

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión del 6 de junio de 2024, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. Sobre la base de una evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, se consideró apropiado moderar el grado de restricción de la política monetaria tras nueve meses en los que los tipos de interés se mantuvieron sin variación. Desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada en septiembre de 2023, la inflación ha descendido en más de 2,5 puntos porcentuales y las perspectivas de inflación han mejorado notablemente. La inflación subyacente también se ha moderado, lo que refuerza las señales que indican que las presiones inflacionistas se han debilitado, y las expectativas de inflación se han reducido en todos los horizontes. La política monetaria ha mantenido unas condiciones de financiación restrictivas, lo que, al frenar la demanda y mantener las expectativas de inflación firmemente ancladas, ha contribuido de forma importante al retroceso de la inflación.

Al mismo tiempo, pese a los progresos realizados en los últimos trimestres, las presiones inflacionistas internas siguen siendo intensas debido al elevado crecimiento de los salarios, y es probable que la inflación continúe por encima del objetivo hasta bien avanzado el próximo año. Las últimas proyecciones de los expertos del Eurosistema para la inflación tanto general como subyacente se han revisado al alza para 2024 y 2025 en comparación con las proyecciones de marzo. Los expertos consideran ahora que la inflación general se situará, en promedio, en el 2,5 % en 2024, el 2,2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026. También prevén que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se situará, en promedio, en el 2,8 % en 2024, el 2,2 % en 2025 y el 2,0 % en 2026. Se espera que el crecimiento económico avance hasta el 0,9 % en 2024, el 1,4 % en 2025 y el 1,6 % en 2026.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Mantendrá los tipos de interés oficiales en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para lograr este objetivo. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, sus decisiones sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

El Consejo de Gobierno también confirmó que reducirá las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) en 7,5 mm de euros mensuales en promedio en el segundo semestre del año. Las modalidades para reducir las tenencias del PEPP serán, en líneas generales, similares a las aplicadas para el programa de compras de activos (APP).

Actividad económica

Tras cinco trimestres de estancamiento, la economía de la zona del euro creció un 0,3 % en el primer trimestre de 2024. La actividad de los servicios está creciendo y la manufacturera muestra señales de estabilización en niveles bajos.

El empleo creció un 0,3 % en el primer trimestre de este año, con la creación de aproximadamente 500.000 empleos nuevos, y las encuestas apuntan a que la expansión del empleo continuará a corto plazo. La tasa de paro se redujo hasta el 6,4 % en abril, su nivel más bajo desde que existe el euro. Las empresas siguen anunciando muchas ofertas de empleo, aunque ligeramente menos que antes.

La economía de la zona del euro se recuperó a principios de 2024 más de lo esperado en las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2024 gracias al impulso procedente de la demanda exterior neta y del incremento del gasto de los hogares. La información más reciente sugiere una continuación del crecimiento a corto plazo, a un ritmo más rápido de lo previsto anteriormente. La renta real disponible debería seguir aumentando en un contexto de fuerte crecimiento de los salarios, repunte gradual de la confianza y mejora de la relación real de intercambio, lo que dará lugar a una recuperación impulsada por el consumo a lo largo de 2024. El estímulo procedente de la demanda exterior neta al comienzo del año es reflejo, en parte, de la volatilidad registrada tras una caída transitoria a finales de 2023. No obstante, se espera que la demanda externa continúe creciendo y respalde el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. A medio plazo, se prevé que el impacto negativo del anterior endurecimiento de la política monetaria desaparezca gradualmente y que la actividad se vea respaldada por el supuesto de una relajación de las condiciones de financiación acorde con las expectativas de los mercados sobre la senda futura de los tipos de interés. El crecimiento también se beneficiará de la resiliencia del mercado de trabajo, y la tasa de desempleo descenderá a niveles históricamente bajos más adelante en el horizonte de proyección. A medida que algunos de los factores cíclicos que frenaron el crecimiento de la productividad en el pasado reciente desaparezcan, la productividad repuntará durante el período analizado. En conjunto, se espera que el crecimiento anual del PIB real se sitúe, en promedio, en el 0,9 % en 2024 y que aumente hasta el 1,4 % en 2025 y el 1,6 % en 2026. En comparación con las proyecciones de marzo de 2024, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2024, debido a una evolución mejor de lo esperado a principios de año y a la mejora de la información más reciente, se han revisado ligeramente a la baja para 2025 y se mantienen sin cambios para 2026.

Las políticas fiscales y estructurales nacionales deberían orientarse a mejorar la productividad y la competitividad de la economía, lo que contribuiría a aumentar el crecimiento potencial y a reducir las presiones inflacionistas a medio plazo. Una aplicación efectiva, rápida y plena del programa *Next Generation EU*, los progresos hacia una unión de los mercados de capitales y la finalización de la unión bancaria, así como el reforzamiento del mercado único, contribuirían a promover la innovación y a aumentar la inversión en las transiciones verde y digital. Aplicar plenamente y sin demora el marco revisado de gobernanza económica de la UE debería ayudar a los Gobiernos a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida.

Inflación

La inflación interanual aumentó hasta el 2,6 % en mayo, desde el 2,4 % en abril, según la estimación de avance de Eurostat. La inflación de los alimentos descendió hasta el 2,6 %. La tasa de variación de los precios de la energía se incrementó hasta el 0,3 %, tras registrar tasas interanuales negativas durante el último año. La tasa de variación de los precios de los bienes experimentó un nuevo descenso, situándose en el 0,8 % en mayo. En cambio, la tasa correspondiente a los servicios aumentó considerablemente hasta el 4,1 %, desde el 3,7 % en abril.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente volvieron a descender en abril, último mes para el que se disponía de datos, lo que confirma un panorama de disminución gradual de las presiones sobre los precios. Con todo, la inflación interna sigue siendo elevada. Los salarios continúan creciendo a un ritmo elevado, compensando la fuerte subida anterior de la inflación. Debido a la naturaleza escalonada del proceso de ajuste de los salarios y al importante papel de los pagos extraordinarios, los costes laborales probablemente fluctuarán a corto plazo, como muestra el repunte de los salarios negociados en el primer trimestre. Al mismo tiempo, los indicadores adelantados apuntan a una moderación del crecimiento de los salarios a lo largo del año. Los beneficios están absorbiendo parte del pronunciado aumento de los costes laborales unitarios, lo que reduce sus efectos inflacionistas. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido en general estables y la mayoría se sitúan en torno al 2 %.

Se prevé que la inflación general siga moderándose hasta situarse en niveles próximos al objetivo a lo largo de 2025. Esto refleja una relajación de las presiones sobre los costes, incluidos los laborales, y el impacto retardado del anterior endurecimiento de la política monetaria que se transmite gradualmente a los precios de consumo. Se espera que la inflación general medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) muestre cierta volatilidad durante el resto de 2024, debido a efectos de base y a la subida de los precios de las materias primas energéticas. A medio plazo, la tasa de variación de los precios de la energía debería estabilizarse en niveles positivos bajos, dadas las expectativas de los mercados sobre las sendas futuras de los precios del petróleo y del gas, y las medidas fiscales previstas relacionadas con el cambio climático. En los últimos trimestres se ha observado un fuerte descenso de la tasa de variación de los precios de los

alimentos, ya que las presiones latentes se han atenuado al reducirse los precios de la energía y de las materias primas alimenticias. De cara al futuro, se espera que la inflación de los alimentos fluctúe en torno a sus niveles actuales antes de volver a moderarse a partir del final de 2025. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), debería mantenerse por encima de la inflación general durante la mayor parte del horizonte de proyección, pero se espera que continúe su senda desinflacionista, aunque a un ritmo lento y principalmente en 2025 y 2026. Un elemento fundamental de las proyecciones de junio es la moderación gradual prevista del crecimiento de los salarios nominales desde unos niveles de partida aún elevados, a medida que vayan desapareciendo los efectos alcistas derivados de las presiones relacionadas con la compensación por inflación en un mercado de trabajo tensionado. La recuperación esperada del crecimiento de la productividad debería apoyar la relajación de las presiones de los costes laborales. Asimismo, se prevé que el crecimiento de los beneficios disminuya y amortigüe parcialmente la transmisión de los costes laborales a los precios, en especial en 2024. En conjunto, se espera que la inflación general media anual medida por el IAPC disminuya desde el 5,4 % en 2023 hasta un promedio del 2,5 % en 2024, el 2,2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026. En comparación con las proyecciones de marzo de 2024, la inflación medida por el IAPC se ha revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales en 2024 y 2025. Ello se debe principalmente a la subida de los precios de las materias primas energéticas y a los últimos datos de inflación medida por el IAPCX ligeramente superior a la prevista. Asimismo, se espera que las presiones sobre los costes laborales sean algo más intensas, como consecuencia del mayor crecimiento de los salarios y de unas perspectivas ligeramente más prudentes de crecimiento de la productividad. Las perspectivas de inflación tanto general como medida por el IAPCX para 2026 se han mantenido sin cambios.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico están equilibrados a corto plazo, pero continúan apuntando a la baja a medio plazo. Un debilitamiento de la economía mundial o una escalada de las tensiones comerciales entre las principales economías lastrarían el crecimiento de la zona del euro. La guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y el trágico conflicto en Oriente Próximo son fuentes importantes de riesgos geopolíticos, lo que podría afectar a la confianza de las empresas y de los hogares sobre el futuro y provocar disrupciones en el comercio mundial. El crecimiento también podría ser menor si los efectos de la política monetaria son más intensos de lo esperado. El crecimiento podría ser mayor si la inflación se reduce más rápidamente de lo previsto y la mejora de la confianza y 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.

La inflación podría ser más elevada de lo previsto si los salarios o los beneficios aumentan más de lo esperado. Los riesgos al alza para la inflación también proceden de la escalada de las tensiones geopolíticas, que podrían impulsar una subida de los precios de la energía y los costes de los fletes a corto plazo y causar

disrupciones en el comercio mundial. Asimismo, fenómenos meteorológicos extremos y una mayor propagación de la crisis climática podrían hacer aumentar los precios de los alimentos. 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 han aumentado desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 11 de abril de 2024. Los costes de financiación se han estabilizado en niveles restrictivos debido a que las anteriores subidas de los tipos de interés oficiales se han transmitido al sistema financiero. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas y de las nuevas hipotecas se mantuvieron sin cambios en abril, en el 5,2 % y el 3,8 %, respectivamente.

La dinámica del crédito continúa siendo débil. El crédito bancario a las empresas creció a una tasa interanual del 0,3 % en abril, ligeramente menor que en el mes anterior. Los préstamos a hogares continuaron creciendo al 0,2 % en tasa interanual. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio, medido por M3, avanzó hasta el 1,3 % en abril, desde el 0,9 % en marzo.

En línea con su estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno examinó detenidamente los vínculos entre la política monetaria y la estabilidad financiera. Los bancos de la zona del euro mantienen su resiliencia. La mejora de las perspectivas económicas ha fomentado la estabilidad financiera, pero los mayores riesgos geopolíticos nublan el horizonte. Un endurecimiento inesperado de las condiciones de financiación a nivel mundial podría dar lugar a una revisión de los precios de los activos financieros y no financieros, con efectos negativos para el conjunto de la economía. La política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa frente a la acumulación de vulnerabilidades financieras. Las medidas que están actualmente en vigor, o que lo estarán próximamente, están ayudando a mantener la solidez del sistema financiero.

Decisiones de política monetaria

El tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se redujeron hasta el 4,25 %, el 4,50 % y el 3,75 %, respectivamente, con efectos a partir del 12 de junio de 2024.

El tamaño de la cartera del APP está disminuyendo a un ritmo medurado y predecible, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo.

El Consejo de Gobierno continuará reinvertiendo íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del PEPP que vayan venciendo hasta el final de junio de 2024. En el segundo semestre del año, reducirá la cartera del PEPP en 7,5 mm

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

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

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

Conclusión

En su reunión del 6 de junio de 2024, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Mantendrá los tipos de interés oficiales en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para lograr este objetivo. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, las decisiones sobre los tipos de interés oficiales se basarán en la valoración del Consejo de Gobierno de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

En todo 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 está mostrando signos de fortalecimiento, pese a la persistencia de factores adversos para el crecimiento. Los últimos datos sobre la actividad mundial (excluida la zona del euro) confirman una mejora muy gradual desde principios de año, y un alineamiento cada vez mayor de los indicadores cuantitativos con las señales positivas procedentes de los indicadores cualitativos. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024, las perspectivas de crecimiento mundial se mantienen prácticamente sin cambios con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024, con previsión de un ligero retroceso del crecimiento global para este año. El comercio internacional se recuperaría este año y posteriormente crecería más en línea con la actividad mundial, aunque se mantendría por debajo de su tendencia histórica durante el horizonte de proyección y básicamente no variaría en comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2024. Se proyecta que la inflación a nivel mundial se reduzca de forma paulatina a lo largo del horizonte temporal considerado.

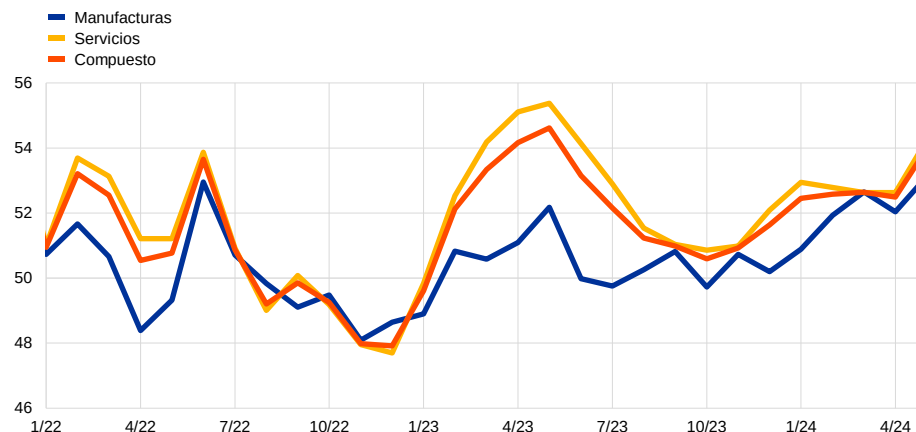
Los últimos datos confirman un impulso al alza de la actividad mundial a medida que las señales procedentes de las encuestas y de los indicadores cuantitativos se alinean más estrechamente. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global (excluida la zona del euro) de actividad aumentó en mayo de 2024 con la mejora de la producción en las manufacturas y en los servicios (gráfico 1)¹. Esta evolución es acorde con la evidencia obtenida del indicador de seguimiento (*tracker*) de la actividad global del BCE, que apunta a un mayor dinamismo respaldado por los datos positivos obtenidos de los indicadores tanto cualitativos como cuantitativos. Este indicador ha señalado una mejora progresiva de la actividad mundial desde principios de este año, y los indicadores cuantitativos recientes se van alineando cada vez más con las señales positivas procedentes de los indicadores cualitativos. Sin embargo, el crecimiento mundial continúa viéndose afectado por factores adversos, como la reducción del exceso de ahorro en las economías avanzadas y la atonía de la demanda interna en China con las dificultades en el sector inmobiliario residencial como telón de fondo. Por otra parte, los mercados de trabajo de las principales economías avanzadas se están enfriando gradualmente y el crecimiento de los salarios nominales se está moderando, lo que supone un menor apoyo al crecimiento de la renta disponible. En consecuencia, el gasto mundial en consumo, que sustentó la recuperación de la actividad económica tras la pandemia de COVID-19, sigue siendo débil. Según las estimaciones, el crecimiento del PIB real mundial se ralentizó ligeramente en el primer trimestre de 2024, hasta el 0,8 %, desde el 0,9 % en el cuarto trimestre de 2023.

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

Gráfico 1

PMI global de actividad

(índices de difusión)



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

Las perspectivas de crecimiento mundial se mantienen prácticamente sin cambios con respecto a las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2024.

El leve retroceso del crecimiento previsto para este año refleja el impacto de los factores adversos mencionados anteriormente, el mantenimiento de unas políticas monetarias restrictivas y la elevada incertidumbre en un contexto de tensiones geopolíticas. En conjunto, el PIB real mundial crecería un 3,3 % este año, frente al 3,5 % de 2023. Se prevé que el crecimiento del PIB real mundial sea del 3,3 % en 2025 y el 3,2 % en 2026, ligeramente inferior a la tasa media de crecimiento mundial de la pasada década.

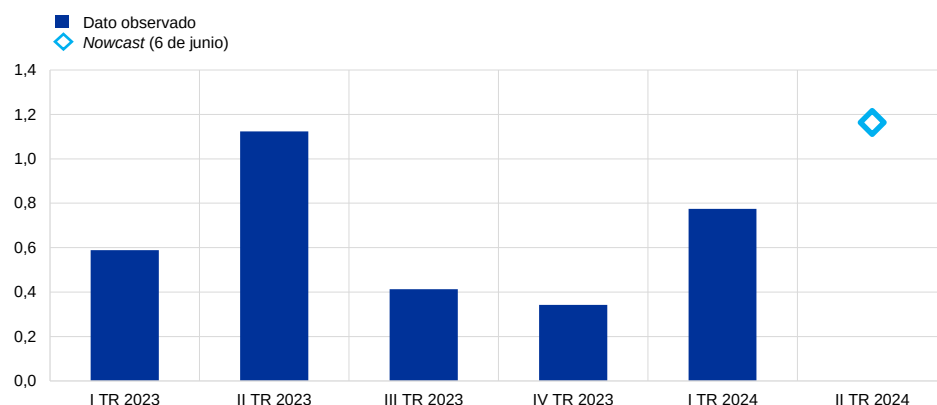
Se espera una recuperación gradual del comercio mundial conforme los patrones de demanda pospandemia se normalicen.

En el primer trimestre de 2024, el avance del comercio internacional se aceleró a medida que los efectos de composición posteriores a la pandemia comenzaron a disiparse. La pujante demanda de servicios observada a escala global durante el año pasado se está desplazando hacia una mayor demanda de bienes. De cara al futuro, se espera que el crecimiento de las importaciones mundiales siga aumentando, en consonancia con las señales procedentes de la herramienta de predicción a muy corto plazo (*nowcasting tool*) del BCE, que incorpora datos cuantitativos y cualitativos sobre el comercio internacional (gráfico 2). En particular, el PMI global de nuevos pedidos exteriores indica que el ritmo de crecimiento se recuperará progresivamente. Además, los datos de encuestas sectoriales apuntan a una recuperación más dinámica de los sectores intensivos en comercio, como los de turismo y equipos tecnológicos. Por último, el impacto de las perturbaciones registradas en el mar Rojo sobre los flujos comerciales internacionales continúa siendo contenido y en línea con las proyecciones de marzo de 2024, aunque una posible escalada de estas perturbaciones sigue representando un riesgo a la baja para el comercio mundial en el corto plazo.

Gráfico 2

Importaciones mundiales

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Fuentes nacionales (a través de Haver Analytics) y cálculos del BCE.

Notas: El agregado mundial excluye la zona del euro. La predicción a muy corto plazo (nowcast) se refiere a un modelo de factores dinámicos que se basa en 30 variables mensuales que incluyen la producción industrial, las ventas al por menor, el comercio, el mercado de trabajo, las encuestas y la vivienda. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024 para la predicción a muy corto plazo.

Más allá del corto plazo, el comercio internacional seguiría recuperándose gradualmente durante el horizonte de proyección y crecería más en línea con la actividad mundial. En conjunto, el crecimiento de las importaciones mundiales se incrementaría hasta el 2,6 % este año, desde el 1 % registrado en 2023, y aumentaría de forma progresiva hasta alcanzar una tasa interanual del 3,3 % en 2025-2026, en consonancia, en general, con las proyecciones anteriores. Se prevé que el repunte de las importaciones en las economías emergentes y en las principales economías avanzadas, sobre todo en Estados Unidos, contribuya a la recuperación de los flujos comerciales este año. No obstante, se espera que los niveles de comercio mundial se mantengan por debajo del nivel tendencial de 2012-2019, debido al débil crecimiento del PIB real y a los cambios estructurales que se están produciendo en las relaciones comerciales como consecuencia de la intensificación de las tensiones geopolíticas. Se espera que la recuperación de la demanda externa de la zona del euro este año sea menos vigorosa y se sitúe en el 2,1 %. La evolución prevista refleja, en gran medida, la disminución de las importaciones de algunos de los principales socios comerciales de la zona del euro, como el Reino Unido y los países de Europa Central y Oriental, en el segundo semestre de 2023 y en el primer trimestre de 2024. Durante el horizonte de proyección, la demanda externa de la zona crecería un 3,4 % en 2025 y un 3,3 % en 2026, alineándose más estrechamente con la dinámica de crecimiento de las importaciones mundiales.

En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) se prevé una reducción gradual de la inflación a escala global a lo largo del horizonte de proyección. La inflación general medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países de la OCDE se situó en el 3,4 % en abril de 2024, ligeramente por debajo de los datos observados

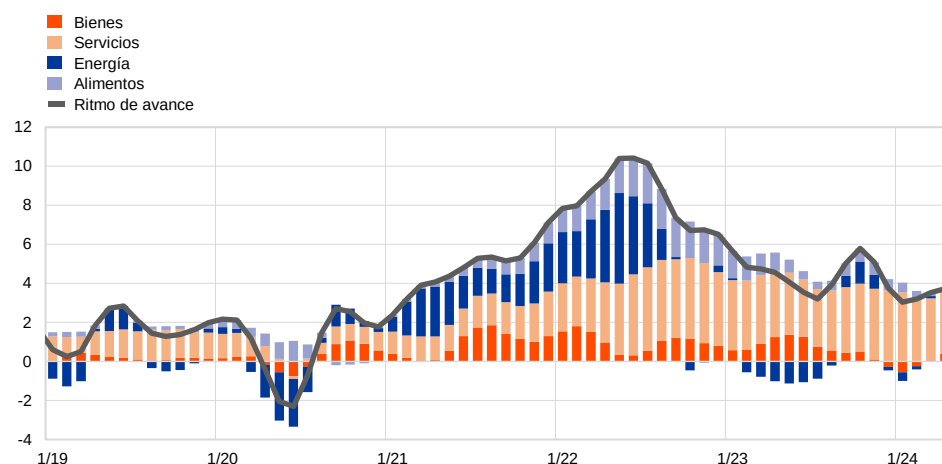
desde principios de este año². La inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) descendió en abril, hasta el 3,8 %, desde el 4 % de marzo. La ralentización del ritmo de desinflación en los países de la OCDE parece deberse, principalmente, a la persistente tasa de variación de los precios de los servicios en un entorno en el que las tensiones en los mercados de trabajo de las principales economías se están ajustando solo de forma muy paulatina. El mayor dinamismo de la inflación general medida por el IPC, medida por la tasa de variación anualizada de tres meses sobre los tres meses anteriores, indica que la inflación podría aumentar a corto plazo en los países de la OCDE (gráfico 3). Esto se ve corroborado por las señales más recientes procedentes de los datos de las encuestas. Los PMI de precios de los consumos intermedios del sector manufacturero señalan que la tasa de crecimiento de los precios de los bienes podría repuntar con respecto a los muy reducidos niveles actuales a corto plazo, mientras que los PMI de precios de los consumos intermedios de los servicios sugieren que la tasa de variación de los precios de este sector, que representa casi dos tercios del IPC subyacente, podría seguir moderándose paulatinamente hacia su media histórica. Por lo que respecta a las presiones externas sobre los precios, se espera que el avance de los precios de exportación de los competidores de la zona del euro, en moneda nacional y en términos interanuales, pase a ser positivo este año y se mantenga próximo a su media de largo plazo estimada durante el resto del horizonte de proyección. Estas perspectivas se han revisado ligeramente a la baja en comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2024, debido a una evolución de la tasa de variación de los precios de las exportaciones más débil de lo esperado anteriormente, que compensa el impacto de los supuestos de subida de los precios de las materias primas en el actual ejercicio de proyecciones.

² Turquía no se incluye en los agregados de la OCDE relativos a la inflación general y la subyacente, ya que su nivel de inflación se mantuvo en tasas elevadas de dos dígitos. En caso contrario, la inflación general y la inflación subyacente medida por el IPC en los países miembros de la OCDE, incluida Turquía, se habrían situado en el 5,8 % en marzo de 2024 (5,7 % en febrero) y en el 6,4 % en marzo de 2024 (6,4 % en febrero), respectivamente.

Gráfico 3

Ritmo de avance de la inflación general medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación anualizadas de tres meses sobre los tres meses anteriores, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

En cuanto a los precios de las materias primas, los precios europeos del gas y de los alimentos han aumentado desde la última reunión del Consejo de Gobierno, mientras que los del petróleo han descendido. Aunque los precios del gas en Europa se han incrementado, siguen siendo bajos en comparación con los niveles observados tras la invasión rusa de Ucrania. La subida de los precios del gas refleja disrupciones en la oferta relacionadas con las exportaciones de gas natural licuado de Estados Unidos y Catar, la ampliación del mantenimiento de gasoductos en Noruega y los ataques rusos contra instalaciones ucranianas de almacenamiento de gas. Los precios del petróleo bajaron, dado que los efectos de las tensiones en Oriente Próximo sobre los precios del crudo siguieron siendo solo transitorios y la oferta global de esta materia prima apenas se vio afectada. Además, el hecho de que la demanda mundial de petróleo fuera menor de la prevista contrarrestó el impacto de la reducción de la oferta de crudo y de los riesgos de abastecimiento sobre los precios. De acuerdo con la Agencia Internacional de la Energía, en 2024 y 2025 se registrará un ligero déficit mundial de oferta de crudo, pero las reservas necesarias para absorber nuevas perturbaciones parecen ser mayores que antes de la invasión rusa de Ucrania. Los riesgos para los precios del petróleo siguen orientados al alza, sobre todo si las tensiones en Oriente Próximo se intensificaran. Los precios de las materias primas alimenticias aumentaron significativamente, como consecuencia, en gran medida, de la evolución de los precios del cacao en un contexto de graves perturbaciones de oferta en África Occidental. Los precios de esta materia prima alimenticia han disminuido recientemente desde los máximos observados a finales de abril de 2024, pero siguen siendo volátiles. Los precios de los cereales subieron como consecuencia de una evolución adversa de la oferta.

En Estados Unidos, el dinamismo continuado de la actividad económica y la persistencia de la inflación llevaron al Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal a aplazar su primer recorte de tipos de interés.

El crecimiento del PIB real se ralentizó hasta el 0,3 % en el primer trimestre de 2024, desde el 0,5 % registrado en el último trimestre de 2023. No obstante, la demanda interna siguió siendo sólida, ya que la contribución negativa de la demanda exterior neta reflejó un incremento acusado de las importaciones. El avance de la renta real disponible se moderó y la tasa de ahorro siguió reduciéndose en el primer trimestre. Las estimaciones disponibles basadas en datos de alta frecuencia sugieren un ligero aumento del crecimiento del PIB real en el segundo trimestre de 2024, aunque se mantendría por debajo del ritmo de expansión observado en el segundo semestre de 2023. Pese a seguir sujeto a tensiones muy fuertes, el mercado de trabajo estadounidense continúa mostrando algunos signos de enfriamiento. Pese a que el empleo en el sector no agrícola se incrementó en abril, fue notablemente inferior a la media observada en el primer trimestre de 2024 y la tasa de paro aumentó ligeramente. Pese a que tanto la ratio vacantes-desempleo como el crecimiento de los salarios permanecen en niveles elevados, están disminuyendo, aunque con lentitud. La inflación medida por los precios de consumo experimentó un leve descenso en abril, y tanto la inflación general como la subyacente se situaron en el 3,4 % y el 3,6 %, respectivamente³. De cara al futuro, se espera que la inflación siga disminuyendo lentamente, pero que se mantenga por encima del objetivo de la Reserva Federal del 2 % durante un período prolongado. Con este trasfondo macroeconómico, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal ha subrayado recientemente en sus comunicaciones que los tipos de interés se mantendrán «elevados durante más tiempo».

La demanda interna sigue falta de dinamismo en China, aunque el crecimiento en el primer trimestre de 2024 resultó ser mayor de lo esperado. El avance intertrimestral del PIB real aumentó hasta el 1,6 % en el primer trimestre, desde el 1,2 % registrado en el trimestre anterior. Esta evolución refleja el incremento de la inversión pública derivado del estímulo fiscal procedente de la revisión de los presupuestos efectuada a finales de 2023, mientras que la demanda interna con origen privado, en especial el consumo, siguió siendo débil y se desaceleró en abril de 2024. En cambio, el crecimiento de la producción industrial volvió a ser elevado y la inversión sigue mejorando de forma sostenida, favorecida por el estímulo de los proyectos de infraestructuras. El mercado inmobiliario parece estar mostrando algunos signos incipientes de estabilización. Aunque el mercado de la vivienda en general continúa bastante estancado, recientemente se ha observado un repunte de las ventas de viviendas y de la inversión residencial, acompañado de una ralentización del descenso de las ejecuciones de obra nueva. En cuanto a las políticas económicas, las declaraciones de las autoridades en abril de 2024 señalaron un aumento de las ayudas públicas al mercado inmobiliario residencial

³ La tasa de variación de los precios de consumo correspondiente a mayo de 2024, que se publicó con posterioridad a la fecha de cierre de este Boletín Económico, descendió más de lo esperado. La inflación general interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta situarse en el 3,3 %, frente al 3,4 % de abril de 2024. La inflación subyacente interanual cayó hasta el 3,4 %, desde el 3,6 % de abril de 2024.

mediante la adquisición directa de proyectos de vivienda inacabados a los promotores, lo que generó cierto optimismo entre los participantes en el mercado. La inflación general interanual medida por el IPC aumentó hasta el 0,3 % en abril, desde el 0,1 % del mes anterior, mientras que la inflación subyacente medida por el IPC también experimentó un ligero avance, hasta el 0,7 %, desde el 0,6 % en ese mismo período. La persistente debilidad de la evolución de los precios de producción, unida a la atonía de la demanda interna, sugiere que las presiones inflacionistas en la economía china siguen siendo débiles.

En el Reino Unido, el crecimiento económico volvió a repuntar en el primer trimestre de 2024 y el mercado de trabajo está mostrando señales de moderación. Tras la recesión técnica registrada en el segundo semestre de 2023, el PIB real creció un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2024, muy por encima de las expectativas oficiales y de los mercados. La contribución de la demanda exterior neta fue positiva, debido a la fuerte disminución de las importaciones, que compensó con creces la caída de las exportaciones. Aunque los últimos datos apuntan a que la actividad económica era sólida al principio del segundo trimestre, se espera que crezca a un ritmo más moderado durante el resto del año. Además, el consumo privado se mantiene relativamente débil, en consonancia con la contención de los salarios reales, los elevados tipos de interés y las restrictivas políticas monetaria y fiscal. La inflación general ha continuado reduciéndose, pero persisten las presiones sobre los precios de los servicios. La inflación general medida por el IPC siguió descendiendo en abril de 2024 y se situó en el 2,3 %, desde el 3,2 % de marzo. Sin embargo, la tasa de variación de los precios de los servicios sorprendió al alza situándose en el 5,9 % en abril, lo que supone solo una ligera disminución con respecto al 6 % del mes anterior y reflejó el elevado crecimiento de los salarios, así como la persistente escasez de mano de obra. El tensionamiento del mercado de trabajo continúa por encima de su media anterior a la pandemia. El avance de los salarios nominales —uno de los principales factores determinantes de la persistente inflación de los servicios— siguió moderándose en el primer trimestre de este año, aunque se mantiene en niveles muy altos. El Banco de Inglaterra prevé que las presiones salariales seguirán reduciéndose en los próximos meses.

El PIB real de la zona del euro creció un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2024. Este repunte del crecimiento, tras cinco trimestres de actividad prácticamente estancada, reflejó una contribución positiva de la demanda exterior neta y de la demanda interna, y una aportación negativa de la variación de existencias. Los resultados de las encuestas apuntan a que la expansión continuó en el segundo trimestre. Si bien, en la industria, la producción sigue estando afectada por la debilidad de la demanda, sobre todo en sectores intensivos en energía, los servicios muestran señales más claras de una mejora generalizada. Por el lado de la oferta, la recuperación del primer trimestre estuvo impulsada íntegramente por el empleo, mientras que la productividad se estancó. Se espera que la economía de la zona del euro continúe recuperándose a lo largo de este año gracias al aumento de las rentas reales como resultado del descenso de la inflación, de la subida de los salarios y de la mejora de la relación real de intercambio, así como de la desaparición gradual del impacto del endurecimiento de la política monetaria. Además, las exportaciones deberían seguir creciendo en línea con la demanda mundial en los próximos trimestres, aunque los problemas de competitividad exterior continúan representando un riesgo a la baja.

Estas perspectivas se reflejan en líneas generales en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en el 0,9 % en 2024 y que aumente hasta el 1,4 % en 2025 y el 1,6 % en 2026⁴.

El producto de la zona del euro repuntó a principios de 2024, tras más de un año de estancamiento. Según la estimación de avance de Eurostat, el PIB real creció un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2024, su mayor incremento intertrimestral desde el tercer trimestre de 2022 (gráfico 4)⁵. Los indicadores coyunturales y los datos nacionales disponibles apuntan a una contribución positiva de la demanda interna y de la demanda exterior neta, junto con una aportación negativa de la variación de existencias⁶. La mejora de la demanda agregada parece haberse visto impulsada sobre todo por los servicios, como confirman los datos nacionales disponibles sobre el valor añadido, así como los datos mensuales de producción.

⁴ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio 2024](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 6 de junio de 2024.

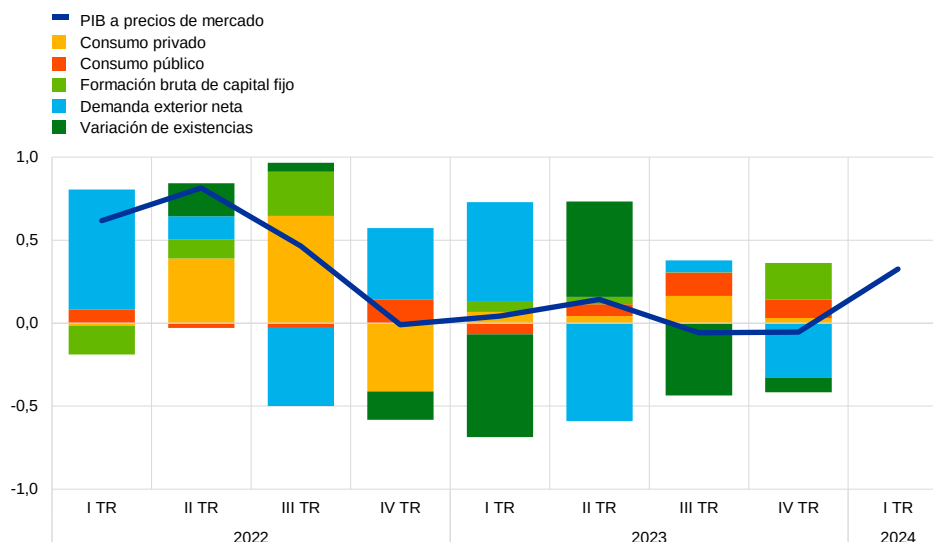
⁵ Véase el recuadro titulado «[La recuperación tras la pandemia: ¿por qué la zona del euro está creciendo con más lentitud que Estados Unidos?](#)» en este Boletín Económico

⁶ La desagregación del PIB por el lado del gasto correspondiente al primer trimestre de 2024 se publicó el 7 de junio, con posterioridad a la fecha de cierre (5 de junio) de los datos incluidos en este Boletín Económico.

Gráfico 4

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 para el PIB y al cuarto trimestre de 2023 para los demás componentes.

Los datos procedentes de encuestas apuntan a una expansión continuada encabezada por los servicios en el segundo trimestre de 2024.

El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad se situó, en promedio, en 51,9 en abril y mayo, frente a un valor de 49,2 en el primer trimestre de 2024. Este índice, que actualmente señala un crecimiento positivo, prosigue así su movimiento al alza iniciado en octubre de 2023. Por sectores, el PMI de producción de las manufacturas permaneció en terreno contractivo en mayo, tras aumentar de manera sostenida desde el verano de 2023 (panel a del gráfico 5). El índice de nuevos pedidos, que debería ser más prospectivo, ha mostrado una mejora similar, aunque algo más intensa. En conjunto, estos indicadores sugieren que la caída de la producción en el sector manufacturero está tocando fondo. La recuperación de la actividad de los servicios ha sido más acusada, lo que apunta a que los resultados del segundo trimestre también se caracterizarán por una expansión liderada por los servicios (panel b del gráfico 5). La evidencia presentada en el [recuadro 2](#), —en el que se muestra que el sentimiento sobre la demanda y sobre la oferta se ha normalizado en gran medida desde 2022, según indica un análisis de las presentaciones de resultados (*earnings calls*) de las empresas— corrobora esta valoración para el segundo trimestre. Al mismo tiempo, la percepción de riesgos ha disminuido ligeramente, aunque se mantiene elevada en términos históricos.

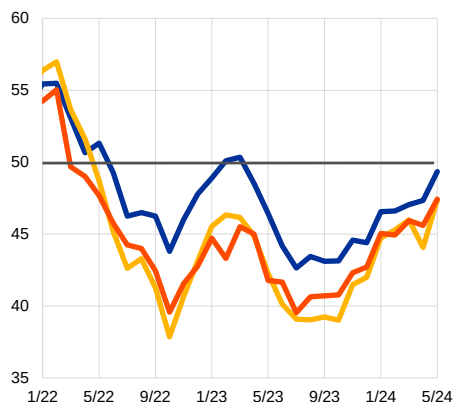
Gráfico 5

PMI de distintos sectores de la economía

a) Manufacturas

(índices de difusión)

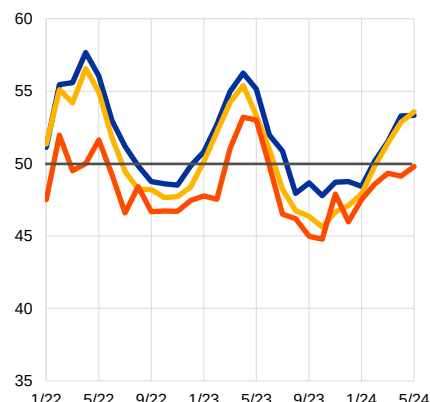
■ Producción
■ Nuevos pedidos
■ Nuevos pedidos de exportación



b) Servicios

(índices de difusión)

■ Actividad
■ Nuevos pedidos
■ Nuevos pedidos de exportación



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024.

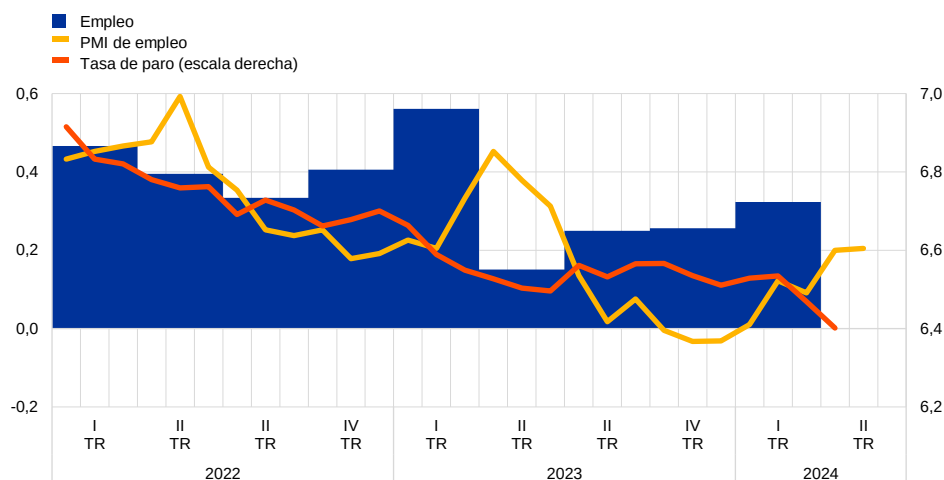
El avance del empleo estuvo en consonancia con la actividad económica en el primer trimestre de 2024. El empleo se incrementó un 0,3 % en ese trimestre (panel a del gráfico 6), impulsado principalmente por el crecimiento continuado de la población activa. La población activa implícita, que se infiere de la tasa de paro y del número de desempleados, también aumentó un 0,3 %. La productividad por persona ocupada no varió en el primer trimestre del año, dada la expansión similar del PIB y del empleo. En cuanto al margen intensivo, los datos preliminares sugieren un incremento de las horas trabajadas en el citado trimestre. La tasa de paro se redujo ligeramente hasta situarse en el 6,4 % en abril, desde el 6,5 % observado en marzo, y registró su nivel más bajo desde la introducción del euro. La demanda de empleo se mantiene en niveles elevados, aunque la tasa de vacantes registró un leve descenso en el primer trimestre de 2024 y se situó en el 2,8 %, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la observada en el trimestre anterior.

Gráfico 6

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

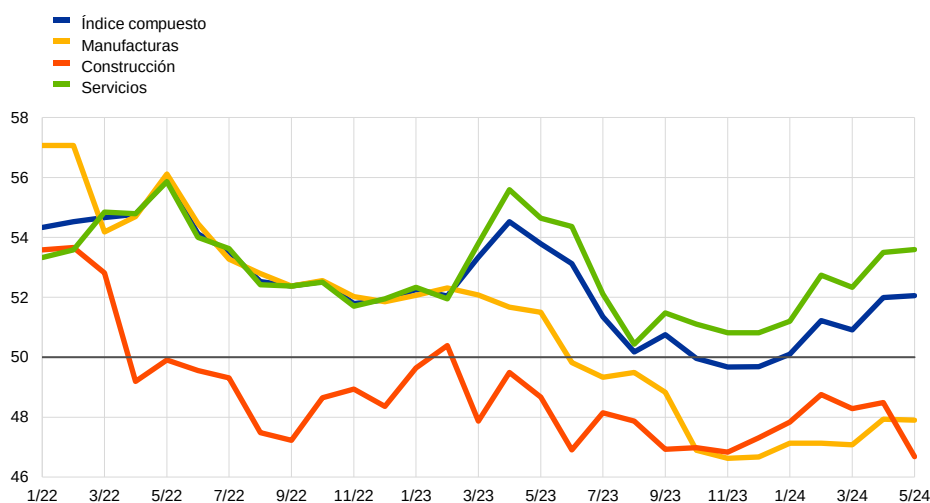
a) Empleo, PMI de empleo y tasa de paro

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



b) PMI sectoriales de empleo

(índices de difusión)



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

Notas: En el panel a, las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50 que después se dividen por 10 para medir el crecimiento intertrimestral del empleo. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 para el empleo, a mayo de 2024 para el PMI de empleo y a abril de 2024 para la tasa de paro. En el panel b, las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024 para todos los indicadores.

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo siguen apuntando a que el empleo creció en el segundo trimestre de 2024. El PMI mensual compuesto de empleo aumentó desde 52 en abril hasta un valor de 52,1 en mayo, lo que sugiere un avance del empleo. Este indicador había descendido considerablemente desde su máximo de abril de 2023, pero ha vuelto a incrementarse en los últimos meses impulsado por el sector servicios (panel b del gráfico 6). El PMI de servicios se elevó desde 53,5 en abril hasta 53,6 en mayo. En cambio, el PMI de manufacturas permaneció en terreno contractivo.

El consumo privado habría aumentado en el primer trimestre de 2024 y debería seguir fortaleciéndose en el corto plazo.

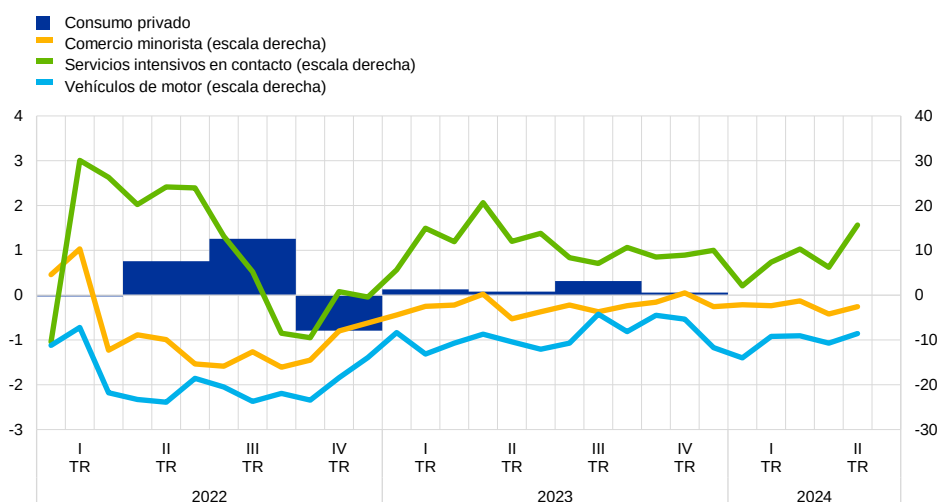
El agregado de los datos nacionales disponibles cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de junio apunta a un leve avance en el citado trimestre, con un consumo de bienes que probablemente se habría mantenido contenido y un consumo de servicios dinámico⁷. La atonía del gasto en bienes se refleja en la persistente debilidad de los volúmenes de ventas minoristas, que en el primer trimestre de 2024 se situaron apenas un 0,1 % por encima del nivel registrado en el cuarto trimestre de 2023. En cuanto al gasto en servicios, la actividad de este sector en enero y febrero se situó, en promedio, un 1,6 % por encima de la observada en el cuarto trimestre de 2023. Aunque los datos de las encuestas más recientes sugieren que el gasto en bienes podría seguir falto de dinamismo en el corto plazo, se observan algunas señales de recuperación gradual. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea continuó subiendo en mayo. Al mismo tiempo, los indicadores de opinión de la Comisión de las expectativas empresariales sobre el comercio minorista y las ventas de vehículos de motor mejoraron, aunque aún permanecían por debajo de sus medias de largo plazo. Las expectativas empresariales sobre los servicios intensivos en contacto se mantuvieron en terreno positivo y aumentaron con fuerza en mayo (gráfico 7). En general, la actual divergencia entre el consumo de bienes y el de servicios se ve respaldada por la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores, que indica que la demanda esperada de reservas de vacaciones mantiene su fortaleza y que la propensión al gasto en grandes compras solo mejora gradualmente.

⁷ El nivel de cobertura de los países en los datos disponibles para calcular la desagregación del PIB por el lado del gasto es de alrededor del 85 %.

Gráfico 7

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

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

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

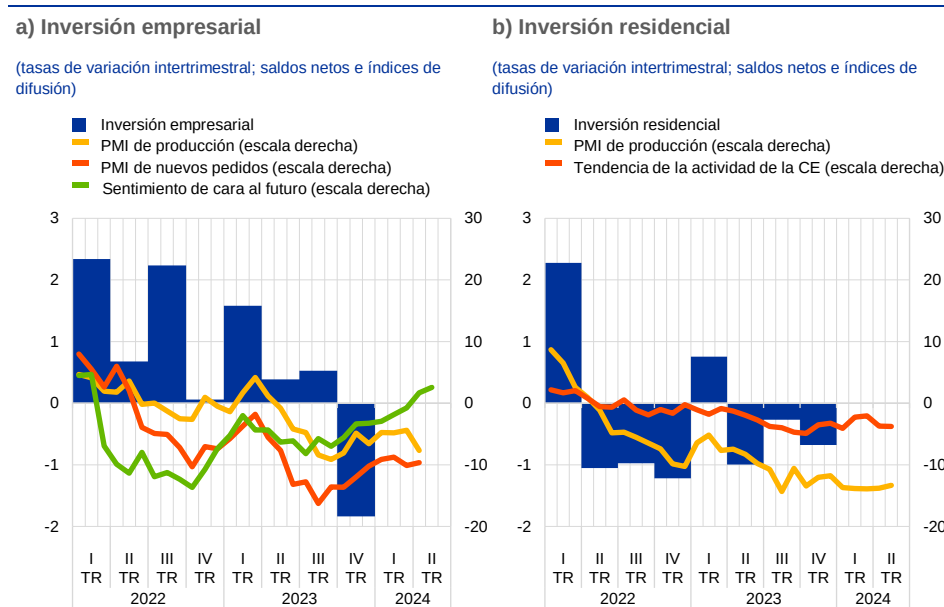
La inversión empresarial habría repuntado a principios de 2024, después de registrar una contracción acusada a finales de 2023, y se espera que la recuperación continúe en el futuro. Según el agregado de los datos de las cuentas nacionales disponibles, la inversión sin construcción (excluidos los activos intangibles en Irlanda) habría retornado al crecimiento en el primer trimestre de 2024, revirtiendo solo parcialmente la profunda contracción observada a finales del año pasado. El repunte del primer trimestre estaría prácticamente en línea con los datos de las encuestas, que mostraron una mejora tras tocar fondo al inicio del cuarto trimestre de 2023. Sin embargo, el avance del PMI del sector de bienes de equipo se detuvo en el primer trimestre de este año. Los datos del PMI apuntan a que el crecimiento de la inversión empresarial seguirá siendo contenido a corto plazo, dada la debilidad de la confianza en abril y en mayo, con caídas adicionales de la producción y los nuevos pedidos aún en terreno muy negativo (panel a del gráfico 8). Las encuestas de la Comisión Europea también señalan un nuevo aumento del número de fabricantes de bienes de equipo que mencionan la baja demanda como factor que limita la producción del sector. La encuesta semestral sobre inversión de marzo-abril realizada por la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea sugiere una ralentización de la tasa anual de inversión empresarial en 2024, que cayó hasta un nivel compatible con una estabilización en términos anuales, si bien las intenciones de inversión son, en general, más positivas en los países que más se benefician de los fondos *Next Generation EU*⁸ recientemente desembolsados. Los datos preliminares procedentes de los *earning calls* señalan una mejora del sentimiento sobre los beneficios y la

⁸ Véase también Comisión Europea, «*European Economic Forecast – Spring 2024*», *Institutional Paper*, n.º 286, mayo de 2024, pp. 31-32.

inversión en el segundo semestre de 2024, lo que indica que la inversión se recuperaría más adelante. De forma similar, en abril, el índice Sentix de confianza de los inversores de la zona del euro a seis meses vista se adentró en terreno positivo por primera vez desde febrero de 2022 y siguió aumentando en mayo, lo que también implica un mayor apetito inversor en la segunda mitad del año.

Gráfico 8

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas



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

Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Las líneas de los PMI representan las respuestas del sector de bienes de equipo. «Sentimiento de cara al futuro» se refiere al subíndice para los próximos seis meses del indicador Sentix de sentimiento de los inversores (reescalado por un factor de tres) de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 para la inversión empresarial, a mayo de 2024 para el Índice Sentix y a abril de 2024 para los demás conceptos. En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la media ponderada de la valoración de los segmentos de construcción de edificios y de construcción especializada de dicha tendencia con respecto a los tres meses precedentes, reescalada para presentar la misma desviación típica que el PMI. La línea correspondiente al PMI de producción se refiere a la actividad del sector de la vivienda. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023 para la inversión residencial, y a mayo de 2024 para el PMI de producción y la tendencia de la actividad de la Comisión Europea.

Es probable que la inversión residencial aumentara en el primer trimestre de 2024 pese a la debilidad del dinamismo subyacente, que debería persistir a corto plazo. Según el agregado de los datos de las cuentas nacionales disponibles, la inversión en vivienda en la zona del euro se incrementó de forma acusada en el primer trimestre de 2024 con respecto al trimestre anterior. Este resultado estuvo impulsado en gran medida por unas condiciones meteorológicas excepcionalmente suaves en Alemania y por los efectos —intensos, pero en disminución— de los anteriores incentivos fiscales en Italia. También fue acorde, en general, con la producción de la construcción de edificios y de la construcción especializada en la zona del euro, que creció un 0,8 % en el primer trimestre de 2024 en comparación con el trimestre precedente. Sin embargo, indicadores de opinión recientes apuntan a un descenso de la inversión residencial en el segundo trimestre, ya que tanto el PMI de actividad en el sector de la vivienda como el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios y especializada permanecieron en terreno contractivo en los primeros meses del segundo trimestre

(panel b del gráfico 8). En general, la tendencia a la baja de la inversión residencial refleja la significativa subida de los tipos de interés hipotecarios y la moderación del crecimiento del precio de la vivienda derivados del anterior endurecimiento de la política monetaria, que tuvo un impacto negativo en la accesibilidad a la vivienda y en su rentabilidad. Es probable que el nivel persistentemente elevado de los tipos de interés haga que la accesibilidad y la rentabilidad sigan siendo reducidas y continúen frenando el impulso de la inversión residencial.

El crecimiento de las exportaciones de la zona del euro empezó a normalizarse en el primer trimestre de 2024, tras ir rezagado con respecto al avance de las importaciones mundiales durante casi un año.

Las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro se recuperaron ligeramente en el primer trimestre, a un ritmo del 0,1 %, dado que la debilidad de la demanda mundial siguió frenando la actividad exportadora. Es probable que las exportaciones de bienes registraran un comportamiento peor que las de servicios, lo que aún reflejaría cierto lastre para la competitividad derivado de la crisis gasística europea. Los elevados precios de la energía parecen haber ejercido una influencia importante en la debilidad de las exportaciones de la zona del euro en los últimos años, dado que las variaciones de las cuotas de exportación de los distintos sectores desde 2019 parecen mostrar una correlación negativa con su intensidad energética. Esta correlación es más intensa en el caso de China, donde las pérdidas de cuota de exportación a la zona del euro han sido sustanciales. En el futuro, las exportaciones deberían seguir evolucionando en línea con la demanda externa. Sin embargo, los indicadores de opinión siguen apuntando a que la atonía de las exportaciones continuará en el corto plazo. Los nuevos pedidos exteriores tanto de bienes manufacturados como de servicios aumentaron en mayo de 2024, pero permanecen por debajo del umbral de expansión (gráfico 5). Pese a la mayor fortaleza del gasto interno en la zona del euro, la recuperación de las importaciones fue limitada y las importaciones reales de bienes siguieron disminuyendo, con una caída del 1,7 % en el primer trimestre de 2024. Ese trimestre, la demanda exterior neta contribuyó positivamente al PIB, debido a que las exportaciones registraron una evolución más favorable que las importaciones. Es probable que el efecto combinado del descenso de los precios de importación y el repunte de los precios de exportación se plasme en una nueva mejora de la relación real de intercambio.

Se espera que la economía de la zona del euro se recupere a lo largo de 2024, en gran medida gracias al consumo privado.

Esta recuperación se verá favorecida por el aumento de las rentas reales como resultado del descenso de la inflación, de la subida de los salarios y de la mejora de la relación real de intercambio. Aunque el impulso procedente de la demanda exterior neta a principios de 2024 refleja fundamentalmente la volatilidad registrada tras una caída transitoria a finales de 2023, se espera que la demanda externa siga aumentando y promueva el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. A medio plazo, la recuperación también se vería respaldada por la desaparición gradual del impacto negativo del anterior endurecimiento de la política monetaria y el supuesto de relajación de las condiciones financieras, en consonancia con las expectativas de los mercados sobre la senda futura de los tipos de interés. Además, el crecimiento se beneficiará de la resiliencia del mercado de trabajo, con una tasa de desempleo

que continuará descendiendo más adelante en el horizonte de proyección hasta situarse en niveles históricamente bajos.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024 prevén un crecimiento anual del PIB real del 0,9 % en 2024, el 1,4 % en 2025 y el 1,6 % en 2026. En comparación con las proyecciones de marzo de 2024, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza para 2024, debido a una evolución mejor de lo esperado a principios de año y a la mejora de la información más reciente. Las perspectivas de crecimiento del PIB se han corregido ligeramente a la baja para 2025 y se mantienen sin cambios para 2026.

3 Precios y costes

La inflación general de la zona del euro repuntó hasta el 2,6 % en mayo de 2024, después de situarse en el 2,4 % en marzo y en abril. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente siguieron retrocediendo en abril. Las presiones inflacionistas internas disminuyeron en el primer trimestre del año, como reflejo de la reducción de los beneficios. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron básicamente estables y la mayoría se situaron en torno al 2 %. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024, la inflación general descenderá gradualmente desde el 2,5 % en 2024 hasta el 2,2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026.

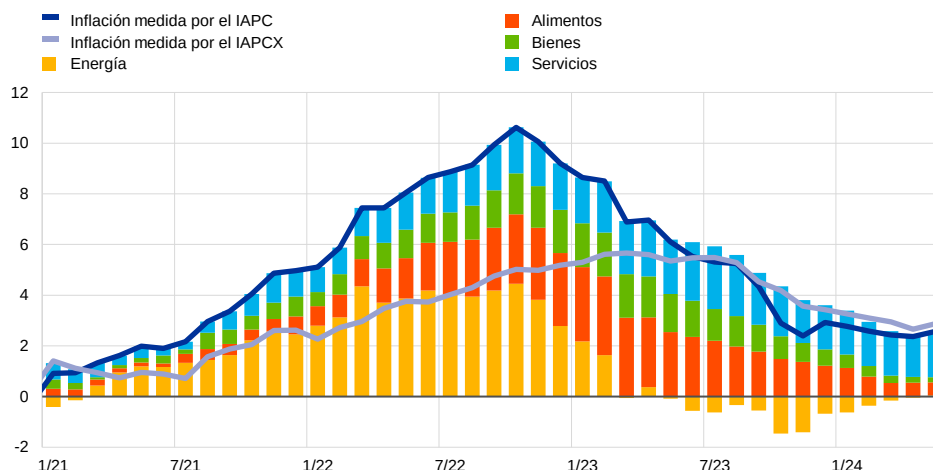
La inflación general de la zona del euro se incrementó hasta el 2,6 % en mayo (según la estimación de avance de Eurostat), desde el 2,4 % registrado en abril (gráfico 9)⁹. Este repunte fue el resultado de las mayores tasas de inflación de la energía y de los servicios, mientras que la inflación de los alimentos y la de los bienes industriales no energéticos se redujeron. La tasa de variación interanual de los precios de la energía aumentó hasta situarse en el 0,3 % en mayo, tras registrar tasas negativas en los doce meses anteriores. Este aumento refleja un efecto de base al alza, debido al significativo descenso observado en mayo de 2023. La inflación de los alimentos continuó disminuyendo y pasó del 2,8 % en abril al 2,6 % en mayo. Esta disminución obedeció a la caída de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados, mientras que la tasa correspondiente a los alimentos no elaborados se incrementó. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), experimentó un alza y se situó en el 2,9 % en mayo, frente al 2,7 % de abril, como consecuencia del repunte de la tasa de variación de los precios de los servicios (del 3,7 % en abril al 4,1 % en mayo). La reducción de las tasas de crecimiento de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos reflejan la moderación continuada de las presiones latentes sobre los precios, mientras que la mayor persistencia de la inflación de los servicios está relacionada, entre otros factores, con la mayor influencia de los costes laborales en algunos de sus componentes.

⁹ La inflación general se mide en términos del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC).

Gráfico 9

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

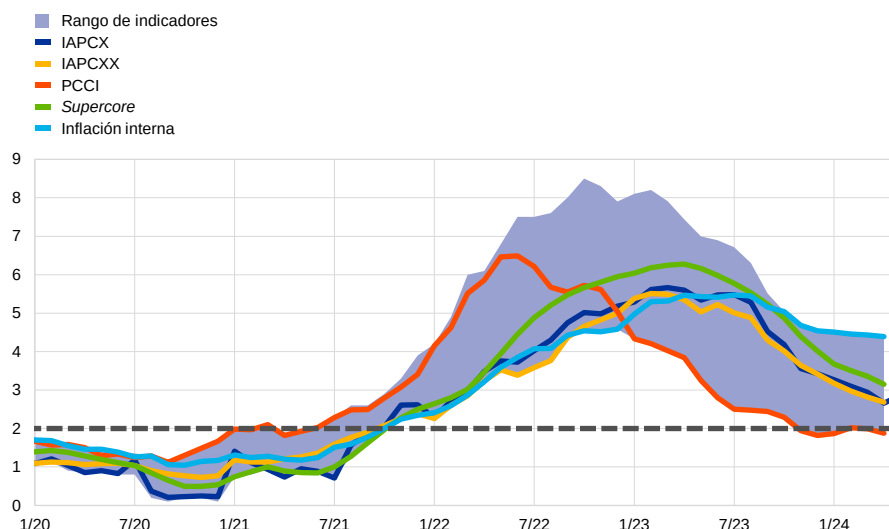
Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024 (estimaciones de avance).

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han continuado descendiendo, debido a la desaparición gradual de los efectos de las grandes perturbaciones anteriores, así como al debilitamiento de la demanda en un contexto de orientación restrictiva de la política monetaria (gráfico 10). Los valores de los indicadores oscilaron entre el 1,9 % y el 4,4 % en abril; el PCCI (componente persistente y común de la inflación) se situó en la parte inferior del rango, y el indicador de la inflación interna (excluidos los componentes del IAPC con un alto contenido importador) en la parte superior. La inflación medida por el IAPCXX (que se refiere a la inflación medida por el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir y calzado) se redujo hasta el 2,7 % en abril, desde el 2,8 % observado en marzo. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC que son sensibles al ciclo económico, disminuyó desde el 3,4 % en marzo hasta el 3,1 % en abril, mientras que el indicador PCCI basado en modelos retrocedió del 2 % al 1,9 % durante el mismo período. El indicador de la inflación interna, que se situó en el 4,4 % en marzo y abril de 2024, fue el más persistente y el que registró el nivel más alto, como consecuencia del fuerte peso que tienen los componentes de servicios, como los seguros o los servicios sanitarios, en su cálculo. Los precios de estos componentes suelen ajustarse con menos frecuencia y reaccionaron más tarde a los acusados aumentos de costes anteriores.

Gráfico 10

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX; el IAPCXX; la inflación interna; las medias recortadas al 10 % y al 30 %; el PCCI; el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), y una mediana ponderada. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024 (estimación de avance) para el IAPCX y a abril de 2024 para los demás indicadores.

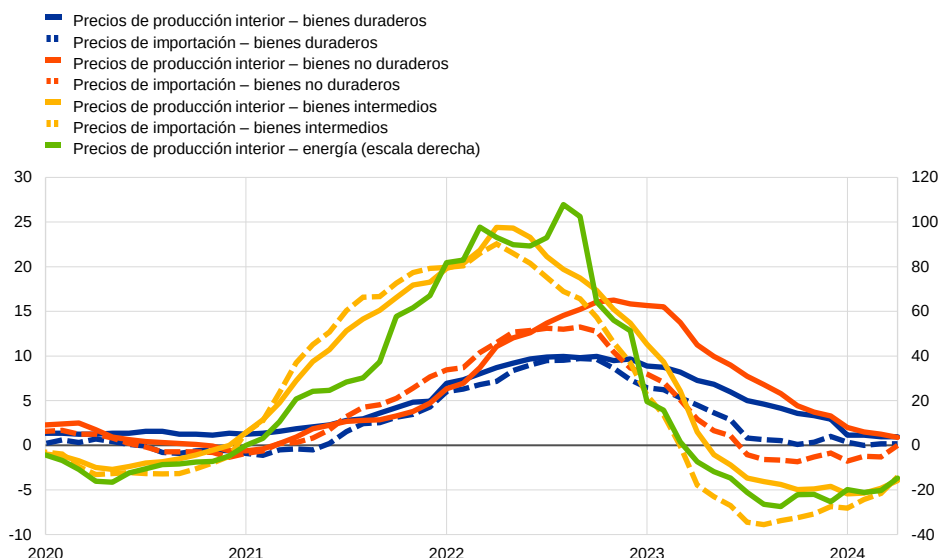
La mayoría de los indicadores de presiones latentes continuaron disminuyendo conforme los efectos acumulados de las perturbaciones anteriores siguieron disipándose (gráfico 11).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de la energía, que lleva en niveles negativos desde marzo de 2023, aumentó hasta el -14,7 % en abril, desde el -20,3 % de marzo. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores también siguió siendo negativa (-3,9 % en abril, frente al -4,8 % en marzo). Lo mismo sucedió con la tasa correspondiente a los precios de importación de estos bienes (-3,5 % en abril, frente al -5,4 % en marzo). Mientras tanto, en las fases posteriores del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción interior de los bienes de consumo duradero se estabilizó en el 1 % en marzo y en abril, frente al 1,1 % de febrero. La tasa de avance interanual correspondiente a los precios de importación fue del 0,2 % en abril y en marzo, frente al crecimiento cero registrado en febrero. También se observó una relajación adicional de las presiones latentes acumuladas en la tasa de variación de los precios de producción de los bienes no duraderos, que siguió descendiendo en abril hasta situarse en el 0,9 %. La tasa de avance interanual de los precios de importación de estos bienes registró un crecimiento nulo en abril, frente al -1,3 % de marzo. Los bienes de consumo no duradero incluyen productos alimenticios, y las tasas de variación interanual de los precios de producción de estos productos inicialmente registraron un retroceso más rápido que las de los bienes no alimenticios. Sin embargo, más recientemente el ritmo de descenso de los precios de producción de los alimentos ha convergido hacia el de los bienes no alimenticios.

Gráfico 11

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2024.

Los últimos datos disponibles cuando se llevó a cabo el análisis sugieren que las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, han comenzado a remitir. La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se redujo hasta el 5,1 % en el cuarto trimestre de 2023, desde el 6 % observado en el trimestre precedente, debido a la menor contribución de los beneficios unitarios y de los costes laborales (gráfico 12). El impacto reducido de los costes laborales unitarios tuvo su origen en un crecimiento algo menos negativo de la productividad del trabajo y en el menor avance de los salarios, medido por la remuneración por asalariado, que cayó desde el 5,3 % registrado en el tercer trimestre hasta el 4,9 % en el último trimestre de 2023¹⁰. Del mismo modo, el crecimiento salarial medido por la remuneración por hora se redujo hasta el 4,7 % en el cuarto trimestre, desde el 5,1 % observado en el tercer trimestre. Estas presiones a la baja de los beneficios unitarios y de los costes laborales fueron contrarrestadas en parte por la mayor contribución de los impuestos unitarios netos, como consecuencia del aumento de los impuestos unitarios y de una tasa de crecimiento más negativa de las subvenciones unitarias. Entretanto, el avance de los salarios negociados repuntó hasta el 4,7 % en el primer trimestre del año, después de disminuir ligeramente hasta el 4,5 % en el cuarto trimestre de 2023. Este incremento reflejó el ajuste gradual de los salarios a las perturbaciones de inflación anteriores y al tensionamiento de los mercados de trabajo. Con todo, los datos sobre los últimos acuerdos salariales apuntan a una disminución gradual de

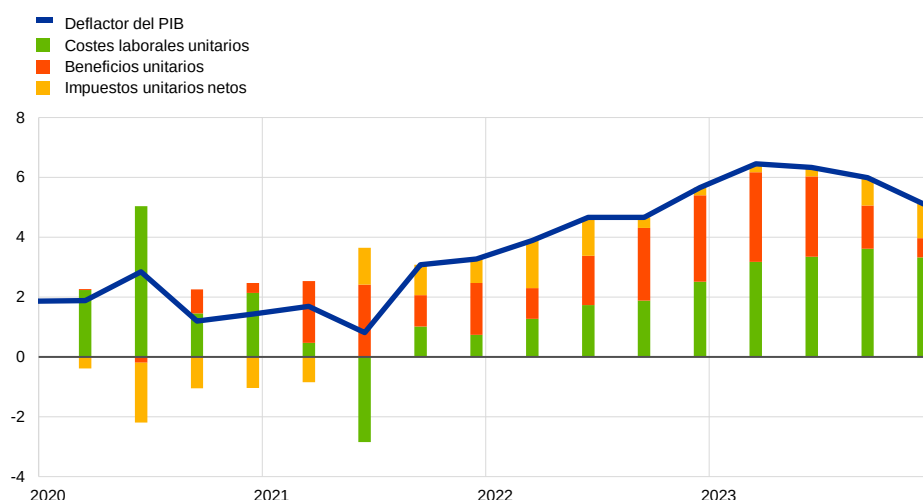
¹⁰ La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 5 de junio de 2024. Los datos de las cuentas nacionales publicados el 7 de junio de 2024 muestran que la remuneración por asalariado creció con más fuerza en el primer trimestre de 2024 en términos interanuales (5 %, frente al 4,9 % en el cuarto trimestre) y los costes laborales unitarios avanzaron menos en tasa interanual (5,7 %, frente al 6 % en el cuarto trimestre). La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB siguió disminuyendo hasta situarse en el 3,6 % en el primer trimestre de 2024, desde el 5,1 % en el cuarto trimestre de 2023.

las presiones sobre los salarios, aunque es probable que permanezcan en niveles relativamente elevados durante el resto de 2024¹¹. Para 2024 se prevé que el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se sitúe en el 4,8 %, en promedio. Sin embargo, después seguiría moderándose durante el horizonte de proyección, aunque permanecería por encima de los niveles históricos debido a las tensiones que persisten en los mercados de trabajo, a la compensación por inflación y a las subidas de los salarios mínimos.

Gráfico 12

Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al 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.

Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo y los indicadores de mercado de la compensación por inflación se mantuvieron, en general, sin variación y la mayoría se situó en torno al 2 % (gráfico 13). Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2024 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts* o SMA) de junio 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 se mantuvieron, en general, estables, y el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se situó alrededor del 2,3 %, lo que representa un descenso notable con respecto al máximo de varios años alcanzado a principios de agosto de 2023. No obstante, cabe señalar que estos indicadores de mercado de la compensación por inflación no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en los mercados, dado que contienen primas de riesgo de inflación. Las estimaciones basadas en modelos de las expectativas genuinas de inflación, excluidas las primas de riesgo de inflación, indican que los participantes en

¹¹ Véase Górnicka y Koester (eds.), «*A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area*», *Occasional Paper Series*, n.º 338, BCE, febrero de 2024.

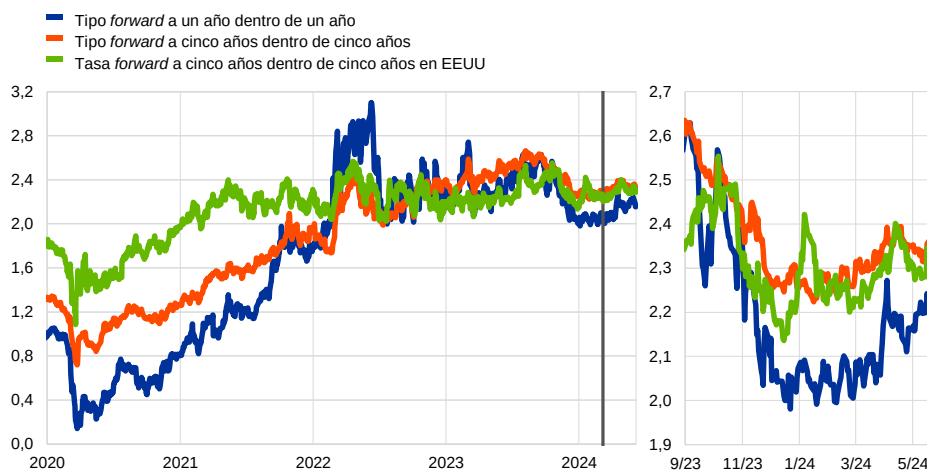
los mercados esperan que la inflación se sitúe en torno al 2 % a largo plazo. Los indicadores de mercado de la inflación a corto plazo de la zona del euro sugieren que los inversores esperan que la inflación continúe cayendo en 2024 y se sitúe, en promedio, en el 2,1 % en la segunda mitad del año. El tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año apenas varió durante el período analizado y fue del 2,2 %. Por lo que respecta al consumo, las expectativas de inflación se han moderado ligeramente en general. Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de abril de 2024, la tasa de inflación mediana esperada en los doce meses siguientes era del 2,9 %, frente al 3 % de marzo, mientras que la tasa esperada a tres años vista había descendido hasta el 2,4 % desde el 2,5 % observado en marzo.

Gráfico 13

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

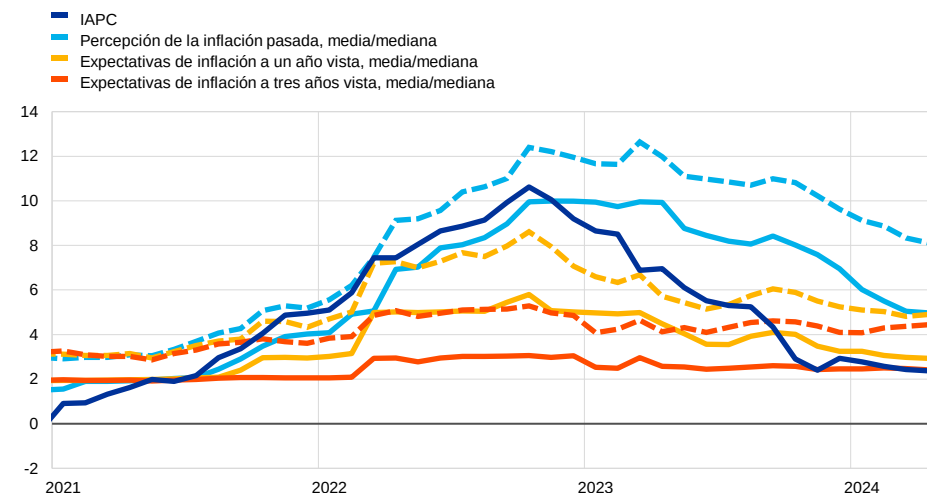
a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: El panel a muestra los tipos *forward* de los ILS a diferentes horizontes para la zona del euro y la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años para Estados Unidos (EEUU). La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2024). En el panel b, las líneas discontinuas representan la media, y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2024 para los tipos *forward*, a mayo de 2024 (estimación de avance) para el IAPC y a abril de 2024 para los demás indicadores.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2024, la inflación general seguirá moderándose, desde el 2,5 % en 2024 hasta el 2,2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026 (gráfico 14)¹². Esta moderación refleja la relajación continuada de las presiones latentes, así como el impacto del endurecimiento de la política monetaria, y se sustenta en el menor crecimiento de los costes laborales y la desaparición de los efectos de la crisis energética. En comparación con las proyecciones de marzo de 2024, las

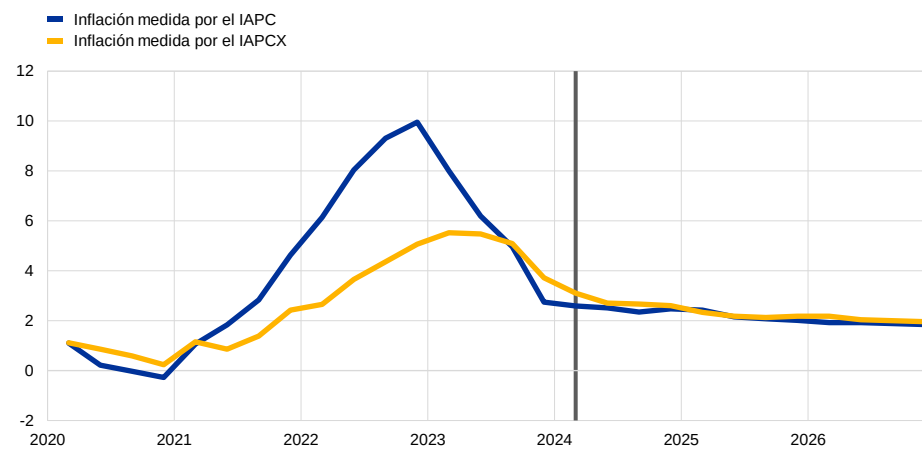
¹² Para información más detallada, véase «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2024».

proyecciones de inflación general se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2024 y 2025, debido principalmente a los efectos de base derivados de la inflación energética y de la retirada de las medidas fiscales relacionadas con la energía. Se prevé que la inflación medida por el IAPCX siga disminuyendo en los próximos años y se sitúe, en promedio, en el 2,8 % en 2024, el 2,2 % en 2025 y el 2 % en 2026. Con respecto a las proyecciones de marzo de 2024, la inflación medida por el IAPCX se ha revisado al alza para 2024 y 2025, en 0,2 y en 0,1 puntos porcentuales, respectivamente.

Gráfico 14

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2024.

Notas: La línea vertical gris señala el último trimestre antes del comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 (datos) y al cuarto trimestre de 2026 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024 se finalizaron el 22 de mayo de 2024 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 15 de mayo de 2024. Los datos históricos y los datos observados de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

Durante el período de referencia comprendido entre el 7 de marzo y el 5 de junio de 2024, los mercados financieros de la zona del euro siguieron centrándose en el ritmo de desinflación y en sus implicaciones para el calendario y la magnitud de los posibles recortes de los tipos de interés oficiales. Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo se desplazaron al alza para todos los plazos menos los más cortos, dado que los participantes en los mercados internalizaron las sorpresas macroeconómicas a ambos lados del Atlántico, lo que se tradujo en una moderación de sus expectativas de relajación de la política monetaria. El tramo corto de la curva forward del tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) apenas varió, y descontaba casi completamente una rebaja inicial de los tipos de interés de 25 puntos básicos en la reunión de junio del Consejo de Gobierno. En cambio, los recortes de tipos descontados por los mercados para el resto del año disminuyeron hasta situarse en reducciones acumuladas de 65 puntos básicos. La curva forward señala que se espera que el ciclo de relajación se estabilice con tipos entre el 2 % y el 2,5 % antes del final de 2026. Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo también registraron un ligero incremento y los rendimientos de la deuda soberana evolucionaron, en general, en consonancia con los tipos libres de riesgo. Asimismo, los diferenciales soberanos con respecto al tipo OIS (overnight index swap) apenas variaron debido a que el acusado incremento de las emisiones de bonos siguió siendo bien absorbido por los inversores. Los precios de las acciones de la zona del euro continuaron aumentando, respaldados por la mejora de las expectativas de beneficios y el fuerte apetito por el riesgo, pese a las tensiones geopolíticas todavía elevadas. Por último, en los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció levemente, pero se mantuvo, en general, estable frente al dólar estadounidense.

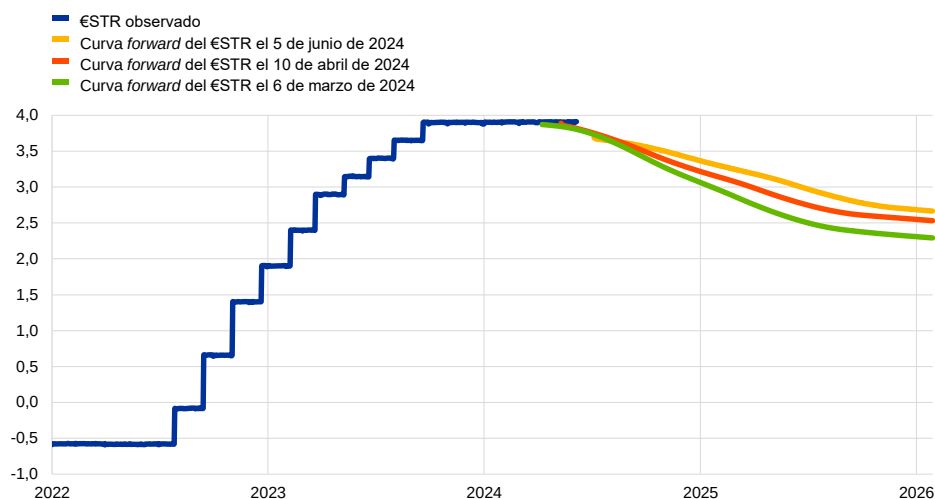
La curva forward del OIS se ha desplazado al alza desde la reunión del Consejo de Gobierno de marzo en un contexto de moderación de las expectativas de los participantes en los mercados relativas a los recortes de los tipos de interés en 2024 (gráfico 15). El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) permaneció estable en el 3,9 % durante el período de referencia al no haber variado el tipo de interés de la facilidad de depósitos, que el Consejo de Gobierno ha mantenido en el 4 % desde la reunión de política monetaria de septiembre de 2023. Entre el 7 de marzo y el 4 de junio, el exceso de liquidez disminuyó en alrededor de 302 mm de euros, hasta una cifra de 3.198 mm de euros. Esta disminución fue principalmente consecuencia de los reembolsos, en marzo, de fondos de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y, en menor medida, 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. El tramo corto de la curva forward del OIS que se basa en el €STR descontaba casi completamente una rebaja inicial de los tipos de 25 puntos básicos en la reunión de junio. En cambio, los tipos forward asociados a las reuniones posteriores del Consejo de Gobierno han aumentado desde la reunión de marzo. Esta evolución indica que los participantes en los mercados esperan que haya menos recortes de los tipos de interés oficiales durante el resto del año y que estas se produzcan más

tarde de lo que se esperaba previamente. En conjunto, la curva *forward* pasó de descontar en marzo reducciones acumuladas de alrededor de unos 100 puntos básicos a lo largo de 2024 a rebajas acumuladas de alrededor de 65 puntos básicos.

Gráfico 15

Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

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

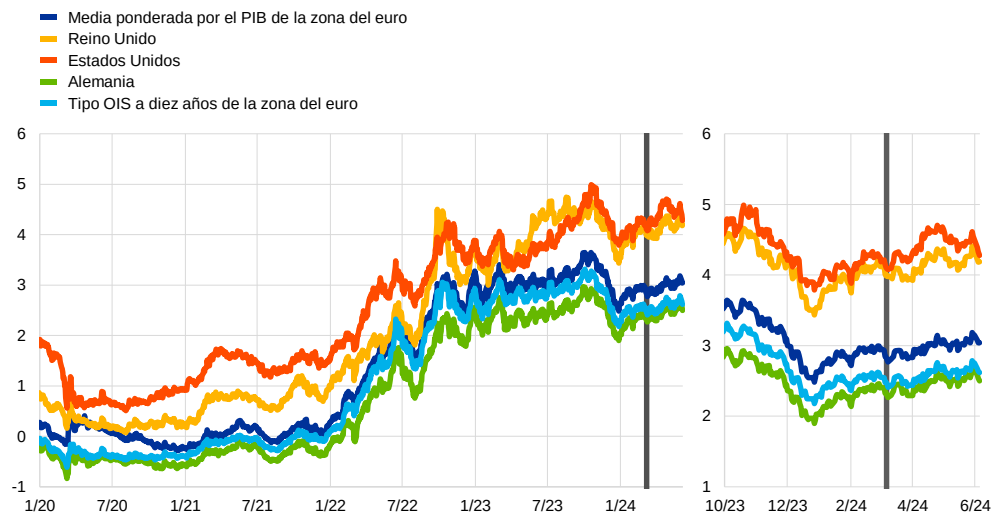
Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro se incrementaron, aunque menos que sus equivalentes de Estados Unidos

(gráfico 16). Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo aumentaron de forma acusada en la primera mitad del período analizado, sobre todo como resultado de la reevaluación de las perspectivas de tipos de interés en Estados Unidos, y posteriormente experimentaron un descenso moderado. El tipo OIS a diez años de la zona del euro se incrementó 30 puntos básicos hasta el final de abril y terminó el período considerado en torno al 2,6 %, 16 puntos básicos por encima del nivel observado cuando se celebró la reunión de marzo. En Estados Unidos, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo registraron mayores fluctuaciones en general y un alza más notable durante el período de referencia, particularmente en los días en los que se publicaron los datos del Índice de Precios de Consumo (IPC). El rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años se amplió en 19 puntos básicos hasta situarse en el 4,3 %, por lo que el diferencial entre los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro y de Estados Unidos prácticamente no varió. El rendimiento de la deuda soberana del Reino Unido aumentó en 19 puntos básicos hasta el 4,2 %.

Gráfico 16

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

(porcentajes)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

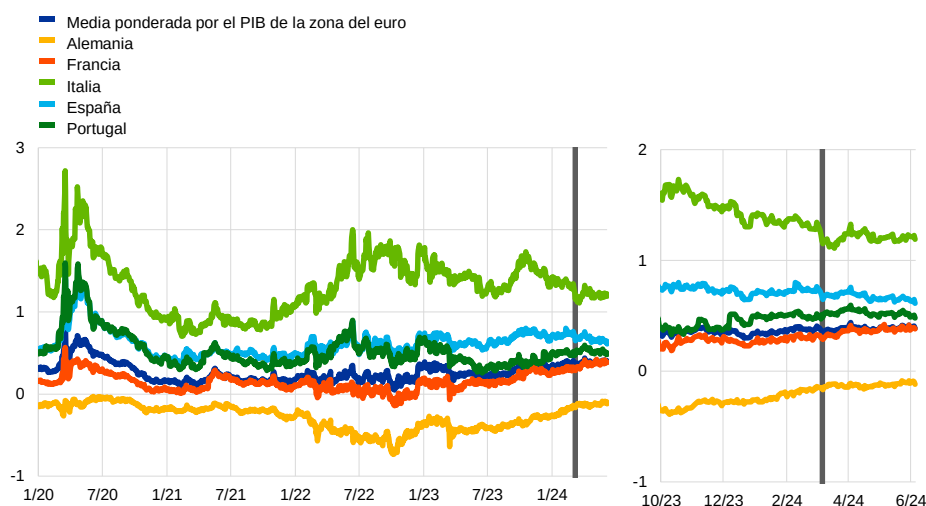
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2024.

Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro fluctuaron básicamente en consonancia con los tipos libres de riesgo, por lo que los diferenciales soberanos apenas variaron (gráfico 17). Al final del período analizado, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB había aumentado unos 24 puntos básicos y se situó en torno al 3,04 %, por lo que su diferencial con respecto al tipo OIS basado en el €STR solo registró un leve incremento de 5 puntos básicos. Los diferenciales soberanos de los distintos países, incluidos los de la zona del euro con menor calificación, apenas experimentaron cambios durante el período analizado. Dicho período se caracterizó por la resiliencia del mercado de deuda soberana, en el que las emisiones excepcionalmente elevadas fueron bien absorbidas por la demanda pujante de los inversores que buscaban asegurar la rentabilidad anticipándose a un ciclo inminente de recortes de los tipos de interés oficiales.

Gráfico 17

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2024.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada de alta rentabilidad mostraron leves descensos en un contexto de fuerte apetito por el riesgo en general. Durante el período de referencia, estos diferenciales se redujeron 14 puntos básicos, los correspondientes a las entidades financieras 23 puntos básicos y los de las sociedades no financieras 12 puntos básicos. Los diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión fluctuaron con moderación y al final del período analizado habían disminuido 8 puntos básicos. Los diferenciales de la parte con mejor calificación (B-BB) del segmento de alta rentabilidad continúan muy por debajo de su mediana histórica, a pesar de que en los últimos meses han aumentado las frecuencias de impago esperadas en este segmento del mercado. La resiliencia del sector empresarial de la zona del euro ha contribuido a contener los costes de la financiación mediante valores de renta fija.

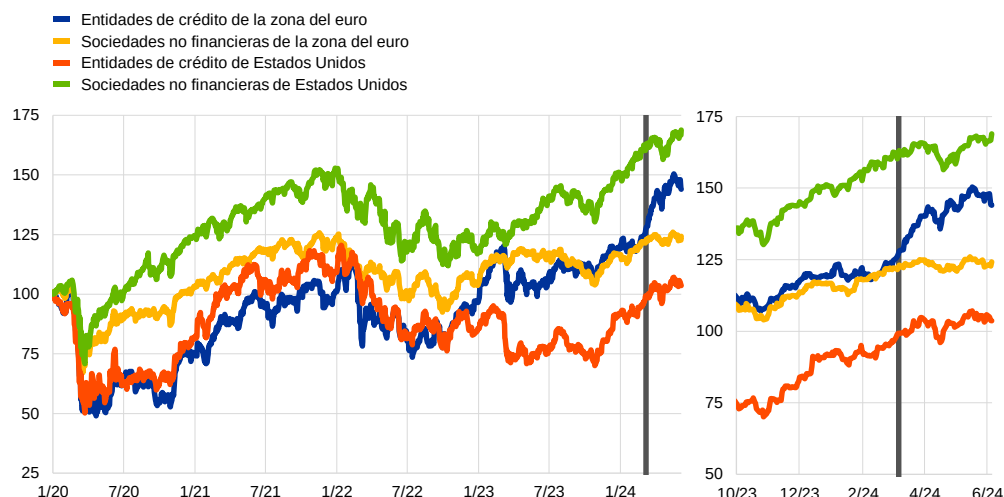
Los precios de las acciones de la zona del euro siguieron aumentando ligeramente pese a la elevada incertidumbre macroeconómica y al incremento de los tipos de descuento (gráfico 18). Los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Estados Unidos volvieron a revalorizarse durante el período considerado, aunque las tensiones geopolíticas continuaron siendo elevadas. Los índices de las dos regiones se anotaron subidas de alrededor del 2,5 % y del 3,8 %, respectivamente. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se vieron respaldadas por el descenso de las primas de riesgo de las acciones y por las mayores expectativas de beneficios a corto y a largo plazo, que compensaron con creces el impacto de la subida de los tipos de descuento. Los precios de las acciones de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos se incrementaron un 0,9 % y un 3,6 %, respectivamente, durante el período analizado. Las cotizaciones del sector bancario, que ascendieron un 12,4 %,

siguieron siendo superiores a sus equivalentes estadounidenses, que crecieron un 4,5 %.

Gráfico 18

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2020 = 100)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (7 de marzo de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2024.

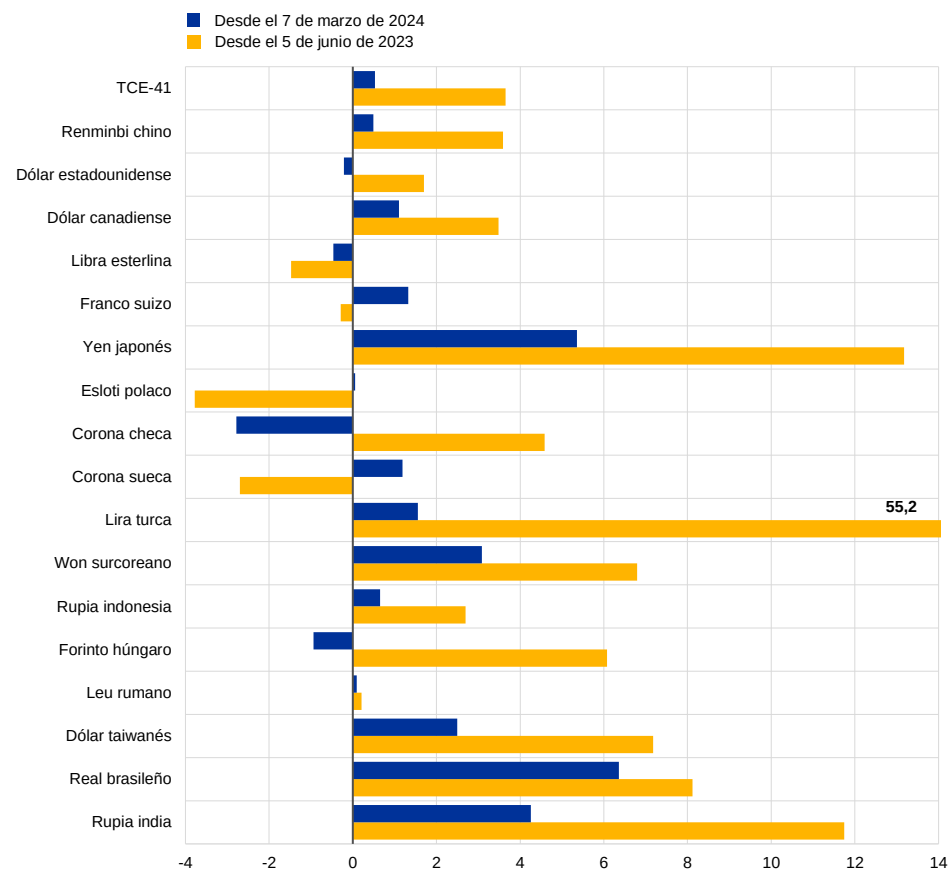
En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció levemente, pero se mantuvo, en general, estable frente al dólar estadounidense (gráfico 19).

Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 0,5 %. Esta ligera apreciación de la moneda única obedeció en gran parte a su revalorización frente a las monedas de varias economías avanzadas. Se apreció un 5,2 % frente al yen japonés, un 1,3 % frente al franco suizo, un 1,2 % frente a la corona sueca y un 1,1 % frente al dólar canadiense. Esta evolución reflejó, sobre todo, diferencias en cuanto a la política monetaria. Por ejemplo, el Banco Nacional de Suiza redujo sus tipos de interés en 25 puntos básicos hasta el 1,5 % en marzo, el Sveriges Riksbank recortó su principal tipo de interés oficial del 4 % al 3,75 % en su reunión de mayo y el Banco de Canadá aplicó una rebaja de 25 puntos básicos a su tipo de interés hasta situarlo en el 4,75 % el 5 de junio. El euro se depreció un 0,4 % frente a la libra esterlina, dado que los participantes en los mercados aplazaron sus expectativas sobre el calendario de los posibles recortes de los tipos oficiales por parte del Banco de Inglaterra. La moneda única permaneció relativamente estable frente al dólar estadounidense (−0,2 %), pese a observarse algunas fluctuaciones en el período.

Gráfico 19

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 5 de junio de 2024.

En abril de 2024, los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro y los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantuvieron estables en niveles elevados. El coste de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) mediante valores de renta fija y mediante acciones aumentó en el período comprendido entre el 7 de marzo y el 5 de junio de 2024. En abril, el crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares se estabilizó en niveles reducidos, como consecuencia de los altos tipos de interés de los préstamos, del débil crecimiento económico y de unos criterios de aprobación restrictivos. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) continuó recuperándose gradualmente, impulsada por las abultadas entradas netas del exterior.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro permanecieron en niveles elevados en términos históricos. Dado que la composición de la financiación siguió moviéndose hacia fuentes más caras, los costes de financiación de las entidades continuaron siendo altos. En abril de 2024, el coste sintético de la deuda de las entidades de la zona del euro se mantuvo sin variación con respecto a marzo, en el 2,07 % (panel a del gráfico 20). La rentabilidad de los bonos bancarios se incrementó ligeramente en abril, y los tipos de interés agregados de los depósitos, que representan la mayor parte de los costes de financiación de las entidades de crédito, no experimentaron cambios (panel b del gráfico 20). Esta evolución oculta una heterogeneidad considerable entre países y una disparidad entre instrumentos y sectores. Los tipos de interés de los depósitos a la vista se mantuvieron estables en abril, mientras que los de los depósitos a plazo hasta dos años cayeron, lo que provocó un ligero estrechamiento del amplio diferencial de tipos entre ambas clases de depósitos. Sin embargo, los tipos de interés de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses repuntaron.

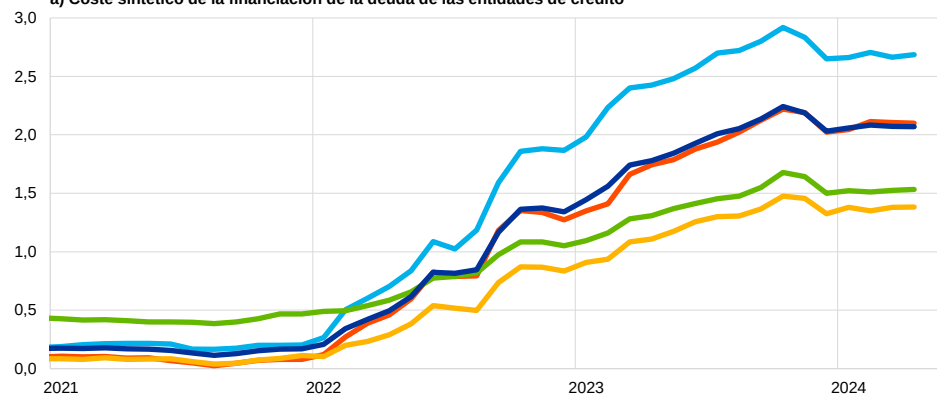
Gráfico 20

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

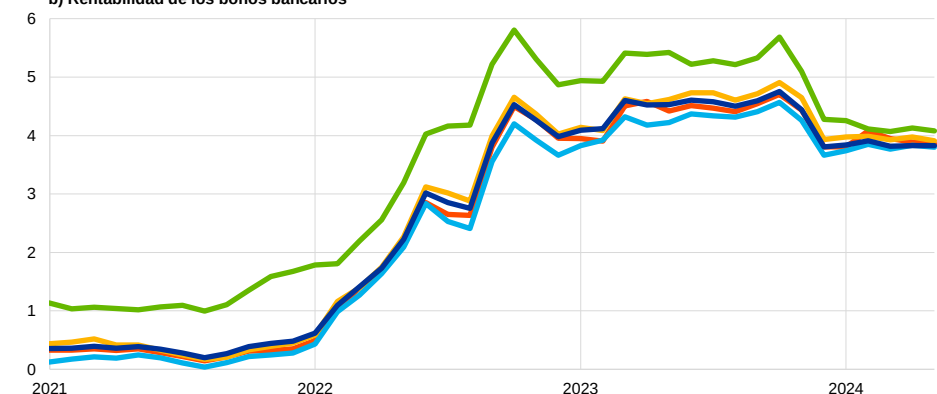
(porcentajes)

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

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



b) Rentabilidad de los bonos bancarios



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

Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios corresponde a medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2024 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito y al 5 de junio de 2024 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

En abril de 2024, los tipos de interés de los préstamos a empresas y para adquisición de vivienda se mantuvieron estables en niveles elevados. En abril, los tipos de interés aplicados a los préstamos a empresas no experimentaron cambios y se situaron en el 5,18 %, solo algo por debajo del máximo del 5,27 % alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 21), en un entorno de heterogeneidad entre países de la zona del euro y plazos de vencimiento. Dada la forma invertida de la curva de rendimientos, los tipos de los préstamos con períodos de fijación del tipo de interés más largos continuaron siendo inferiores a los de los préstamos con períodos de fijación cortos. El diferencial de tipos de interés entre los créditos de entre 250.000 euros y hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros concedidos a las empresas de la zona del euro se estrechó nuevamente

en abril hasta situarse en 0,23 puntos porcentuales, el nivel más bajo desde la pandemia, debido a los tipos más reducidos aplicados a los primeros y al mantenimiento en el mismo nivel de los aplicados a los segundos. Tras cuatro descensos consecutivos, los tipos de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda no variaron y se situaron en el 3,80 % en abril, por debajo del máximo del 4,02 % observado en noviembre de 2023 (gráfico 21). Esta estabilización tuvo un carácter generalizado en los distintos plazos de vencimiento. En abril, los tipos de interés bancarios de los nuevos préstamos a hogares para consumo aumentaron ligeramente con respecto a su nivel de marzo en un entorno de volatilidad, mientras que los de los préstamos a empresarios individuales registraron una leve disminución.

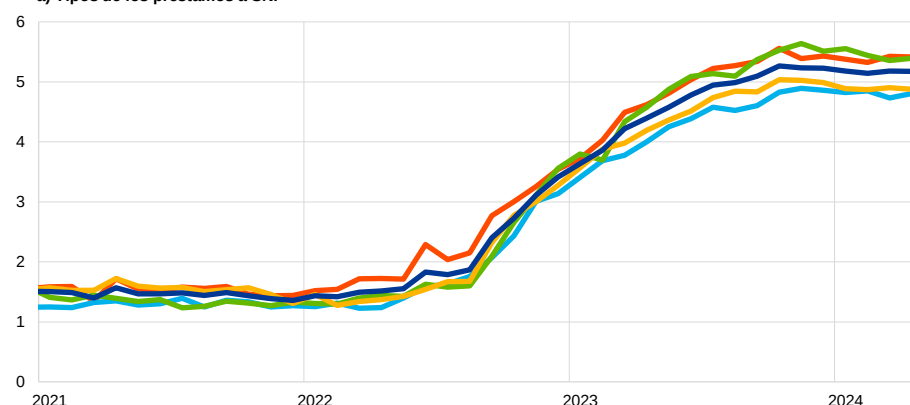
Gráfico 21

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

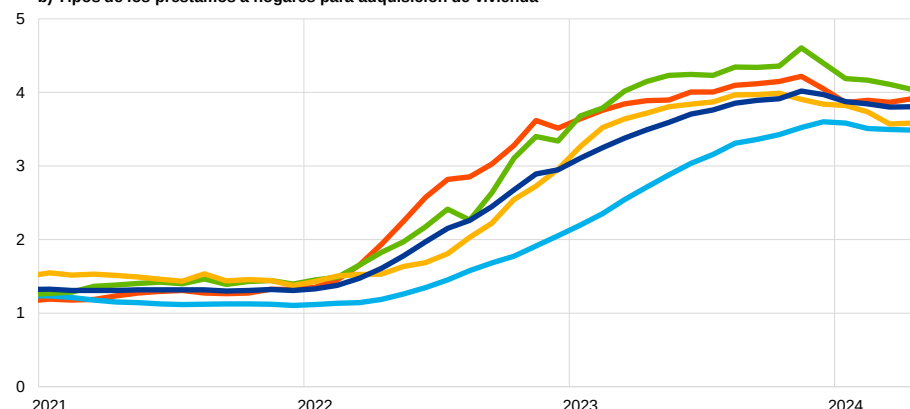
(porcentajes)

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

a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

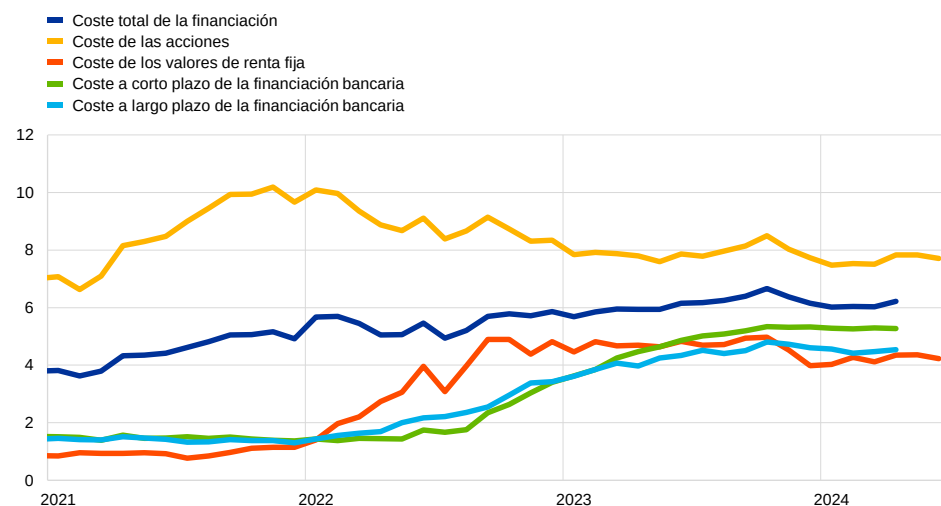
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2024.

En el período comprendido entre el 7 de marzo y el 5 de junio de 2024, el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija y mediante acciones se incrementó. 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 6,2 % en abril, 20 puntos básicos por encima del nivel registrado en marzo, pero todavía por debajo del máximo de varios años alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 22)¹³. Todos los componentes contribuyeron al aumento del índice del coste total de la financiación, salvo el coste de los préstamos a corto plazo, que apenas varió. Los datos diarios relativos al coste de los valores de renta fija y de las acciones muestran un incremento de ambos indicadores en el período comprendido entre el 7 de marzo y el 5 de junio de 2024. El coste de los valores de renta fija repuntó, dado que el ascenso del tipo de interés libre de riesgo (aproximado por el tipo OIS [Overnight Index Swap] a diez años) no se vio compensado por la compresión de los diferenciales de los bonos emitidos por las SNF en los segmentos tanto de grado de inversión como de alta rentabilidad. Asimismo, el coste de las acciones se elevó en el mismo período, debido a que la subida del tipo de interés libre de riesgo superó el ligero descenso de las primas de riesgo (sección 4).

Gráfico 22

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 5 de junio de 2024 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a abril 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 abril de 2024, la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares se mantuvo prácticamente en cero, como consecuencia de los altos tipos de interés de los préstamos, del débil crecimiento económico y de unos criterios de aprobación restrictivos. La tasa

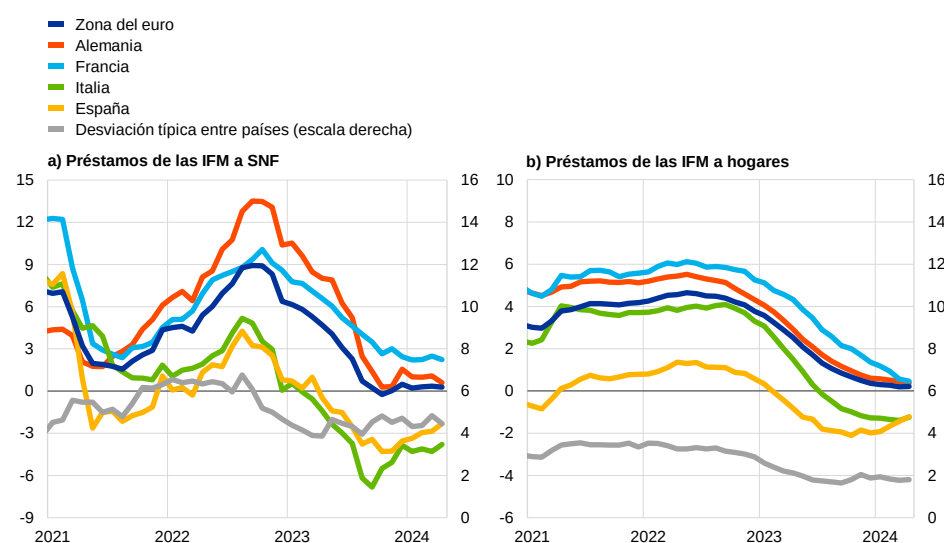
¹³ A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta abril de 2024.

de crecimiento interanual de los préstamos a SNF registró un ligero descenso y se situó en el 0,3 % en abril, frente al 0,4 % de marzo (panel a del gráfico 23), mientras que la de los préstamos a hogares permaneció sin variación en el 0,2 % en abril (panel b del gráfico 23). Si bien los préstamos para consumo conservaron su capacidad de resistencia, los préstamos para adquisición de vivienda mostraron un crecimiento ligeramente positivo y los concedidos a empresarios individuales continuaron registrando tasas de avance negativas. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de abril de 2024 indicaron que un porcentaje neto todavía 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. La persistente debilidad del crecimiento de los préstamos refleja el estancamiento de la dinámica crediticia observado desde principios de 2023 debido a la falta de dinamismo de la demanda agregada, al endurecimiento de los criterios de concesión y al impacto del tono restrictivo de la política monetaria en los tipos de interés de los préstamos.

Gráfico 23

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

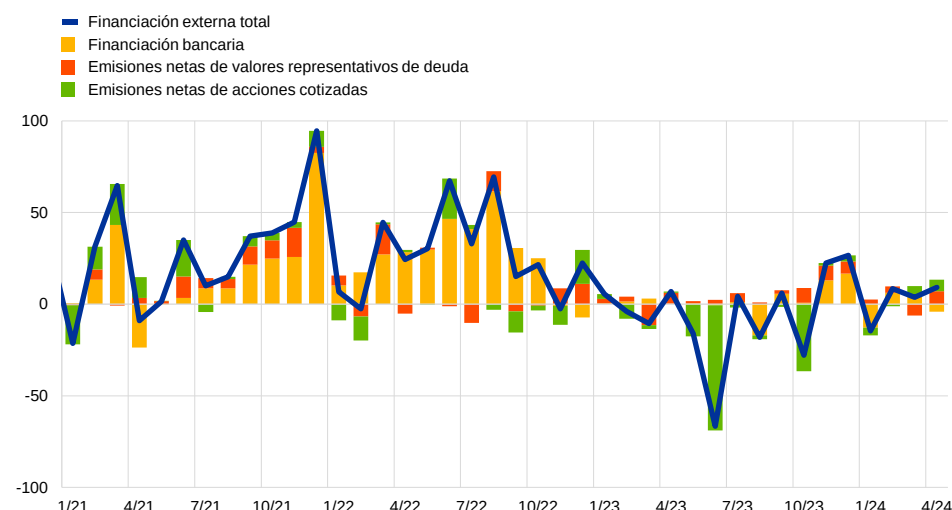
La financiación externa neta de las empresas de la zona del euro mostró falta de dinamismo en el primer trimestre de 2024 y en abril. Los flujos netos de financiación externa continuaron siendo reducidos en comparación con las medias históricas (gráfico 24). Esta evolución se explica por los bajos niveles de emisiones de valores representativos de deuda por parte de las empresas y de financiación bancaria, dado que la actividad económica mantuvo su atonía y los tipos de interés oficiales son restrictivos. La fuerte contracción del volumen de préstamos a corto plazo estuvo en consonancia con las menores necesidades de capital circulante y con el aumento de las existencias de productos terminados observado a mediados

de 2023, mientras que los flujos de préstamos a plazos más largos también siguieron siendo débiles, en un entorno de escaso vigor de la demanda de inversión. Al mismo tiempo, las emisiones de acciones cotizadas repuntaron ligeramente en marzo y abril, pero permanecieron en niveles reducidos en general.

Gráfico 24

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

(flujos mensuales; mm de euros)



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

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

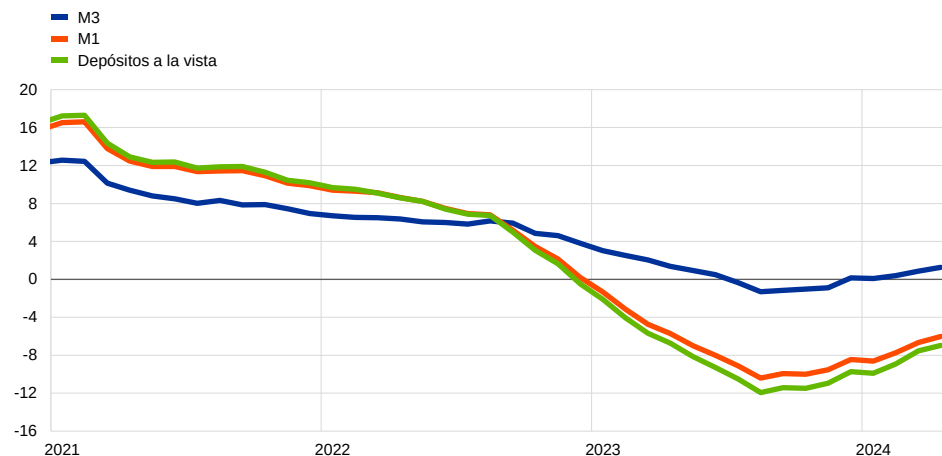
Los depósitos a plazo de las empresas y de los hogares volvieron a aumentar, en un contexto de señales de ralentización del desplazamiento hacia este tipo de depósitos en abril de 2024. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se contrajo a un ritmo menor en abril (–7 %), tras haber caído hasta situarse en el –7,5 % en marzo (gráfico 25). La persistente preferencia de las empresas y los hogares por los depósitos a plazo y los instrumentos negociables continúa explicándose por su mayor remuneración en comparación con la de los depósitos a la vista¹⁴. Si bien los flujos de depósitos siguen mucho más orientados hacia los depósitos a plazo que en el pasado, este desplazamiento está perdiendo fuerza, y el diferencial de tipos entre ambos instrumentos se está estabilizando. La asignación de depósitos de las empresas se está aproximando a un nivel que está más en línea con los patrones históricos, y los depósitos a la vista de los hogares registraron las primeras entradas mensuales positivas desde septiembre de 2022. Los elevados tipos de interés a corto plazo continuaron respaldando el fuerte crecimiento de los fondos del mercado monetario.

¹⁴ Como en ciclos de endurecimiento anteriores, los tipos de interés de los depósitos a la vista se han ajustado más lentamente a las variaciones de los tipos de interés oficiales que los tipos de los depósitos a plazo. Véase también el recuadro titulado «[La dinámica monetaria durante el ciclo de endurecimiento](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023.

Gráfico 25

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2024.

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) continuó recuperándose gradualmente en abril de 2024, impulsada nuevamente por abultadas entradas netas del exterior.

El crecimiento monetario ha ido aumentando progresivamente en los últimos meses, aun cuando los préstamos a hogares y a empresas han mantenido su falta de dinamismo. La tasa de crecimiento de M3 en la zona del euro se incrementó hasta el 1,3 % en abril, desde el 0,9 % de marzo (gráfico 20). El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1), que incluye los activos más líquidos de M3, permaneció en terreno negativo, pero volvió a repuntar hasta situarse en el -6 % en abril, en comparación con el -6,6 % de marzo. En abril, la creación de dinero se vio impulsada por las significativas entradas del exterior, en un entorno de persistencia del superávit por cuenta corriente debido a la debilidad de las importaciones, y estuvo respaldada por las elevadas emisiones netas de deuda pública de la zona del euro. Estas entradas se contrarrestaron, en parte, con la continua contracción del balance del Eurosistema, mientras que la contribución de los préstamos a empresas y a hogares siguió siendo débil.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2024, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro, que se situó en el 3,6 % del PIB en 2023, debería disminuir hasta el 3,1 % del PIB en 2024 y después caer gradualmente hasta el 2,8 % en 2025 y el 2,6 % en 2026. Se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endurezca de manera significativa en 2024 y algo más en los dos años siguientes. El endurecimiento de 2024 refleja sobre todo las expectativas de que los Gobiernos retiren gran parte de las medidas de apoyo introducidas en respuesta a los precios energéticos y a la inflación. Este factor también contribuirá marginalmente al endurecimiento del tono de la política fiscal en 2025, mientras que la leve ralentización del crecimiento del gasto y las medidas de consolidación adicionales por el lado de los ingresos en algunos países se sumarán al ligero endurecimiento adicional previsto para 2025-2026. Se espera que la ratio de deuda de la zona del euro se estabilice en general en un nivel elevado de aproximadamente el 89 % del PIB, como consecuencia de la persistencia de los déficits primarios y de los ajustes positivos entre déficit y deuda, que se verían compensados por unos diferenciales tipo de interés-crecimiento en descenso, pero todavía negativos. Ahora será importante que los Gobiernos apliquen plenamente y sin demora el marco revisado de gobernanza económica de la UE para reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida. Al mismo tiempo, una implementación efectiva y rápida del programa Next Generation EU (NGEU) es fundamental de cara a promover la innovación y aumentar la inversión en las transiciones verde y digital.

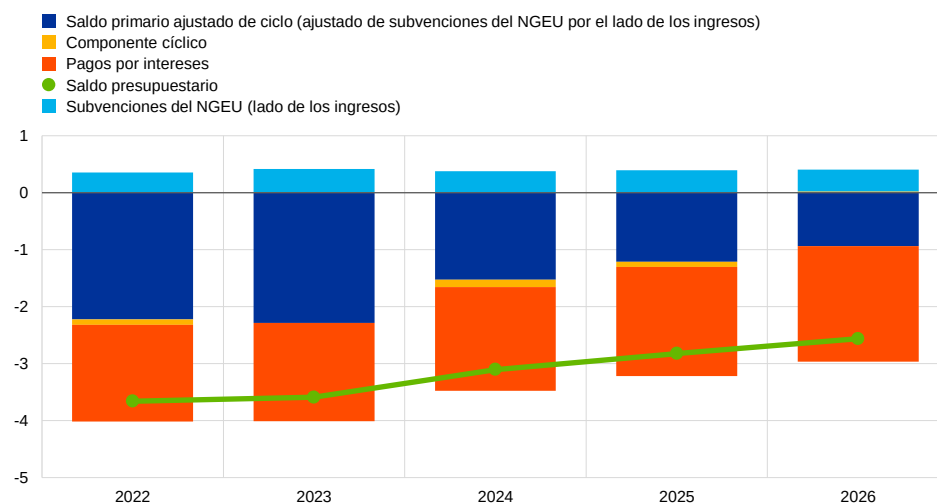
De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2024, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará moderadamente durante el horizonte de proyección (gráfico 26)¹⁵. En retrospectiva, el déficit presupuestario de la zona del euro disminuyó de forma muy marginal desde el 3,7 % del PIB en 2022 hasta el 3,6 % en 2023. En el futuro, el déficit debería registrar un descenso más significativo y situarse en el 3,1 % del PIB en 2024 y después disminuir adicionalmente hasta el 2,8 % del PIB en 2025 y el 2,6 % en 2026. La senda prevista refleja sobre todo un saldo primario ajustado de ciclo que se irá reduciendo gradualmente a lo largo del horizonte de proyección, aunque seguirá siendo negativo, y mostrará la mayor caída en 2024. Sin embargo, esta evolución se verá compensada en parte por el aumento paulatino de los gastos por intereses a lo largo de todo el período, debido a la lenta traslación de las anteriores subidas de los tipos de interés habida cuenta de los largos vencimientos residuales de la deuda soberana. La sustancial disminución del déficit primario ajustado de ciclo en 2024 obedece en gran parte a la considerable reducción de las medidas de apoyo fiscal aplicadas por los Gobiernos conforme la perturbación energética y la elevada inflación general de los precios de consumo se van atenuando.

¹⁵ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2024», publicadas en el sitio web del BCE el 6 de junio de 2024.

Gráfico 26

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024.

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

El déficit presupuestario en 2023 resultó ser 0,4 puntos porcentuales mayor de lo estimado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2024. A nivel de la zona del euro, esta sorpresa obedeció, principalmente, a un crecimiento del gasto primario por encima de lo previsto. Además, se estima que el resultado más adverso también se extenderá a 2024, con una revisión a la baja del saldo presupuestario de 0,2 puntos porcentuales como consecuencia de la disminución del saldo primario. Si bien las revisiones del saldo presupuestario y sus componentes son insignificantes para 2025, se prevé un ajuste al alza de 0,2 puntos porcentuales para 2026 debido a la mejora del saldo primario.

Se espera que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endurezca de manera significativa en 2024 y algo más en los dos años siguientes¹⁶. La variación anual del saldo primario ajustado de ciclo, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del programa NGEU, apunta a un endurecimiento sustancial de las políticas fiscales en la zona del euro en 2024 (de 0,7 puntos porcentuales del PIB). Esto refleja sobre todo las expectativas de que los Gobiernos retiren gran parte de las medidas de apoyo introducidas en respuesta a los precios energéticos y a la inflación. Este efecto también contribuirá marginalmente al tono más restrictivo de la política fiscal en 2025, en conjunción con un aumento de los impuestos y de las contribuciones sociales, así como con un crecimiento más lento de las transferencias fiscales. Según las proyecciones, ese

¹⁶ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «[The euro area fiscal stance](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

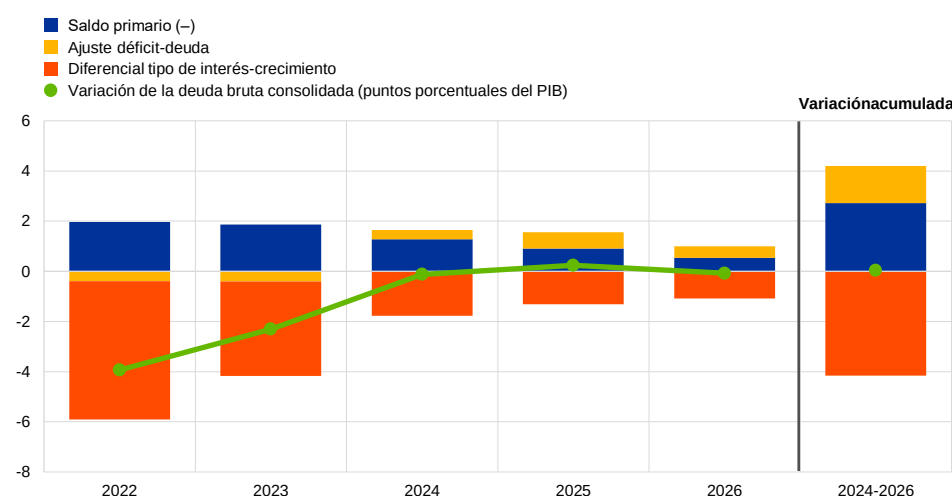
tono más restrictivo se verá compensado solo en parte por un débil crecimiento de la inversión pública. El endurecimiento adicional de la orientación de la política fiscal en 2026 se debe principalmente a la disminución de las subvenciones y de otras transferencias fiscales. El tono fiscal se endurecería un total de 1,3 puntos porcentuales del PIB en el período 2024-2026.

Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro se mantenga en niveles elevados y estable (en torno al 88,5 %) a lo largo de todo el horizonte de proyección (gráfico 27). Durante la pandemia, la ratio de deuda experimentó un alza significativa y se situó en torno al 97 % del PIB en 2020, pero desde entonces ha descendido de forma gradual. Sin embargo, parece que esta tendencia favorable se ha interrumpido. Ahora se espera que la ratio de deuda permanezca bastante estable a lo largo del horizonte de proyección, con un aumento marginal en 2025, impulsado por los déficits primarios y los ajustes positivos esperados entre déficit y deuda, que se ven compensados por unos diferenciales tipo de interés-crecimiento cada vez menores, pero todavía negativos.

Gráfico 27

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuente: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2024.

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

Será fundamental aplicar plenamente y sin demora el marco revisado de gobernanza económica de la UE para ayudar a los Gobiernos a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida. En los próximos años, será necesaria la consolidación de las finanzas públicas con un enfoque que favorezca el crecimiento, tras un período en el que las políticas fiscales han tenido que hacer frente a repetidas perturbaciones económicas. Al mismo tiempo, una aplicación efectiva y rápida del programa NGEU es fundamental de cara a promover la innovación, impulsar el crecimiento potencial y aumentar la inversión en las transiciones verde y digital. La explicación es que, como señaló la Comisión en su [evaluación intermedia del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia \(MRR\)](#),

hasta la fecha ha habido retrasos en los desembolsos y las inversiones en el marco del programa, por lo que impacto positivo sobre el crecimiento ha sido muy inferior al esperado inicialmente.