

Evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

En su reunión del 18 de julio de 2024, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. La información más reciente respalda, en líneas generales, la anterior valoración del Consejo de Gobierno sobre las perspectivas de inflación a medio plazo. Si bien algunos indicadores de la inflación subyacente aumentaron en mayo debido a factores puntuales, la mayor parte se mantuvieron estables o descendieron en junio. En línea con lo esperado, el impacto inflacionista del elevado crecimiento de los salarios se ha visto amortiguado por los beneficios. La política monetaria mantiene unas condiciones de financiación restrictivas. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas internas siguen siendo intensas, la inflación de los servicios es elevada y es probable que la inflación general continúe por encima del objetivo hasta bien avanzado el próximo año.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo y mantendrá los tipos de interés oficiales en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para lograr ese objetivo. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptarán 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.

Actividad económica

La última información disponible indica que la economía de la zona del euro creció en el segundo trimestre, aunque probablemente a menor ritmo que en el primero. Los servicios siguen siendo el principal motor de la recuperación, mientras que la producción industrial y las exportaciones de bienes han sido débiles. Los indicadores de inversión apuntan a un crecimiento contenido en 2024, en un entorno de elevada incertidumbre. A más largo plazo, se espera que la recuperación se vea respaldada por el consumo, impulsado por el fortalecimiento de las rentas reales como resultado del descenso de la inflación y de la subida de los salarios nominales. Por otra parte, las exportaciones deberían experimentar un repunte de la mano de un aumento de la demanda mundial. Por último, la política monetaria debería lastrar la demanda en menor medida con el paso del tiempo.

El mercado de trabajo mantiene su vigor. La tasa de desempleo permaneció sin variación en el 6,4 % en mayo, su nivel más bajo desde que existe el euro. El empleo, que aumentó un 0,3 % en el primer trimestre, estuvo respaldado por un nuevo incremento de la población activa, que avanzó al mismo ritmo. Es probable que en el segundo trimestre se hayan creado más puestos de trabajo, principalmente en los servicios. Las empresas están reduciendo gradualmente las ofertas de empleo, si bien a partir de niveles elevados.

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, son factores clave que contribuirían a promover la innovación y a aumentar la inversión en las transiciones verde y digital. El Consejo de Gobierno acoge con satisfacción las recientes orientaciones de la Comisión Europea en las que se invita a los Estados miembros de la UE a reforzar la sostenibilidad fiscal, y la declaración del Eurogrupo sobre la orientación fiscal de la zona del euro en 2025. 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 descendió hasta el 2,5 % en junio, desde el 2,6 % observado en mayo. Los precios de los alimentos subieron un 2,4 % en junio —0,2 puntos porcentuales menos que en mayo—, mientras que los precios energéticos se mantuvieron prácticamente sin variación. Tanto la inflación de los precios de los bienes como la de los servicios permanecieron sin cambios en junio, en el 0,7 % y el 4,1 %, respectivamente. Si bien algunos indicadores de la inflación subyacente aumentaron en mayo debido a factores puntuales, la mayor parte se mantuvieron estables o descendieron en junio.

La inflación interna sigue siendo elevada. Los salarios continúan creciendo a un ritmo elevado, compensando el anterior período de inflación alta. Las subidas de los salarios nominales, junto con la baja productividad, han contribuido al crecimiento de los costes laborales unitarios, pese a la ligera desaceleración registrada en el primer trimestre de este año. Debido a la naturaleza escalonada de los ajustes salariales y a la importante contribución de los pagos extraordinarios, es probable que el crecimiento de los costes laborales se mantenga elevado a corto plazo. Al mismo tiempo, los datos recientes sobre la remuneración por asalariado han sido acordes a lo esperado, y los últimos indicadores de las encuestas señalan que el crecimiento de los salarios se moderará durante el próximo año. Además, los beneficios se contrajeron en el primer trimestre, lo que ayudó a compensar los efectos inflacionistas de la subida de los costes laborales unitarios, y los datos procedentes de las encuestas sugieren que los beneficios deberían seguir viéndose frenados a corto plazo.

Se espera que la inflación fluctúe en torno a los niveles actuales durante el resto del año, debido en parte a efectos de base relacionados con la energía, y que después descienda hacia el objetivo en el segundo semestre del próximo año, debido a un menor crecimiento de los costes laborales, a los efectos de la política monetaria restrictiva del Consejo de Gobierno y a la desaparición gradual del impacto de la fuerte subida anterior de la inflación. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido en general estables y se sitúan en su mayoría en torno al 2 %.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico apuntan a la baja. 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, que podrían afectar a la confianza de las empresas y de los hogares sobre el futuro y generar disruptiones 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 de los costes de los fletes a corto plazo, y causar disruptiones en el comercio mundial. Asimismo, fenómenos meteorológicos extremos y una mayor propagación de la crisis climática podrían incrementar los precios de los alimentos. En cambio, la inflación podría 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

La bajada de los tipos de interés oficiales en junio se ha transmitido de manera fluida a los tipos de interés del mercado monetario, pese a que las condiciones financieras generales han sido algo volátiles. Los costes de financiación siguen siendo restrictivos dado que las anteriores subidas de los tipos de interés oficiales continúan avanzando a lo largo de la cadena de transmisión. El tipo de interés medio de los nuevos préstamos a empresas descendió hasta el 5,1 % en mayo, mientras que los tipos de las hipotecas se mantuvieron sin cambios en el 3,8 %.

Los criterios de aprobación de los préstamos se mantuvieron en niveles restrictivos. Según la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2024, los criterios aplicados a los préstamos a empresas mostraron un ligero endurecimiento en el

segundo trimestre, mientras que los aplicados a las hipotecas se relajaron moderadamente. La demanda de préstamos de las empresas disminuyó ligeramente, mientras que la demanda de hipotecas de los hogares aumentó por primera vez desde principios de 2022.

En conjunto, la dinámica del crédito continúa siendo débil. El crédito bancario a las empresas y a los hogares creció a una tasa interanual del 0,3 % en mayo, lo que representa un incremento marginal respecto al mes anterior. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio, medido por M3, aumentó hasta el 1,6 % en mayo, desde el 1,3 % registrado en abril.

Decisiones de política monetaria

El tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantienen sin variación en el 4,25 %, el 4,50 % y el 3,75 %, respectivamente.

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

El Eurosistema ha dejado de reinvertir íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que van venciendo, lo que está reduciendo la cartera del programa 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 esas operaciones y sus reembolsos están contribuyendo a la orientación de su política monetaria.

Conclusión

En su reunión del 18 de julio de 2024, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo, y mantendrá los tipos de interés oficiales en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para lograr ese objetivo. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptarán 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 cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación vuelva a situarse en su objetivo a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

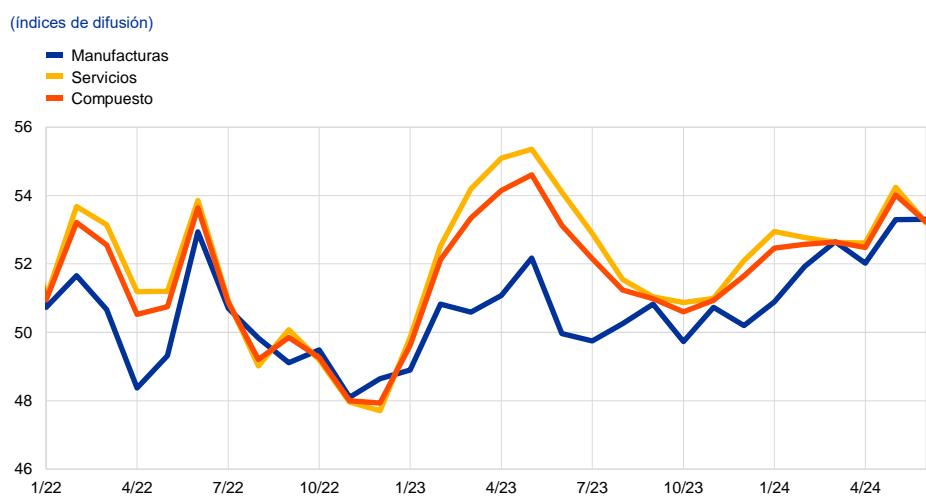
1

Entorno exterior

La actividad económica y el comercio mundiales mantuvieron una senda alcista sostenida en el segundo trimestre de 2024. Los datos procedentes de las encuestas indican que es probable que la economía global esté entrando en un período de reposición de existencias que debería respaldar el comercio en los próximos meses. La inflación continúa moderándose, aunque las presiones sobre los precios de los servicios son persistentes.

La actividad mundial, excluida la zona del euro, aún continúa en una senda alcista sostenida. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto de actividad global correspondiente a junio se mantuvo en terreno expansivo (gráfico 1). El índice general descendió de 54 en mayo a 53,2 en junio, más próximo a su media de largo plazo. Esta evolución refleja el debilitamiento de la actividad de los servicios, al tiempo que la producción de las manufacturas no varió. La actividad de los servicios se moderó en la mayoría de las principales economías —en China, en particular—, aunque permaneció en terreno expansivo. El modelo de previsión a corto plazo (*nowcasting model*) del crecimiento global del BCE confirma que el avance de la actividad mundial continúa. Aunque esta valoración se sustenta principalmente en datos cualitativos, la mayor parte de los datos cuantitativos también han pasado a respaldarla. En conjunto, estos desarrollos sugieren que el crecimiento de la actividad mundial se mantuvo en una senda alcista sostenida en el segundo trimestre de 2024.

Gráfico 1
PMI global de actividad



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

El comercio mundial repuntó a principios del año y se espera que siga fortaleciéndose, respaldado por el giro observado recientemente en el ciclo de existencias. La recuperación prevista con respecto a las débiles cifras de flujos comerciales del año pasado se vio confirmada por los datos cuantitativos, con una expansión intertrimestral de las importaciones mundiales del 0,6 % en el primer trimestre del año. A corto plazo, los mejores datos de producción industrial señalan

un nuevo repunte de la tasa de avance del comercio. El giro reciente en el ciclo de existencias global también ha estimulado los intercambios comerciales. En la segunda mitad de 2023, el crecimiento de las existencias cayó de forma acusada e incluso pasó a ser negativo, lo que sugiere que el incremento de la demanda se atendió, en parte, utilizando las existencias. Dado que los nuevos pedidos han seguido aumentando en 2024, los datos de las encuestas sugieren que las existencias se están reponiendo. De hecho, los valores del PMI relativos a las existencias a escala mundial han aumentado con más rapidez que los indicadores de nuevos pedidos. Esto apunta a que la economía mundial puede estar entrando en un período de reposición de existencias, lo que podría respaldar el comercio en el futuro¹.

En las economías de la OCDE, la inflación continúa moderándose, aunque las presiones sobre los precios de los servicios son persistentes. En mayo, la tasa de inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países pertenecientes a la OCDE (excluida Turquía) descendió ligeramente hasta situarse en el 2,9 %, desde el 3 % del mes anterior (gráfico 2). En la OCDE, la inflación subyacente, excluidos los precios de la energía y los alimentos, siguió disminuyendo, hasta el 3,2 % en mayo, 0,1 puntos porcentuales menos que en abril. La caída de los precios de los bienes y las subidas más lentas de los de otros componentes de los servicios están reduciendo las presiones inflacionistas en las economías avanzadas. Con todo, la tasa de variación de los precios de las actividades intensivas en mano de obra, como restaurantes y hoteles, ocio, cultura y atención sanitaria, continúa siendo elevada y se mueve con lentitud hacia las tasas medias anteriores a la pandemia. Esto sugiere que, en muchos países, el crecimiento de los salarios sigue siendo intenso en un contexto de tensiones en los mercados de trabajo. Además, la inflación de los alquileres aún es elevada y con frecuencia se sitúa muy por encima de los niveles previos a la pandemia. De cara al futuro, solo se espera que la inflación general medida por el IPC continúe reduciéndose gradualmente.

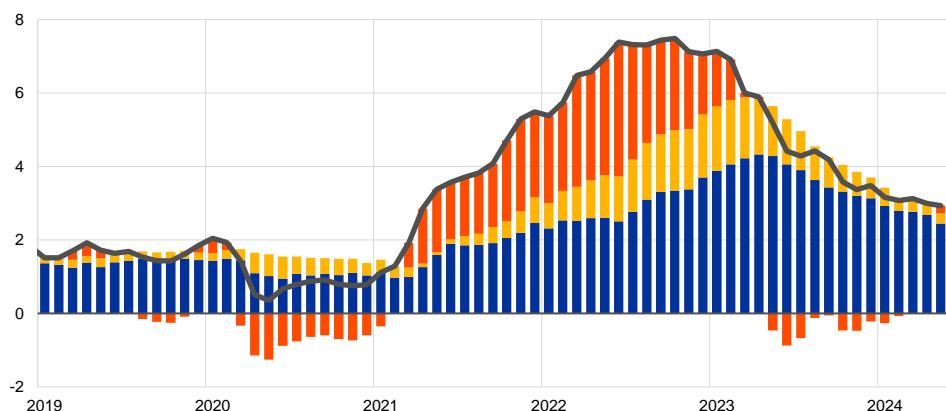
¹ En el recuadro 1 de este Boletín Económico se analiza, a partir de datos detallados a nivel de producto, si la zona del euro y Estados Unidos han modificado sus estrategias de abastecimiento de importaciones desde 2016 y cómo lo han hecho, el papel desempeñado por las tensiones geopolíticas y el posible impacto sobre los precios de importación.

Gráfico 2

Inflación medida por el IPC en la OCDE

(tasas de variación interanual)

- Subyacente
- Alimentos
- Energía
- General



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

Desde la última reunión del Consejo de Gobierno, los precios del Brent han aumentado en torno a un 11 %, como consecuencia de las expectativas de condiciones de oferta más restrictivas y de crecientes preocupaciones geopolíticas. Los precios del petróleo repuntaron sustancialmente después de que representantes de la OPEP+ aclararan que la eliminación gradual de los recortes voluntarios de la producción anunciados en su reunión de junio dependería de la situación imperante en los mercados, lo que señaló la posibilidad de unas condiciones de oferta más restrictivas de lo previsto inicialmente. Las tensiones geopolíticas, incluidos los renovados temores de que se produzca un agravamiento del conflicto con Hezbolá en Líbano, los ataques con drones lanzados por Ucrania contra instalaciones petroleras rusas y los ataques de hutíes a buques comerciales en el mar Rojo, han acrecentado la inquietud acerca de posibles disruptiones de oferta y han sostenido los precios del crudo. Los precios europeos del gas han disminuido un 5,5 % pese a que las interrupciones de suministro en Noruega han intensificado la volatilidad del mercado. En general, la volatilidad del mercado del gas parece estar estabilizándose en niveles medios históricos, ya que Europa ha conseguido asegurarse el suministro de fuentes alternativas y los niveles de almacenamiento de gas siguen siendo elevados. Se espera que las sanciones de la UE que prohíben las reexportaciones de gas natural licuado ruso a través de puertos de la UE tengan un impacto modesto en el mercado gasista, dado que no afectan directamente a las importaciones de la UE y los volúmenes transbordados de gas ruso son relativamente reducidos. Los precios de los metales han descendido ligeramente, mientras que los de los alimentos han caído en torno a un 7 %, gracias a las noticias positivas por el lado de la oferta en cuanto a las cosechas de trigo y a la moderación continuada de los precios del cacao.

En Estados Unidos, el dinamismo tanto de la actividad como de la inflación se ha moderado. El gasto real en consumo se revisó a la baja para el primer trimestre

de este año, y los datos mensuales más recientes sugieren que el avance del consumo podría ser igualmente débil en el segundo trimestre. Esta evolución implica una ralentización significativa con respecto al ritmo registrado en el segundo semestre de 2023. Además, en junio se crearon 206.000 puestos de trabajo en el sector no agrícola, lo que dio lugar a una desaceleración notable en el segundo trimestre en relación con el primero y confirmó que el mercado de trabajo estadounidense se está enfriando. El crecimiento del salario medio por hora también ha disminuido sustancialmente desde el máximo alcanzado en marzo de 2022, pero su nivel del 3,9 % sigue siendo incompatible con el objetivo de inflación del 2 %, como han señalado representantes de la Reserva Federal. La inflación general interanual medida por el IPC descendió hasta el 3 % en junio, mientras que la inflación subyacente cayó levemente y se situó en el 3,3 %. El impulso inflacionario también se debilitó, lo que se observó, sobre todo, en los precios de los servicios, excluidos los alquileres, que habían sido un determinante fundamental de la elevada inflación a principios del año. En su reunión de junio, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal mantuvo el rango objetivo del tipo de interés de los fondos federales en el 5,25 %-5,5 %. En sus proyecciones económicas de junio, el Comité no cambió sus perspectivas de ralentización gradual del crecimiento del PIB, pero elevó ligeramente sus previsiones de inflación general y subyacente para 2024 y 2025, y dejó inalterada su expectativa de alcanzar su objetivo de inflación antes del final de 2026.

En China, el crecimiento económico se está moderando por la persistencia de las debilidades subyacentes. El avance del PIB real se ralentizó de forma acusada, hasta el 0,7 % en tasa intertrimestral, desde el 1,5 % del primer trimestre de 2024, ya que la desaceleración del sector inmobiliario ha sido un lastre para el gasto en consumo y el impulso fiscal procedente del programa de estímulo de finales de 2023 se ha disipado. El dato publicado fue algo inferior a las expectativas del consenso de los mercados. En términos interanuales, el crecimiento del PIB se redujo hasta el 4,7 %, desde el 5,3 % registrado en el primer trimestre. Además, los indicadores mensuales de actividad correspondientes a junio mostraron un desplome de las ventas del comercio minorista y una moderación adicional de la producción industrial, lo que en ambos casos señala que el ritmo de avance continuaba desacelerándose al final del segundo trimestre. Las exportaciones han sido el único motor del crecimiento, lo que sugiere que el efecto de los aranceles propuestos por la UE a las exportaciones chinas será limitado. Un nuevo paquete de apoyo al mercado de la vivienda marca un cambio de política, aunque aún no se puede apreciar su impacto en la actividad inmobiliaria. De cara al futuro, se espera que el mercado inmobiliario continúe frenando el crecimiento, con un riesgo potencial al alza derivado de las nuevas medidas adoptadas por las autoridades.

En el Reino Unido, el crecimiento repuntó de nuevo, mientras que la inflación se redujo hasta el 2 %. Tras estancarse en abril, la actividad económica creció un 0,4 % en tasa intermensual en mayo. La expansión fue especialmente vigorosa en los servicios, aunque la producción industrial y la construcción también crecieron. En conjunto, prevalece la resistencia del consumo ante unas condiciones monetarias persistentemente restrictivas. La inflación general medida por el IPC descendió hasta el 2 % en mayo. Los precios de la energía siguen presionando a la baja la inflación, pero se espera que, a medida que desaparezcan los efectos de base en el

segundo semestre del año, la inflación general aumente de nuevo. La tasa de variación de los precios de los servicios permaneció estancada en niveles elevados. Contrariamente a las expectativas, el ritmo de avance de los precios de los servicios y de los salarios ha vuelto a repuntar recientemente. Es probable que esto refleje, en parte, la subida del salario mínimo en abril, así como la capacidad de resistencia de la actividad. La persistencia de la inflación de los servicios fue uno de los motivos por los que el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra continuó siendo cauteloso en su reunión de junio y mantuvo sin variación el tipo de interés oficial en el 5,25 %.

2

Actividad económica

El PIB real creció un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2024. Este repunte del crecimiento, tras cinco trimestres de actividad prácticamente estancada, estuvo impulsado por los servicios, mientras que el valor añadido de la industria experimentó una contracción. Los indicadores más recientes, como los procedentes de las encuestas, apuntan a la continuación de la expansión basada en los servicios en el segundo trimestre. Habida cuenta de la debilidad de los datos de producción industrial publicados hasta mayo, es probable que el sector manufacturero siguiera lastrando el crecimiento. Los datos de las encuestas sugieren que, en la industria, la producción continúa siendo débil, ya que está más expuesta a la política monetaria aún restrictiva y a la incertidumbre existente a escala mundial. En conjunto, se espera que la economía de la zona del euro siga recuperándose a lo largo de este año y que se vea respaldada principalmente por el consumo, impulsado por el aumento de las rentas reales como resultado del descenso de la inflación y de la subida de los salarios nominales. Además, se prevé que las exportaciones se beneficien de la mejora de la demanda mundial en los próximos trimestres, aunque los problemas de competitividad exterior representan un posible riesgo a la baja. Por último, la política monetaria debería lastrar la demanda en menor medida con el paso del tiempo.

El PIB real creció un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2024. La demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento, mientras que la aportación de la demanda interna y de la variación de existencias fue negativa (gráfico 3). Si se excluye la caída acusada de la inversión sin construcción en Irlanda, se estima que la contribución de la demanda interna habría sido ligeramente positiva. La recuperación de la actividad económica se vio impulsada por el valor añadido de los servicios.

La actividad económica siguió creciendo a un ritmo similar en el segundo trimestre². Los últimos datos sugieren que, en ese trimestre, es probable que el avance del PIB real continuara estando impulsado por los servicios. La producción industrial experimentó una fuerte contracción en mayo, y los niveles de los dos primeros meses del segundo trimestre no variaron con respecto al primer trimestre. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad se situó en 51,6 en el segundo trimestre, frente a un valor de 49,2 en el primero, lo que señala un crecimiento positivo y la continuación del movimiento al alza que comenzó a finales de 2023. Por sectores, el PMI de producción de las manufacturas permaneció en terreno contractivo en el segundo trimestre y los datos correspondientes a junio mostraron una reversión de los avances de abril y mayo. Los PMI de nuevos pedidos totales y de nuevos pedidos exteriores registraron niveles igualmente reducidos y, dado su contenido más prospectivo, también apuntan a la debilidad del sector manufacturero en el tercer trimestre (panel a del gráfico 4). En cambio, el PMI de actividad de los servicios permaneció en terreno expansivo en el segundo trimestre, pese a descender ligeramente en junio (panel b del gráfico 4). Además, en

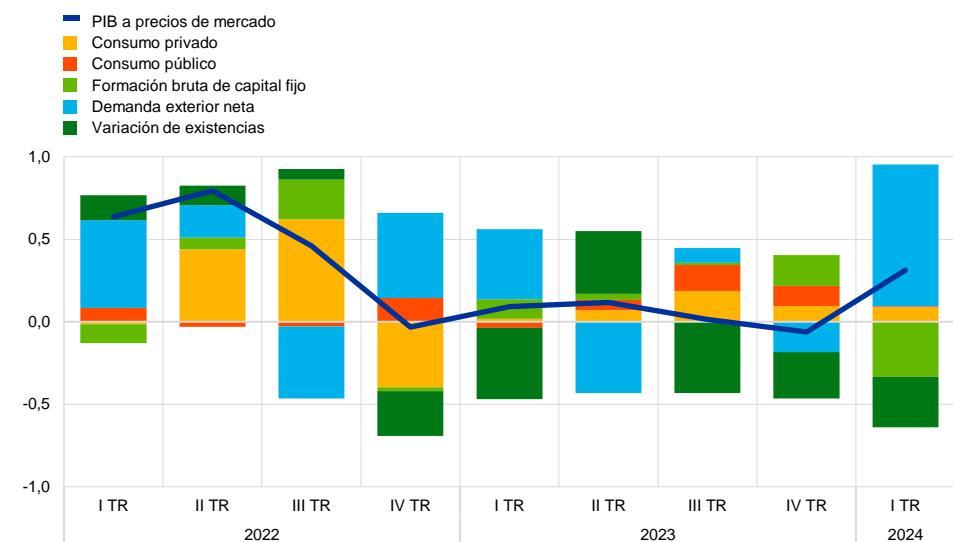
² Según la estimación de avance publicada por Eurostat el 30 de julio, el PIB real de la zona del euro creció un 0,3 % en el segundo trimestre del año. Esta estimación no estaba disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de julio.

abril, la actividad de este sector se situó un 0,7 % por encima de su nivel del primer trimestre.

Gráfico 3

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

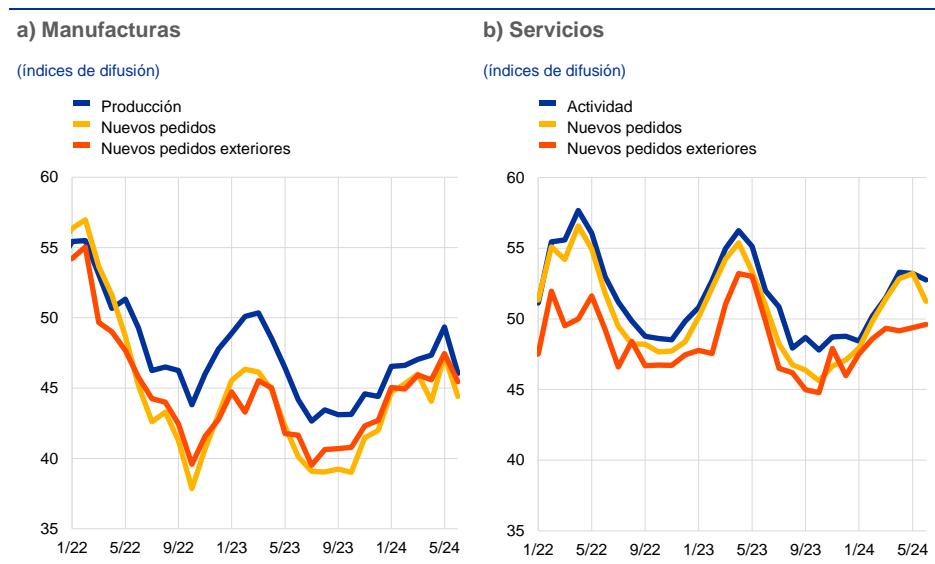
Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024.

Los datos de encuestas prospectivas apuntan a la persistencia de la fortaleza de los servicios en el tercer trimestre de 2024. Los resultados de las encuestas de opinión de la Comisión Europea correspondientes a junio sugieren que la demanda esperada de servicios intensivos en contacto en los tres próximos meses seguirá siendo vigorosa, sobre todo en los servicios de turismo y viajes. Los resultados principales de los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras confirman este panorama, ya que las empresas mencionaron una temporada turística fuerte e indicios crecientes de una modesta recuperación impulsada por el consumo (véase [recuadro 4](#)). Al mismo tiempo, las señales que apuntan a que la debilidad del sector manufacturero ha tocado fondo son dispares. En junio, la confianza de la industria se mantuvo estable, en general, dado que las expectativas de producción de las empresas a tres meses vista y su valoración de las carteras de pedidos prácticamente no variaron. Sin embargo, las encuestas de opinión empresarial que realiza la Comisión Europea indican que un mayor número de empresas informan de niveles de existencias de productos terminados por encima de lo normal, lo que sugiere que la demanda de bienes continúa siendo reducida. Asimismo, la valoración del BCE de los resultados principales de sus contactos recientes con sociedades no financieras apunta a que la actividad agregada de las manufacturas habría tocado fondo (véase [recuadro 4](#)). De cara al futuro, las tensiones comerciales y la incertidumbre geopolítica seguirán actuando de freno del sector manufacturero. Con todo, subsisten factores positivos que respaldan la recuperación de la actividad económica, como el continuo fortalecimiento de las rentas reales en un contexto de descenso de la inflación y de mercado laboral favorable, el creciente dinamismo de los servicios y la esperada

desaparición gradual del lastre de la política monetaria sobre la demanda con el paso del tiempo.

Gráfico 4

PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2024.

El empleo continúa aumentando, gracias al crecimiento de la población activa. El empleo y el total de horas trabajadas aumentaron un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2024 (gráfico 5). La productividad del trabajo prácticamente no varió, ya que el empleo y las horas trabajadas crecieron al mismo ritmo que el PIB³. La población activa implícita, que se infiere de la tasa de paro y del número de desempleados, registró un alza del 0,5 % en el período del año transcurrido hasta mayo, y ha constituido una fuente importante de expansión del empleo. La tasa de paro se situó en el 6,4 % en mayo, sin variación con respecto a abril, y permanece en su nivel más bajo desde la introducción del euro. La demanda de empleo se mantiene en niveles elevados, aunque la tasa de vacantes descendió ligeramente en el primer trimestre de 2024 hasta situarse en el 2,8 %, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la observada en el trimestre anterior.

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un crecimiento continuado del empleo en el segundo trimestre de 2024. El PMI mensual compuesto de empleo descendió hasta situarse en 50,9 en junio, desde un valor de 52,1 en mayo. La media del segundo trimestre se sitúa en 51,7, lo que sugiere un nuevo avance del empleo (gráfico 5). La percepción positiva de la expansión del empleo se ha visto impulsada por los servicios, ya que la construcción y las manufacturas permanecen en terreno contractivo.

³ Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la productividad del trabajo por países y sectores en la zona del euro» en este Boletín Económico.

Gráfico 5

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



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

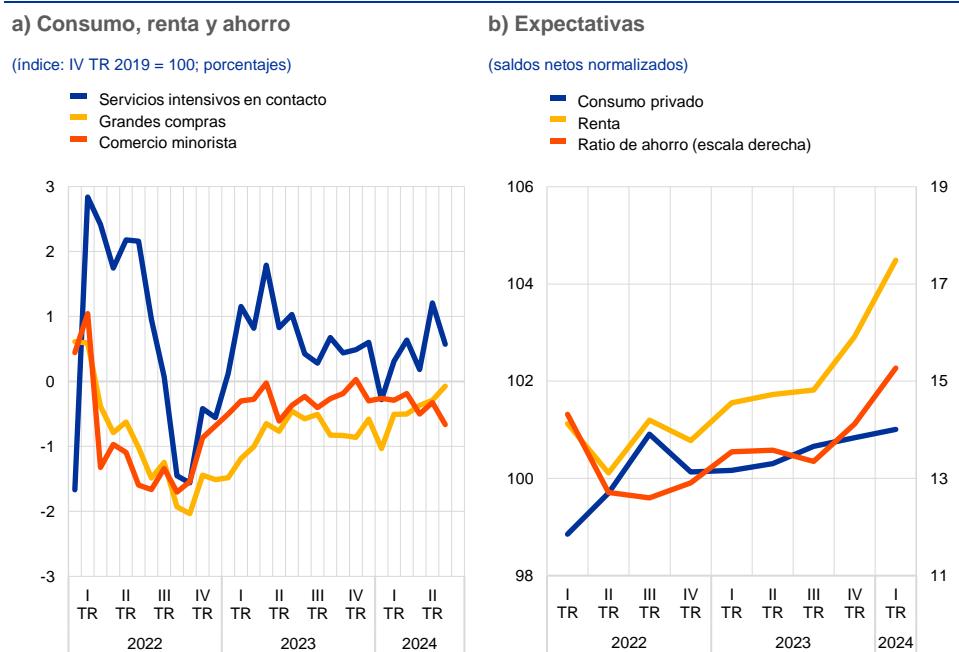
Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 para el empleo, a junio de 2024 para el PMI de empleo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

El crecimiento del consumo privado seguía siendo modesto a principios de 2024, pero las encuestas apuntan a un fortalecimiento de la dinámica de gasto de los hogares. El consumo privado creció un 0,2 % en el primer trimestre, respaldado por un repunte del consumo de bienes, tras mostrar una evolución muy débil en 2023. La renta real disponible aumentó en el primer trimestre de 2024, apoyada en el descenso de la inflación y en el sólido crecimiento de los salarios nominales, en un contexto de resiliencia del mercado de trabajo. La ratio de ahorro de los hogares se incrementó hasta el 15,3 % en dicho trimestre (panel a del gráfico 6), ya que los aumentos de renta se produjeron en un entorno de incertidumbre todavía elevada y de condiciones de financiación restrictivas, que incluyeron un endurecimiento de los criterios de concesión del crédito para consumo. Los últimos datos cuantitativos disponibles para el segundo trimestre arrojan señales dispares sobre el dinamismo del consumo de bienes, dado que la cifra de negocios del comercio minorista creció un 0,3 %, pero las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 3,7 % en abril y mayo con respecto a los niveles del primer trimestre. Las encuestas sugieren que el crecimiento del gasto de los hogares se fortalecerá a corto plazo. En junio, el indicador de incertidumbre de los consumidores que elabora la Comisión Europea descendió y el de confianza de los consumidores mejoró. Con todo, este último aún permanece por debajo de su media previa a la pandemia, lo que refleja la debilidad de las expectativas sobre la economía y la propia situación financiera de los hogares. Las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios intensivos en contacto en los tres próximos meses se mantienen en niveles elevados, mientras que las de gasto en grandes compras de los consumidores en los doce próximos meses se han recuperado hasta situarse en su media anterior a la pandemia (panel b del gráfico 6). Esta evidencia de una reducción esperada de la divergencia entre los bienes de consumo y los servicios se ve respaldada por los resultados de la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores, que indican que la

propensión al gasto en grandes compras en los doce próximos meses está aumentando, mientras que la demanda esperada de servicios turísticos sigue siendo elevada.

Gráfico 6

Consumo privado, renta y ahorro; expectativas sobre el comercio minorista, los servicios intensivos en contacto y el gasto en grandes compras



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

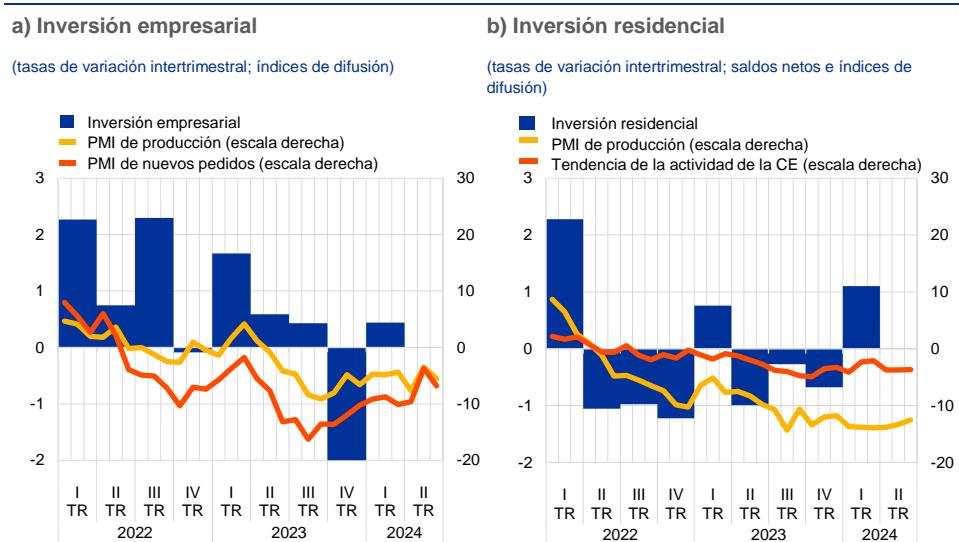
Notas: En el panel a, la renta se refiere a la renta real disponible ajustada y la ratio de ahorro de los hogares en porcentaje de dicha renta. En el panel b, las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios intensivos en contacto y las expectativas sobre el comercio minorista se refieren a los tres meses siguientes, mientras que las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras se refieren a los doce meses siguientes; la primera serie se normaliza para el período enero 2005-2019, por motivos de disponibilidad de datos, mientras que las otras dos series corresponden al período 1999-2019; «servicios intensivos en contacto» incluye servicios de alojamiento, turismo y viajes, y restauración. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024 para el consumo privado y a junio de 2024 para las expectativas sobre los servicios intensivos en contacto, el comercio minorista y el gasto en grandes compras.

La inversión empresarial aumentó moderadamente en el primer trimestre de 2024, y los indicadores coyunturales y las encuestas apuntan a una dinámica contenida durante el resto de 2024 (panel a del gráfico 7). La inversión sin construcción (excluidos los activos intangibles en Irlanda) registró un crecimiento intertrimestral del 0,5 % en el primer trimestre de 2024, recuperando en torno al 25 % de la caída del cuarto trimestre de 2023. Por activos, la inversión tanto en maquinaria y equipo como en intangibles ha contribuido positivamente a la inversión empresarial desde la pandemia. En cambio, según los recientes contactos del BCE con sociedades no financieras, la inversión en material de transporte se ha visto frenada por la continua incertidumbre en torno a la transición verde y la reducción observada en sectores intensivos en energía (véase [recuadro 4](#)). Los PMI de producción y de nuevos pedidos del sector de bienes de equipo en el segundo trimestre apuntan a la persistente debilidad de esta categoría de inversión empresarial. La [reciente encuesta del BCE sobre préstamos bancarios](#) y su [encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro](#) seguían indicando unas condiciones de financiación restrictivas en el segundo

trimestre. La información obtenida de los contactos del BCE con las empresas sugiere que estas continúan invirtiendo en medidas de ahorro de costes, en un contexto de escasez de mano de obra y de fuerte competencia a escala global. Sin embargo, esperan que la inversión se mantenga débil este año en un entorno de incertidumbre todavía elevada. Del mismo modo, la encuesta de inversión semestral de la Comisión Europea apunta a un crecimiento tenue de la inversión empresarial en 2024 (véase [recuadro 3](#)).

Gráfico 7

Dinámica de la inversión privada real y datos procedentes de encuestas



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

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

La inversión residencial repuntó en el primer trimestre de 2024, pero los indicadores cuantitativos y cualitativos sugieren que es probable que esta se haya contraído en el segundo trimestre (panel b del gráfico 7). La inversión en vivienda aumentó un 1,1 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, debido principalmente a los favorables efectos puntuales de unas condiciones meteorológicas suaves en Alemania y a los generosos incentivos fiscales aplicados en Italia. Sin embargo, los visados de obra nueva residencial se estabilizaron en niveles históricamente bajos, lo que apunta a que las presiones generadas por los proyectos pendientes eran limitadas. Además, en abril de 2024, la producción de la construcción de edificios y especializada se redujo un 0,4 % con respecto a su nivel medio en el primer trimestre del año. Asimismo, los indicadores de actividad basados en encuestas, como el PMI de producción de la construcción residencial y el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios y especializada en los tres últimos meses, se mantuvieron en terreno contractivo hasta junio. Esto último fue consecuencia, sobre todo, del deterioro de la demanda. En general, estos desarrollos sugieren que es probable que la inversión residencial haya descendido en el segundo trimestre. De cara al futuro, las

encuestas recientes del BCE apuntan a una moderación de su ritmo de caída. En la encuesta sobre las expectativas de los consumidores de mayo, las expectativas de los hogares en relación con el mercado de la vivienda seguían siendo débiles, pero más favorables que a finales de 2023, como muestra el mayor atractivo de la vivienda como buena inversión. En la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*) de julio, las constructoras indicaron que la actividad continuaba falta de dinamismo, pero que se esperaba una recuperación en el segundo semestre de 2024. Según la encuesta sobre préstamos bancarios de julio, se prevé una mejora de la dinámica de los criterios de concesión del crédito y de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda.

Las exportaciones de la zona del euro se estancaron en abril de 2024, a pesar de la recuperación de la demanda externa. Los pedidos exteriores del sector manufacturero siguieron disminuyendo de forma acusada en junio, mientras que los servicios mostraron más capacidad de resistencia y los pedidos exteriores se mantuvieron estables. El estancamiento del avance de las exportaciones está en consonancia con una tendencia más generalizada de caída de las cuotas de mercado de la zona del euro, acentuada por los cuellos de botella en la oferta y las perturbaciones de los precios energéticos, con un impacto más pronunciado en la zona del euro como consecuencia de su alto grado de integración en las cadenas globales de valor y la naturaleza interna de la perturbación del gas. Entretanto, el crecimiento de las importaciones ha mostrado signos de recuperación, con un incremento de las importaciones reales de bienes de fuera de la zona del euro del 0,9 % en abril (tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores), en un contexto de fortalecimiento del consumo interno. Los costes del transporte están volviendo a aumentar, sobre todo entre China y Europa, a medida que la demanda mundial se intensifica y las empresas adelantan sus pedidos navideños más de lo habitual debido a las disruptivas en la zona del mar Rojo y al mayor tiempo de transporte (véase [recuadro 4](#)). Pese a las actuales tensiones geopolíticas, no se ha observado una tendencia clara que indique un alejamiento de China como principal país proveedor (véase [recuadro 1](#)).

En resumen, tras un inicio de año positivo, se espera que la actividad de la economía de la zona del euro continúe recuperándose a lo largo de 2024, a pesar de la persistente incertidumbre. Las tensiones comerciales y la incertidumbre geopolítica seguirán actuando de freno del sector manufacturero y, en consecuencia, de la inversión. Sin embargo, se espera que el descenso de la inflación y el vigoroso avance de los salarios sustenten nuevos aumentos de la renta real disponible y, por tanto, del consumo privado. Además, las exportaciones de la zona del euro deberían recuperarse en los próximos trimestres en paralelo a la mejora del crecimiento mundial. Por último, la política monetaria debería lastrar la demanda en menor medida con el paso del tiempo.

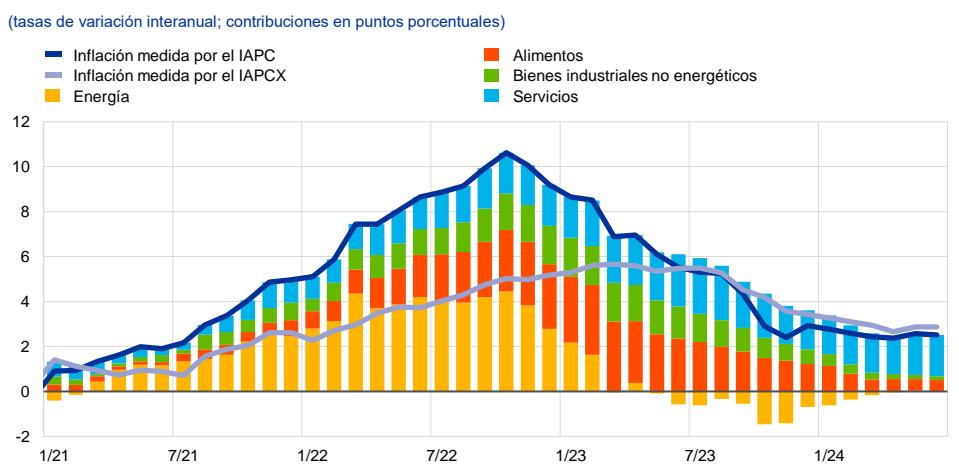
3

Precios y costes

La inflación general de la zona del euro se situó en el 2,5 % en junio de 2024, frente al 2,6 % registrado en mayo. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, fue del 2,9 % en junio, por lo que no varió con respecto a mayo, pero se incrementó desde el 2,7 % de abril. Si bien algunos indicadores de la inflación subyacente aumentaron en mayo debido a factores puntuales, la mayor parte se mantuvieron estables o descendieron en junio. Las presiones inflacionistas internas se moderaron en el primer trimestre de 2024, lo que refleja un descenso mayor de lo esperado de los beneficios unitarios, mientras que el crecimiento de los salarios siguió siendo elevado. La mayor parte de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 %, al tiempo que los indicadores de las expectativas de inflación a más corto plazo se han reducido.

La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), disminuyó hasta el 2,5 % en junio, desde el 2,6 % registrado en mayo (gráfico 8). Esta disminución, que obedeció a la reducción de las tasas de inflación de los alimentos y de la energía, se produjo tras aumentar desde el 2,4 % observado en abril, y confirmó las expectativas anteriores de que la inflación fluctuaría en torno a los niveles actuales, en parte debido a efectos de base relacionados con la energía.

Gráfico 8
Inflación general y sus principales componentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2024.

La tasa de variación de los precios de la energía se redujo desde el 0,3 % en mayo hasta el 0,2 % en junio, después de situarse en terreno positivo en mayo tras casi un año de niveles negativos. Los principales factores determinantes de esta reducción fueron los precios del transporte y de los combustibles líquidos, que reflejan el descenso reciente de los precios del petróleo y una caída acusada de los márgenes de refino de la gasolina. Los precios de la electricidad y del gas aumentaron, pero continuaron contribuyendo negativamente a la inflación de la energía.

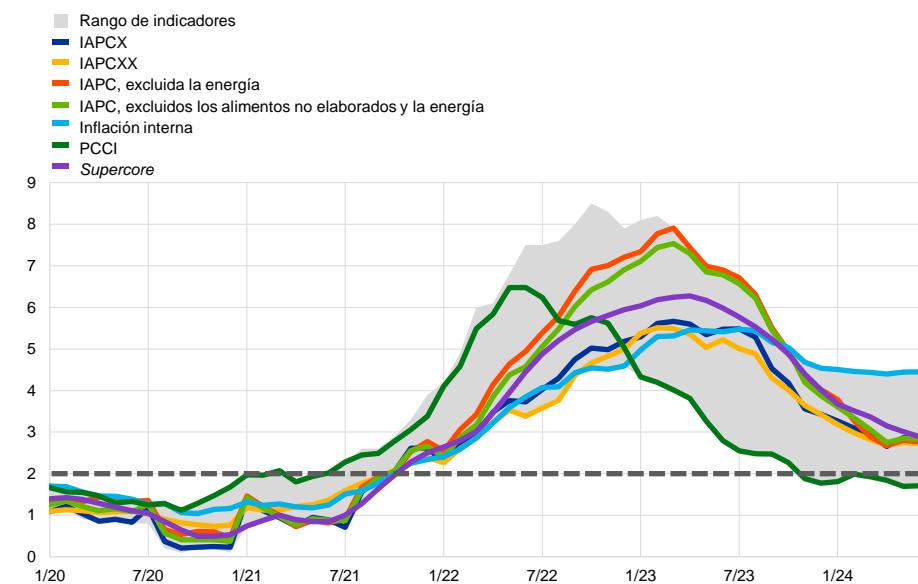
La inflación de los alimentos volvió a disminuir y cayó hasta el 2,4 % en junio, desde el 2,6 % registrado en mayo. Esta caída se debió, sobre todo, a la inflación de los alimentos no elaborados (1,3 % en junio, frente al 1,8 % de mayo). La tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados se redujo ligeramente en junio (hasta el 2,7 %, desde el 2,8 % de mayo). Esta reducción de la inflación interanual de los alimentos estuvo relacionada con un efecto de base a la baja asociado al fuerte encarecimiento de los alimentos no elaborados, un componente más volátil, un año antes.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se situó en el 2,9 % en junio, sin variación con respecto a mayo y por encima del 2,7 % de abril (gráfico 9). Por componentes, la inflación de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,7 % en mayo y en junio, frente al 0,9 % de abril. Este nivel es próximo a la media de largo plazo anterior a la pandemia (0,6 %), lo que sugiere que la desaparición gradual del impacto de las perturbaciones alcistas anteriores puede haber llegado a su fin. La tasa de variación de los precios de los servicios tampoco varió entre mayo y junio, y se situó en el 4,1 %, tras aumentar desde el 3,7 % registrado en abril. La persistencia relativamente mayor de la inflación de los servicios en comparación con la de los bienes es acorde con el fuerte avance de los salarios y el papel más destacado de los costes laborales en la producción de los servicios. Entretanto, los indicadores de la inflación subyacente mostraron una evolución dispar en mayo y en junio. La mayoría de los indicadores basados en la exclusión de componentes repuntaron en mayo, pero algunos —como el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, y 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)— volvieron a retroceder en junio. En cambio, la inflación interna se elevó ligeramente hasta el 4,5 % en junio, desde el 4,4 % de mayo, y se mantuvo elevada en la parte superior del rango de indicadores de la inflación subyacente. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») volvió a descender ligeramente, mientras que el PCCI (componente común y persistente de la inflación) permaneció en la parte inferior del rango, y se situó en el 1,7 % en junio, sin variación con respecto a mayo.

Gráfico 9

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

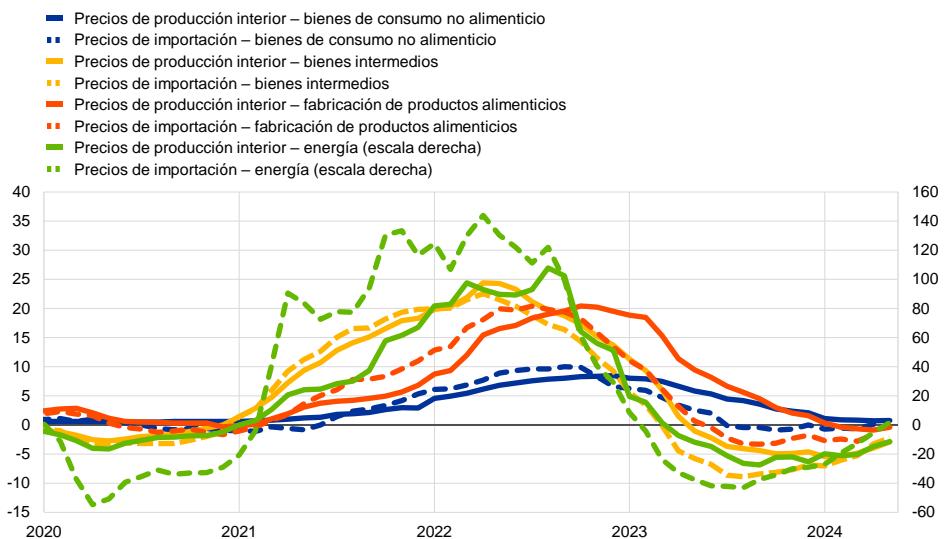
Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX; el IAPCXX; la inflación interna; las medias recortadas al 10 % y al 30 %; el PCCI; el indicador Supercore (inflación «supersubyacente»), 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 junio de 2024.

La mayoría de los indicadores de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes se mantuvieron en niveles reducidos, pero muestran indicios de haber tocado fondo (gráfico 10). En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores todavía era negativa, pero menos que en el mes precedente (-2,9 % en mayo, frente al -3,9 % registrado en abril). En las fases posteriores de dicho proceso, la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se incrementó hasta el 0,8 % en mayo, desde el 0,7 % de abril, mientras que la del segmento de bienes de consumo alimenticio aumentó del -0,9 % al -0,4 % en ese mismo período. Por tanto, la relajación gradual de las presiones latentes sobre los precios de los bienes industriales parece haber llegado a su fin. La mayor parte de las tasas de crecimiento interanual de los precios de importación de distintas categorías de bienes se han mantenido en niveles negativos, pero están aumentando. La tasa de avance interanual de los precios de importación de la energía se incrementó considerablemente hasta situarse en el 1,8 % en mayo, desde el -5,3 % de abril.

Gráfico 10

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

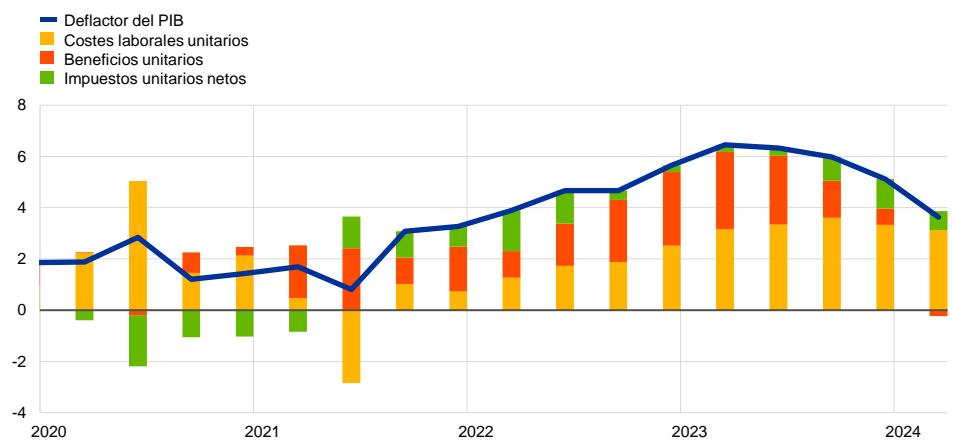
Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2024 para los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio y los precios de importación de la fabricación de productos alimenticios, y a mayo de 2024 para el resto.

Según los datos disponibles cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de julio, las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, disminuyeron hasta el 3,6 % en el primer trimestre de 2024, desde el 5,1 % registrado en el trimestre anterior, como consecuencia de la menor contribución de los costes laborales y de los beneficios (gráfico 11). Tras alcanzar un máximo del 6,5 % en el primer trimestre de 2023, la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB siguió descendiendo. El retroceso que experimentó en el primer trimestre de 2024 fue atribuible, fundamentalmente, al menor avance de los beneficios unitarios, cuya contribución cayó y se adentró en terreno negativo, hasta situarse en -0,2 puntos porcentuales, frente a 0,6 puntos porcentuales en el trimestre precedente. Asimismo, la aportación de los costes laborales unitarios continuó reduciéndose y se situó en 3,1 puntos porcentuales, frente a 3,3 puntos porcentuales en el trimestre anterior, lo que oculta un incremento moderado del crecimiento salarial que se compensó con creces con el mayor avance de la productividad (hasta el -0,6 % en el primer trimestre de 2024, frente al -1 % del trimestre precedente). En conjunto, los costes laborales siguen siendo los que más contribuyen a las presiones inflacionistas internas.

Gráfico 11

Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2024. La remuneración por asalariado contribuye de forma positiva a las variaciones observadas en los costes laborales unitarios, mientras que la contribución de la productividad del trabajo es negativa.

Las presiones salariales crecieron en el primer trimestre de 2024, y aunque se espera que desciendan gradualmente, lo harán desde niveles elevados. Los datos correspondientes al primer trimestre de 2024 muestran que la tasa de avance interanual de los salarios negociados aumentó hasta situarse en el 4,7 %, desde el 4,5 % registrado en el cuarto trimestre de 2023. El crecimiento de los salarios reales, según la información disponible en la fecha límite de recepción de datos y medido por la remuneración por asalariado y la remuneración por hora, se incrementó hasta situarse en el 5 % y el 5,4 % en el primer trimestre de 2024, respectivamente, desde el 4,9 % y el 4,7 % del cuarto trimestre de 2023. La diferencia entre el avance de los salarios reales y los negociados sugiere que la deriva salarial está influyendo de manera significativa⁴. El indicador de salarios de carácter prospectivo —que mide el crecimiento salarial de los contratos vigentes— es básicamente acorde con las expectativas de que, en 2024, los salarios negociados se incrementarán, en promedio, más que en 2023, pero se moderarán en 2025⁵.

Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo y los indicadores de mercado de la compensación por inflación apenas variaron y la mayoría se situó en torno al 2 % (gráfico 12). Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer 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 y la mediana de las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2028) permanecieron inalteradas en el 2 %. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (basados en el IAPC,

⁴ La deriva salarial se refiere a la diferencia entre la tasa de crecimiento de los salarios brutos y la remuneración por asalariado y la tasa de avance de los salarios negociados.

⁵ Para información más detallada sobre la metodología, véase L. Górnica y G. Koester (eds.), «A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 338, BCE, febrero de 2024.

excluido el tabaco) apenas variaron, y el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se situó alrededor del 2,3 %. Aunque estos indicadores de mercado de la compensación por inflación incluyen primas de riesgo de inflación y, por lo tanto, no miden directamente las expectativas genuinas de inflación de los participantes en los mercados, las estimaciones basadas en modelos de estas expectativas, excluidas dichas primas, indican que los participantes en los mercados esperan que la inflación se sitúe en torno al 2 % a largo plazo. Los indicadores de mercado de los datos de inflación a corto plazo de la zona del euro sugieren que los inversores esperan que la inflación se estabilice en el 2 % a partir de principios de 2025. El tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año disminuyó ligeramente durante el período analizado y se situó en el 2,1 %. Por el lado del consumo, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de junio de 2024 se señaló que la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores se había reducido considerablemente en junio, hasta el 4,5 %, desde el 4,9 % registrado en mayo. Por su parte, la tasa de inflación mediana esperada en los doce meses siguientes se mantuvo sin variación en el 2,8 % desde mayo hasta junio, frente al 2,9 % de abril. Las expectativas de inflación a tres años vista descendieron hasta el 2,3 % en mayo y en junio, desde el 2,4 % de abril. Las expectativas de inflación a uno y tres años vista permanecieron por debajo de la tasa de inflación pasada percibida, lo que sugiere que se espera que el proceso de desinflación continúe.

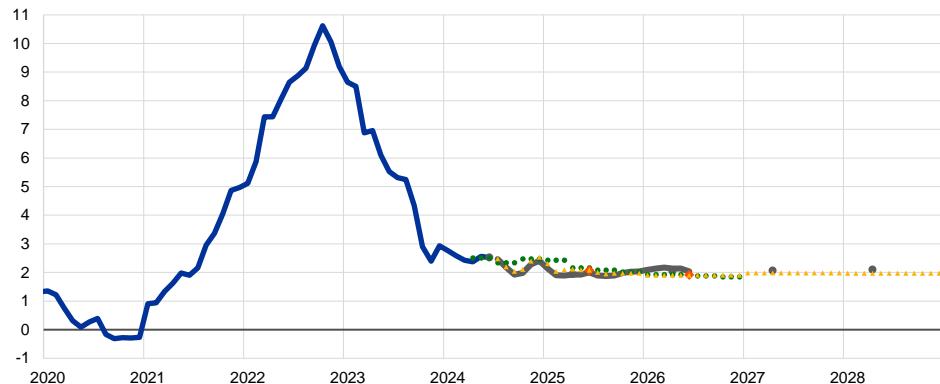
Gráfico 12

Inflación general, proyecciones y expectativas de inflación

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

(tasas de variación interanual)

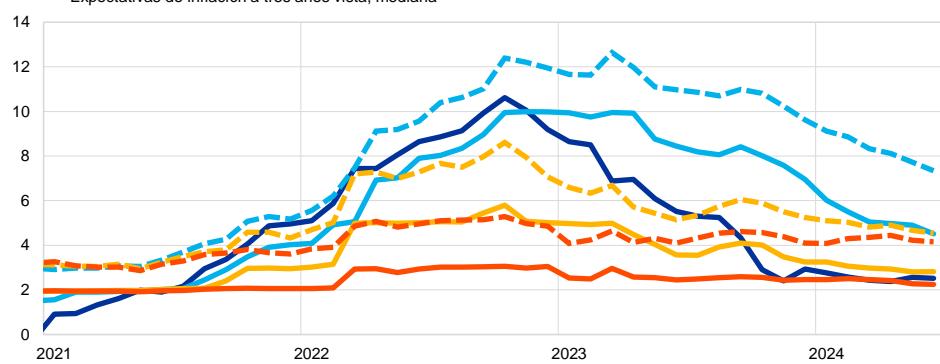
- IAPC
- Fixings (17 de julio de 2024)
- Indicadores de mercado de la compensación por inflación (17 de julio de 2024)
- Proyecciones macroeconómicas del Eurosistema (junio de 2024)
- ◆ SMA (julio de 2024)
- ◆ EPE (III TR 2024)
- ▲ Consensus Economics (julio de 2024)



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

(tasas de variación interanual)

- IAPC
- Percepción de inflación pasada, mediana
- Expectativas de inflación a un año vista, mediana
- Expectativas de inflación a tres años vista, mediana



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, CES, EPE, SMA, proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2024 y cálculos del BCE.

Notas: Las series de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basan en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 17 de julio de 2024. Los *inflation fixings* son contratos de *swaps* vinculados a publicaciones mensuales específicas de la inflación interanual medida por el IAPC, excluido el tabaco, de la zona del euro. La encuesta EPE correspondiente al tercer trimestre de 2024 se realizó entre el 2 y el 5 de julio de 2024. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue julio de 2024. En la CES, las líneas discontinuas representan la media, y las líneas continuas la mediana. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema fue el 15 de mayo de 2024. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2024.

4

Evolución de los mercados financieros

Durante el período de referencia comprendido entre el 6 de junio y el 17 de julio de 2024, la evolución de los mercados financieros de la zona del euro reflejó las expectativas sobre la senda de la inflación y la posibilidad de nuevos recortes de los tipos de interés de la política monetaria en los próximos meses. En las semanas que siguieron a la decisión del Consejo de Gobierno de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos adoptada en su reunión de junio, la curva de tipos libres de riesgo de la zona del euro se desplazó a la baja, y los inversores descontaron nuevos recortes acumulados de 46 puntos básicos para el final de 2024. La volatilidad implícita en las opciones de las expectativas sobre los tipos de interés oficiales se mantuvo en niveles elevados, aunque muy por debajo de los máximos alcanzados a finales de 2022 y a principios de 2023. Los movimientos observados en los mercados de deuda soberana de la zona del euro estuvieron determinados por las elecciones nacionales. Pese a la volatilidad inicial, gran parte de las variaciones que se registraron en los diferenciales soberanos habían revertido al final del período analizado. Los precios de las acciones de la zona del euro disminuyeron tanto en el sector financiero como en el de sociedades no financieras, debido a una percepción del riesgo algo menos favorable en la zona. Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se incrementaron en el segmento de alta rentabilidad y se mantuvieron prácticamente estables en las empresas de grado de inversión. En los mercados de divisas, el euro se apreció levemente frente al dólar estadounidense, al igual que su tipo de cambio efectivo.

Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro han disminuido ligeramente desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio. El tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en el 3,7 % durante el período analizado, tras la decisión ampliamente anticipada de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos que adoptó el Consejo de Gobierno en su reunión de junio. Entre el 6 de junio y el 17 de julio, el exceso de liquidez descendió en alrededor de 131 mm de euros, hasta una cifra de 3.071 mm de euros. Este descenso fue consecuencia, principalmente, de los reembolsos, en junio, 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. La curva *forward* del OIS (*overnight index swap*), que se basa en el €STR , registró una caída de alrededor de 20 puntos básicos en los vencimientos a un año y de 26 puntos básicos en los vencimientos a dos años, lo que refleja, en general, expectativas de una relajación más sustancial de la política monetaria. A pesar del descenso general, en la primera parte del período analizado los mercados financieros descontaban un endurecimiento de la política monetaria. Estos movimientos revirtieron a raíz de la publicación de datos más moderados, en particular una tasa de inflación más baja de lo previsto en Estados Unidos en junio, así como del deterioro de la percepción del riesgo en Europa asociado a la incertidumbre política en Francia. La volatilidad implícita en las opciones de los tipos *forward* a corto plazo aumentó ligeramente, pero se mantuvo muy por debajo de los

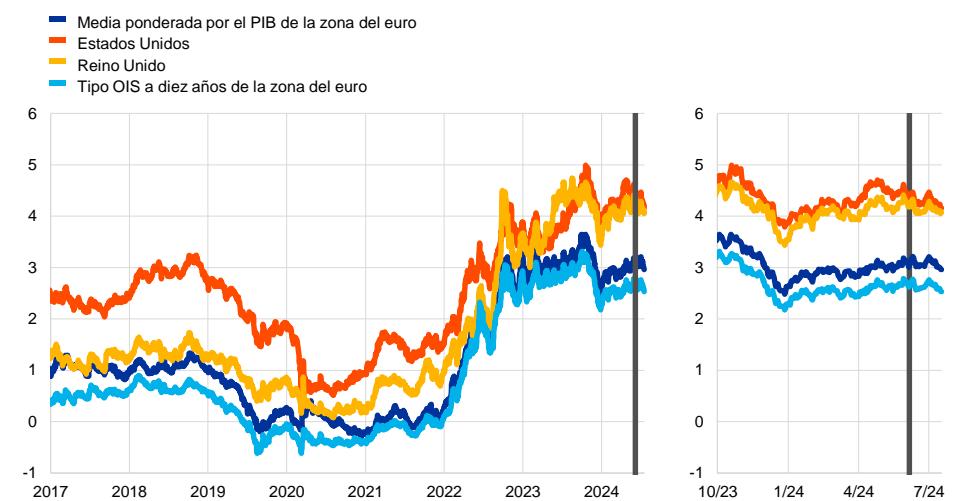
máximos alcanzados a finales de 2022 y a principios de 2023. Al final del período de referencia, los mercados habían descontado recortes acumulados de los tipos de unos 46 puntos básicos para el final de 2024. Los tipos libres de riesgo a más largo plazo de la zona del euro disminuyeron durante el período considerado. Por ejemplo, el tipo de interés nominal libre de riesgo a diez años de la zona del euro se situó en el 2,5 % y finalizó el período analizado con un descenso total de 12 puntos básicos.

Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a largo plazo con respecto a los tipos libres de riesgo se incrementaron muy levemente en un contexto de incertidumbre política en Francia (gráfico 13). Al final del período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se situaba en el 3 %, 10 puntos básicos menos que al principio del período analizado, lo que implica que el diferencial con respecto al tipo libre de riesgo a diez años de la zona del euro prácticamente no varió, dado que solo aumentó 2 puntos básicos. Esta ampliación del diferencial ponderado por el PIB obedeció, en su mayor parte, a los movimientos registrados por el diferencial soberano francés con respecto al OIS, que se incrementó en 15 puntos básicos en el período analizado después de que el 9 de junio se anunciasen elecciones legislativas anticipadas. El aumento de los diferenciales soberanos de Francia, de hasta 22 puntos básicos, se contagió inicialmente a otros países de la zona del euro, mientras que el diferencial de la deuda soberana alemana se redujo como consecuencia de los desplazamientos de fondos hacia activos de mayor calidad. Al final del período de referencia, los movimientos observados en otras economías de la zona del euro habían revertido en general, ya que el diferencial soberano de Italia había retrocedido 3 puntos básicos, el de Alemania no había variado y los diferenciales de otros países mostraron una evolución similar sin apenas variaciones. Fuera de la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos se redujo 13 puntos básicos y se situó en el 4,2 %, mientras que el del Reino Unido se amplió en 10 puntos básicos, hasta el 4,1 %.

Gráfico 13

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

(porcentajes)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de junio de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 17 de julio de 2024.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro se incrementaron en el segmento de alta rentabilidad y se mantuvieron prácticamente estables en las empresas de grado de inversión. Al final del período considerado, los diferenciales de las empresas de grado de inversión se habían incrementado solo un punto básico. En cambio, los diferenciales del segmento de alta rentabilidad de la zona del euro habían aumentado en 23 puntos básicos en un contexto de mayor aversión al riesgo, tanto en el sector financiero como en el de sociedades no financieras.

Los precios de las acciones de la zona del euro disminuyeron en el sector financiero y en el de sociedades no financieras, debido al deterioro de la percepción del riesgo en la zona. Durante el período de referencia, los índices bursátiles amplios de la zona del euro registraron una caída del 3,4 %, a diferencia de sus equivalentes de Estados Unidos, que se anotaron una subida del 4,5 %. En términos netos, las cotizaciones de las sociedades no financieras de la zona del euro descendieron un 4,4 %, mientras que las de los bancos y de otras entidades financieras de la zona disminuyeron un 0,8 % y un 1,2 %, respectivamente, y en Francia se vieron particularmente afectadas. En Estados Unidos, los precios de las acciones subieron en todos los sectores, con un aumento del 4 % en el caso de las sociedades no financieras, el 11,1 % en los bancos y el 7,5 % en otras entidades financieras.

El tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense se apreció levemente (+0,6 %), al igual que el tipo de cambio efectivo (+0,5 %) (gráfico 14). Al comienzo del período considerado, el dólar estadounidense se fortaleció en términos nominales hasta alcanzar los niveles de octubre de 2023. Esta evolución se vio respaldada por un mercado de trabajo todavía resiliente y por el resultado de

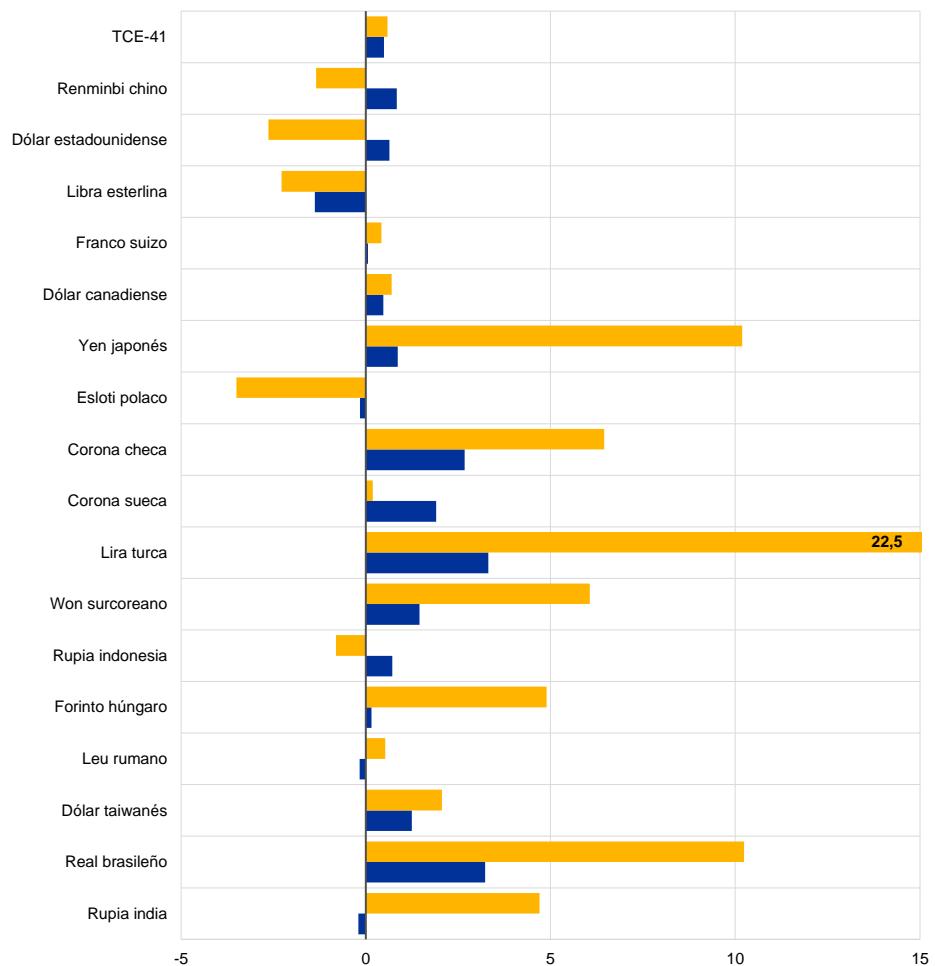
la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de junio, cuyo tono se percibió como (ligeramente) restrictivo. Al mismo tiempo, los datos menos favorables de lo esperado correspondientes a los índices de precios de consumo publicados en mayo y en junio moderaron la evolución del dólar (que en total se había depreciado un 0,6 % al final del período analizado). 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 ligeramente (+0,5 %). La moneda única se depreció frente a la libra esterlina (-1,4 %), dadas las menores expectativas de que el Banco de Inglaterra recortase los tipos de interés en verano. En cambio, el euro se apreció frente al renminbi chino (+0,8 %) y también siguió fortaleciéndose frente a la corona sueca (+1,9 %) y al dólar canadiense (+0,5 %), lo que en este último caso se vio favorecido por la reducción de los tipos de interés por parte del Banco de Canadá en junio. Por último, la moneda única se apreció frente al yen japonés (+0,9 %). La moneda japonesa se situó en un mínimo de 30 años frente al dólar estadounidense durante el período analizado, pero se apreció notablemente el 11 y el 12 de julio, a raíz de lo que, según sospecharon los participantes en los mercados, eran intervenciones en el mercado de divisas.

Gráfico 14

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

(tasas de variación)

- █ Desde el 6 de junio de 2024
- █ Desde el 17 de julio de 2023



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 17 de julio de 2024.

5

Condiciones de financiación y evolución del crédito

En mayo de 2024, los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito y los tipos de interés de los préstamos bancarios se mantuvieron en niveles elevados. Las tasas de crecimiento del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares permanecieron estables en niveles próximos a cero, como consecuencia de los altos tipos de interés de los préstamos, del débil crecimiento económico y de unos criterios de aprobación restrictivos. En el período comprendido entre el 6 de junio y el 17 de julio de 2024, el coste de la financiación de las sociedades no financieras mediante valores de renta fija disminuyó, mientras que el de la financiación mediante acciones se incrementó. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2024, los criterios de aprobación del crédito se endurecieron ligeramente en el segundo trimestre del año, mientras que los aplicados a los préstamos hipotecarios experimentaron una relajación moderada. La demanda de préstamos de las empresas cayó levemente, mientras que la demanda de hipotecas de los hogares se incrementó por primera vez desde principios de 2022. Según la última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés), menos empresas de la zona del euro indicaron que las condiciones de financiación se habían endurecido en el segundo trimestre en comparación con el primero. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) continuó recuperándose gradualmente, apoyada en las 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. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de la zona del euro se mantuvo sin variación en mayo, en el 2,07 % (panel a del gráfico 15). La rentabilidad de los bonos bancarios permaneció básicamente estable entre mayo y julio (panel b del gráfico 15), pese al aumento de los diferenciales de estos instrumentos debido a la mayor incertidumbre política acerca de los resultados de las elecciones europeas y francesas. Los tipos de interés agregados de los depósitos, que representan la mayor parte de los costes de financiación de las entidades de crédito, se mantuvieron inalterados en general en mayo, aunque esta evolución enmascara una heterogeneidad considerable entre países. Los tipos de interés de los depósitos a plazo se redujeron marginalmente, mientras que los de los depósitos a la vista apenas variaron, lo que dio lugar a un ligero estrechamiento del amplio diferencial de tipos entre ambos instrumentos. Los tipos de interés de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses permanecieron constantes, mientras que los aplicados a los depósitos disponibles con preaviso de más de tres meses aumentaron levemente.

Las operaciones de financiación del banco central continuaron disminuyendo paulatinamente, lo que contribuyó a aumentar los costes de financiación de las entidades de crédito. Las entidades han realizado reembolsos adicionales (tanto obligatorios como voluntarios) de la financiación obtenida en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). El 26 de junio de 2024 se reembolsaron 64,5 mm de euros de la tercera serie de operaciones (TLTRO III). Desde la recalibración de las condiciones de las

TLTRO III, con fecha efectiva el 23 de noviembre de 2022, las entidades han reembolsado un importe total de 2.037 mm de euros de la financiación obtenida en estas operaciones, lo que supone una reducción de los saldos vivos del 96 %⁶. En un entorno de retirada progresiva de las TLTRO y de disminución de los depósitos, las entidades han incrementado sus emisiones de bonos, que se remuneran por encima de los tipos de interés de los depósitos y de los tipos oficiales.

Los balances de las entidades de crédito han mostrado solidez en general, pese a la debilidad del entorno económico y a la mayor incertidumbre. En el primer trimestre de 2024, las entidades siguieron mejorando su capitalización y mantuvieron ratios de capital muy por encima de los requerimientos de capital de nivel 1 ordinario (CET1), asegurando un sistema bancario bien capitalizado capaz de satisfacer de forma sostenible las necesidades de crédito de la economía real. La rentabilidad bancaria continuó siendo elevada en el primer trimestre, en un entorno de niveles todavía relativamente bajos de las provisiones para insolvencias y de amplios márgenes de intermediación. Sin embargo, los márgenes crédito-depósito de las nuevas operaciones y los saldos vivos descendieron progresivamente hasta mayo, desde los máximos observados a mediados de 2023. Los préstamos dudosos siguieron incrementándose gradualmente desde los bajos niveles registrados en el primer trimestre del año. El número de insolvencias empresariales y la proporción de préstamos en vigilancia especial (*stage 2*), especialmente de las empresas pequeñas, se elevaron ligeramente, lo que apunta a nuevos aumentos de los préstamos dudosos, a un deterioro de la calidad de los activos y a mayores costes de provisiones para las entidades de crédito en el futuro.

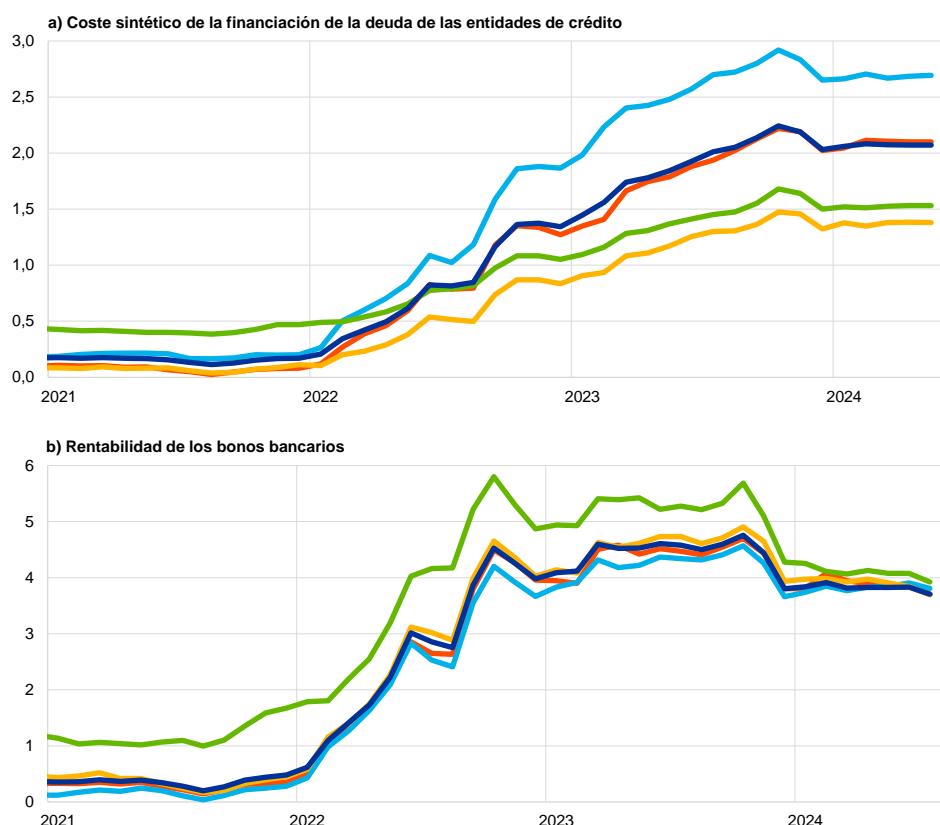
⁶ Véase «[El BCE recalibra sus operaciones de financiación con objetivo específico para ayudar a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo](#)», *nota de prensa*, BCE, 27 de octubre de 2022.

Gráfico 15

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

(porcentajes)

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



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 mayo de 2024 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito y al 17 de julio de 2024 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

Los tipos de interés del crédito bancario a las empresas y a los hogares se mantuvieron en niveles elevados. En mayo, los tipos de interés aplicados a los préstamos a empresas se situaron en el 5,10 %, un descenso con respecto al 5,18 % observado el mes anterior y por debajo del máximo del 5,27 % alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 16), en un entorno de heterogeneidad entre países de la zona del euro y plazos de vencimiento. La disminución registrada en mayo fue más acusada en el caso de los préstamos con cortos períodos de fijación de los tipos (hasta un año), mientras que los tipos de los préstamos con períodos de fijación más largos aumentaron ligeramente. 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 sigue siendo reducido, pero se incrementó en 0,43 puntos porcentuales en mayo en comparación con abril, cuando registró el nivel más bajo desde la pandemia, y refleja los tipos

más reducidos aplicados a los segundos y los tipos más altos aplicados a los primeros. Los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda no variaron por tercer mes consecutivo y se situaron en el 3,80 % en mayo, un nivel que sigue siendo elevado en términos históricos, pero inferior al máximo del 4,02 % observado en noviembre de 2023 (gráfico 16). Los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para consumo repuntaron en mayo y mostraron señales de estabilización en niveles altos, en un entorno de cierta volatilidad, mientras que los tipos de los préstamos a empresarios individuales permanecieron estables.

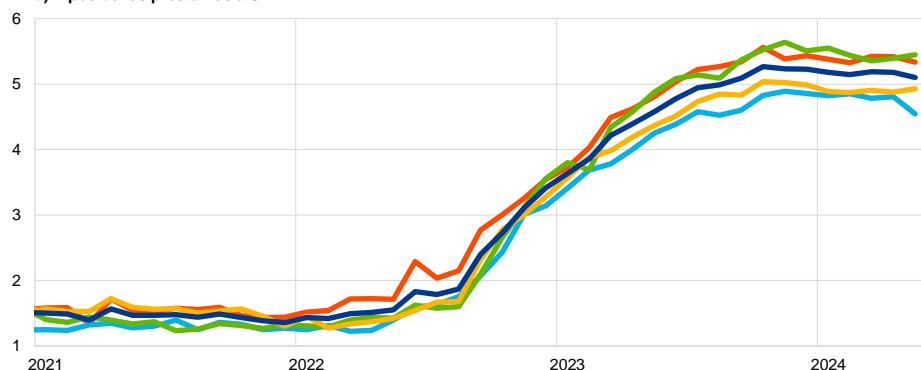
Gráfico 16

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

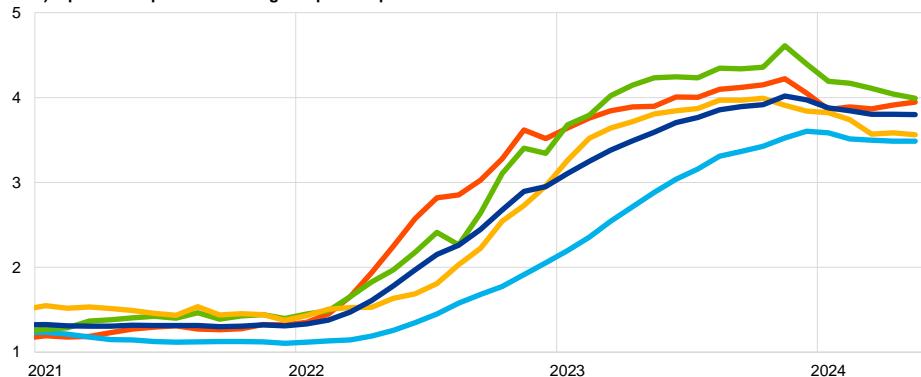
(porcentajes)

- 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.

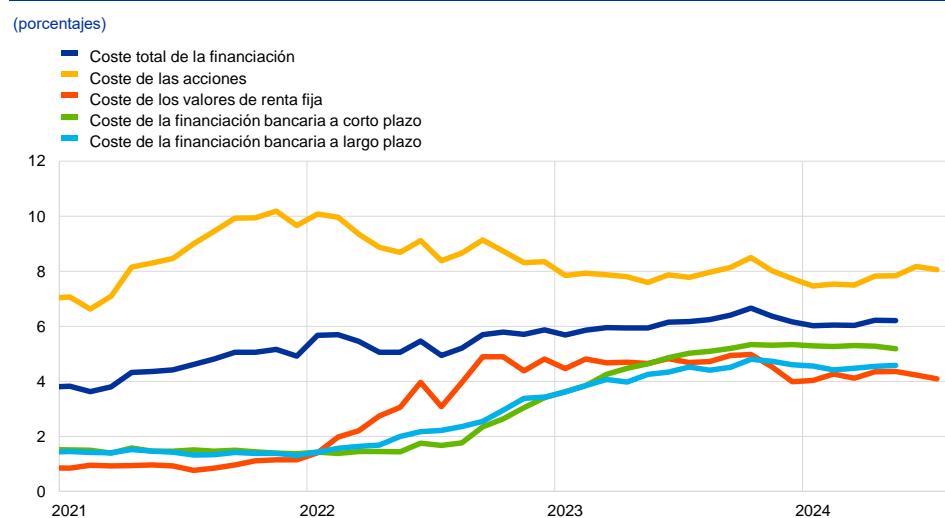
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024.

En el período comprendido entre el 6 de junio y el 17 de julio de 2024, el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija disminuyó, mientras que el de su financiación 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 mantuvo en el 6,2 % en mayo, prácticamente sin variación con respecto al nivel registrado en abril y por debajo del máximo de varios años alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 17)⁷. Ninguno de los componentes del coste mostró un cambio significativo, excepto por el coste de los préstamos bancarios, que experimentó un descenso en las operaciones a corto plazo y un aumento marginal en las de vencimiento superior a un año. Los datos diarios correspondientes al período entre el 6 de junio y el 17 de julio de 2024 confirman una caída del coste de los valores de renta fija, debido a que la disminución del tipo de interés libre de riesgo (aproximado por el tipo OIS [Overnight Index Swap] a diez años) no se vio compensado por el aumento marginal de los diferenciales de los bonos emitidos por las SNF, especialmente en los segmentos de alta rentabilidad. A pesar del retroceso del tipo de interés libre de riesgo, el coste de las acciones se incrementó en el mismo período, reflejando un ascenso significativo de la prima de riesgo.

Gráfico 17

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



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 17 de julio de 2024 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a mayo 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 mayo de 2024, las tasas de crecimiento interanual del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares permanecieron estables en niveles próximos a cero, como consecuencia de los altos tipos de interés de los préstamos, del débil crecimiento económico y de unos criterios de aprobación restrictivos. Los préstamos concedidos a las SNF y a los hogares crecieron a tasas interanuales del 0,3 % en mayo, algo por encima del 0,2 % observado en abril en ambos sectores (gráfico 18). Estas tasas de avance interanual han fluctuado en torno a estos niveles bajos desde principios de 2024. La persistente debilidad del

⁷ 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 mayo de 2024.

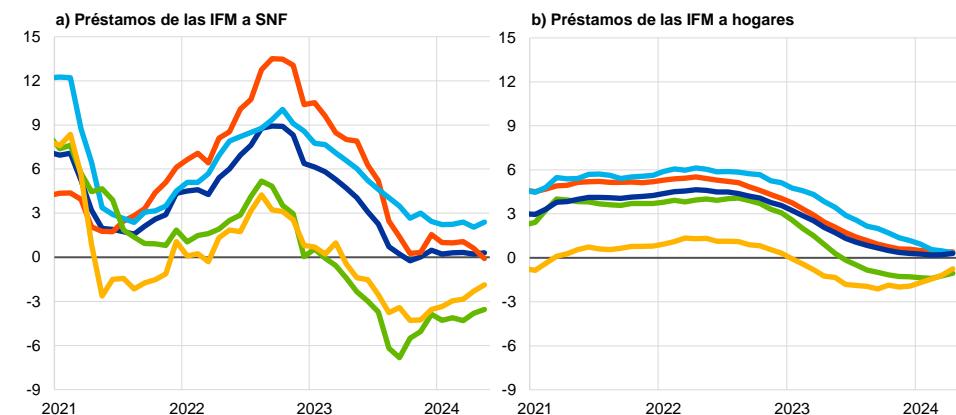
crecimiento de los préstamos refleja la falta de dinamismo del crédito registrada desde principios de 2023 a causa de la atonía de la demanda agregada, de unos criterios de concesión restrictivos y del impacto moderador del endurecimiento de la política monetaria como consecuencia de las subidas de los tipos de interés de los préstamos. El avance del crédito hipotecario continuó siendo tenue, mientras que el crédito para consumo mantuvo una resiliencia relativa y los préstamos para otros fines, que incluyen los concedidos a empresarios individuales, siguieron contrayéndose, aunque a un ritmo menor. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de mayo de 2024 mostraron que un porcentaje neto todavía elevado de encuestados, aunque cada vez menor, señalaba que el acceso al crédito se había endurecido en los doce meses anteriores y esperaba que dicho acceso resultara incluso más difícil en los doce meses siguientes.

Gráfico 18

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

(tasas de variación interanual)

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



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 nocial de tesorería (*national cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2024.

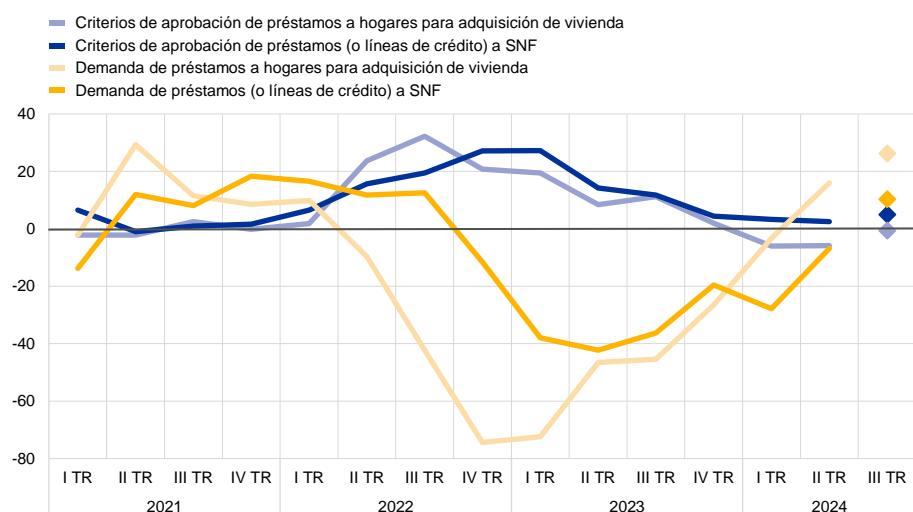
En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2024, las entidades de crédito señalaron que se había producido un ligero endurecimiento adicional de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y una nueva relajación moderada de los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en el segundo trimestre de 2024 (gráfico 19). El endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos a empresas, que se vio acompañado de un aumento adicional del porcentaje de solicitudes denegadas, se sumó al sustancial endurecimiento acumulado observado desde 2022. La tolerancia al riesgo de las entidades de crédito fue el principal factor determinante del endurecimiento neto, mientras que su percepción de riesgos fue menos relevante que durante el ciclo de subidas de tipos. En Francia y en Alemania se indicó un endurecimiento neto de los criterios de aprobación, mientras que solo

los bancos italianos señalaron una relajación neta. Las entidades también indicaron un aumento de las tasas de solicitudes de crédito denegadas y un endurecimiento adicional de los criterios de concesión del crédito para consumo, debido fundamentalmente a la percepción de riesgos asociada a las perspectivas económicas y a la solvencia de los prestatarios. La relajación de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda estuvo determinada por las presiones competitivas y coincidió con una disminución del porcentaje de solicitudes denegadas. Las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas experimenten un nuevo endurecimiento moderado y que los aplicados a los préstamos a hogares se mantengan prácticamente sin variación en el tercer trimestre de 2024.

Gráfico 19

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

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



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

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

Las entidades de crédito señalaron una disminución adicional de la demanda de préstamos por parte de las empresas y un aumento de la procedente de los hogares en el segundo trimestre de 2024. El descenso de la demanda de préstamos a empresas, que fue sustancialmente menor que en el trimestre anterior, se debió sobre todo a los elevados tipos de interés y a la debilidad de la inversión en capital fijo, aunque también hubo una ligera contribución positiva de las existencias y del capital circulante. La demanda de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito para consumo se incrementó por primera vez desde mediados de 2022 como consecuencia, principalmente, de la mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda, de la confianza de los consumidores y del gasto en bienes duraderos. El repunte de la demanda neta de préstamos para adquisición de

vivienda fue más débil de lo que las entidades habían esperado en el trimestre anterior, pero más intenso en el caso del crédito para consumo. Para el tercer trimestre de 2024, las entidades prevén un crecimiento moderado de la demanda de préstamos a empresas que, si se materializara, sería el primero observado desde el tercer trimestre de 2022. Además, esperan un aumento de la demanda de préstamos a hogares, que será sustancialmente más elevada en el caso de los destinados a adquisición de vivienda que en el del crédito para consumo.

Según las entidades encuestadas, el acceso a la financiación mejoró en la mayoría de los segmentos del mercado, pero se espera que se deteriore en todos ellos en el tercer trimestre de 2024. El acceso de las entidades de crédito a la financiación mejoró en los mercados de valores de renta fija y, en menor medida, en los mercados monetarios. El acceso a la financiación minorista se mantuvo casi sin variación en general, pero siguió deteriorándose ligeramente en el caso de la financiación a corto plazo. El deterioro del acceso a la financiación previsto para el tercer trimestre de 2024 estuvo impulsado por los bancos franceses, lo que podría deberse a la mayor incertidumbre política dado que la encuesta se llevó a cabo después del anuncio de elecciones legislativas anticipadas en Francia, pero antes de que se celebrara la primera ronda de dichas elecciones.

El riesgo de crédito percibido en las carteras de préstamos de las entidades propició un endurecimiento moderado de las condiciones aplicadas a los préstamos en la primera mitad de 2024, mientras que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas mostraron cierta heterogeneidad entre sectores económicos, con un fuerte endurecimiento en el sector inmobiliario comercial. Las entidades señalaron que las ratios de préstamos dudosos y otros indicadores de la calidad crediticia habían contribuido al endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos a empresas y del crédito para consumo en la primera mitad de 2024, y habían tenido un efecto básicamente neutral en los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda. Como en el pasado, el aumento de la percepción de riesgos y la menor tolerancia al riesgo de los bancos, así como la mayor presión procedente de los requerimientos supervisores o regulatorios, fueron los principales factores que explican la contribución de las ratios de préstamos dudosos al endurecimiento de las condiciones de los préstamos. Los criterios de concesión aplicados a las empresas se endurecieron de nuevo en todos los sectores económicos en la primera mitad de 2024, siendo este endurecimiento neto desde muy ligero en los servicios y las manufacturas hasta relativamente significativo en el sector inmobiliario comercial. Las entidades también señalaron una disminución neta de la demanda de préstamos y líneas de crédito en la mayoría de los sectores económicos, excepto en los servicios. En la segunda mitad de 2024, las entidades de crédito de la zona del euro esperan un endurecimiento neto de las condiciones aplicadas a los préstamos, combinado con un incremento neto moderado de la demanda de crédito en la mayor parte de los sectores económicos, salvo en la construcción y el sector inmobiliario comercial.

Los riesgos climáticos y las medidas relacionadas continuaron contribuyendo al endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos a empresas

marrones. Las entidades de la zona del euro indicaron que, en los doce meses anteriores, los riesgos climáticos de las empresas y sus medidas para afrontar el cambio climático habían seguido contribuyendo al endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a empresas marrones (aquellas que contribuyen de forma significativa al cambio climático y que aún no han comenzado o han avanzado poco en la transición), aunque en menor medida de lo esperado. Sin embargo, los mismos factores habían vuelto a propiciar una relajación neta de los préstamos a empresas verdes (aquellas que no contribuyen o contribuyen poco al cambio climático) y a compañías en transición (las que contribuyen al cambio climático, pero están realizando avances importantes en la transición). Según las entidades, el riesgo físico era el principal factor determinante del endurecimiento de sus criterios de aprobación. En los doce meses siguientes, las entidades de la zona del euro esperan que estos riesgos contribuyan a un endurecimiento neto algo más acusado de los criterios de concesión de préstamos a empresas marrones, si bien prevén una relajación neta ligeramente mayor en el caso de los préstamos a empresas verdes y en transición.

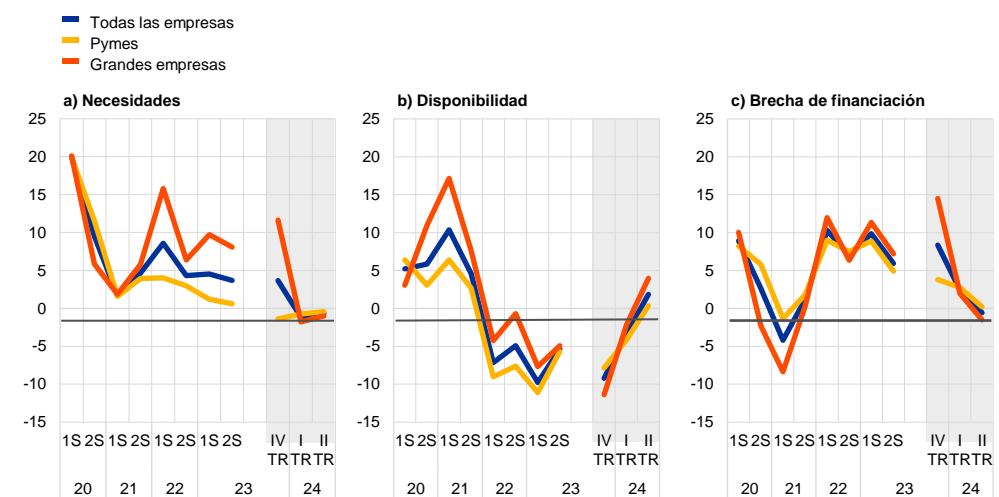
Según la encuesta SAFE, menos empresas de la zona del euro indicaron que las condiciones de financiación se habían endurecido en el segundo trimestre de 2024 en comparación con el primero. Los porcentajes netos de empresas que señalaron aumentos de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios y de otros costes de financiación (como gastos y comisiones) descendieron hasta situarse, respectivamente, en el 31 % (frente al 43 % en el trimestre precedente) y en el 28 % (frente al 37 %). Como en el primer trimestre de 2024, pocas empresas señalaron obstáculos para obtener un préstamo bancario.

Las empresas también indicaron un ligero aumento de la disponibilidad y una leve reducción de la necesidad de préstamos bancarios, lo que se tradujo en una pequeña disminución de la brecha de financiación bancaria. El porcentaje neto de empresas que comunicaron un incremento de la disponibilidad de préstamos bancarios fue del 2 % en el segundo trimestre de 2024, frente al 3 % neto de empresas que señalaron un deterioro en el trimestre anterior (gráfico 20). Esta variación es atribuible principalmente a las grandes empresas, ya que, en promedio, las pequeñas y medianas empresas (pymes) no indicaron ningún cambio. En el segundo trimestre, en términos netos, el 1 % de las empresas señalaron una disminución de la necesidad de préstamos bancarios (valor estable con respecto al trimestre anterior) en todos los tamaños de empresas. Por consiguiente, la variación de la brecha de financiación (la diferencia estimada entre la variación de la necesidad de préstamos bancarios y la variación de su disponibilidad) fue negativa para el 1 % de las empresas, en términos netos, frente al 2 % neto que indicó un aumento de la brecha en el trimestre anterior. Sin embargo, por tamaños, la variación de la brecha de financiación fue negativa para el 2 % neto de las grandes empresas, al tiempo que se mantuvo estable para las pymes. De cara al futuro, las empresas esperan una mejora adicional de la disponibilidad de financiación externa en los tres próximos meses, siendo más optimistas las de mayor tamaño que las pymes.

Gráfico 20

Variación de las necesidades y la disponibilidad de préstamos bancarios y de la brecha de financiación de las empresas de la zona del euro

(porcentaje neto de encuestados)



Fuentes: SAFE y cálculos del BCE.

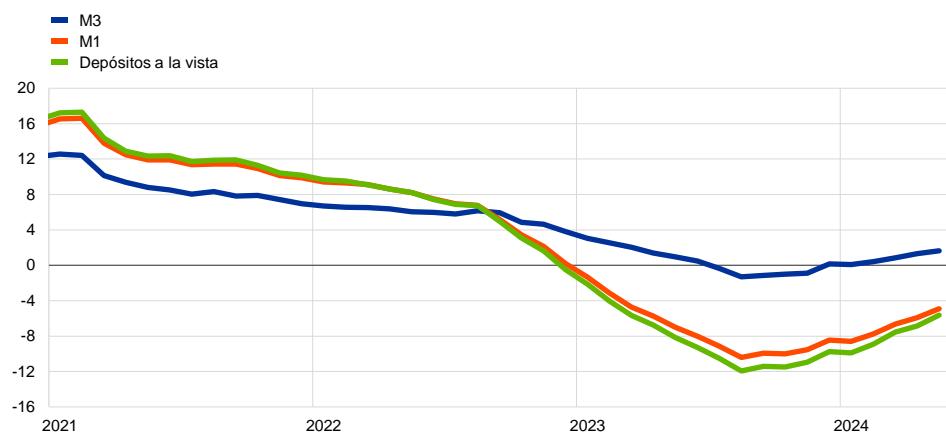
Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Las cifras se basan en las empresas para las que el instrumento correspondiente es relevante (es decir, lo han utilizado o han considerado utilizarlo). Los encuestados que respondieron «no aplicable» o «no sé» se han excluido. El porcentaje neto es la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de un factor determinado y el de aquellas que señalan una disminución. Las cifras se refieren a las ediciones 23 a 31 de la encuesta SAFE (entre abril-septiembre de 2020 y abril-junio de 2024). En el eje de abscisas, «1S» se refiere al período de referencia comprendido entre el segundo y el tercer trimestre, y «2S» corresponde al período de referencia entre el cuarto trimestre y el primer trimestre del año siguiente. La zona sombreada en gris de los gráficos refleja las respuestas a la misma pregunta, pero en base trimestral. El indicador de la brecha de financiación combina las necesidades de financiación y la disponibilidad de préstamos bancarios en cada empresa. El Indicador de la variación percibida de la brecha de financiación adopta un valor de 1 (-1) si la necesidad aumenta (disminuye) y la disponibilidad disminuye (aumenta). Si las empresas perciben que ha aumentado (disminuido) solo uno de los dos componentes de la brecha de financiación, se asigna a la variable un valor de 0,5 (-0,5). Si el indicador es positivo, señala un incremento de la brecha de financiación. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados como porcentajes.

Los volúmenes de depósitos a plazo de las empresas y los hogares registraron un aumento adicional en mayo de 2024, aunque el desplazamiento de fondos en detrimento de los depósitos a la vista ha ido disminuyendo gradualmente. Los volúmenes de depósitos a la vista se contrajeron a un ritmo menor en mayo, ya que la tasa de crecimiento interanual se situó en el -5,6 %, frente al -6,8 % de abril (gráfico 21). La persistente preferencia de las empresas y los hogares por los depósitos a plazo y los instrumentos negociables continúa explicándose por el hecho de que su remuneración es todavía sustancialmente más elevada que la de los depósitos a la vista. Si bien los flujos de depósitos siguen mucho más orientados hacia los depósitos a plazo que en el pasado, este desplazamiento está perdiendo fuelle, 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 registraron tres entradas mensuales positivas consecutivas, aunque contenidas, entre marzo y mayo. Al mismo tiempo, las entradas de depósitos de las empresas y los hogares se vieron compensadas, en parte, por las salidas de los fondos del mercado monetario, en un entorno de descenso de los tipos de interés a corto plazo en mayo.

Gráfico 21

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 mayo de 2024.

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) de la zona del euro continuó recuperándose gradualmente en mayo de 2024, respaldada por las entradas netas del exterior. El crecimiento monetario ha ido aumentando de forma paulatina desde principios de 2024. En mayo, la tasa de avance de M3 se incrementó hasta el 1,6 %, frente al 1,3 % de abril (gráfico 21). El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1), que incluye los activos más líquidos de M3, permaneció en terreno negativo, pero siguió aumentando hasta situarse en el -4,9 % en mayo, en comparación con el -5,9 % de abril. Las entradas del exterior fueron el único factor positivo y sistemático que impulsó el crecimiento monetario, en un entorno de estancamiento de los préstamos a hogares y a empresas, de contracción continuada del balance del Eurosistema y de emisión de bonos bancarios en un contexto de reembolso de la financiación obtenida en las TLTRO.