminución gradual de las presiones sobre los precios. Aunque la inflación interna sigue siendo alta, los salarios y los beneficios unitarios crecieron con menos fuerza de lo previsto en el último trimestre de 2023, pero los costes laborales unitarios se mantuvieron elevados, lo que refleja en parte el débil avance de la productividad. Los indicadores más recientes apuntan a una moderación adicional del crecimiento de los salarios.

Se espera que la inflación fluctúe en torno a los niveles actuales en los próximos meses y que después disminuya hasta situarse en el objetivo del 2 % el próximo año, debido a un menor crecimiento de los costes laborales, a la materialización de los efectos de la política monetaria restrictiva del Consejo de Gobierno y a la

¹ Véase «Comunicado del Consejo de Gobierno del BCE sobre el avance en la unión de los mercados de capitales», *nota de prensa*, BCE, 7 de marzo de 2024

desaparición gradual del impacto de la crisis energética y de la pandemia. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo siguen siendo, en general, estables y la mayoría se sitúan en torno al 2 %.

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 desaceleración adicional 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 riesgos geopolíticos, que podrían afectar a la confianza de las empresas y de los hogares sobre el futuro y provocar disrupciones del comercio mundial. El crecimiento podría ser mayor si la inflación se reduce más rápidamente de lo previsto y la mejora de las rentas reales hace que los niveles de gasto aumenten más de lo esperado, o si la economía mundial crece más vigorosamente de lo anticipado.

Los riesgos al alza para la inflación incluyen una escalada de las tensiones geopolíticas, especialmente en Oriente Próximo, que podría impulsar al alza los precios de la energía y los costes de los fletes a corto plazo y causar disrupciones en el comercio mundial. La inflación también podría ser más elevada de lo esperado si los salarios aumentan más de lo previsto o los márgenes de beneficios muestran mayor resiliencia. En cambio, la inflación puede sorprender a la baja si la política monetaria frena la demanda más de lo esperado, o si el entorno económico en el resto del mundo empeora de forma imprevista.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado se han mantenido en general estables desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 7 de marzo de 2024 y las condiciones de financiación en general siguen siendo restrictivas. El tipo de interés medio de los préstamos a empresas descendió hasta el 5,1 % en febrero, desde el 5,2 % de enero. Los tipos hipotecarios se redujeron hasta el 3,8 % en febrero, desde el 3,9 % registrado en enero.

Los todavía elevados tipos de interés y las consiguientes reducciones en los planes de inversión dieron lugar a una nueva contracción de la demanda de préstamos por parte de las empresas en el primer trimestre de 2024, como muestra la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2024. Los criterios de aprobación del crédito siguieron siendo restrictivos, con un ligero endurecimiento adicional en el caso de los préstamos a empresas y una moderada relajación en el de las hipotecas.

En este contexto, la dinámica del crédito continúa siendo débil. El crédito bancario a las empresas creció algo más rápido en febrero, a una tasa interanual del 0,4 %,

desde el 0,2 % de enero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo sin variación en febrero, en el 0,3 %. El agregado monetario amplio M3 creció a un ritmo contenido del 0,4 % en febrero.

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 %, el 4,75 % y el 4,00 %, respectivamente.

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

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

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

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

Conclusiones

En su reunión del 11 de abril de 2024, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Considera que los tipos de interés oficiales del BCE se encuentran en niveles que están contribuyendo de forma significativa al proceso de desinflación en curso. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE sigan siendo suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario. Si la evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria reforzaran adicionalmente la confianza del Consejo de Gobierno en que la inflación está convergiendo hacia su objetivo de forma sostenida, sería apropiado reducir el actual nivel de restricción de la política monetaria. En cualquier caso, para determinar el nivel de restricción y su duración

apropiados, el Consejo de Gobierno seguirá aplicando un enfoque dependiente de los datos y en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, sin comprometerse de antemano con una senda concreta de tipos.

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.

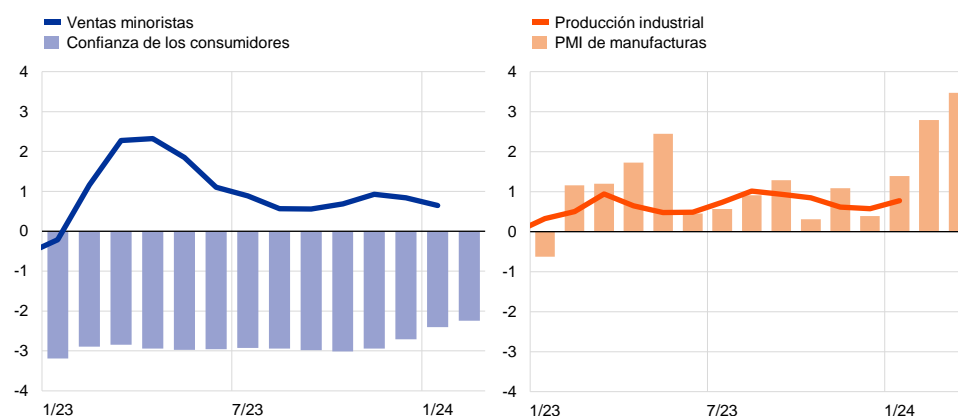
La actividad económica mundial habría mejorado ligeramente en el primer trimestre de 2024. Se espera una recuperación gradual del comercio internacional tras la debilidad observada en el cuarto trimestre del año pasado. A pesar de la persistencia de las disrupciones en el mar Rojo, los precios del transporte marítimo han empezado a retroceder y las cadenas globales de suministro mantienen su capacidad de resistencia. Las presiones inflacionistas siguen siendo intensas, pero los mercados de trabajo de las economías avanzadas continúan enfriándose.

La actividad mundial se habría recuperado, pero se habría mantenido en niveles moderados en el primer trimestre de 2024. Los indicadores siguen señalando una mejora del ritmo de crecimiento global a principios de año y la señal más intensa procede de los indicadores de opinión. En marzo, el índice de directores de compras (PMI) compuesto global (excluida la zona del euro) de actividad permaneció en un nivel sólido de 52,6, lo que refleja una producción manufacturera dinámica, que también se situó en 52,6. Sin embargo, otros datos presentan un panorama con más matices. Las ventas mundiales del comercio minorista se debilitaron ligeramente en enero en tasa de tres meses sobre los tres meses anteriores («momentum»), pese a la recuperación de la confianza de los consumidores, mientras que el dinamismo de la producción industrial global repuntó en cierta medida (gráfico 1). En general, el indicador de seguimiento (*tracker*) y el modelo de previsión a corto plazo del crecimiento global del BCE sugieren una recuperación modesta de la actividad al comienzo del año.

Gráfico 1

Indicadores de actividad global

(ventas minoristas y producción industrial: tasas de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores; confianza y datos del PMI: diferencia con respecto al umbral de expansión)



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

Notas: Media ponderada de 32 economías (AU, BR, BG, CA, CL, CN, CO, CZ, DK, HK, IN, ID, JP, HU, MX, MY, NZ, NO, PL, RO, RU, SG, ZA, KR, SE, CH, TW, TH, TR, UK, US, VN) que abarcan el 82 % del PIB mundial, excluida la zona del euro. Los índices nacionales se ponderan por la paridad del poder adquisitivo. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024 (ventas minoristas y producción industrial), a febrero de 2024 (confianza de los consumidores) y a marzo de 2024 (PMI de producción de las manufacturas).

También se prevé que el crecimiento del comercio internacional se recupere tras la debilidad observada en el cuarto trimestre del año pasado. El PMI global de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas y de los servicios

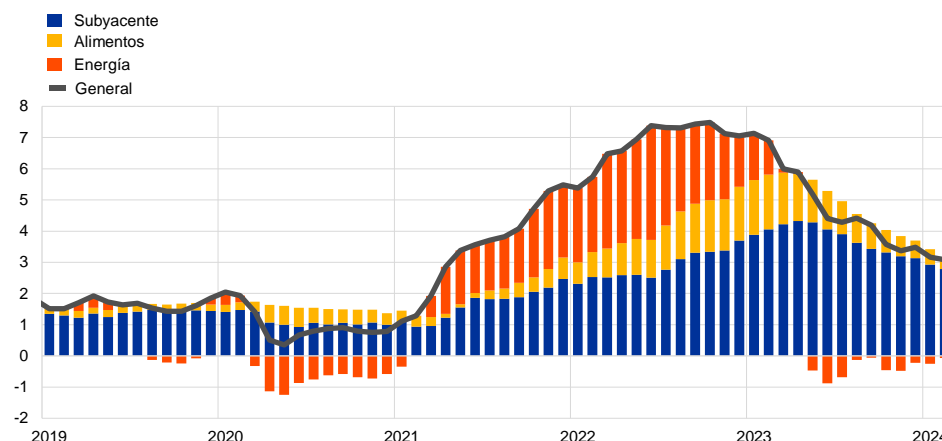
correspondiente a marzo indica que el crecimiento de los intercambios de bienes y servicios debería recuperarse gradualmente a corto plazo. La mejora de la dinámica de la producción industrial global debería sustentar asimismo el comercio. Los factores relacionados con el período posterior a la pandemia que afectaron a los flujos comerciales en 2023 —como la reorientación del gasto hacia los servicios en detrimento de los bienes y la corrección del ciclo de existencias debido a una acumulación excesiva— están desapareciendo, lo que también debería permitir que el comercio mundial se recupere de manera paulatina a lo largo de 2024. Con todo, las disrupciones en los intercambios comerciales en el mar Rojo siguen planteando un riesgo significativo. El tráfico marítimo en esa zona se mantiene en torno al 60 % por debajo de lo habitual porque las compañías de transporte siguen evitando esa ruta. No obstante, los precios del transporte marítimo, que subieron con fuerza después de los ataques hutíes, están descendiendo, mientras que el nivel de congestión en los puertos de todo el mundo se ha reducido desde mediados de enero y en marzo se situaba por debajo de su media previa a la pandemia. La capacidad sin utilizar del sector de transporte marítimo, la debilidad de la demanda de bienes y los elevados niveles de existencias de los fabricantes han amortiguado el impacto de los plazos de entrega más largos, pero una escalada del conflicto en Oriente Próximo sigue suponiendo un riesgo sustancial para el comercio y la inflación.

La inflación general en las economías de la OCDE permaneció estable en febrero, mientras que la inflación subyacente continuó disminuyendo, aunque ligeramente. En febrero, la inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países de la OCDE (excluida Turquía) se redujo marginalmente hasta el 3,1 %, desde el 3,2 % registrado el mes anterior (gráfico 2). La inflación subyacente en la OCDE, excluidos los precios de los alimentos y de la energía, continuó ralentizándose y se situó en el 3,6 % en febrero, 0,2 puntos porcentuales por debajo del nivel observado en enero, en un entorno de relajación de las presiones en los mercados de trabajo de las economías avanzadas. Los indicadores adelantados de los salarios, basados en las ofertas de empleo *online*, sugieren que el crecimiento de los salarios nominales en los países avanzados ya ha dejado atrás su máximo y seguirá disminuyendo. El hecho de que la ratio vacantes/desempleo esté descendiendo en las principales economías avanzadas también señala un enfriamiento de las presiones en los mercados laborales. Asimismo, si bien el crecimiento de los salarios reales pasó a ser positivo en Estados Unidos y en el Reino Unido a finales de 2023, la evidencia procedente de las empresas muestra que los márgenes de estas se sitúan aún por encima de los niveles previos a la pandemia, lo que apunta a que existe cierto margen para que las empresas absorban el incremento de los costes salariales sin trasladarlo a los consumidores a través de subidas de los precios. En consecuencia, se espera que los precios de consumo globales continúen reduciéndose gradualmente en los próximos meses en las economías avanzadas, aunque la inflación podría resultar ser persistente a muy corto plazo.

Gráfico 2

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la OCDE no incluye Turquía y se calcula utilizando ponderaciones anuales del IPC de la OCDE. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024.

Los precios del petróleo han aumentado un 5 % desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo en un contexto de incertidumbre geopolítica en Oriente Próximo.

Los precios del crudo siguen siendo sensibles a los acontecimientos en Oriente Próximo, dado que una intensificación del conflicto podría afectar considerablemente a la oferta mundial de petróleo. Al mismo tiempo, la OPEP+ extendió los recortes de producción para abarcar el segundo trimestre de 2024, y la Agencia Internacional de la Energía revisó sus previsiones relativas al equilibrio entre la oferta y la demanda de petróleo y ahora prevé un déficit en lugar de un superávit para 2024. La subida de los precios del crudo se vio frenada por la débil demanda de esta materia prima en Europa y en China. Los precios europeos del gas se incrementaron un 7 %, pero se mantuvieron por debajo de 30 EUR/MWh, ya que la UE inició la temporada de reposición de existencias de gas con unos niveles de almacenamiento en máximos históricos (60 % de la capacidad). El reciente repunte de los precios del gas se debió a las interrupciones en el suministro procedente de Noruega y de Estados Unidos, mientras que las exportaciones de gas natural licuado de Catar también se han visto influidas por los ataques hutíes a buques en el mar Rojo. Sin embargo, la demanda de gas en Europa se ha mantenido en mínimos históricos a raíz de la débil actividad industrial en los sectores intensivos en gas, de unas condiciones meteorológicas favorables y de los cambios en el comportamiento de los hogares y de las empresas tras la crisis gasística. Los precios de las materias primas no energéticas también han aumentado desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo. Los precios internacionales de las materias primas alimenticias se vieron impulsados, sobre todo, por la escalada sin precedentes de los precios del cacao provocada por la grave escasez de oferta en África Occidental, mientras que el encarecimiento de los cereales fue más moderado, debido en parte a la incertidumbre geopolítica con respecto al suministro procedente de Rusia y de Ucrania. Entretanto, los precios de los metales se incrementaron como consecuencia de las perturbaciones de oferta observadas en los mercados de cobre y de aluminio.

En Estados Unidos, la evolución de la actividad y de los precios continúa sugiriendo un «aterrizaje suave».

Los indicadores de alta frecuencia señalan una actividad económica sólida, pero en desaceleración, en el primer trimestre. El gasto en consumo sigue sustentando la actividad económica, pero se espera que los efectos retardados de la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal lastren la economía en el futuro. Asimismo, el mercado de trabajo estadounidense muestra cada vez más señales de enfriamiento, dado que el crecimiento salarial se está moderando y el número de personas que deja voluntariamente su trabajo está disminuyendo. Sin embargo, la inflación general interanual medida por los precios de consumo se incrementó 0,3 puntos porcentuales hasta situarse en el 3,5 % en marzo porque los precios de la energía subieron, mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable en el 3,8 %. Se espera que la tasa de variación de los precios de los servicios en particular disminuya solo de forma gradual, lo que podría traducirse en una lenta senda descendente de la inflación en los próximos meses. En su reunión de marzo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) mantuvo sus tipos de interés oficiales entre el 5,25 % y el 5,5 %. Los miembros del FOMC revisaron considerablemente al alza sus previsiones del PIB para 2024, hasta el 2,1 % desde el 1,4 % en términos del cuarto trimestre con respecto al cuarto trimestre anterior, lo que refleja, sobre todo, datos mejores de lo esperado. Las revisiones de las perspectivas de inflación para este año fueron mucho menores con una corrección al alza de solo 0,2 puntos porcentuales.

La recuperación de la economía china sigue siendo dispar, dado que la desaceleración del sector inmobiliario continúa afectando al crecimiento.

La actividad industrial de China, situada en una tasa interanual del 7 %, superó las expectativas en enero y en febrero, debido a que el auge del «ciclo tecnológico» global favoreció una expansión de dos dígitos de la fabricación de equipos informáticos y electrónicos, impulsando a la vez el crecimiento de las exportaciones chinas a partir de diciembre. Con todo, la actividad en el mercado inmobiliario sigue cayendo y provocando que la confianza de los consumidores permanezca en torno a mínimos históricos. El ritmo de avance de las ventas del comercio minorista se redujo hasta situarse en el 5,5 % en los dos primeros meses del año, desde el 8,3 % observado en el cuarto trimestre de 2023. Como resultado, se considera que el objetivo del Gobierno de alcanzar un crecimiento del PIB del 5 % este año es ambicioso si no se aplica un mayor estímulo fiscal. Aunque la inflación general pasó a ser positiva en febrero, con una tasa interanual del 0,7 %, las presiones inflacionistas siguen siendo débiles, y la tasa de variación de los precios de producción se mantuvo en niveles negativos en febrero.

En Japón, la inflación y el crecimiento de los salarios se están afianzando, lo que ha propiciado que el Banco de Japón ponga fin a su política de tipos de interés negativos.

Los datos de alta frecuencia de principios del año sugerían que es posible que el gasto en consumo y la confianza se estén recuperando, lo que en parte refleja aumentos de los salarios. En cambio, la actividad manufacturera sigue siendo débil. La inflación general repuntó en febrero hasta situarse en el 2,8 %, desde el 2,2 % del mes anterior, principalmente como consecuencia de los efectos de base vinculados a las subvenciones a la energía del año pasado. Sin embargo,

los primeros resultados de las negociaciones salariales anuales de primavera mostraron un incremento general de los salarios del 5,3 %, el más acusado en 33 años, que respaldará adicionalmente las subidas salariales en 2024. El 19 de marzo, el Banco de Japón decidió poner fin formalmente a su política de tipos de interés negativos y dejar de aplicar otras medidas de relajación monetaria. El banco central aumentó su tipo de interés a un día sin garantía hasta situarlo entre el 0 % y el 0,1 %, la primera subida de tipos que aplica en 17 años. La decisión reflejó su opinión de que, tras un período sostenido de inflación por debajo del objetivo, se observa evidencia más sólida de un ciclo virtuoso entre el incremento de los salarios y los precios, lo que aumenta la confianza en que el Banco de Japón alcanzará su objetivo de estabilidad de precios del 2 % a lo largo del horizonte de proyección.

Los indicadores señalan que el ritmo de crecimiento en el Reino Unido se recuperará a corto plazo. Tras el notable estancamiento del PIB en 2023, las encuestas indican ahora una mejora moderada, aunque constante, de las perspectivas de actividad. La recuperación del PIB comenzó en enero (+0,2 % en términos intermensuales) y se vio respaldada por los servicios y la construcción, mientras que la producción de las manufacturas continuó contrayéndose. La inflación general medida por el IPC del Reino Unido se redujo en febrero hasta el 3,4 %, desde el 4 % registrado en enero, principalmente como consecuencia del descenso de la tasa de variación de los precios de los alimentos. La inflación subyacente también disminuyó, hasta el 4,5 % en febrero desde el 5,1 % de enero, debido a la caída de las tasas de variación de los precios de bienes y servicios básicos. No obstante, la inflación de los servicios sigue siendo elevada y generalizada, ya que más de una tercera parte de los componentes de servicios continúan creciendo a una tasa superior al 8 %. El Banco de Inglaterra espera que la tasa de variación de los precios de los servicios retroceda desde el nivel actual del 7 % hasta situarse alrededor del 5 % a lo largo de 2024. Asimismo, el mercado de trabajo ha continuado relajándose, pero se mantiene relativamente tensionado en términos históricos. A pesar de que la relajación de las condiciones del mercado laboral y la caída de las expectativas de inflación a corto plazo apuntan a una reducción continuada de las presiones salariales, los datos de las encuestas de opinión indican que las expectativas de las empresas de crecimiento de los salarios permanecen en niveles altos y por encima de las expectativas del Banco de Inglaterra.

2 Actividad económica

La actividad económica de la zona del euro se mantuvo básicamente estancada durante todo 2023 en un contexto caracterizado por las condiciones de financiación restrictivas, la escasa confianza y las pérdidas de competitividad sufridas anteriormente. Al mismo tiempo, la creación de empleo continuó durante el año. El crecimiento del PIB real habría seguido mostrando falta de dinamismo en el primer trimestre de 2024, dada la persistente divergencia entre las dificultades del sector manufacturero y la mayor resiliencia de los servicios. Con todo, se observan señales incipientes de una recuperación gradual del crecimiento más avanzado el año, que se espera que se vea respaldada por el aumento de las rentas reales, como resultado del descenso de la inflación, el alza de los salarios y la mejora de la relación real de intercambio. Además, la demanda de exportaciones de la zona del euro debería aumentar en los próximos trimestres, y el efecto moderador de las anteriores subidas de los tipos de interés debería desaparecer gradualmente.

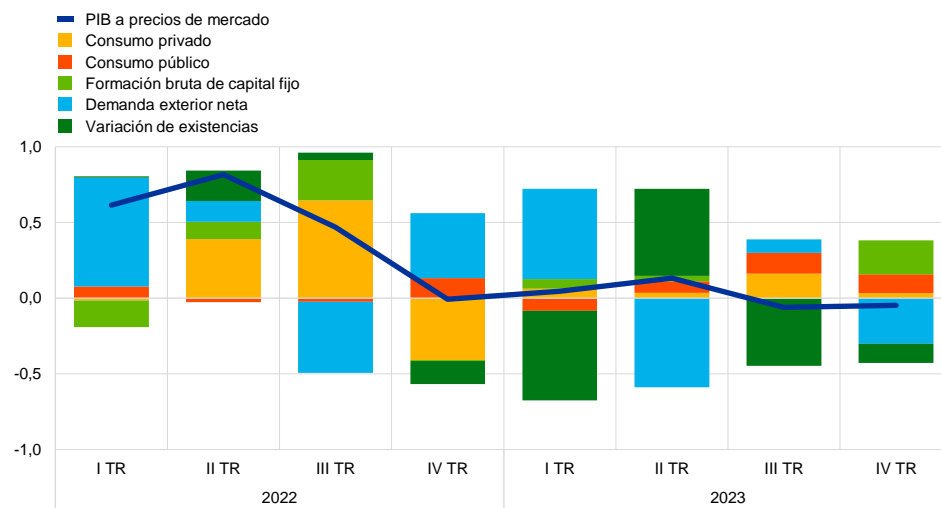
El PIB real de la zona del euro registró un crecimiento estable en el cuarto trimestre de 2023, el quinto trimestre consecutivo en el que la actividad económica se mantenía básicamente estancada². Este resultado redujo el avance del PIB en 2023 a un modesto 0,4 % (sin ajustar por días laborables), desde el 3,4 % observado en 2022. La demanda interna contribuyó positivamente al crecimiento en el cuarto trimestre del año pasado, mientras que la aportación de la demanda exterior neta fue negativa y la variación de existencias tuvo un ligero efecto moderador (gráfico 3). La dinámica observada en la zona del euro y la composición del crecimiento se vieron afectadas por una caída pronunciada del PIB de Irlanda (-3,4 % en el cuarto trimestre de 2023) a causa de la evolución de los sectores dominados por multinacionales. Si se excluye Irlanda, la expansión del PIB de la zona del euro fue del 0,1 % en el cuarto trimestre del año pasado. Además, las principales economías de la zona registraron tasas de crecimiento muy dispares, ya que el PIB aumentó en España (0,6 %), Países Bajos (0,3 %), Italia (0,2 %) y Francia (0,1 %), pero disminuyó en Alemania (-0,3 %).

² Según la estimación actualizada publicada por Eurostat el 19 de abril, el PIB real de la zona del euro disminuyó un 0,1 % en el cuarto trimestre de 2023. Esta estimación no estaba disponible en la fecha límite de recepción de datos para este Boletín Económico.

Gráfico 3

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento continuó siendo débil en el primer trimestre de 2024; sin embargo, las encuestas apuntan a una recuperación gradual en el transcurso de este año liderada por los servicios.

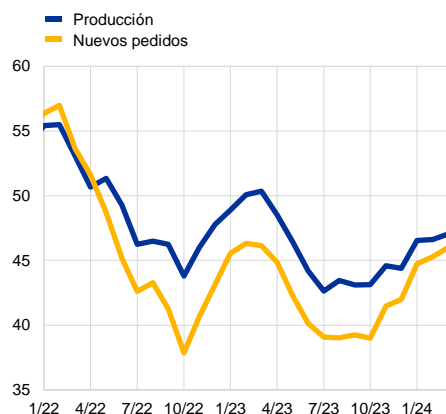
El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad registró mejoras intermensuales sucesivas en el primer trimestre hasta situarse en un valor de 50,3 en marzo, justo por encima del umbral de expansión de 50. Esta evolución sugiere que es probable que la economía de la zona del euro volviera a estancarse en el primer trimestre, pero también que muestra tímidos indicios de haber tocado fondo. La mejora del PMI de marzo obedeció sobre todo al fuerte aumento de la actividad de los servicios (gráfico 4). El PMI de producción de las manufacturas experimentó un impulso positivo en marzo, pero se mantuvo en terreno negativo, lo que sugiere que el sector manufacturero siguió lastrando el crecimiento de la producción de la zona del euro en el primer trimestre. Los resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras apuntan a un inicio del año falto de dinamismo, sobre todo en las manufacturas, ya que algunos sectores se han visto negativamente afectados por huelgas y retrasos en los envíos. Con todo, también se ha indicado que el reciente ciclo de desacumulación de existencias ha llegado a su fin y que la demanda de bienes manufacturados ha crecido ligeramente (véase recuadro 5). Estas señales de leve mejoría de la dinámica de crecimiento en adelante se ven confirmadas por el ascenso, en marzo, del indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea, tras dos meses de caída. La mejora de la confianza fue generalizada en los distintos sectores. Además, el PMI de expectativas de actividad futura (a doce meses vista) siguió aumentando en marzo hasta alcanzar su media anterior a la pandemia, lo que apunta a que los directores de compras aún esperan una recuperación económica sostenida este año.

Gráfico 4

PMI de distintos sectores de la economía

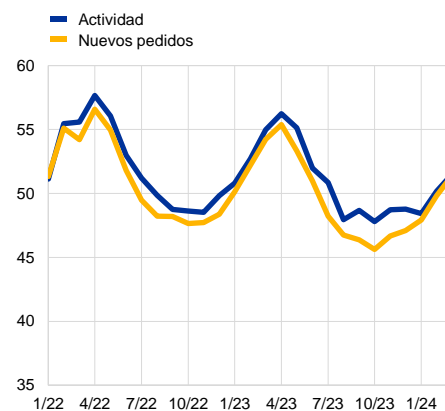
a) Manufacturas

(índices de difusión)



b) Servicios

(índices de difusión)



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2024.

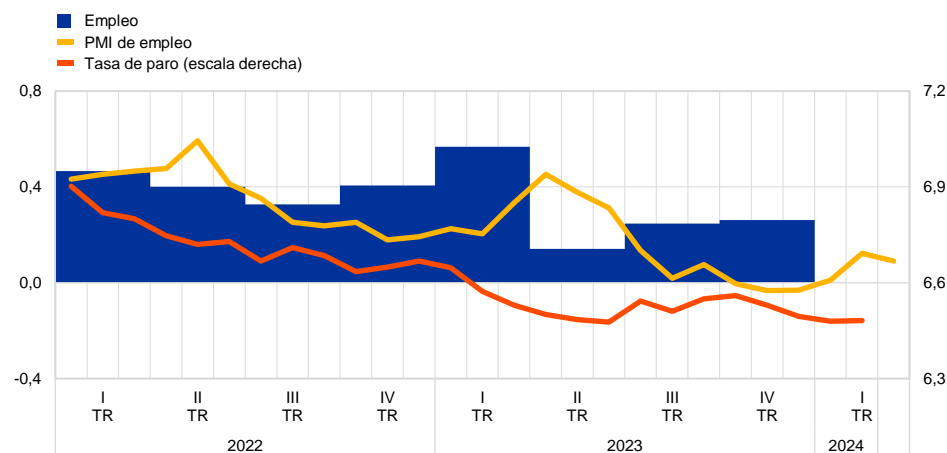
La tasa de paro se encuentra en su nivel más bajo desde que existe el euro. Al mismo tiempo, el tensionamiento del mercado laboral sigue disminuyendo gradualmente, y las empresas están anunciando menos ofertas de empleo. El

empleo creció un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2023, como consecuencia de los incrementos de las tasas de actividad y del crecimiento de la población. Las horas medias trabajadas por persona ocupada registraron una leve disminución en el cuarto trimestre —0,1 %—, tras reducirse un 0,3 % en el tercero. Así pues, la expansión del empleo no se ha visto acompañada de un aumento de las horas trabajadas. Aunque la población activa continuó creciendo, la tasa de paro se mantuvo en el nivel más bajo observado desde la introducción del euro, situándose en el 6,5 % en febrero de 2024, sin variación con respecto al nivel observado en enero (gráfico 5). Indicadores coyunturales recientes, como el PMI de empleo para la economía de la zona del euro, siguen apuntando a que la creación de empleo aumentó moderadamente en el primer trimestre de 2024. El PMI de empleo se situó en 50,9 en marzo, ligeramente por encima de su valor neutral de 50. En cuanto a los distintos sectores, este indicador descendió en las manufacturas, pero volvió a aumentar de forma moderada en los servicios. El PMI compuesto de empleo mejoró levemente en el primer trimestre de 2024 con respecto al cuarto trimestre de 2023, pero, en general, ha seguido una senda descendente desde abril del año pasado.

Gráfico 5

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

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



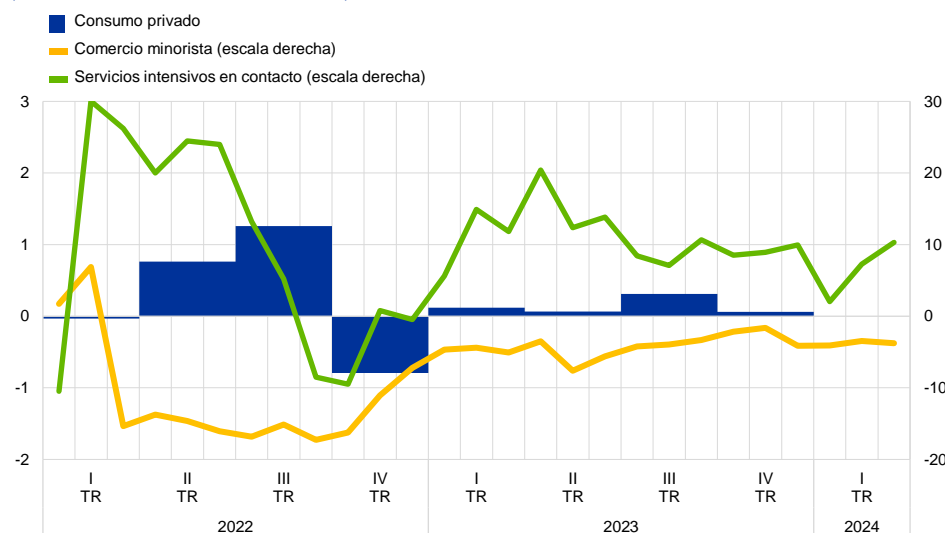
Fuentes: Eurostat, S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.

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

El consumo privado creció marginalmente a finales de 2023 y es probable que continuara siendo débil en el primer trimestre de 2024, debido a la persistente falta de dinamismo del consumo de bienes. La debilidad del crecimiento del consumo privado en el cuarto trimestre de 2023 (0,1 % en tasa intertrimestral) ocultó un leve incremento del consumo de servicios, mientras que el de bienes continuó descendiendo. Los últimos datos siguen señalando una falta general de dinamismo del gasto en bienes en el primer trimestre de 2024. Persiste la debilidad de los volúmenes de ventas minoristas y de las ventas de automóviles, dado que, en enero y en febrero, ambas se mantuvieron por debajo de sus niveles medios del cuarto trimestre de 2023. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea aumentó nuevamente en marzo, pero todavía permanece algo por debajo de su media de largo plazo. Los indicadores de la Comisión de las expectativas empresariales sobre el comercio minorista y las expectativas de gasto en grandes compras de los consumidores volvieron a situarse en niveles contenidos en marzo. En cambio, la demanda esperada de servicios intensivos en contacto siguió mejorando y de nuevo se situó en terreno positivo (gráfico 6). La encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de febrero continúa apuntando a la resistencia de la demanda esperada de reservas de vacaciones y a un aumento gradual de la propensión al gasto en bienes de consumo duradero. Hasta ahora, el mercado de trabajo ha mantenido su solidez, y la renta real disponible creció en el último trimestre de 2023, en un contexto de caída de la inflación y de crecimiento sólido de los salarios nominales. Las mejoras adicionales del poder adquisitivo deberían actuar como un factor impulsor que cobre fuerza a lo largo de 2024 y respaldar la recuperación del gasto en consumo.

Chart 6**Consumo privado, expectativas empresariales sobre el comercio minorista y demanda esperada de servicios intensivos en contacto**

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Las expectativas empresariales sobre el comercio minorista y la demanda esperada de servicios intensivos en contacto para los tres meses siguientes se refieren a saldos netos; «servicios intensivos en contacto» alude a servicios de alojamiento, turismo y viajes y restauración. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 para el consumo privado y a marzo de 2024 para las expectativas empresariales sobre el comercio minorista y la demanda esperada de servicios intensivos en contacto.

La inversión empresarial se contrajo de forma acusada en el cuarto trimestre de 2023 y habría seguido mostrando falta de dinamismo a principios de 2024.

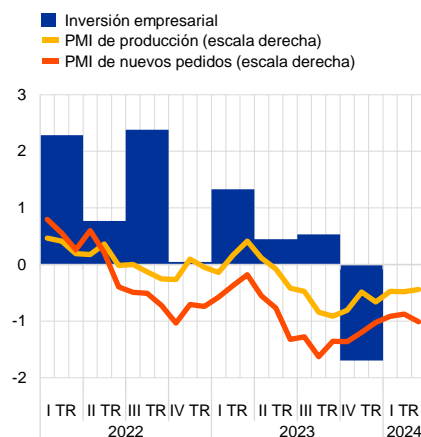
En el cuarto trimestre de 2023, la inversión sin construcción «modificada» (excluidos los activos intangibles en Irlanda) disminuyó un 1,7 %, en tasa intertrimestral (panel a del gráfico 7). La caída subyacente refleja una fuerte contracción de la inversión en maquinaria y bienes de equipo (sobre todo en Alemania) y un descenso más generalizado de la destinada a material de transporte. La inversión habría seguido siendo débil en el primer trimestre de 2024, dado que la producción industrial del sector de bienes de equipo (excluida Irlanda) se redujo de forma acusada en enero (un 2,6 % con respecto al cuarto trimestre de 2023). La confianza de los productores de bienes de equipo cayó durante el primer trimestre, ya que, según los datos del PMI, la producción, los pedidos pendientes y los nuevos pedidos permanecieron en terreno muy negativo y las condiciones de financiación fueron restrictivas. Tanto la [encuesta del BCE sobre préstamos bancarios de abril de 2024](#) como la [encuesta del BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro](#) apuntan a que la atonía de la inversión en capital fijo persistió en el primer trimestre. Los contactos del BCE con sociedades no financieras sugieren que probablemente la inversión se mantendrá en niveles reducidos en el primer semestre de 2024, pero que debería repuntar en los últimos meses del año si la demanda se fortalece según lo previsto (véase [recuadro 5](#)). Además, es probable que los desembolsos aplazados de los fondos del programa *Next Generation EU* contribuyan a atraer inversión empresarial adicional relacionada con las transiciones ecológica y digital.

Gráfico 7

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas

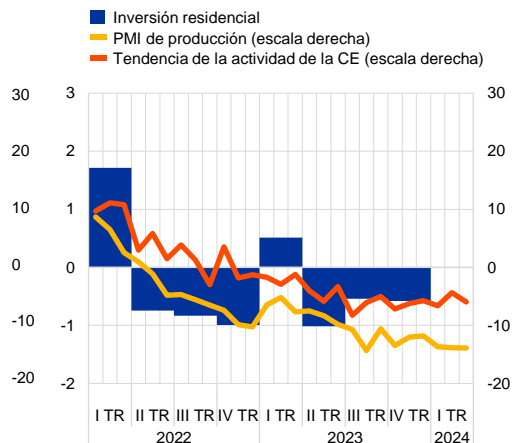
a) Inversión empresarial

(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 (CE), S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.

Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Las líneas representan las respuestas del sector de bienes de equipo. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 para la inversión empresarial y a marzo de 2024 para los PMI. En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la valoración del sector de construcción de edificios de dicha tendencia con respecto a los tres meses precedentes. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 para la inversión residencial y a marzo de 2024 para la encuesta de la Comisión Europea y los PMI.

La inversión residencial volvió a descender en el cuarto trimestre de 2023, y es probable que también se contrajera en el primer trimestre de 2024.

La inversión en vivienda disminuyó un 0,6 % en el último trimestre de 2023 y un 2,3 % en el conjunto del año. Más recientemente, en enero de 2024, la producción de la construcción de edificios se redujo un 1,5 % con respecto a su nivel medio del cuarto trimestre de 2023. Además, los indicadores de actividad basados en encuestas, como el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios en los tres últimos meses y el PMI de producción de la construcción residencial, permanecieron en terreno contractivo hasta marzo (panel b del gráfico 7). Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea sobre los factores que limitan la actividad de la construcción, las empresas mencionaron la demanda insuficiente con más frecuencia en el primer trimestre de 2024 que en el cuarto trimestre de 2023, y este factor volvió a ser el más citado, seguido de la escasez de mano de obra. Los visados de obras nuevas residenciales aumentaron ligeramente en el último trimestre de 2023, tras seis trimestres consecutivos de descenso. En general, esta evolución apunta a la probabilidad de que la inversión residencial siga mostrando falta de dinamismo a corto plazo, en consonancia con la atonía del crédito para adquisición de vivienda. Estas débiles perspectivas de la inversión residencial están relacionadas con el aumento considerable del coste de tener una vivienda en propiedad y de residir en ella desde que comenzó el reciente ciclo de endurecimiento de la política monetaria, lo que probablemente siga lastrando la demanda de vivienda (véase recuadro 4). El mayor esfuerzo en vivienda también es evidente en los datos de la CES, que muestran que el número de hogares que preveía retrasarse en el pago del alquiler, la hipoteca o las facturas de

los suministros básicos era más elevado en el primer trimestre de 2024 que en 2023 (véase [recuadro 3](#)).

Se observan señales incipientes de recuperación de las exportaciones de la zona del euro. En enero de 2024, las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro crecieron un 0,6 % (tasa de tres meses sobre los tres meses anteriores), favorecidas por el repunte de la demanda mundial. La disminución gradual de algunos problemas de competitividad-precio en un contexto de caída de los precios energéticos y de desaparición paulatina de los efectos de la apreciación del euro del año pasado ha proporcionado un apoyo adicional al crecimiento de las exportaciones. A corto plazo, los indicadores prospectivos —de exportaciones de bienes y servicios— sugieren que la recuperación de las exportaciones podría continuar si bien es posible que sea contenida. Las importaciones reales de bienes de países de fuera de la zona del euro volvieron a contraerse (un 1,9 % en tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores). Esta evolución refleja la actual falta de dinamismo de la actividad y la desacumulación de existencias en la zona del euro.

En resumen, pese a la debilidad observada al inicio del año, aún se espera que la actividad económica de la zona del euro mejore a lo largo de 2024. El crecimiento del PIB debería fortalecerse gradualmente, dado que se prevé que la caída de la inflación y el vigoroso avance de los salarios sustenten nuevos aumentos de la renta real disponible y, por tanto, del consumo privado. Además, las exportaciones de la zona del euro deberían recuperarse en paralelo a la mejora del crecimiento mundial. Por último, la política monetaria debería lastrar la demanda en menor medida con el paso del tiempo.

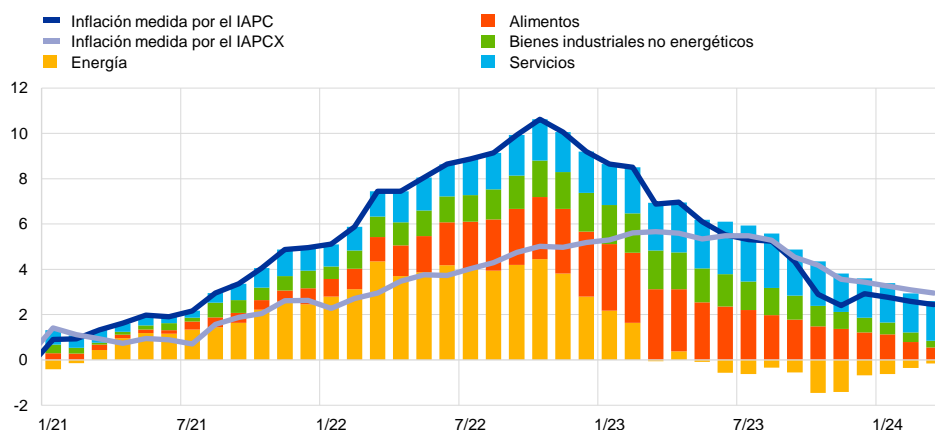
3 Precios y costes

La inflación general de la zona del euro se redujo hasta situarse en el 2,4 % en marzo de 2024, desde el 2,6 % registrado el mes anterior. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, descendió del 3,1 % en febrero al 2,9 % en marzo, como consecuencia de la caída de la tasa de variación de los precios de los bienes, pero esta evolución ocultó que la alta inflación de los servicios no había experimentado cambios. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han ido descendiendo, lo que confirma un panorama de disminución gradual de las presiones sobre los precios. El crecimiento de los salarios se moderó en el cuarto trimestre de 2023 y, aunque los costes laborales unitarios se mantuvieron elevados —en cierta medida debido al débil avance de la productividad—, las empresas están absorbiendo parte del incremento de los costes laborales en sus beneficios. La mayor parte de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 %, al tiempo que los indicadores de las expectativas de inflación a más corto plazo se han reducido.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación general medida por el IAPC de la zona del euro cayó hasta situarse en el 2,4 % en marzo, desde el 2,6 % registrado en febrero (gráfico 8). Este descenso se debió a la reducción de las tasas de variación de los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos. El proceso de desinflación de la inflación general sigue su curso de forma gradual, reflejo de la disminución de las tasas de crecimiento de ambos componentes. La menor tasa de avance de los bienes industriales no energéticos tiene su origen en la moderación continuada de las presiones latentes sobre los precios, pese al ligero aumento de la tasa de variación de los precios de la energía, en gran parte como consecuencia de efectos de base.

Gráfico 8
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 marzo de 2024 (estimación de avance).

Aunque la inflación energética aún era negativa, aumentó hasta el -1,8 % en marzo, desde el -3,7 % registrado en febrero. Los principales determinantes de la

tasa de variación interanual menos negativa fueron un efecto de base al alza y el ligero impacto de la retirada de las medidas compensatorias. Esto último refleja, en parte, el aplazamiento de la reversión del recorte del IVA aplicado al gas y a la energía calórica en Alemania.

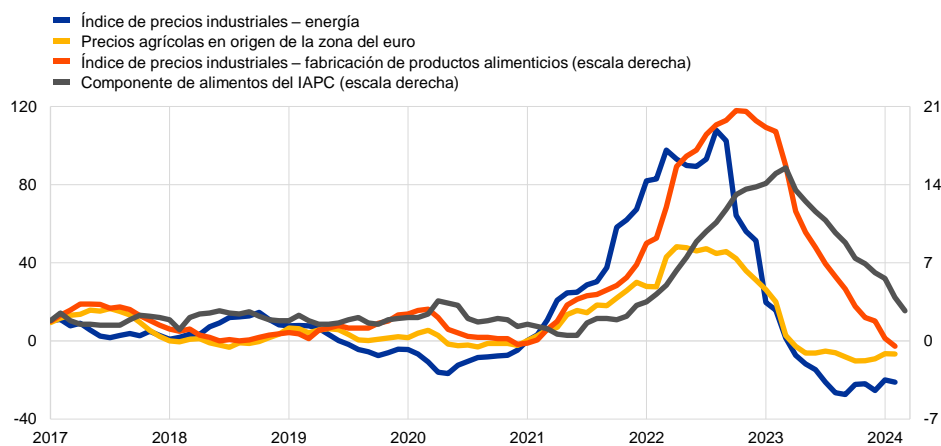
La inflación de los alimentos siguió disminuyendo y se situó en el 2,7 % en marzo, desde el 3,9 % registrado en febrero (gráfico 9). La disminución de la tasa interanual se observó en sus dos componentes principales —los alimentos elaborados y los no elaborados—, pero fue más acusada en el caso de los segundos. La inflación de los alimentos elaborados cayó hasta el 3,6 % en marzo, desde el 4,5 % de febrero. Esta reducción refleja descensos de los costes energéticos y de los precios de las materias primas alimenticias medidos, por ejemplo, por los precios agrícolas en origen de la zona del euro. La tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados se redujo de forma significativa, desde el 2,1 % de febrero hasta el -0,4 % en marzo. La menor tasa de variación interanual de este componente también fue atribuible a un efecto de base negativo asociado a la dinámica de precios elevados registrada el año pasado.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), continuó descendiendo y pasó del 3,1 % en febrero al 2,9 % en marzo. Por lo que respecta a sus componentes, la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos se redujo desde el 1,6 % hasta el 1,1 %, reflejo de la desaparición gradual del impacto de perturbaciones anteriores. La tasa de crecimiento de los precios de los servicios no varió por quinto mes consecutivo y fue del 4 % en marzo. La persistencia relativamente mayor de la inflación de este componente es acorde con el fuerte avance de los salarios y el papel más destacado de los costes laborales en la producción de servicios.

Gráfico 9

Costes de los insumos energéticos y alimenticios, y precios del componente de alimentos del IAPC

(tasas de variación interanual)



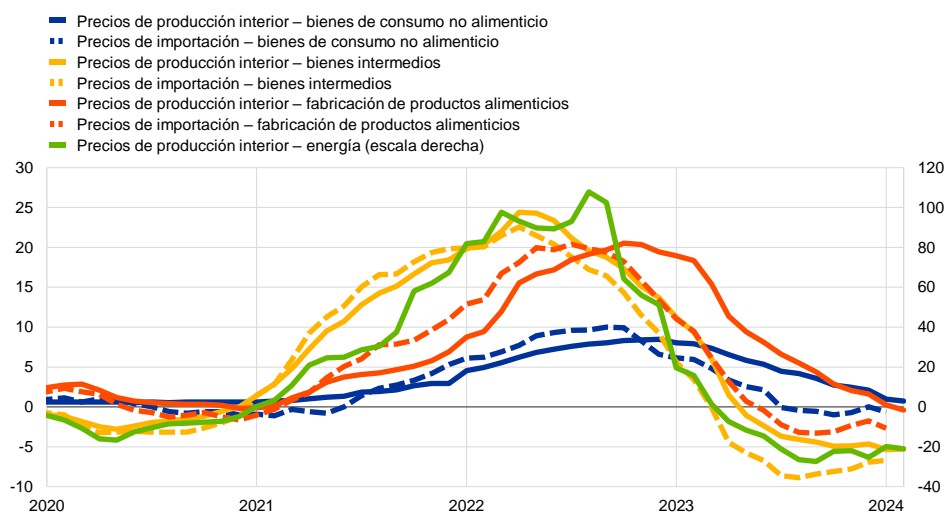
Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2024 (estimación de avance) para el componente de alimentos del IAPC y a febrero de 2024 para los demás datos.

Las presiones sobre los precios de producción continuaron moderándose en todas las categorías principales de bienes (gráfico 10). En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores fue negativa (-5,3 % en febrero, frente al -5,4 % registrado en enero). En las fases posteriores de dicho proceso, la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio siguió disminuyendo hasta el 0,7 % en febrero, desde el 1 % de enero, situándose en el nivel más bajo observado desde febrero de 2021. En el segmento de bienes de consumo manufacturados, los precios de producción mostraron las mismas tendencias a la baja y se adentraron en terreno negativo (-0,4 % en febrero, frente al 0,2 % de enero), lo que confirma la relajación gradual general de las presiones latentes sobre los precios de los bienes de consumo. Las tasas de crecimiento interanual de los precios de importación llevan en niveles negativos desde mediados de 2023, y han ido convergiendo con las de los precios de producción interior para contribuir a las débiles presiones inflacionistas.

Gráfico 10
Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2024 para los precios de importación y a febrero de 2024 para los precios de producción interior.

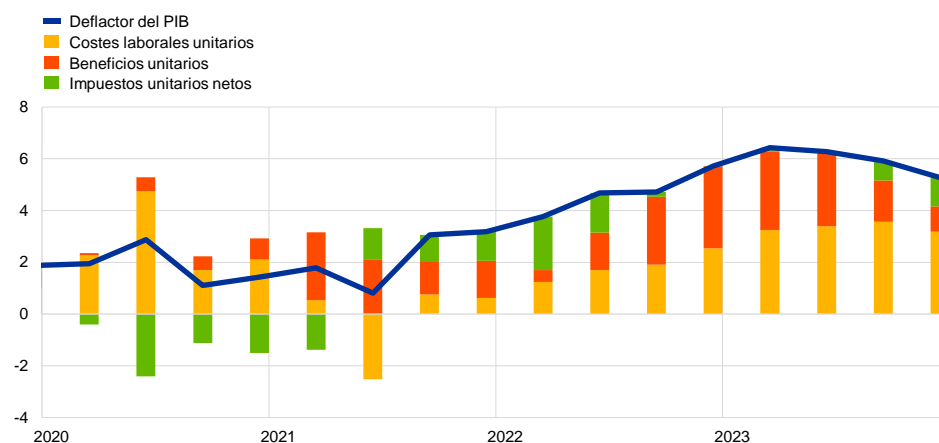
Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, disminuyeron hasta el 5,3 % en el cuarto trimestre de 2023, desde el 5,9 % observado en el trimestre precedente, debido a la menor contribución de los beneficios unitarios y de los costes laborales unitarios (gráfico 11). Después de alcanzar un máximo del 6,4 % en el primer trimestre de 2023, la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB siguió reduciéndose. El descenso que experimentó esta tasa en el cuarto trimestre de 2023 fue atribuible fundamentalmente al menor avance de los beneficios unitarios, cuya contribución disminuyó hasta situarse en 1 punto porcentual, frente a 1,6 puntos porcentuales en el trimestre anterior. Del mismo modo, la aportación de los costes laborales unitarios también volvió a caer y fue de 3,2 puntos porcentuales, frente a 3,6 puntos

porcentuales del trimestre previo. Con todo, los costes laborales siguen siendo los que más contribuyen a las presiones inflacionistas internas. Por su parte, la contribución de los impuestos unitarios netos repuntó en el cuarto trimestre de 2023, de 0,8 puntos porcentuales a 1,1 puntos porcentuales.

Gráfico 11

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 cuarto 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.

Las presiones salariales experimentaron una ligera moderación a finales de 2023, y se espera que esta moderación continúe en 2024.

Los últimos datos disponibles se refieren al cuarto trimestre de 2023 y muestran que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados descendió hasta situarse en el 4,5 %, desde el 4,7 % registrado en el tercer trimestre de ese año. El crecimiento de los salarios reales, medido por la remuneración por asalariado y la remuneración por hora, disminuyó en el último trimestre de 2023 hasta el 4,6 % y el 4,4 %, respectivamente, frente al 5,1 % y al 5 % del tercer trimestre. Los indicadores de salarios de carácter prospectivo señalan que las presiones salariales siguen siendo intensas, aunque están disminuyendo. De la información que ha ido estando disponible desde finales del año pasado sobre los convenios colectivos suscritos se desprende que el avance medio de los salarios negociados en 2024 ha ido disminuyendo gradualmente en todos los acuerdos salariales vigentes, incluidos los extraordinarios, del 4,4 % en la fecha de la reunión del Consejo de Gobierno de enero, al 4,2 % en la reunión de marzo y al 4,1 % en la reunión de abril³.

Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo y los indicadores de mercado de la compensación por inflación también se mantuvieron sin variación en general, y la mayoría se situó en torno al 2 % (gráfico 12). Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2024 como en la encuesta del BCE

³ Para información más detallada sobre la metodología, véase L. Górnicka y G. Koester (editores), «A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 338, BCE, febrero de 2024.

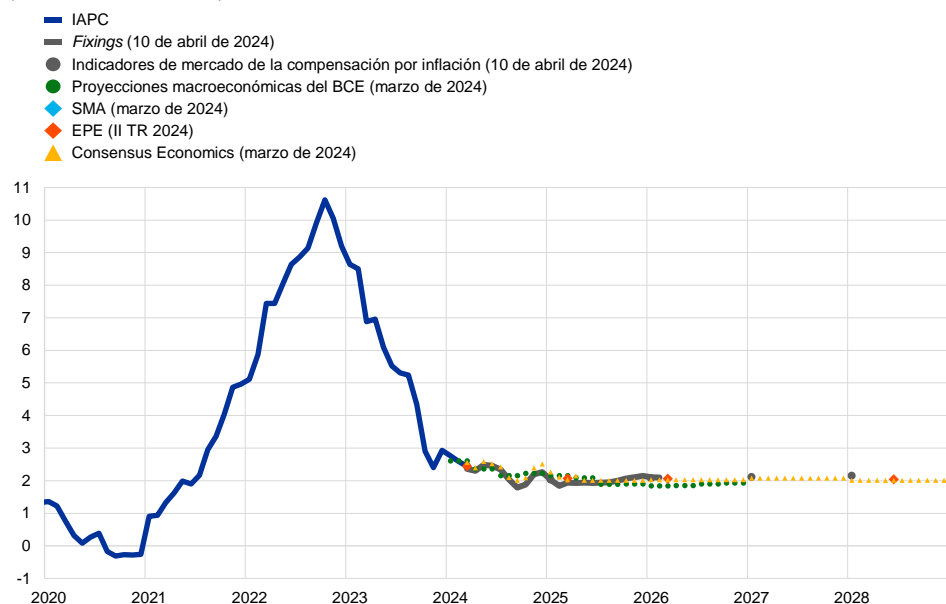
a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts* o SMA) de marzo de 2024, la media de las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2028) se situó en el 2 %. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (basados en el IAPC, excluido el tabaco) en el tramo más largo de la curva de rendimientos aumentaron ligeramente, y el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se situó alrededor del 2,3 %. Aunque estos indicadores de mercado de la compensación por inflación incluyen primas de riesgo de inflación y, por lo tanto, no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en los mercados, las estimaciones basadas en modelos de estas expectativas, excluidas dichas primas, indican que los participantes en los mercados esperan que la inflación se sitúe en torno al 2 % a largo plazo. Los indicadores de mercado de los datos de inflación a corto plazo de la zona del euro sugieren que los inversores prevén que la inflación continúe cayendo en 2024 y hasta situarse, en promedio, en el 2 % en la segunda mitad del año. El tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año apenas varió durante el período analizado y fue del 2,1 %. Por el lado del consumo, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de febrero de 2024 se señaló un descenso de la tasa de inflación mediana esperada en los doce meses siguientes, hasta el 3,1 %, frente al 3,3 % de enero, mientras que la tasa esperada a tres años vista se ha mantenido sin variación en el 2,5 %.

Gráfico 12

Inflación general, proyecciones y expectativas de inflación

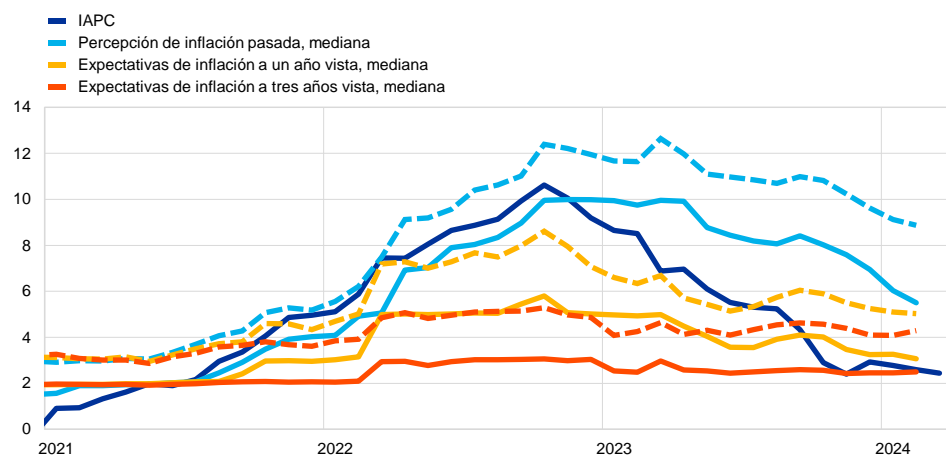
a) Inflación general, indicadores de opinión de las expectativas de inflación, proyecciones de inflación e indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, CES, EPE, SMA, [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2024](#) y cálculos del BCE.

Notas: Las series de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basan en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 7 de marzo de 2024. Los *inflation fixings* son contratos de *swaps* vinculados a publicaciones mensuales específicas de la inflación interanual medida por el IAPC, excluido el tabaco, de la zona del euro. La encuesta EPE correspondiente al segundo trimestre de 2024 se realizó entre el 18 y el 21 de marzo de 2024. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue enero de 2024. En la CES, las líneas discontinuas representan la media, y las líneas continuas la mediana. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del BCE fue el 9 de febrero de 2024. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2024 (estimación de avance) para el IAPC y a febrero de 2024 para la CES.

Durante el período de referencia (del 7 de marzo al 10 de abril de 2024), la evolución de los mercados financieros de la zona del euro fue relativamente contenida y los mercados siguieron centrándose en el ritmo de desinflación y en el calendario de ajustes de la política monetaria. Tras la decisión de política monetaria ampliamente esperada que adoptó el Consejo de Gobierno en marzo de 2024 de mantener sin variación los tipos oficiales del BCE, el tramo corto de la curva de tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro fluctuó solo marginalmente durante el período analizado. Esta evolución reflejó el afianzamiento de las expectativas de los participantes en los mercados de que los tipos de interés oficiales del BCE no se modificarían en la reunión de abril y de que el primer recorte se produciría en la reunión de junio. A más largo plazo, la volatilidad implícita en las opciones asociada a las expectativas relativas a los tipos oficiales disminuyó, pero se mantuvo en niveles elevados. En la zona del euro, los rendimientos de la deuda soberana evolucionaron básicamente en línea con los tipos de interés libres de riesgo, que experimentaron un ligero repunte, en un contexto de leve incremento de los diferenciales soberanos. Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron, en particular los de las entidades financieras, como consecuencia de una percepción favorable del riesgo a escala global y de la consiguiente disminución de la prima de riesgo de las acciones. Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro mostraron ciertas divergencias, dado que los diferenciales en el segmento de grado de inversión se redujeron ligeramente, mientras que los correspondientes al de alta rentabilidad se ampliaron en un entorno de estancamiento de la economía. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo prácticamente estable.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo, los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro permanecieron estables durante el período de referencia. El tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en el 3,91 % durante el período analizado. El exceso de liquidez disminuyó en alrededor de 244 mm de euros, hasta una cifra de 3.255 mm de euros. Esta disminución fue consecuencia, principalmente, de los reembolsos de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y de la reducción de la cartera del programa de compras de activos (APP), dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo de esta cartera. La curva *forward* del OIS (*overnight index swap*), que se basa en el €STR, se mantuvo estable en los vencimientos a corto plazo hasta un año tras la decisión de política monetaria ampliamente esperada adoptada por el Consejo de Gobierno en marzo de mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La volatilidad implícita en las opciones de los tipos *forward* a corto plazo se redujo, pero se mantuvo en niveles elevados porque los mercados continuaron centrándose en el ritmo de desinflación y en el calendario de ajustes de la política monetaria. En general, los mercados descartaron cualquier probabilidad residual de que el BCE recortara los tipos en abril de 2024 y reafirmaron sus expectativas de que la primera bajada podría producirse en junio. Al final del período de referencia, los mercados habían descontado una rebaja de los tipos de 20 puntos básicos para junio y recortes acumulados de 78 puntos básicos para el final de

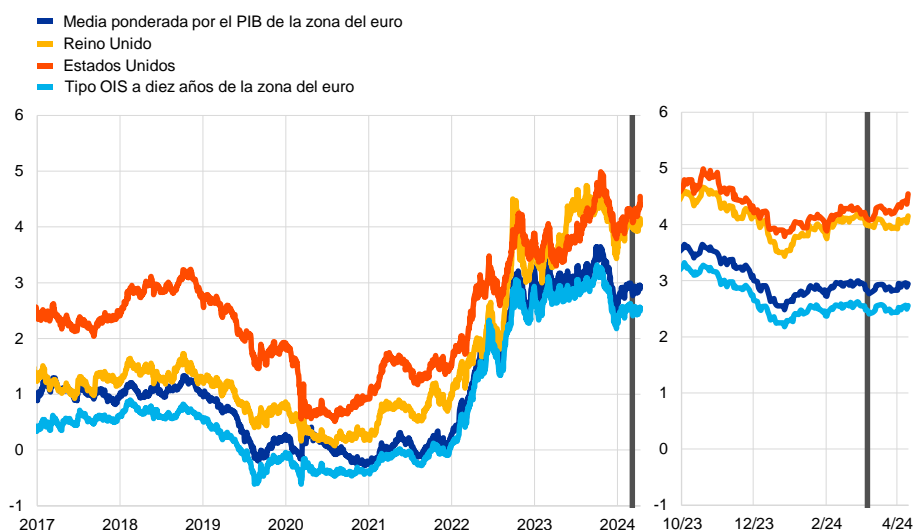
2024. Los tipos libres de riesgo a más largo plazo de la zona del euro se incrementaron ligeramente durante el período considerado. El tipo de interés nominal libre de riesgo a diez años de la zona del euro, por ejemplo, repuntó hasta situarse en el 2,7 % y finalizó el período analizado con un incremento total de 10 puntos básicos.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo evolucionaron básicamente en consonancia con los tipos de interés libres de riesgo en un contexto de leve incremento de los diferenciales soberanos (gráfico 13). Al final del período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se situaba en torno al 2,9 %, 14 puntos básicos más que al principio del período analizado, lo que supuso un aumento 5 de puntos básicos de su diferencial con respecto al tipo de interés libre de riesgo a diez años de la zona del euro. Esta ampliación del diferencial de rendimiento ponderado por el PIB no solo reflejó las variaciones de los diferenciales observadas en la mayoría de los países de la zona del euro, sino que también fue resultado de la reducción del diferencial negativo de la deuda soberana alemana. En conjunto, las fluctuaciones de los diferenciales soberanos en las distintas jurisdicciones de la zona fueron limitadas durante el período de referencia, ya que las emisiones netas realizadas hasta ahora este año —que han alcanzado niveles récord— han sido objeto de una demanda elevada por parte de los inversores. De forma similar al tipo a largo plazo de la zona del euro, el rendimiento de la deuda soberana a diez años del Reino Unido se incrementó 16 puntos básicos, pero se situó en un nivel más elevado (4,2 %). En cambio, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos registró un avance significativo, de 46 puntos básicos, hasta el 4,6 %.

Gráfico 13

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

(porcentajes)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 10 de abril de 2024.

Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro mostraron ligeras divergencias, dado que los diferenciales del segmento de grado de inversión descendieron levemente y los del de alta rentabilidad se ampliaron.

Al final del período de referencia, los diferenciales de las empresas de grado de inversión habían disminuido ligeramente, continuando la tendencia observada el año pasado y en línea con el mercado de renta fija privada de Estados Unidos. En cambio, los diferenciales de las empresas del segmento de alta rentabilidad de la zona del euro se incrementaron 32 puntos básicos en un contexto de estancamiento de la economía, aunque en general se mantuvieron en niveles reducidos.

Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron, en particular los de las entidades financieras, debido a una percepción favorable del riesgo a escala global que se plasmó en una disminución de la prima de riesgo de las acciones.

Los índices bursátiles amplios de la zona del euro se incrementaron un 1,1 % durante el período analizado en un entorno de percepción favorable del riesgo, mientras que los de Estados Unidos se mantuvieron estables en general. En la zona del euro, las ganancias bursátiles fueron especialmente elevadas en el sector financiero. La mejor evolución de las acciones del sector financiero de la zona compensó el peor comportamiento de estos valores en meses anteriores del año. Esta mejora fue resultado de la menor preocupación acerca de la exposición al riesgo inmobiliario comercial del sector bancario en su conjunto. En términos netos, las cotizaciones de las sociedades no financieras de la zona del euro no experimentaron variaciones, mientras que las de los bancos y de otras entidades financieras de la zona subieron un 9,8 % y un 6,2 %, respectivamente. En Estados Unidos, los precios de las acciones de las sociedades no financieras tampoco

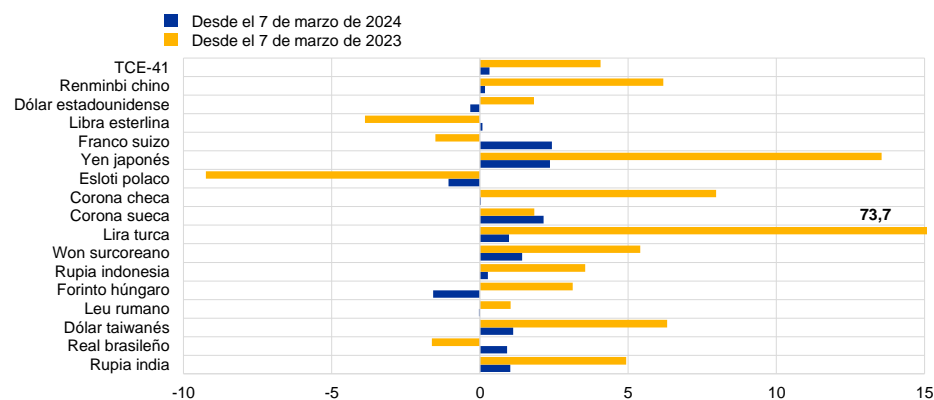
variaron, y en el caso de los bancos y en el de otras entidades financieras aumentaron un 1,7 % y un 1 %, respectivamente.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo prácticamente estable (gráfico 14). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se mantuvo prácticamente estable (+0,3 %). La ligera depreciación del euro frente al dólar estadounidense (−0,3 %) se vio compensada con creces por la apreciación que experimentó frente a otras monedas importantes. La estabilidad de la moneda única frente al dólar se produjo después de que inicialmente se observaran presiones a la baja sobre la moneda norteamericana debidas a las expectativas de los mercados de endurecimiento de la política monetaria estadounidense durante más tiempo. Estas presiones revirtieron en parte después de que la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de marzo confirmara a los mercados que la Reserva Federal aún tiene previsto recortar tipos a un ritmo similar este año. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral frente a otras monedas principales, el euro se apreció frente a la corona sueca (2,1 %), el franco suizo (2,4 %) —ya que el Banco Nacional de Suiza decidió reducir los tipos de interés— y el yen japonés (2,4 %), pese a que el Banco de Japón decidió subir los tipos, dado que la decisión ya había sido ampliamente anticipada por los mercados.

Gráfico 14

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

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del 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 10 de abril de 2024.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

En febrero de 2024, los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantuvieron en niveles elevados. En el período comprendido entre el 7 de marzo y el 10 de abril de 2024, el coste de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) mediante valores de renta fija apenas varió, mientras que el de la financiación mediante acciones disminuyó. En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2024, las entidades señalaron que los criterios de aprobación del crédito habían permanecido prácticamente sin variación en el primer trimestre de 2024. La demanda de préstamos por parte de las empresas se contrajo sustancialmente, lo que contrasta con las expectativas de las entidades de crédito de una recuperación. En febrero, el crédito bancario continuó siendo débil en general, pese al aumento moderado de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a empresas, y el crédito a hogares se mantuvo básicamente estable en niveles algo por encima de cero. En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación correspondiente al primer trimestre de 2024, las empresas indicaron una ligera disminución de la necesidad de préstamos bancarios, así como un menor descenso de la disponibilidad de crédito bancario. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se incrementó, pero se mantuvo en niveles bajos, debido a los elevados costes de oportunidad, al estancamiento del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvieron en un nivel elevado en términos históricos. En febrero de 2024, el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se situó en el 2,08 %, ligeramente por debajo de su máximo reciente del 2,24 % registrado en octubre de 2023 (panel a del gráfico 15). Esta evolución se debió a los cambios en curso hacia fuentes de financiación más caras y al ligero aumento de la rentabilidad de los bonos bancarios en febrero de 2024, en un entorno de considerable heterogeneidad entre países y de mayor volatilidad (panel b del gráfico 15). Los tipos de interés de los depósitos permanecieron prácticamente sin cambios, con diferencias entre instrumentos y sectores. Los tipos de interés de los depósitos a la vista se mantuvieron estables en febrero, mientras que los de los depósitos a plazo cayeron, lo que provocó un ligero estrechamiento del amplio diferencial de tipos entre ambas clases de depósitos. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses siguieron subiendo.

Las operaciones de financiación del banco central continúan disminuyendo paulatinamente, lo que contribuye a aumentar los costes de financiación de las entidades de crédito. Las entidades han realizado cuantiosos reembolsos (tanto obligatorios como, sobre todo, voluntarios) de la financiación obtenida en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). El 27 de marzo de 2024 se reembolsaron 251 mm de euros de la tercera serie de operaciones (TLTRO III). Desde la recalibración de las condiciones de las TLTRO III, con fecha efectiva el 23 de noviembre de 2022, las entidades han reembolsado un importe total de 1.972 billones de euros de la

financiación obtenida en estas operaciones, lo que supone una reducción de los saldos vivos del 93 %⁴. En un entorno de retirada progresiva de las TLTRO y de disminución de los depósitos, las entidades han incrementado sus emisiones de bonos, que se remuneran por encima de los tipos de interés de los depósitos y de los tipos oficiales.

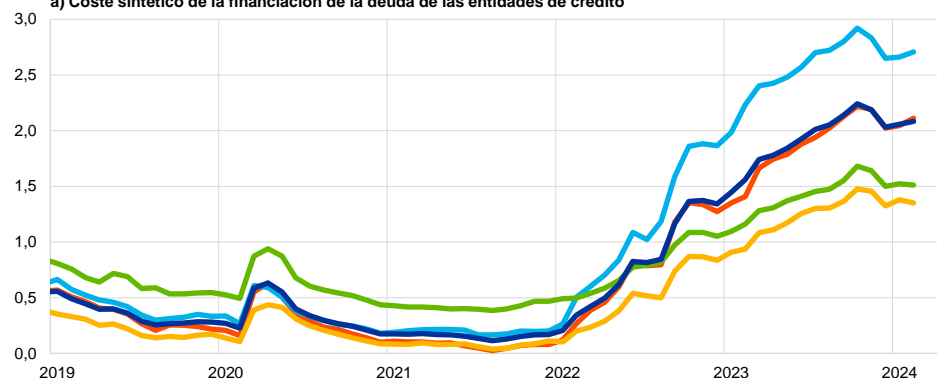
Gráfico 15

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

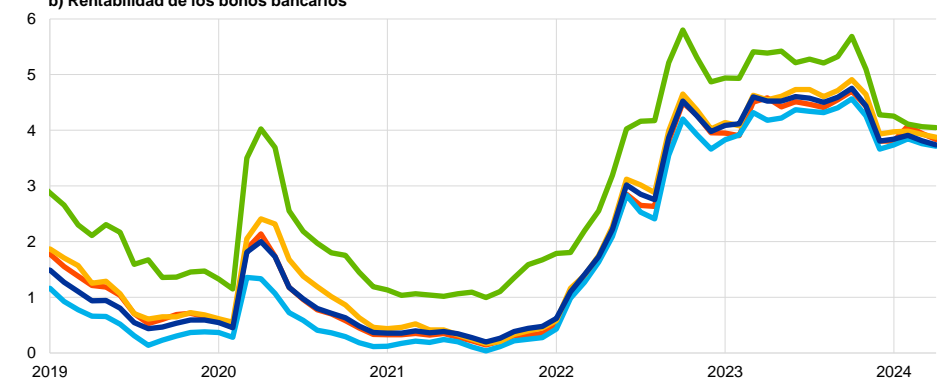
(porcentajes)

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

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



b) Rentabilidad de los bonos bancarios



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

Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito y al 4 de abril de 2024 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

Los balances de las entidades de crédito han mostrado solidez en general, pese a la debilidad del entorno económico. En el cuarto trimestre 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

⁴ 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.

provisión sostenible de crédito a la economía real en condiciones adecuadas. En un entorno de elevados costes de financiación de las entidades de crédito, de estancamiento del crecimiento de los préstamos y de deterioro de la calidad de los activos, la rentabilidad bancaria en el último año estuvo impulsada fundamentalmente por los ingresos netos por intereses, como consecuencia de los amplios márgenes de intermediación, con una heterogeneidad considerable entre países. Los márgenes crédito-depósito de las nuevas operaciones continuaron descendiendo de forma generalizada en los países de la zona del euro, mientras que los márgenes sobre los saldos vivos permanecieron estables. En conjunto, los préstamos dudosos de las entidades de crédito se mantuvieron en niveles bajos en el cuarto trimestre de 2023, pero las tasas de impago relativas a exposiciones minoristas y frente a empresas están elevándose, lo que apunta a nuevos incrementos de los préstamos dudosos. Las entidades pueden tener que enfrentarse a mayores dotaciones de provisiones si los riesgos para los sectores no financieros se materializan a causa del deterioro de las condiciones económicas.

En febrero de 2024, los tipos de interés de los préstamos a empresas y para adquisición de vivienda volvieron a disminuir. En febrero, los tipos de los préstamos a empresas se situaron en el 5,12 %, un descenso con respecto al 5,18 % observado en enero y por debajo del reciente máximo del 5,27 % alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 16). Este descenso fue heterogéneo en los distintos países de la zona del euro y más acusado en el caso de los préstamos de más de un millón de euros a medio plazo. El diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros concedidos a las empresas de la zona del euro se amplió en febrero hasta el 0,52 %, reflejo de unos tipos de interés más bajos en los segundos y más altos en los primeros. Los tipos de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujeron por tercer mes consecutivo hasta situarse en el 3,84 % en febrero, un nivel inferior al 3,88 % de enero y por debajo del reciente máximo del 4,02 % observado en noviembre de 2023 (gráfico 19). Esta caída fue generalizada en los distintos plazos, pero fue más pronunciada en los préstamos para adquisición de vivienda a medio plazo (entre uno y cinco años). Las hipotecas a tipo variable continuaron siendo considerablemente más caras para los prestatarios que las hipotecas a tipo fijo. Los tipos de interés bancarios de los nuevos préstamos a hogares para consumo y a empresarios individuales también disminuyeron en febrero. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares permaneció en niveles reducidos (gráfico 16), lo que sugiere una correcta transmisión de la política monetaria en los países de la zona del euro.

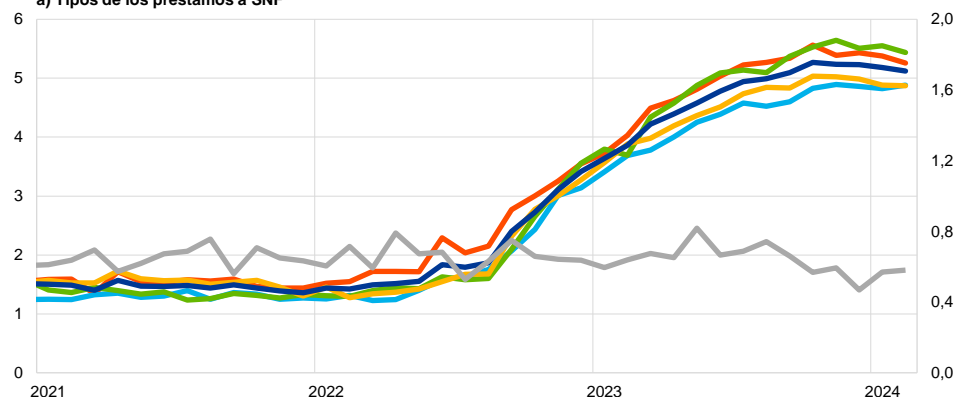
Gráfico 16

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

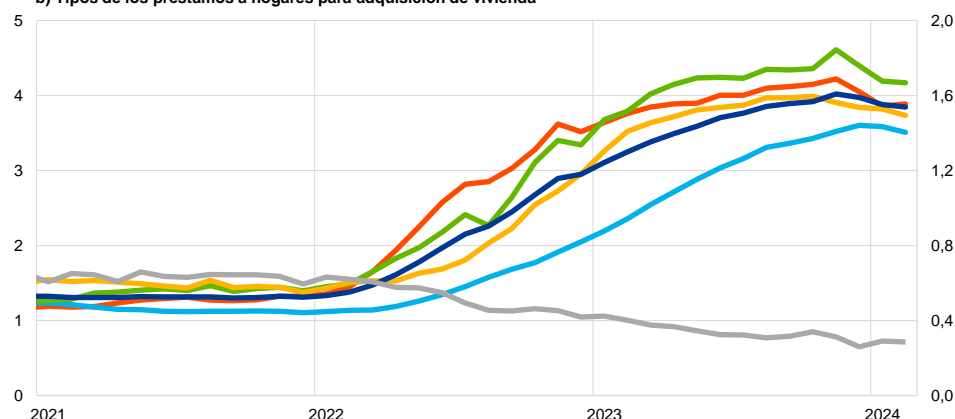
(porcentajes; desviación típica)

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

a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

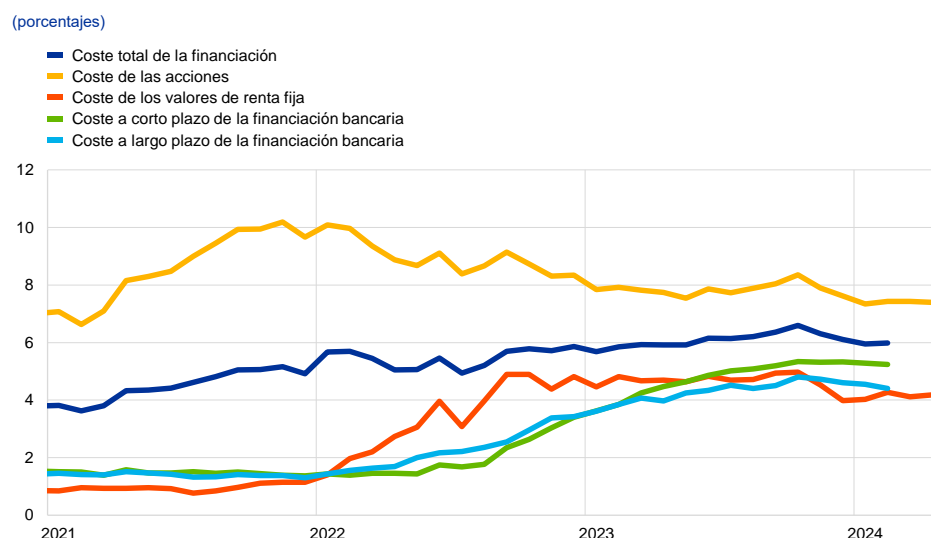
En el período comprendido entre el 7 de marzo y el 10 de abril de 2024, el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija no varió, mientras que el de la financiación mediante acciones descendió. Sobre la base de los datos mensuales disponibles, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— se situó en el 6 % en febrero, prácticamente sin variación en comparación con el nivel de enero y bastante por debajo del máximo de varios años alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 17)⁵. Esta estabilidad se debió al que el coste algo más elevado de las acciones y de los valores de renta fija observado hasta

⁵ A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta febrero de 2024.

febrero se está viendo compensado en gran medida por el menor coste de los préstamos a corto y a largo plazo. Los datos diarios del coste de los valores de renta fija confirman que no se registraron cambios en el período comprendido entre el 7 de marzo y el 10 de abril de 2024, aunque hubo diferencias entre categorías de calificación de los bonos. El ligero aumento del tipo de interés libre de riesgo (aproximado por el tipo OIS [*Overnight Index Swap*] a diez años) observado en el período de referencia y la ampliación de los diferenciales de los bonos de las SNF en el segmento de alta rentabilidad se vieron compensados por una leve compresión de los diferenciales de esos valores en el segmento de grado de inversión. Al mismo tiempo, el coste de la financiación mediante acciones se redujo en el mismo período, ya que las menores primas de riesgo compensaron el tipo de interés libre de riesgo algo más alto (sección 4).

Gráfico 17

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



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

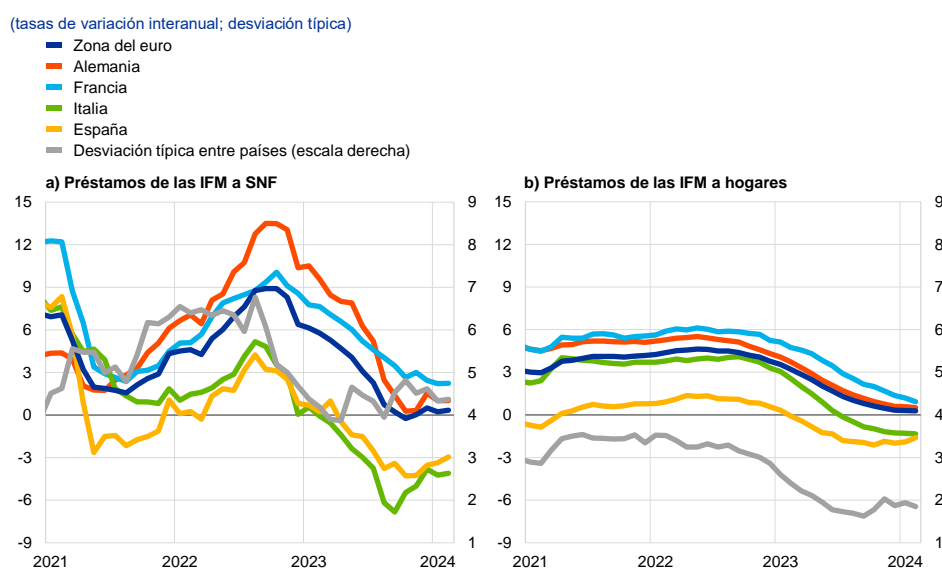
Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 10 de abril de 2024 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a febrero de 2024 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos mensuales).

En febrero de 2024, la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario a empresas aumentó moderadamente, pero se mantuvo baja, mientras que la de los préstamos a hogares permaneció prácticamente estable en niveles algo superiores a cero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a SNF se incrementó ligeramente hasta situarse en el 0,4 % en febrero, desde el 0,2 % de enero (panel a del gráfico 18), con una heterogeneidad considerable entre países. La persistente debilidad del crecimiento de los préstamos refleja el estancamiento de la dinámica crediticia observado desde principios de 2023 como consecuencia de la falta de dinamismo de la demanda agregada, del endurecimiento de los criterios de concesión y del tono restrictivo de la política monetaria. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares mostró signos de estabilización en niveles reducidos y se mantuvo sin variación en el 0,3 % en febrero (panel b del gráfico 18),

en un entorno de perspectivas negativas para el mercado de la vivienda, de endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito y de altos tipos de interés de los préstamos. Esta estabilización se observó en todos los segmentos, aunque a diferentes niveles: los préstamos para adquisición de vivienda mostraron un crecimiento ligeramente positivo y el crédito para consumo conservó su fortaleza, pero los préstamos a empresarios individuales siguieron registrando tasas de crecimiento negativas. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de marzo de 2024 indicaron que un porcentaje neto elevado, aunque cada vez menor, de encuestados tenía la impresión de que el acceso al crédito se había endurecido en los doce meses anteriores y esperaba que dicho acceso resultara incluso más difícil en los doce meses siguientes.

Gráfico 18

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2024, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que se había producido un ligero endurecimiento adicional de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y una relajación moderada de los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en el primer trimestre de 2024 (gráfico 19). El endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos a empresas fue menor de lo que las entidades habían esperado en la encuesta anterior, pero se sumó aun así al sustancial endurecimiento acumulado desde 2022. Las entidades indicaron, asimismo, que los criterios aplicados al crédito para consumo se habían hecho más restrictivos debido principalmente, al igual que en el caso de los préstamos a empresas, a la percepción de riesgos asociados a las perspectivas económicas y a la solvencia de los prestatarios. En cambio, la relajación de los criterios para los préstamos para adquisición de vivienda señalada por los bancos encuestados obedeció a las presiones competitivas y, en menor

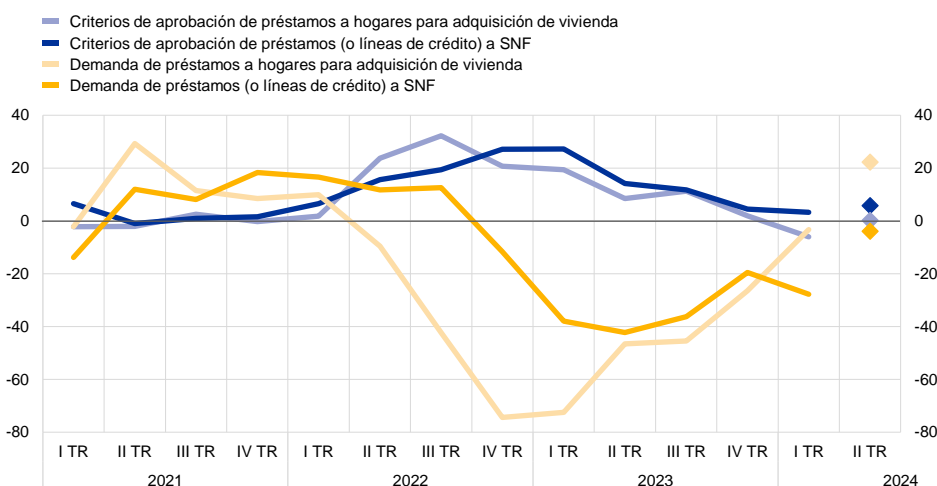
medida, a la mayor tolerancia al riesgo. Para el segundo trimestre de 2024, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de concesión de los préstamos a empresas experimenten un endurecimiento moderado y que los aplicados a los préstamos a hogares se mantengan sin cambios.

Las entidades indicaron una nueva disminución sustancial de la demanda de préstamos por parte de las empresas y una ligera contracción de la demanda de crédito para adquisición de vivienda en el primer trimestre de 2024, lo que contrastó con sus expectativas previas de una recuperación. Asimismo, señalaron que la demanda de préstamos para consumo y otros fines por parte de los hogares se había mantenido básicamente estable. Como en los últimos trimestres, la demanda de crédito por parte de las empresas se vio frenada sobre todo por el aumento de los tipos de interés y la menor inversión en capital fijo, mientras que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda descendió debido al deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda y al bajo nivel de confianza de los consumidores. La notable caída de la demanda de préstamos por parte de las empresas contrastó con las expectativas previas de las entidades de una estabilización, y la leve disminución de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda contrastó con las expectativas de los bancos de un incremento neto. Además, las entidades indicaron un aumento neto adicional del porcentaje de solicitudes de crédito denegadas en todas las modalidades. Las entidades esperan una contracción moderada de la demanda de préstamos a empresas y un ascenso de la demanda de préstamos a hogares en el segundo trimestre de 2024.

Gráfico 19

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

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



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

Notas: En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que contestaron «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que respondieron que la demanda «ha aumentado considerablemente» y «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que contestaron que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» y «ha disminuido considerablemente». Los rombos indican las expectativas de las entidades de crédito en la última encuesta. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024.

Asimismo, las entidades de crédito esperan que la reducción del balance del Eurosistema continúe propiciando un endurecimiento de las condiciones de financiación y que el impacto positivo de las pasadas decisiones relativas a los tipos de interés oficiales sobre los beneficios bancarios disminuya en los seis próximos meses. En el primer trimestre de 2024, el acceso de las entidades a la financiación mejoró en los mercados de valores de renta fija y, en menor medida, en los mercados monetarios, mientras que el acceso a la financiación minorista se deterioró. Las entidades de crédito indicaron que la reducción de la cartera de activos del BCE relacionados con la política monetaria había seguido teniendo un impacto negativo en sus condiciones de financiación y en su situación de liquidez en los seis últimos meses, lo que había provocado un endurecimiento moderado de las condiciones y un efecto adverso sobre los volúmenes de crédito. Las entidades encuestadas señalaron que el impacto sobre los criterios de aprobación había sido prácticamente neutral, aunque esperaban un endurecimiento adicional en los seis próximos meses. Además, la finalización gradual de las TLTRO III continuó afectando de manera negativa a la situación de liquidez de las entidades de crédito. Las entidades indicaron que los reembolsos muy significativos realizados desde noviembre de 2022 de los fondos obtenidos en las TLTRO III y los saldos vivos pendientes de estas operaciones, comparativamente reducidos, habían propiciado solo un ligero endurecimiento de sus condiciones generales de financiación, con un efecto neutral en las condiciones de los préstamos. Asimismo, las entidades manifestaron que las decisiones relativas a los tipos de interés oficiales del BCE habían tenido de nuevo un impacto notablemente positivo sobre sus márgenes de intermediación en los seis últimos meses, así como un efecto moderador a través de sus volúmenes de crédito, que se espera que perdure durante los seis próximos meses. El aumento de los márgenes fue mayor que la moderación por el efecto volumen, por lo que un elevado porcentaje de entidades indicó un impacto positivo en sus ingresos netos por intereses y en su rentabilidad global. Las entidades esperan que el efecto neto acumulado de las decisiones relativas a los tipos de interés oficiales del BCE sobre la rentabilidad bancaria disminuya a lo largo de los seis próximos meses, con una contribución moderadamente negativa de las mayores necesidades de provisiones y de los deterioros de valor⁶.

En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación correspondiente al primer trimestre de 2024, las empresas señalaron una ligera reducción de la necesidad de préstamos bancarios, mientras que descendió el número de las que indicaron que había disminuido la disponibilidad de crédito bancario. Por tanto, el aumento de la brecha de financiación fue menor que en la encuesta anterior. Las empresas percibían que las perspectivas económicas generales eran el principal factor que afectaba negativamente a la disponibilidad de financiación externa, al tiempo que su percepción sobre la disposición de los bancos a conceder crédito, que refleja la aversión al riesgo de estos, continuó mejorando.

Las empresas y los hogares siguieron desplazando fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo en febrero de 2024. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista fue menos negativa y se situó en el -8,9 % en

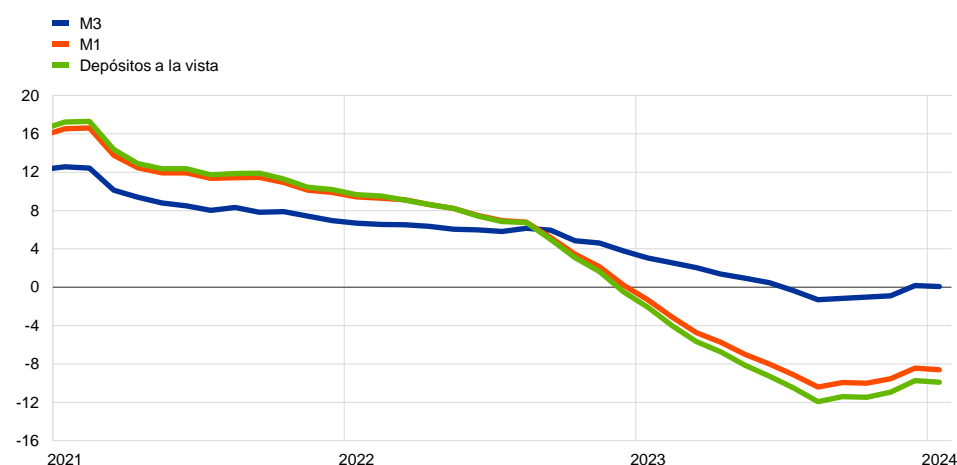
⁶ El impacto refleja las decisiones relativas a los tipos de interés oficiales del BCE tanto pasadas como esperadas.

febrero, frente al $-9,9\%$ observado en enero (gráfico 20). La persistencia de una fuerte preferencia por los depósitos a plazo se explica por el considerable diferencial entre los tipos de los depósitos a plazo y los de los depósitos a la vista, que refleja los elevados costes de oportunidad de mantener instrumentos muy líquidos⁷. Los tipos de interés ofrecidos a las empresas por los depósitos a plazo continuaron situados cerca del tipo de la facilidad de depósito del BCE y se mantuvieron por encima de los aplicados a los hogares. Asimismo, se registró otro importante desplazamiento mensual de fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo de los hogares, mientras que el ritmo al que las empresas reajustaron estos dos instrumentos se ralentizó de nuevo. Esta dinámica sugiere que la distribución de los depósitos de las empresas se está acercando al nivel deseado atendiendo a patrones históricos. Los elevados tipos de interés a corto plazo también favorecieron la sustitución de instrumentos líquidos por fondos del mercado monetario.

Gráfico 20

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 febrero de 2024.

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3)

aumentó en febrero de 2024, pero se mantuvo en niveles reducidos debido a los elevados costes de oportunidad, al estancamiento del crédito y a la reducción adicional del balance del Eurosistema.

La tasa de crecimiento de M3 en la zona del euro se incrementó hasta el $0,4\%$ en febrero, desde el $0,1\%$ de enero (gráfico 20). El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1), que incluye los activos más líquidos de M3, se contrajo de nuevo, si bien su ritmo descendió hasta el $-7,7\%$ en febrero, en comparación con el $-8,6\%$ de enero. Tras las considerables salidas mensuales observadas en enero, M3 registró entradas mensuales en febrero, que obedecieron a la disminución de los depósitos de la

⁷ Como en ciclos de endurecimiento anteriores, los tipos de interés de los depósitos a la vista se han ajustado más lentamente a las variaciones de los tipos de interés oficiales que los tipos de los depósitos a plazo. Véase también el recuadro titulado «La dinámica monetaria durante el ciclo de endurecimiento», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023.

Administración Central y al aumento del crédito a otras instituciones financieras, en un entorno de estancamiento de los préstamos al sector privado. La creación de dinero se vio frenada en febrero por las emisiones de bonos bancarios a largo plazo, la reducción adicional del balance del Eurosistema y, por primera vez desde septiembre de 2022, una contribución negativa de las operaciones financieras del sector exterior en un contexto de mayor volatilidad a corto plazo.