



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 3/2024



Índice

Evolución económica, financiera y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	7
2 Actividad económica	12
3 Precios y costes	19
4 Evolución de los mercados financieros	25
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	29
Recuadros	39
1 Evolución reciente de la inflación y presiones salariales en la zona del euro y en Estados Unidos	39
2 Causas de la ralentización de la intensidad importadora del PIB en 2023	47
3 La magnitud del esfuerzo en vivienda de los hogares. Evidencia procedente de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores	52
4 La inversión residencial y el coste de uso de la vivienda en la zona del euro	60
5 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	68
6 Descomposición de la inflación medida por el IAPCX en componentes sensibles a la energía y a los salarios	73
7 El papel de los factores técnicos en los tipos <i>swap</i> de inflación de la zona del euro	79
8 El marco fiscal reformado de la UE: posibles implicaciones macroeconómicas para la zona del euro	84
Artículos	89
1 La confianza en el BCE: información procedente de la encuesta sobre las expectativas de los consumidores	89
2 ¿Qué indica la nueva evidencia microeconómica sobre precios acerca de la dinámica de la inflación y la transmisión de la política monetaria?	92

Evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

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

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

Actividad económica

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

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

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

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

Inflación

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

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

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

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

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

Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico siguen apuntando a la baja. El crecimiento podría ser menor si los efectos de la política monetaria son más intensos de lo esperado. Un debilitamiento de la economía mundial o una desaceleración adicional del comercio internacional también afectarían al crecimiento de la zona del euro. La guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y el trágico conflicto en Oriente Próximo son fuentes importantes de riesgos geopolíticos, que podrían afectar a la confianza de las empresas y de los hogares sobre el futuro y provocar disrupciones del comercio mundial. El crecimiento podría ser mayor si la inflación se reduce más rápidamente de lo previsto y la mejora de las rentas reales hace que los niveles de gasto aumenten más de lo esperado, o si la economía mundial crece más vigorosamente de lo anticipado.

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

Condiciones financieras y monetarias

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

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

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

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

Decisiones de política monetaria

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

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

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

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

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

Conclusiones

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

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

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

Entorno exterior

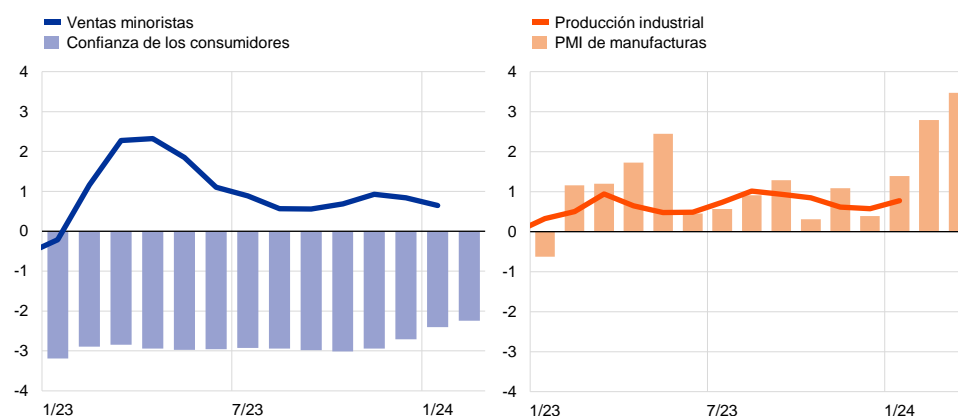
La actividad económica mundial habría mejorado ligeramente en el primer trimestre de 2024. Se espera una recuperación gradual del comercio internacional tras la debilidad observada en el cuarto trimestre del año pasado. A pesar de la persistencia de las disrupciones en el mar Rojo, los precios del transporte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

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

Gráfico 1

Indicadores de actividad global

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



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

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

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

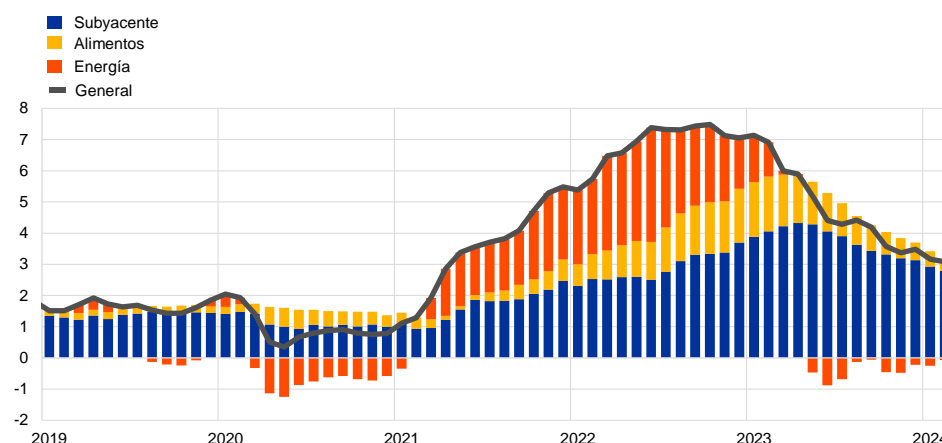
correspondiente a marzo indica que el crecimiento de los intercambios de bienes y servicios debería recuperarse gradualmente a corto plazo. La mejora de la dinámica de la producción industrial global debería sustentar asimismo el comercio. Los factores relacionados con el período posterior a la pandemia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

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

Gráfico 2

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2 Actividad económica

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

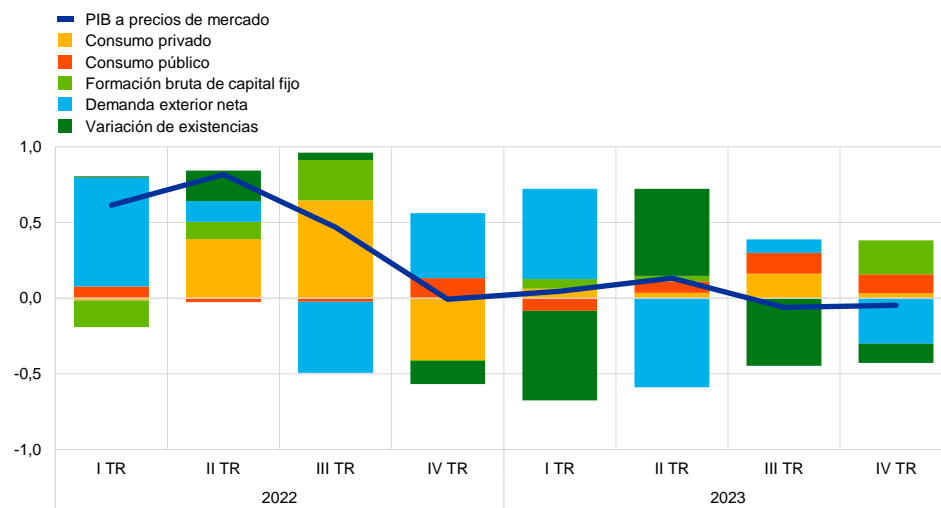
El PIB real de la zona del euro registró un crecimiento estable en el cuarto trimestre de 2023, el quinto trimestre consecutivo en el que la actividad económica se mantenía básicamente estancada². Este resultado redujo el avance del PIB en 2023 a un modesto 0,4 % (sin ajustar por días laborables), desde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

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

Gráfico 3

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

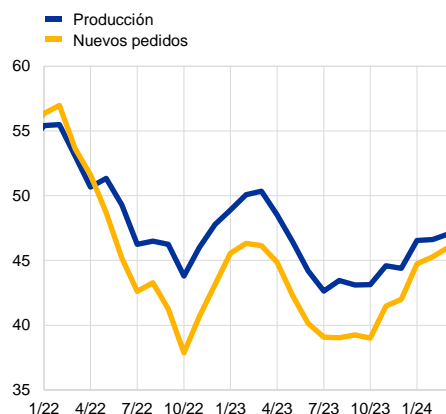
El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad registró mejoras intermensuales sucesivas en el primer trimestre hasta situarse en un valor de 50,3 en marzo, justo por encima del umbral de expansión de 50. Esta evolución sugiere que es probable que la economía de la zona del euro volviera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

Gráfico 4

PMI de distintos sectores de la economía

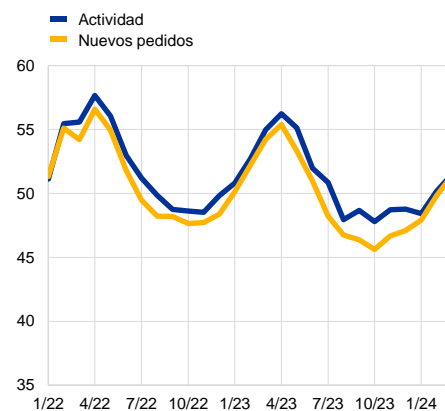
a) Manufacturas

(índices de difusión)



b) Servicios

(índices de difusión)



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2024.

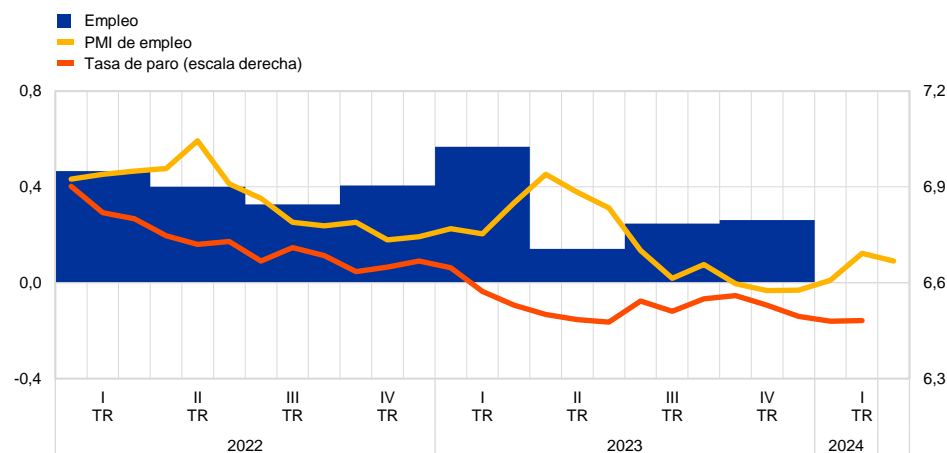
La tasa de paro se encuentra en su nivel más bajo desde que existe el euro. Al mismo tiempo, el tensionamiento del mercado laboral sigue disminuyendo gradualmente, y las empresas están anunciando menos ofertas de empleo. El

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

Gráfico 5

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

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



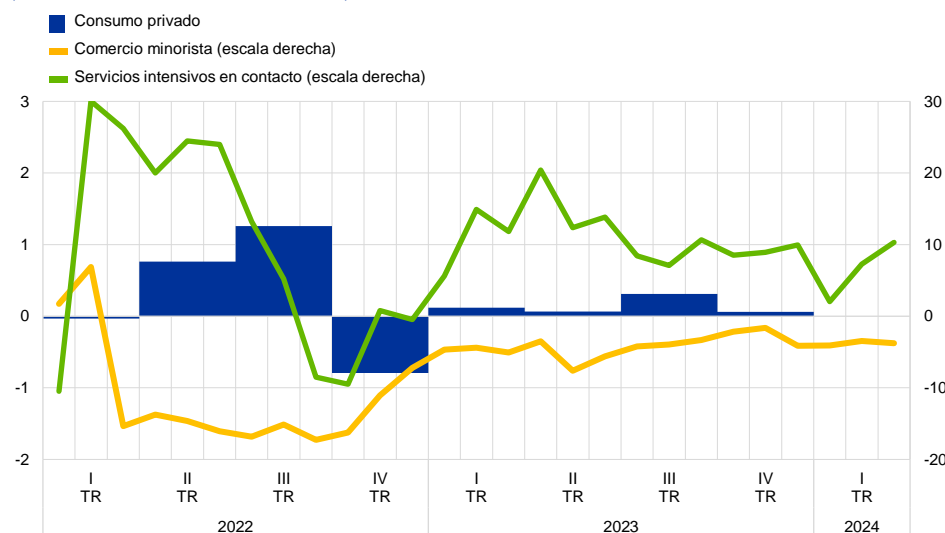
Fuentes: Eurostat, S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.

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

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

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

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

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

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

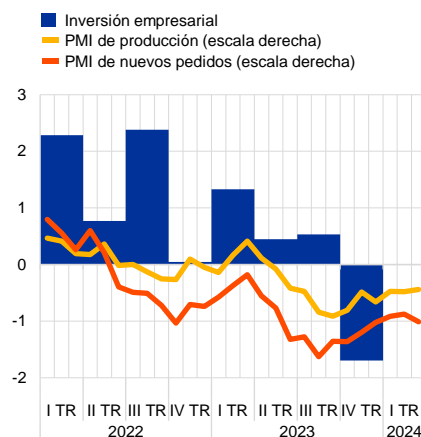
En el cuarto trimestre de 2023, la inversión sin construcción «modificada» (excluidos los activos intangibles en Irlanda) disminuyó un 1,7 %, en tasa intertrimestral (panel a del gráfico 7). La caída subyacente refleja una fuerte contracción de la inversión en maquinaria y bienes de equipo (sobre todo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

Gráfico 7

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas

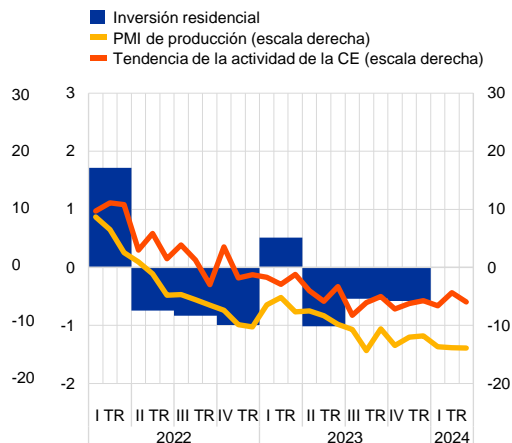
a) Inversión empresarial

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



b) Inversión residencial

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



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

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

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

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

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

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

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

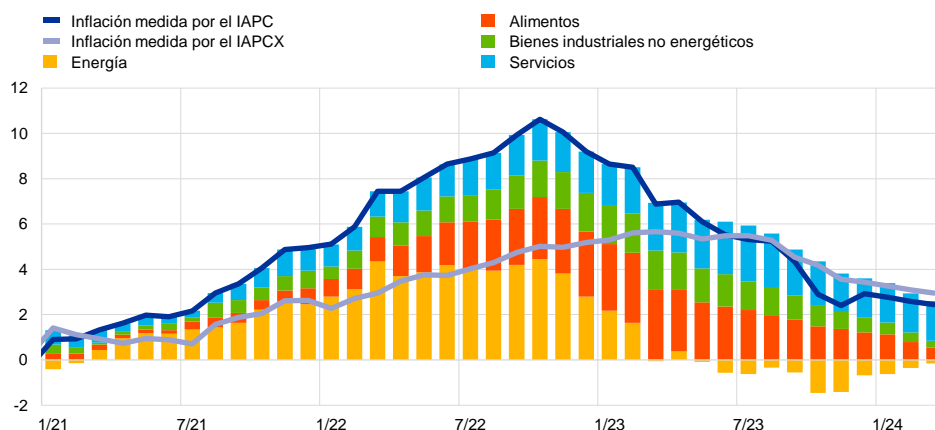
3 Precios y costes

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

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

Gráfico 8
Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2024 (estimación de avance).

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

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

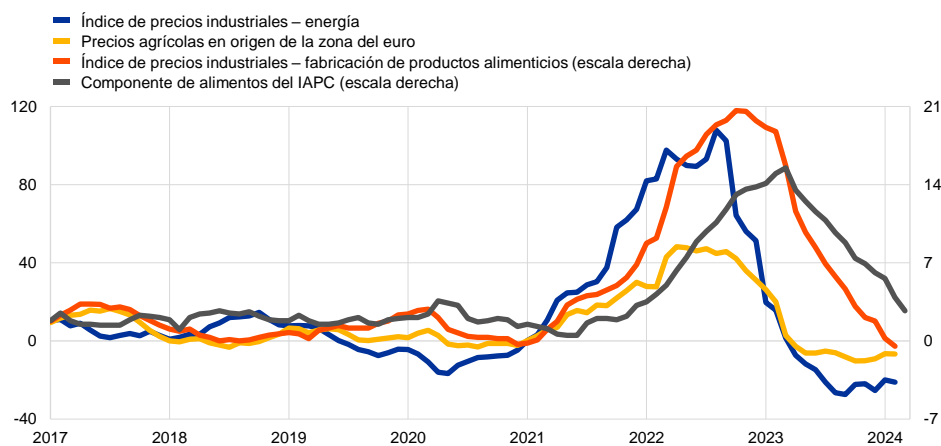
La inflación de los alimentos siguió disminuyendo y se situó en el 2,7 % en marzo, desde el 3,9 % registrado en febrero (gráfico 9). La disminución de la tasa interanual se observó en sus dos componentes principales —los alimentos elaborados y los no elaborados—, pero fue más acusada en el caso de los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

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

Gráfico 9

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

(tasas de variación interanual)



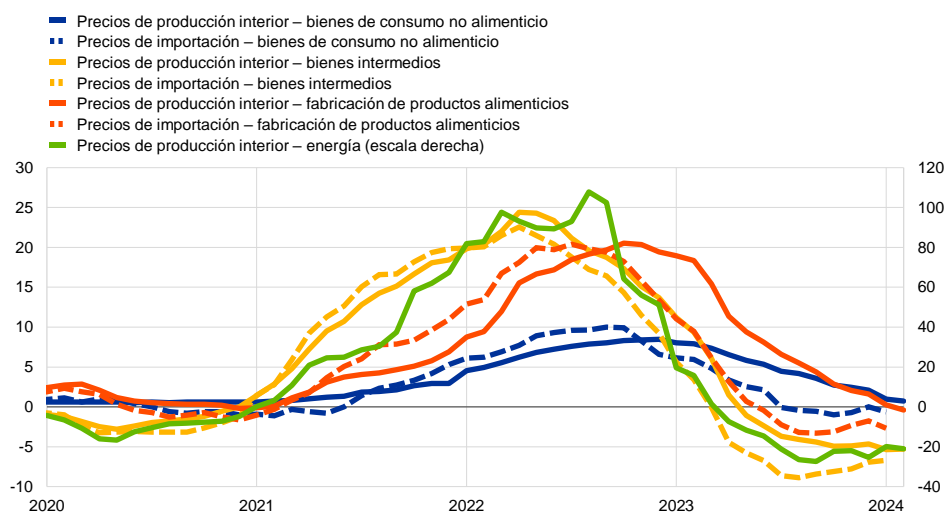
Fuente: Eurostat.

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

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

Gráfico 10
Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

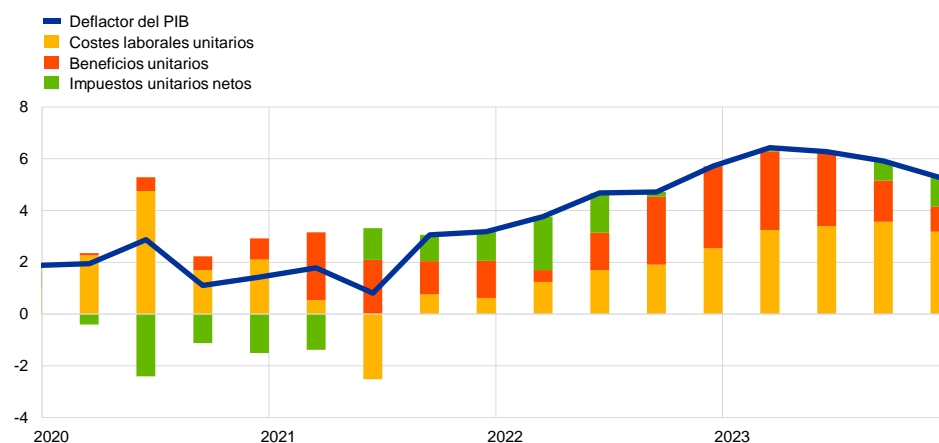
Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, disminuyeron hasta el 5,3 % en el cuarto trimestre de 2023, desde el 5,9 % observado en el trimestre precedente, debido a la menor contribución de los beneficios unitarios y de los costes laborales unitarios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

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

Gráfico 11

Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

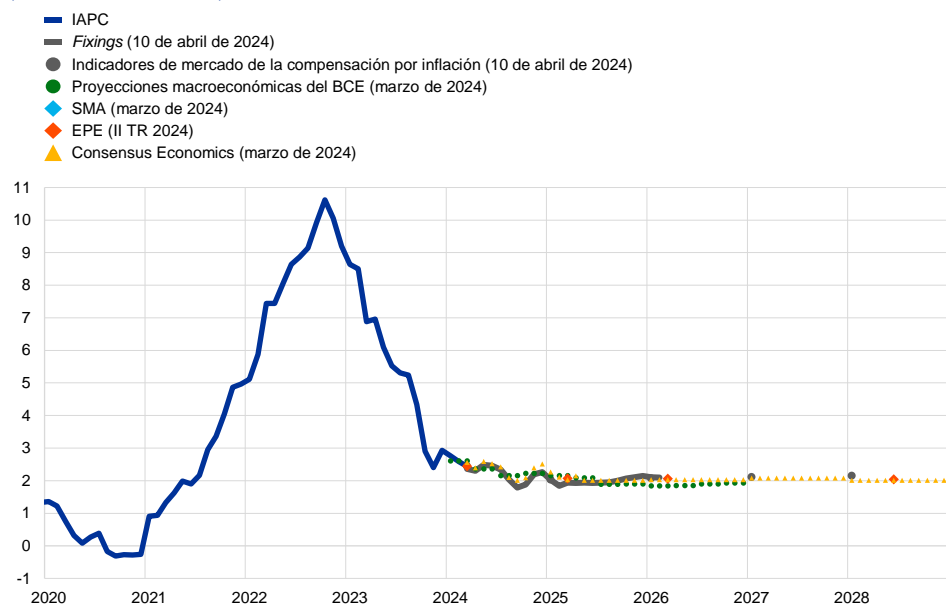
a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts* o SMA) de marzo de 2024, la media de las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2028) se situó en el 2 %. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (basados en el IAPC, excluido el tabaco) en el tramo más largo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

Gráfico 12

Inflación general, proyecciones y expectativas de inflación

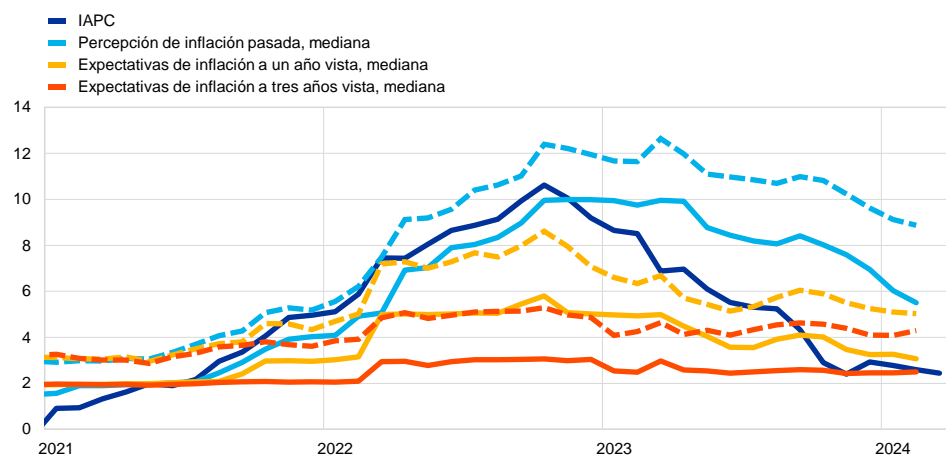
a) Inflación general, indicadores de opinión de las expectativas de inflación, proyecciones de inflación e indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)



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

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

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

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

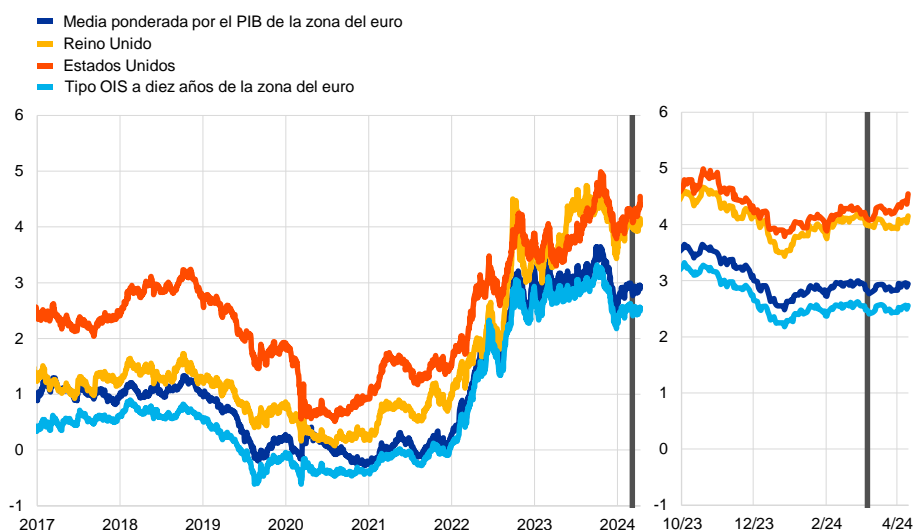
2024. Los tipos libres de riesgo a más largo plazo de la zona del euro se incrementaron ligeramente durante el período considerado. El tipo de interés nominal libre de riesgo a diez años de la zona del euro, por ejemplo, repuntó hasta situarse en el 2,7 % y finalizó el período analizado con un incremento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

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

Gráfico 13

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

(porcentajes)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

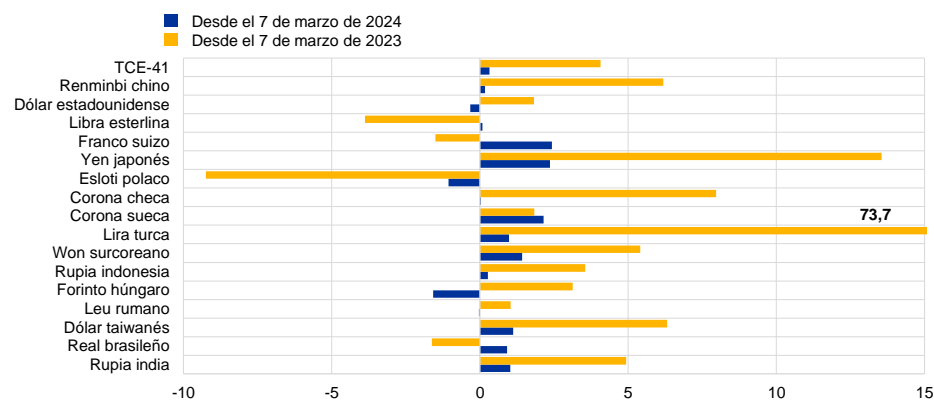
variaron, y en el caso de los bancos y en el de otras entidades financieras aumentaron un 1,7 % y un 1 %, respectivamente.

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

Gráfico 14

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

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 10 de abril de 2024.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

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

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

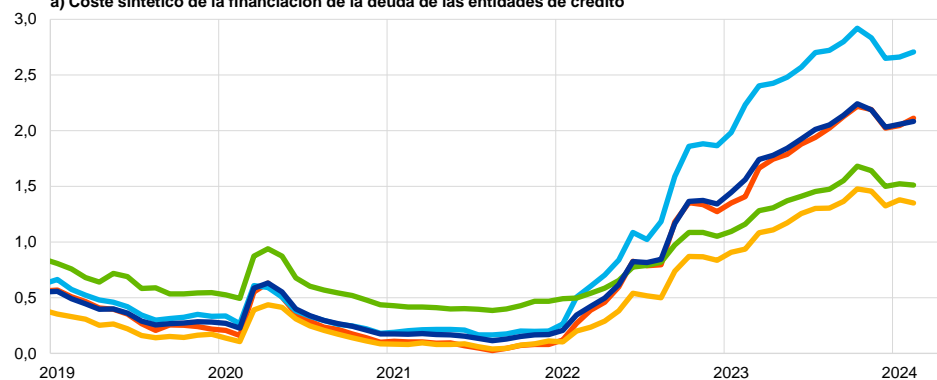
Gráfico 15

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

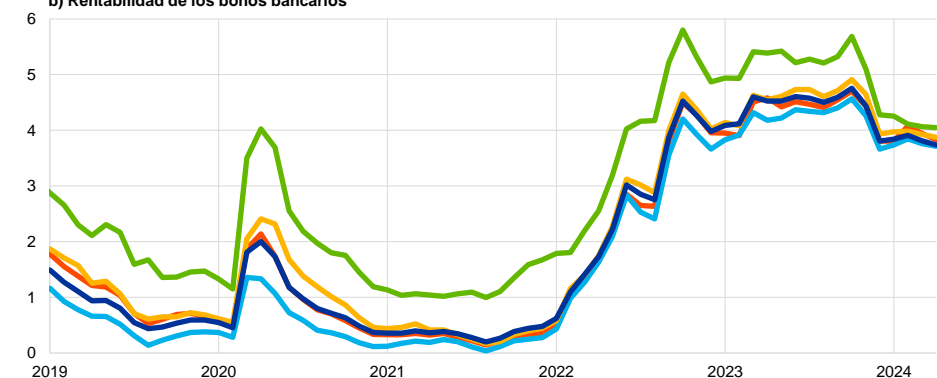
(porcentajes)

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

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



b) Rentabilidad de los bonos bancarios



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

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

Los balances de las entidades de crédito han mostrado solidez en general, pese a la debilidad del entorno económico. En el cuarto trimestre de 2023, las entidades siguieron aumentando su capitalización y mantuvieron ratios de capital muy por encima de los requerimientos de capital de nivel 1 ordinario (CET1). Un sistema bancario bien capitalizado es fundamental para asegurar la

⁴ Véase «El BCE recalibra sus operaciones de financiación con objetivo específico para ayudar a restablecer la estabilidad de precios a medio plazo», *nota de prensa*, BCE, 27 de octubre de 2022.

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

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

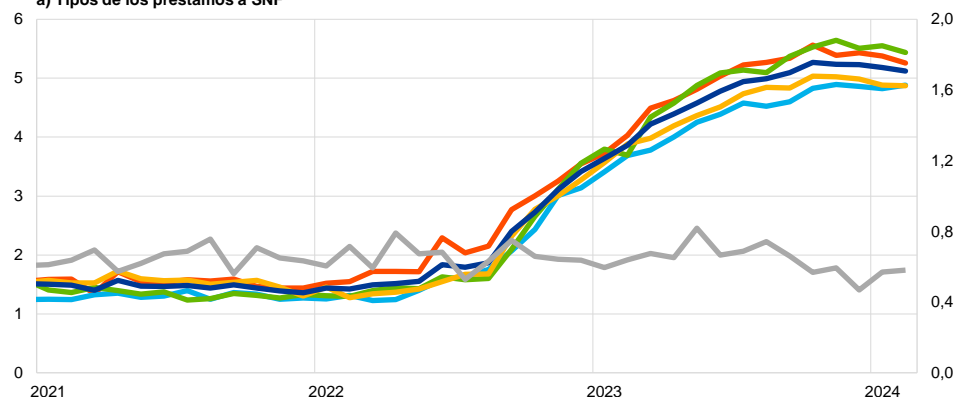
Gráfico 16

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

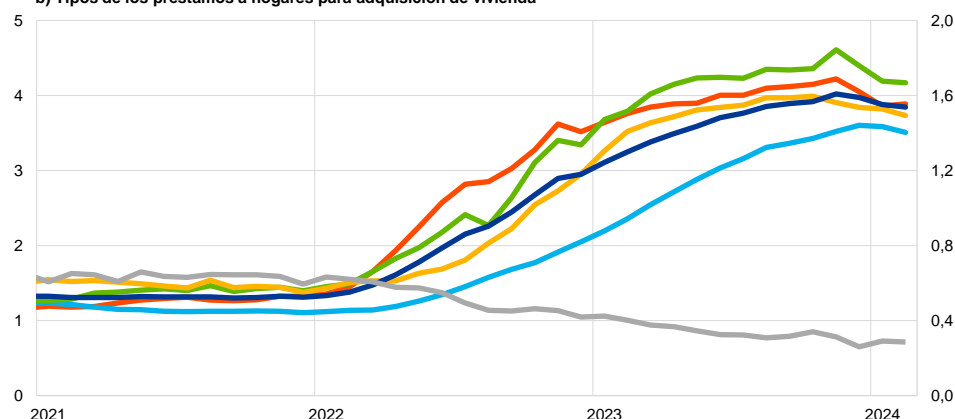
(porcentajes; desviación típica)

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

a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

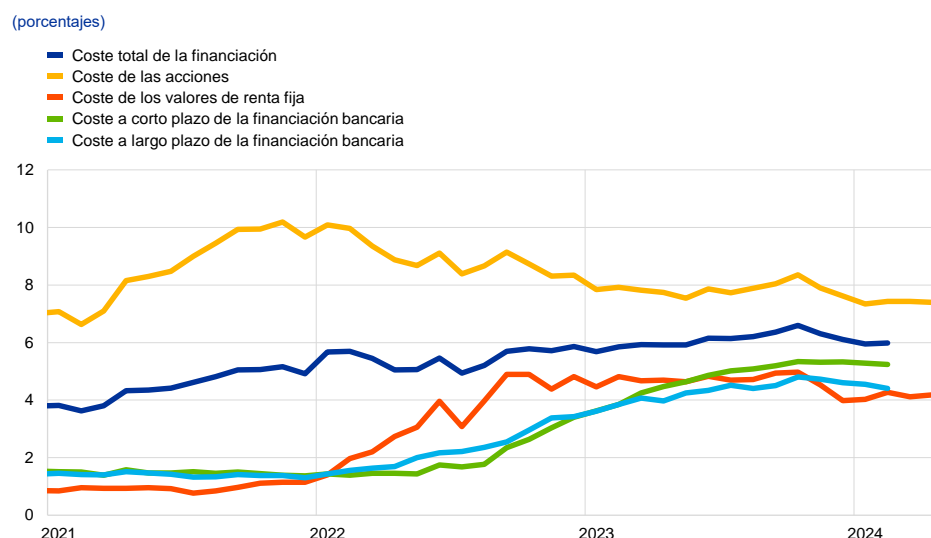
En el período comprendido entre el 7 de marzo y el 10 de abril de 2024, el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija no varió, mientras que el de la financiación mediante acciones descendió. Sobre la base de los datos mensuales disponibles, el coste total de la financiación de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

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

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

Gráfico 17

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



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

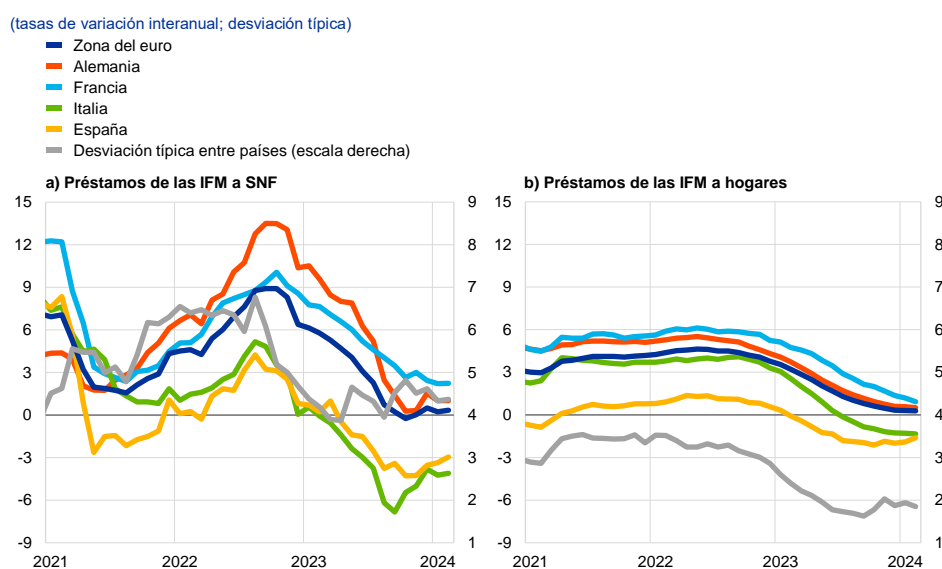
Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en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

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

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

Gráfico 18

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

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

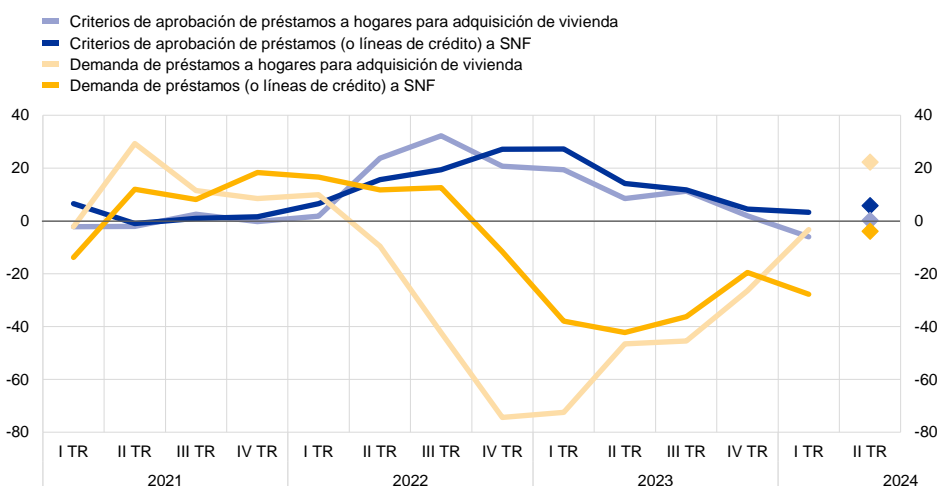
medida, a la mayor tolerancia al riesgo. Para el segundo trimestre de 2024, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de concesión de los préstamos a empresas experimenten un endurecimiento moderado y que los aplicados a los préstamos a hogares se mantengan sin cambios.

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

Gráfico 19

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

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



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

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

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

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

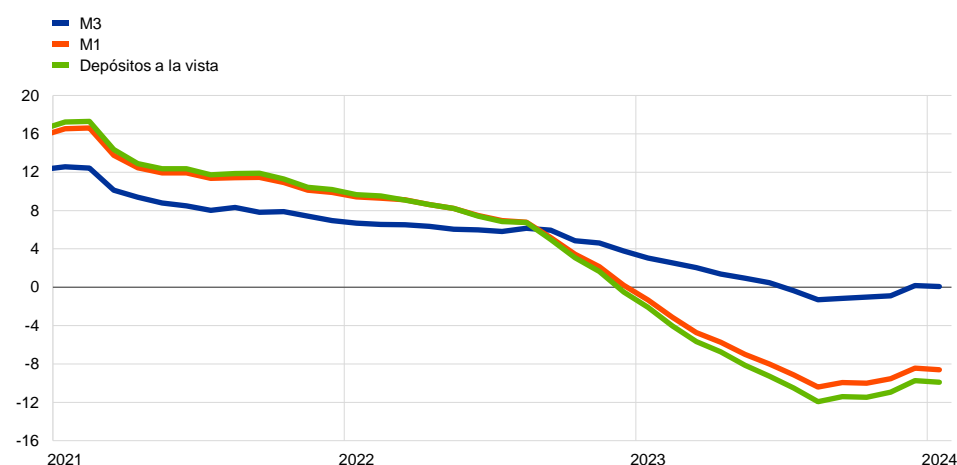
Las empresas y los hogares siguieron desplazando fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo en febrero de 2024. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista fue menos negativa y se situó en el -8,9 % en

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

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

Gráfico 20 M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024.

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) aumentó en febrero de 2024, pero se mantuvo en niveles reducidos debido a los elevados costes de oportunidad, al estancamiento del crédito y a la reducción adicional del balance del Eurosistema. La tasa de crecimiento de M3 en la zona del euro se incrementó hasta el $0,4\%$ en febrero, desde el $0,1\%$ de enero (gráfico 20). El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1), que incluye los activos más líquidos de M3, se contrajo de nuevo, si bien su ritmo descendió hasta el $-7,7\%$ en febrero, en comparación con el $-8,6\%$ de enero. Tras las considerables salidas mensuales observadas en enero, M3 registró entradas mensuales en febrero, que obedecieron a la disminución de los depósitos de la

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

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

Recuadros

1 Evolución reciente de la inflación y presiones salariales en la zona del euro y en Estados Unidos

Anna Beschin, Katalin Bodnár, Ramon Gomez-Salvador, Eduardo Gonçalves, Marcel Tirpák y Marco Weißler

Los niveles de inflación general y subyacente, así como la dinámica más reciente, son actualmente algo más moderados en la zona del euro que en Estados Unidos. En términos interanuales, la inflación general ha caído con mayor rapidez y desde un máximo más elevado en la zona del euro (desde el 10,6 % de octubre de 2022 hasta el 2,6 % de febrero de 2024) que en el país norteamericano (desde el 9,1 % de junio de 2022 hasta el 3,2 % de febrero de 2024)¹. La dinámica más reciente o «momentum» (medido como la tasa de crecimiento anualizada de tres meses sobre los tres meses anteriores) también es menor en la zona del euro, tanto en la inflación general como en la subyacente (gráfico A). En ambos bloques económicos, el descenso de los precios de la energía y la moderación de la inflación de los alimentos han sido importantes determinantes de la disminución de la inflación general, mientras que la inflación subyacente sigue siendo elevada².

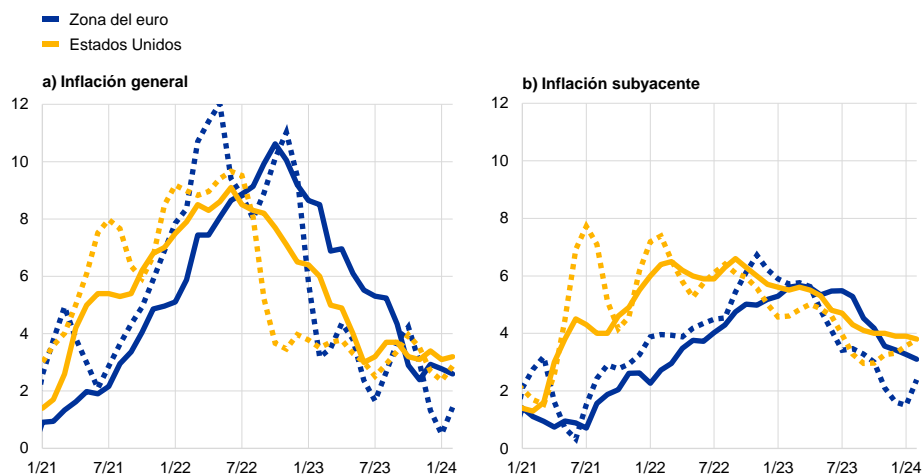
¹ Véase también el recuadro titulado «Evolución de la inflación en la zona del euro y en Estados Unidos», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022.

² En las estadísticas de inflación existen algunas diferencias entre la zona del euro y Estados Unidos a la hora de clasificar determinadas categorías. Concretamente, los servicios de restauración forman parte de los precios de los servicios en la zona del euro, pero, en el país norteamericano, se incluyen en los precios de los alimentos. Asimismo, las bebidas alcohólicas y el tabaco, que están incluidos en los precios de los alimentos en la zona del euro, forman parte de los precios de los bienes en Estados Unidos.

Gráfico A

Inflación general y subyacente, y su «momentum», en la zona del euro y en Estados Unidos

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



Fuentes: Eurostat y Bureau of Labor Statistics.

Notas: Para la zona del euro se muestra la inflación medida por el IAPC, y para Estados Unidos la inflación medida por el IPC. Las líneas discontinuas representan el «momentum». Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024.

La tasa de variación de los precios de los servicios mantiene la inflación subyacente en niveles elevados en las dos áreas económicas.

La inflación subyacente en Estados Unidos alcanzó un máximo del 6,6 % en septiembre de 2022, y en febrero de 2024 descendió hasta el 3,8 %. En la zona del euro, el nivel más alto —5,7 %— se registró más tarde, en marzo de 2023, y la tasa cayó hasta el 3,1 % en febrero de 2024. En ambas economías, la inflación subyacente sigue siendo persistente, debido principalmente a la tasa de variación de los precios de los servicios —que en los últimos años ha sido más elevada en Estados Unidos que en la zona del euro (panel a del gráfico B)—. La persistencia observada en el país norteamericano está relacionada, sobre todo, con la inflación de los alquileres, que se mantiene en niveles permanentemente altos (aunque está disminuyendo) y que está respondiendo con lentitud a la significativa desaceleración de los precios de los alquileres en los nuevos contratos. La inflación de los alquileres representa más de la mitad de la inflación subyacente de los servicios en Estados Unidos, lo que la convierte en un importante determinante de la dinámica de la inflación *core*. La inflación de los servicios, excluidos los alquileres, se sitúa actualmente en el 4,4 %, por encima de su media anterior a la pandemia —de alrededor del 2 %—, y se está viendo fuertemente impulsada por la inflación observada en los sectores de transporte y ocio. En la zona del euro, el aumento de los alquileres ha sido más moderado y la inflación de estos contribuye mucho menos a la de los servicios³. La tasa de variación de los precios de los servicios es del 4 % (la misma cifra cuando se excluyen los alquileres), un nivel también muy superior a la media del 1,9 % registrada antes de la pandemia. Asimismo, la tasa de inflación de los servicios

³ En 2023, el peso medio de los alquileres en la inflación subyacente de los servicios fue del 57 % en Estados Unidos —el 13 % correspondía al alquiler de la vivienda principal y el 44 % al alquiler imputado a los propietarios— y del 13 % en la zona del euro. En el IAPC de la zona del euro no se incluye el alquiler imputado a los propietarios.

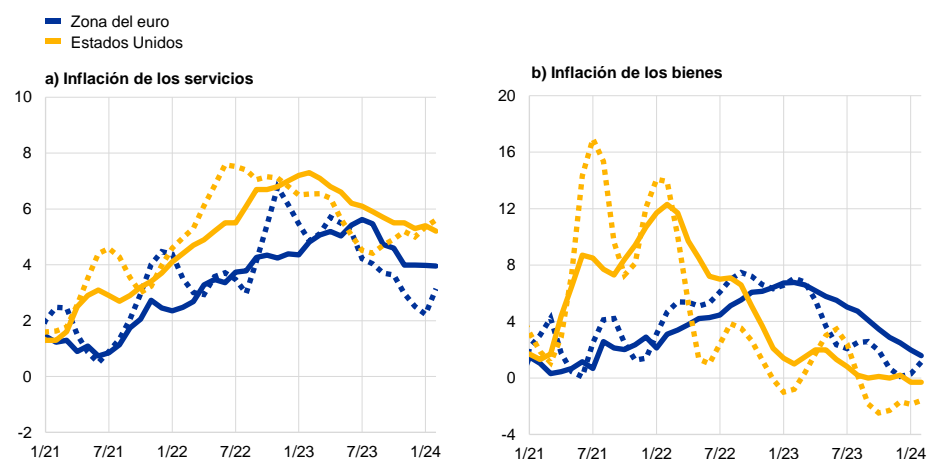
relacionados con el turismo y el ocio (más intensivos en contacto social), que se sitúa en el 4,5 %, es más alta que la inflación total de los servicios en la zona del euro, pese a los fuertes descensos observados a lo largo de 2023.

En cambio, la inflación de los bienes ha disminuido considerablemente en ambas economías, aunque en Estados Unidos el descenso comenzó mucho antes. El crecimiento de los precios de los bienes se ha reducido de forma notable en las dos áreas económicas en consonancia con la normalización de las cadenas de suministro a escala global, la caída de los precios de las materias primas y el endurecimiento de la política monetaria (panel b del gráfico B). Esta tendencia se ha visto reforzada por el desplazamiento del gasto en consumo de los bienes a los servicios desde el inicio de la reapertura posterior a la pandemia. En Estados Unidos, la contribución de la inflación de los bienes a la inflación general ya es ligeramente negativa, lo que es acorde con las tendencias anteriores a la pandemia. En la zona del euro, la tasa de variación de los precios de los bienes sigue siendo algo más elevada que su media de largo plazo y que la correspondiente al país norteamericano. Es probable que esto se deba al impacto retardado de la perturbación energética tras la invasión rusa de Ucrania, que afectó en mayor medida a la zona del euro, así como a las diferencias en el calendario de endurecimiento de la política monetaria⁴.

Gráfico B

Inflación de los servicios y de los bienes, y su «momentum», en la zona del euro y en Estados Unidos

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



Fuentes: Eurostat y Bureau of Labor Statistics.

Notas: Para la zona del euro se muestra la inflación medida por el IAPC, y para Estados Unidos la inflación medida por el IPC. En la zona del euro la inflación de los bienes se refiere a los bienes industriales no energéticos. Las líneas discontinuas representan el «momentum». Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024.

Los indicadores de la inflación subyacente han disminuido, en general, desde sus respectivos máximos tanto en la zona del euro como en Estados Unidos

⁴ Los pesos relativos de la inflación de los bienes y de los servicios difieren en la zona del euro y en Estados Unidos, lo que también contribuye a las divergencias observadas en la inflación subyacente. Los servicios representan alrededor del 40 % de la inflación medida por el IAPC en la zona del euro y en torno al 60 % del IPC en el país norteamericano.

(gráfico C). Estos indicadores, cuyo objetivo es captar el componente más persistente de la inflación y que se refieren al IAPC en la zona del euro y al índice de precios del gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) en Estados Unidos, aumentaron considerablemente tras la pandemia de coronavirus (COVID-19), pero empezaron a descender, en general, en 2023⁵. Los distintos indicadores comenzaron a cruzar el umbral del 2 % en los últimos meses. En ambas economías, los indicadores PCCI (componente persistente y común de la inflación) se sitúan en la parte inferior del rango respectivo, lo que refleja, en parte, que el PCCI extrae señales de la evolución mensual de los precios de muchos componentes de manera más adecuada⁶. En la zona del euro, el indicador de la inflación interna, que incluye componentes del IAPC con baja intensidad importadora, se sitúa actualmente en el nivel más alto y es el más persistente, lo que demuestra la importancia de las presiones inflacionistas en la economía interna, como las derivadas de la evolución de los salarios y los beneficios⁷. En Estados Unidos, el indicador cíclico de la inflación subyacente, que sigue la evolución de los precios en categorías sensibles a la brecha de desempleo, se encuentra en la parte superior del rango, tras haber alcanzado niveles mucho más elevados que los demás indicadores de la inflación subyacente, probablemente como reflejo del relativo tensionamiento que persiste aún en las condiciones del mercado de trabajo estadounidense. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente») de la zona del euro, que aplica un enfoque comparable al indicador cíclico de la inflación subyacente de Estados Unidos, mostró una evolución similar en los últimos doce meses, pero ahora se sitúa en un nivel más bajo, acorde con la mayor debilidad de la demanda en la zona del euro que en el país norteamericano⁸.

⁵ Para la zona del euro, véase el recuadro titulado «[Indicadores de la inflación subyacente: una guía analítica para la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2023. En el caso de Estados Unidos, los indicadores de la inflación subyacente se basan en la inflación medida por el PCE, el indicador preferido de la Reserva Federal, en lugar de la inflación medida por el IPC.

⁶ Véase M. Bańbura y M. Bobeica, «[PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area](#)», *Statistics Paper Series*, n.º 38, BCE, 2020.

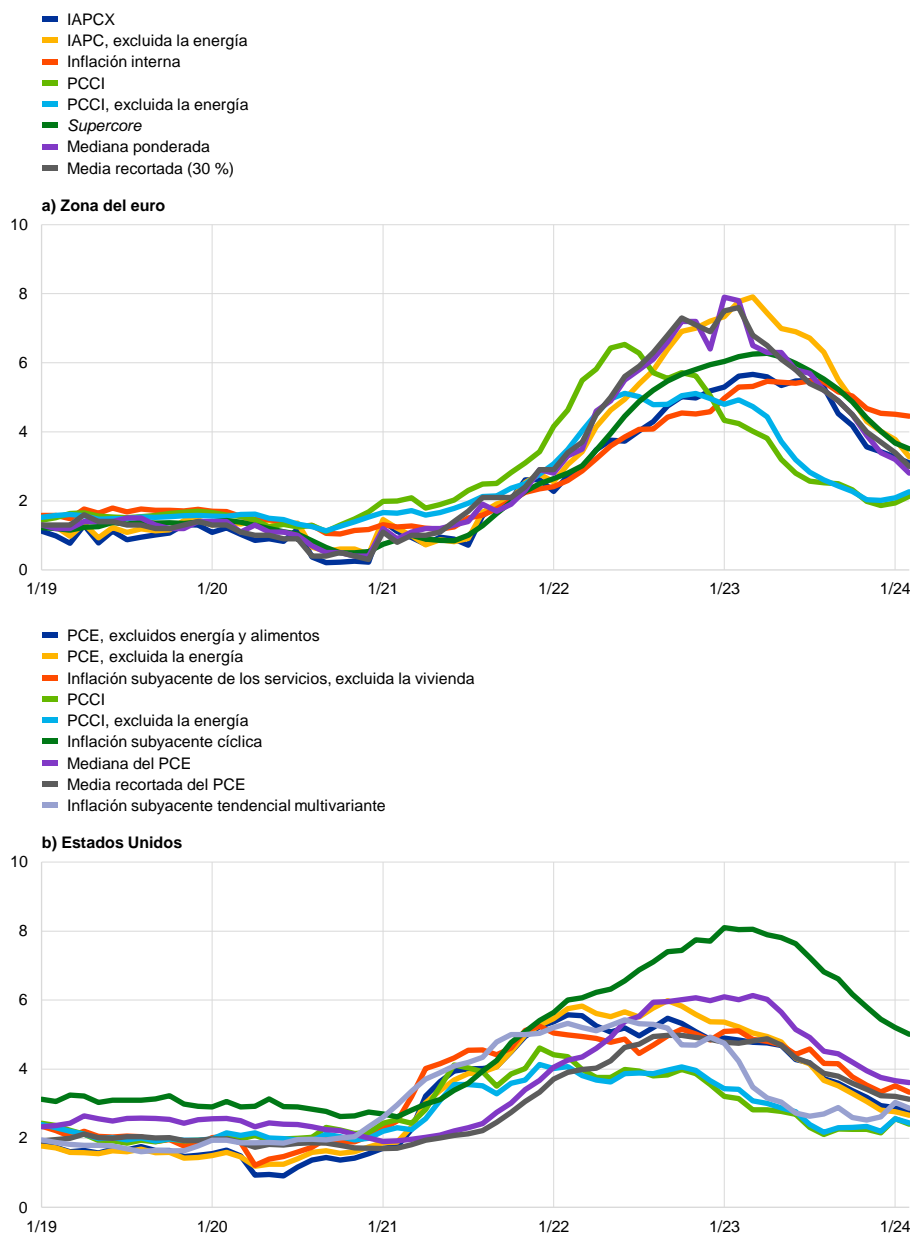
⁷ Véase el recuadro titulado «[Un nuevo indicador de la inflación interna para la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2022.

⁸ El indicador *Supercore* solo incluye aquellos componentes de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), que se consideran sensibles a la holgura de la economía, medida por la brecha de producción. Véase el artículo titulado «[Measures of underlying inflation for the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2018.

Gráfico C

Indicadores de la inflación subyacente en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Haver Analytics, Bureau of Economic Analysis, Reserva Federal de San Francisco, Reserva Federal de Cleveland, Reserva Federal de Dallas, Reserva Federal de Nueva York y cálculos del BCE.

Notas: Para los indicadores de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Indicadores de la inflación subyacente: una guía analítica para la zona del euro», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2023. El PCCI y el PCCI excluidos los indicadores de la energía para el índice PCE de Estados Unidos se estiman utilizando la metodología empleada en M. Bañura y E. Bobeica, *op. cit.* Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024. «IAPCX» es la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

La zona del euro y Estados Unidos se encuentran en diferentes momentos del ciclo económico, lo que está contribuyendo a que la inflación sea distinta. En la zona del euro, el PIB real se mantuvo prácticamente estable a lo largo de 2023 y se estimó que la brecha de producción se situaría en torno a cero⁹. En cambio, la

⁹ Véase [European Commission European Economic Forecast, Autumn 2023](#). Fuente: Base de datos AMECO.

economía estadounidense experimentó un fuerte crecimiento durante el mismo período, especialmente en la segunda mitad del año, y la mayoría de las organizaciones internacionales consideran que la brecha de producción se ha mantenido en terreno positivo. Además, el crecimiento en el país norteamericano se sustenta en un consumo boyante en particular, lo que contribuye aún más a la tasa de variación de los precios de consumo. Esto contrasta con el débil crecimiento del consumo registrado en la zona del euro. Pese a las diferencias en la situación cíclica, la política monetaria ha sido efectiva para reducir las presiones inflacionistas en ambas economías¹⁰.

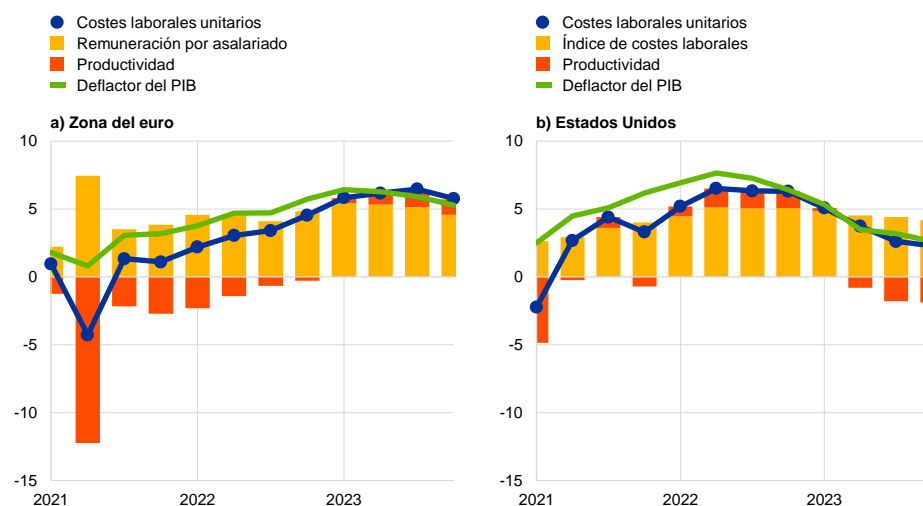
Las distintas posiciones cíclicas de las dos economías, así como los factores institucionales, también se reflejan en el crecimiento de los costes laborales unitarios. El crecimiento de los costes laborales unitarios sigue siendo elevado en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos se ha ido moderando desde finales de 2022. Esta diferencia se debe tanto a los salarios como a la productividad. El mayor crecimiento de los costes laborales unitarios en la zona del euro durante 2023 refleja un avance más pronunciado de los salarios y una evolución más débil de la productividad (panel a del gráfico D). En cambio, en Estados Unidos, el incremento de los costes laborales unitarios ya empezó a disminuir en 2023 (panel b del gráfico D), debido a la moderación de las subidas salariales y a la intensa dinámica de la productividad. Además de la evolución cíclica, esas divergencias también pueden atribuirse a diferencias institucionales en los mercados de trabajo entre las dos economías.

¹⁰ En la zona del euro, la evidencia basada en modelos confirma el efecto moderador del endurecimiento de la política monetaria sobre la inflación medida por el IAPC. Véase el recuadro titulado «[Evaluación basada en modelos del impacto macroeconómico del endurecimiento de la política monetaria del BCE desde diciembre de 2021](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023. Para un análisis del impacto macroeconómico del último ciclo de endurecimiento de la Reserva Federal, véanse S. D'Amico y T. King, «[Past and Future Effects of the Recent Monetary Policy Tightening](#)», *Chicago Fed Letter*, n.º 483, Reserva Federal de Chicago, septiembre de 2023, y R. Crump, M. Del Negro, K. Dogra, P. Gundam, D. Lee, R. Nallamotu y B. Pacula, «[A Bayesian VAR Model Perspective on the Lagged Effect of Monetary Policy](#)», *Liberty Street Economics*, Reserva Federal de Nueva York, 21 de noviembre de 2023.

Gráfico D

Crecimiento de los costes laborales unitarios y su descomposición en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis y Bureau of Labor Statistics.

Notas: El crecimiento de la productividad reduce el aumento de los costes laborales unitarios, por lo que en la descomposición aparece con signo cambiado. El crecimiento de los costes laborales unitarios de la zona del euro en 2021 se vio afectado por la evolución de la remuneración por asalariado y de la productividad en 2020, que reflejaron el impacto de los programas de mantenimiento del empleo. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023.

En la zona del euro, el ritmo de avance de los salarios parece haber alcanzado su máximo en torno a mediados de 2023, mientras que en Estados Unidos ha ido disminuyendo con respecto a los elevados niveles observados desde finales de 2022. El crecimiento de los salarios en la zona del euro repuntó desde unos niveles bastante reducidos registrados a principios de 2021, debido a que los empleados trataron de recuperar el poder adquisitivo perdido como consecuencia de la alta inflación, en un contexto de mercados de trabajo tensionados. En 2023, los incrementos salariales empezaron a moderarse, aunque se mantuvieron muy por encima de las medias anteriores. El tensionamiento del mercado laboral comenzó a reducirse en Estados Unidos a finales de 2022, como se reflejó en la disminución de la ratio de vacantes/desempleo, y posteriormente el crecimiento de los salarios inició su descenso desde niveles elevados. A pesar de su moderación lenta aunque constante, las subidas salariales en el país norteamericano se mantienen por encima de los niveles que la Reserva Federal considera compatibles con su objetivo de inflación¹¹. El último pico de presiones salariales en la zona del euro en comparación con Estados Unidos se explica por factores tanto cíclicos como estructurales. Concretamente, debido a la mayor flexibilidad del mercado de trabajo en Estados Unidos, el crecimiento de los salarios es más sensible a los cambios en el tensionamiento de dicho mercado¹². Asimismo, la cobertura de los convenios

¹¹ Véase, por ejemplo, el [discurso de apertura del presidente de la Reserva Federal Jerome Powell](#) pronunciado en Spelman College el 1 de diciembre de 2023.

¹² Véanse el recuadro titulado «[Evolución del mercado de trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos en 2022](#)», *Informe Anual*, BCE, 2022, y el recuadro titulado «Comparing labour market developments in the euro area and the United States and their impact on wages» en «[Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022.

colectivos es mayor en la zona del euro, al igual que la coordinación de los salarios. Las negociaciones salariales se llevan a cabo principalmente a nivel sectorial, lo que se traduce en una respuesta más escalonada de los salarios al impacto de las perturbaciones. En cambio, en Estados Unidos predomina el modelo de negociación salarial a nivel de empresa, por lo que es posible que la reacción de los salarios a las condiciones imperantes en el mercado de trabajo sea más rápida.

En el segundo semestre de 2023, la productividad del trabajo creció por debajo de la tendencia previa a la pandemia en la zona del euro, pero se aceleró en Estados Unidos. Esta disparidad refleja, en parte, factores estructurales y cíclicos. En términos de diferencias estructurales, la productividad del trabajo ya estaba creciendo a un ritmo más lento en la zona del euro que en el país norteamericano antes de la pandemia. Durante el período comprendido entre 2016 y 2019, la tasa media de crecimiento interanual de la productividad se situó en torno al 0,6 % en la zona del euro y alrededor del 1,1 % en Estados Unidos. Las diferencias estructurales están relacionadas, entre otros factores, con la falta de empresas en la frontera tecnológica mundial y con la difusión más lenta de las nuevas tecnologías, que han ralentizado el crecimiento del *stock* de capital y de la productividad total de los factores en la zona del euro¹³. En cuanto al ciclo, el ritmo de avance de la productividad ha disminuido en la zona del euro, un comportamiento cíclico común a los mercados laborales más rígidos de la zona, en los que las empresas tienden a mantener e infrautilizar el factor trabajo (*labour hoarding*) en épocas de crecimiento reducido o negativo del PIB¹⁴. En cambio, el aumento de la productividad del trabajo en Estados Unidos por encima de la media en la segunda mitad de 2023 estuvo determinado por un avance del PIB excepcionalmente fuerte. Esta evolución, que se produjo tras un crecimiento negativo de la productividad en 2022, se debió a la intensa recuperación del empleo en los servicios después de la reapertura de la economía posterior a la pandemia. En la zona del euro, el repunte previsto del crecimiento del PIB y la recuperación de la productividad hasta niveles más próximos a las tendencias anteriores a la pandemia deberían favorecer un menor incremento de los costes laborales unitarios en el futuro.

¹³ Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Dinamismo de la productividad de las empresas en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022.

¹⁴ Véase también O. Arce, A. Consolo, A. Dias da Silva y M. Mohr, «More jobs but fewer working hours», *The ECB Blog*, 7 de junio de 2023.

2 Causas de la ralentización de la intensidad importadora del PIB en 2023

Laura Lebastard, Laura Olivero y Giacomo Pongetti

Las importaciones de la zona del euro mostraron falta de dinamismo en 2023, pese a la reducción significativa de los cuellos de botella en la oferta. Durante la pandemia, el comercio de la zona del euro disminuyó más que la actividad económica, ya que los cuellos de botella en la oferta limitaron los intercambios de bienes y las restricciones a la movilidad frenaron el comercio de servicios, en particular de turismo y viajes¹. Sin embargo, tras repuntar a mediados de 2022, la ratio de importaciones en relación con el PIB de la zona del euro descendió en el primer trimestre de 2023 y desde entonces se ha mantenido en un nivel más reducido, muy por debajo de su tendencia de largo plazo (panel a del gráfico A). Esta evolución puede atribuirse a la actual debilidad de las importaciones, que es relativamente homogénea en todos los países de la zona del euro y afecta tanto a los grandes como a los de menor tamaño (panel b del gráfico A). En este recuadro se analizan los factores determinantes del debilitamiento de la intensidad importadora del PIB de la zona del euro en 2023. Se muestra que esta debilidad obedeció fundamentalmente a la composición del crecimiento del PIB tras un período caracterizado por la atonía de las exportaciones y del consumo, que se encuentran entre los componentes del PIB más intensivos en importaciones. Además, se demuestra que la reducción de las existencias también influyó de manera importante en la caída de la intensidad importadora del PIB.

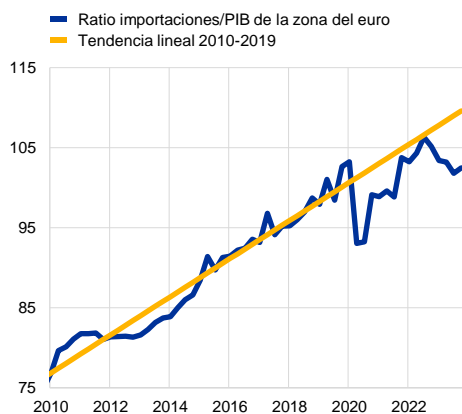
¹ Véanse los recuadros titulados «El impacto de los cuellos de botella en la oferta sobre el comercio», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021, y «Evolución del sector turístico durante la pandemia de Covid-19», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2020.

Gráfico A

Ratio de importaciones en relación con el PIB de la zona del euro

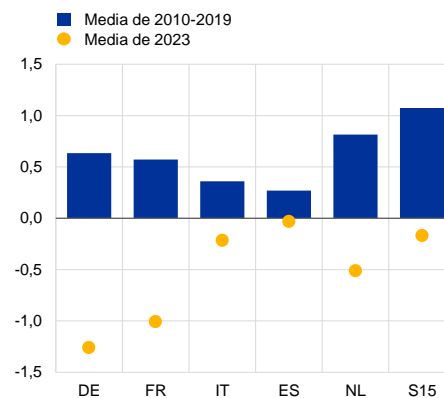
a) Agregado de la zona del euro

(índice: 2019 = 100)



b) Países de la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral)



Fuente: Eurostat.

Notas: El panel a se refiere a las importaciones reales de bienes y servicios tanto dentro como fuera de la zona del euro. El panel b se refiere a las importaciones reales totales de bienes y servicios. La ratio correspondiente a los quince países de menor tamaño (S15) de la zona del euro es una media ponderada. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023.

El menor crecimiento de las importaciones con respecto a la actividad económica en 2023 no se limitó a la zona del euro, sino que fue generalizado en las economías avanzadas.

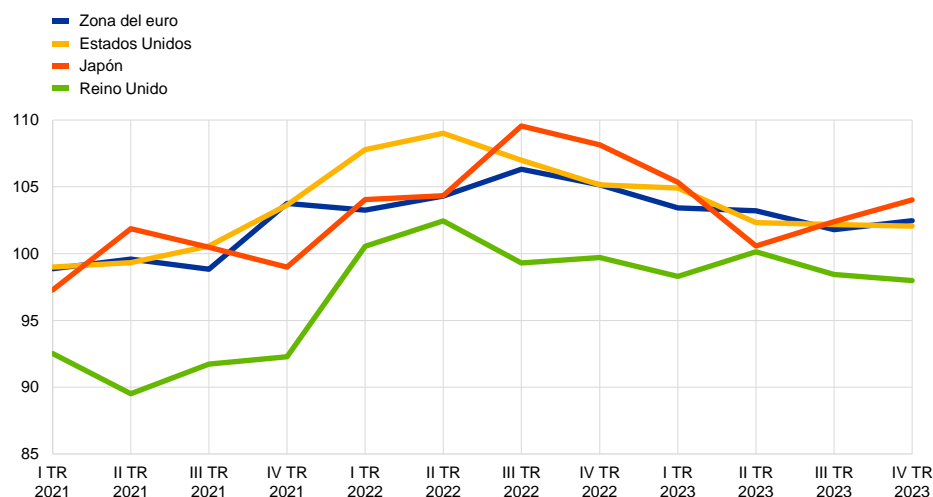
La mayoría de estas economías experimentaron una disminución similar de su ratio de importaciones en relación con el PIB en 2023 (gráfico B). La debilidad de los intercambios comerciales internacionales observada ese año reflejó la composición menos intensiva en comercio de la actividad económica global, así como la reducción de las carteras de pedidos pendientes y de la acumulación previa de existencias².

² Véase el recuadro titulado «El comercio mundial en el entorno pospandemia», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2024.

Gráfico B

Ratio de importaciones en relación con el PIB de algunas economías avanzadas

(índice: 2019 = 100)



Fuentes: Eurostat y base de datos de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI.

Notas: Para Estados Unidos, Japón y Reino Unido, este gráfico se refiere a las importaciones reales totales de bienes y servicios, y para la zona del euro, a las importaciones reales de bienes y servicios tanto dentro como fuera de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023.

En la zona del euro, la caída de las importaciones y, por tanto, de la intensidad en comercio del PIB en 2023 puede explicarse, en gran medida, por la composición de la demanda y la reducción de las existencias. Al igual que en otras economías avanzadas, uno de los factores determinantes de la debilidad de las importaciones de la zona del euro fue el cambio en la composición de la demanda a favor de componentes menos intensivos en comercio. Los indicadores agregados de la actividad económica, como el PIB, no son una medida óptima de la demanda de importaciones porque otorgan una ponderación elevada a los componentes menos intensivos en comercio, como el gasto público, que tienden a ser anticíclicos en las recesiones o en períodos de crecimiento débil. Para tener en cuenta estos efectos de composición, resulta útil emplear la demanda ajustada por la intensidad de las importaciones (IAD, por sus siglas en inglés) como un indicador de la demanda porque asigna mayores ponderaciones a los componentes del PIB más intensivos en importaciones, como las exportaciones y la inversión³. El uso de la IAD y de un indicador retardado de las existencias en un modelo de regresión simple muestra que la caída desproporcionada de los componentes intensivos en comercio de la demanda final es la causa de gran parte de la moderación de las importaciones observada en 2023 (gráfico C). Con todo, el cambio en el ciclo de existencias también contribuyó de forma importante, ya que las empresas redujeron sus existencias y, por tanto, la demanda de importaciones⁴.

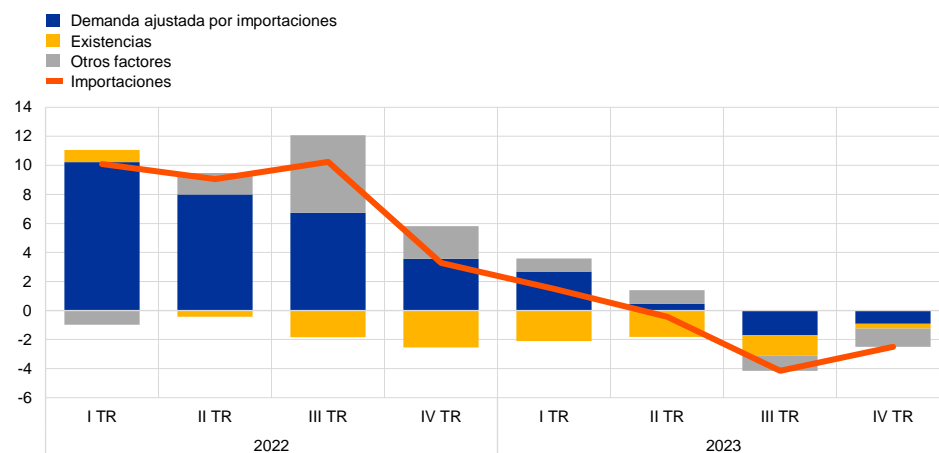
³ La IAD es un indicador de la demanda que utiliza tablas *input-output* para incluir las importaciones tanto directas como indirectas. Para información más detallada, véase M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri y N. Yamano, «[Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009](#)», *American Economic Journal*, vol. 5, n.º 3, julio de 2013.

⁴ La IAD se suele calcular excluyendo las existencias debido a su elevada volatilidad en las tablas *input-output*.

Gráfico C

Descomposición de la evolución de las importaciones de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Banco Asiático de Desarrollo.

Notas: Las ponderaciones de la intensidad importadora de la IAD se calculan siguiendo la metodología de Bussière *et al.* (2013). Las ponderaciones anuales se calculan para el período 2007-2022 y luego se promedian. La regresión se realiza con datos trimestrales del período comprendido entre el primer trimestre de 1996 y el tercer trimestre de 2023. Las existencias se miden utilizando datos de encuestas de la Comisión Europea.

La rotación de la demanda interna de los bienes a los servicios también contribuyó a la debilidad de las importaciones de la zona del euro.

Los otros factores que se muestran en el gráfico C podrían estar relacionados con el desplazamiento del consumo de los bienes a los servicios, que supuso que el gasto de los hogares pasara a ser menos intensivo en importaciones a lo largo de 2023 (gráfico D). En efecto, el peso de las importaciones en el consumo de bienes se situó en el 51 % en 2022, frente al 13 % en el caso de los servicios⁵. El mayor ritmo de crecimiento de los servicios con respecto a las manufacturas en 2023 refleja las diferencias en los efectos de la reapertura posterior a la pandemia, el endurecimiento de la política monetaria y el encarecimiento de la energía⁶. En 2023, las importaciones reales de gas y de petróleo en la zona del euro se redujeron un 7 % y un 5 %, respectivamente, en comparación con 2022, como consecuencia de la disminución del consumo de energía debido a la subida extraordinaria de los precios de las materias primas energéticas.

De cara al futuro, se espera que la ratio de importaciones en relación con el PIB de la zona del euro se recupere.

A medio plazo se espera que la recuperación de los componentes más intensivos en importaciones —como se ha puesto de relieve en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024— contribuya a que la intensidad en comercio del PIB de

⁵ Las intensidades importadoras se calculan siguiendo la metodología de Bussière *et al.*, *op. cit.*, y son muy estables a lo largo del tiempo, con un valor medio del 43 % para los bienes y del 10 % para los servicios en el período 2007-2022.

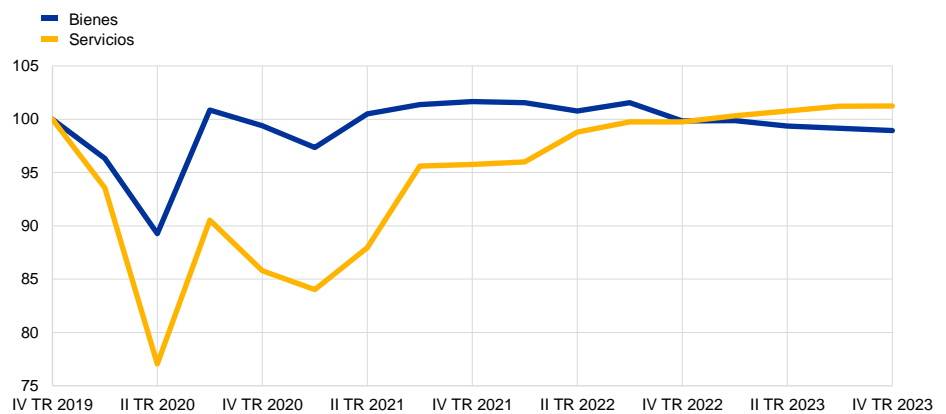
⁶ Véanse los recuadros titulados «¿Qué papel han desempeñado los efectos de la reapertura en los distintos países y sectores?», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2023; «La política monetaria y la reciente desaceleración en las manufacturas y los servicios», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023, y «El impacto del encarecimiento de la energía sobre el consumo de bienes y servicios en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022.

la zona del euro retorne a su tendencia de largo plazo⁷. A corto plazo, los indicadores prospectivos del consumo señalan un repunte más sólido del consumo de bienes por parte de los hogares en comparación con los servicios en 2024, lo que unido a la ralentización de la reducción de las existencias debería traducirse en una mayor intensidad importadora de los componentes de demanda.

Gráfico D

Evolución del consumo privado en la zona del euro

(índice: IV TR 2019 = 100)



Fuente: Eurostat.

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

⁷ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2024», publicadas en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2024.

3 La magnitud del esfuerzo en vivienda de los hogares. Evidencia procedente de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores

Omiros Kouvavas y Desislava Rusinova

En los últimos trimestres, los hogares de la zona del euro han tenido que hacer frente al aumento de los costes de la vivienda, incluidos los de los préstamos hipotecarios. Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), en los años transcurridos desde la irrupción de la pandemia de COVID-19, y en un contexto de escalada de los precios energéticos, los hogares de los once países de mayor tamaño de la zona del euro han experimentado una subida de los costes de la vivienda, incluidos el gasto en alquiler o el incremento de los pagos por intereses hipotecarios, o el coste del mantenimiento del hogar y de los suministros básicos (como gas, electricidad y agua)¹. El panel a del gráfico A muestra la evolución del esfuerzo mensual total relacionado con la vivienda para los propietarios sin hipoteca, los arrendatarios y los deudores hipotecarios. En enero de 2024, los hogares destinaban una media de 765 euros al mes al pago de los costes totales relacionados con la vivienda, como los suministros básicos, el mantenimiento del hogar y el alquiler o los costes de los préstamos hipotecarios. Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores, durante el período comprendido entre julio de 2022 —el comienzo del ciclo de subidas de tipos de interés— y enero de 2024, los costes medios de la vivienda registraron un alza de alrededor del 10,2 %, en términos acumulados, en comparación con el crecimiento acumulado del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) del 5,5 %. Además, la dispersión en los costes mensuales de la vivienda para cada régimen de tenencia se ha acentuado. En el caso de los deudores hipotecarios en particular, el aumento de dichos costes parece concentrarse en el extremo superior de la distribución, mientras que los costes se mantienen relativamente estables en el extremo inferior. Esta mayor dispersión podría sugerir efectos dispares entre deudores hipotecarios, es decir, mientras que los hogares con hipotecas a tipo fijo en vigor no se han visto afectados todavía de forma significativa por el endurecimiento de la política monetaria del BCE y las sucesivas subidas de los tipos de interés, los hogares que contratan nuevos préstamos o renuevan o refinancian hipotecas en vigor ya se enfrentan a pagos por intereses más elevados.

Los costes de la vivienda difieren según el régimen de tenencia y el país. El panel b del gráfico A muestra la variación porcentual de los costes relacionados con la vivienda entre julio de 2022 y enero de 2024 para las tres categorías de hogares, es decir, propietarios sin hipoteca, deudores hipotecarios y arrendatarios. Los costes totales aumentaron en torno al 6 % en el primer caso, pero en el segundo y el tercero el incremento se situó en el 12 % y el 9 %, respectivamente. En cada caso

¹ Para información general relativa a la encuesta sobre las expectativas de los consumidores, véase «[ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 287, BCE, diciembre de 2021.

intervienen distintos factores: i) para los propietarios sin hipoteca, la variación obedece al aumento de los costes de mantenimiento del hogar, aunque los relacionados con los suministros básicos han disminuido ligeramente debido a la reciente moderación de los precios energéticos tras su escalada a lo largo de 2022; ii) en cuanto a los deudores hipotecarios, el principal factor determinante ha sido el incremento de las cuotas hipotecarias atribuible a la subida de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios a tipo variable en vigor y, aún más, de los aplicados a los préstamos hipotecarios nuevos, renovados y refinanciados, y iii) en el caso de los arrendatarios, los costes han seguido en gran medida la evolución del alquiler, así como las tendencias de los precios de los suministros básicos, dado que ellos tienen menos flexibilidad para absorber gastos imprevistos^{2, 3}. Por lo que se refiere a los distintos países de la zona del euro, el panel c del gráfico A muestra que existe una heterogeneidad significativa en los costes de la vivienda entre países y que la diferencia entre los costes que excluyen las cuotas hipotecarias y los que las incluyen es considerable, especialmente en economías como la italiana y la española, que tienden a tener una mayor proporción de hipotecas a tipo variable.

² Para más información sobre el diferente impacto de los precios de los suministros básicos en los distintos regímenes de tenencia véase, por ejemplo, M. Carliner, «[Reducing Energy Costs in Rental Housing – The Need and the Potential](#)», *Research Brief*, n.º 13, número 2, Joint Center for Housing Studies of Harvard University, diciembre de 2013.

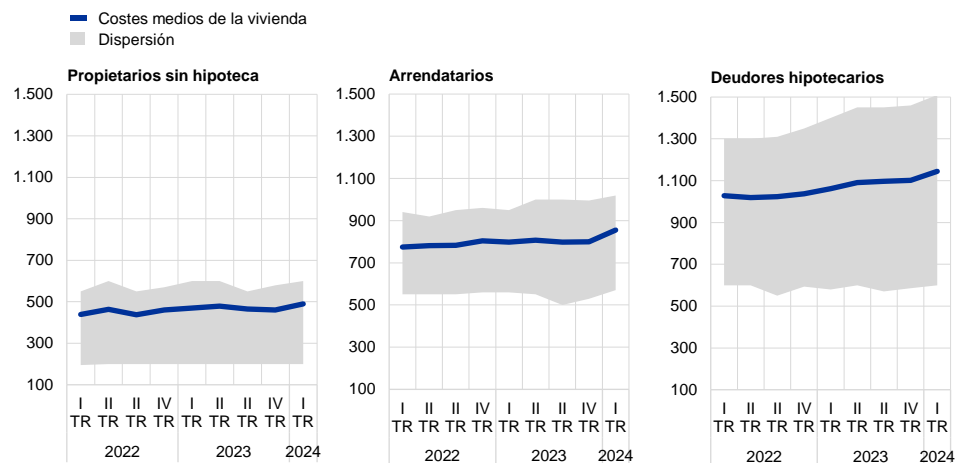
³ Los costes hipotecarios representan una parte sustancial del coste de uso de la vivienda y su aumento está relacionado con las variaciones de los tipos de interés en los últimos tiempos. Con todo, el incremento observado en el coste de uso de la vivienda también guarda relación con el prolongado descenso de la inversión residencial —véase el recuadro 4 titulado «[La inversión residencial y el coste de uso de la vivienda en la zona del euro](#)» en este Boletín Económico—.

Gráfico A

Costes medios de la vivienda

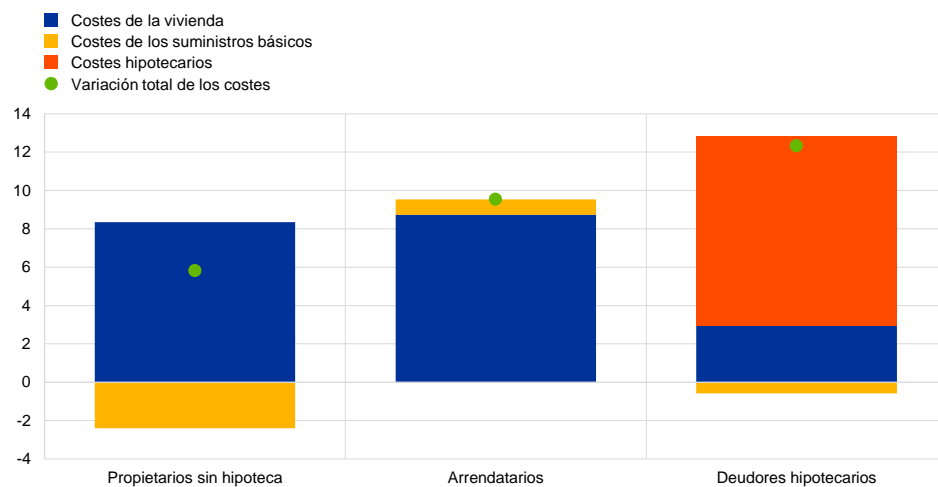
a) Por régimen de tenencia a lo largo del tiempo

(costes mensuales en euros)



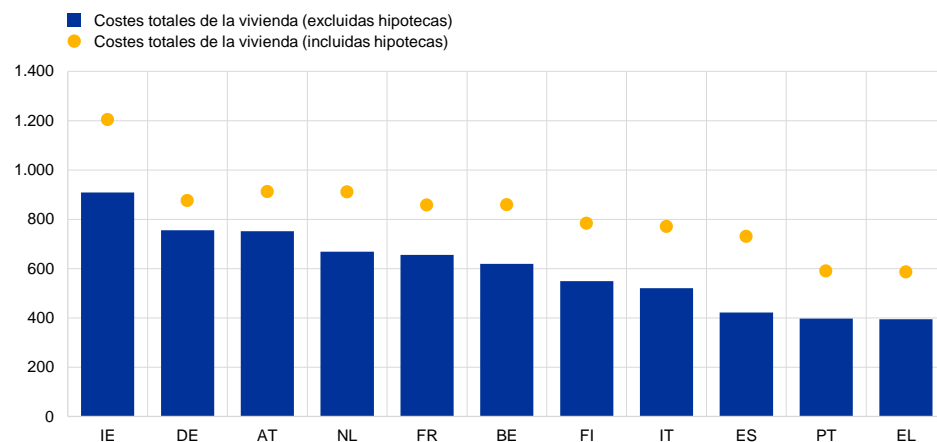
b) Variación acumulada entre julio de 2022 y enero de 2024

(tasas de variación; contribuciones en puntos porcentuales)



c) Por países en enero de 2024

(costes mensuales en euros)



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

Notas: Los cálculos se basan en estimaciones ponderadas. Los costes medios totales de la vivienda incluyen los costes de mantenimiento del hogar y de los suministros básicos, así como el alquiler en el caso de los arrendatarios o las amortizaciones de deuda en el de los deudores hipotecarios, habiéndose winsorizado dichos costes para cada régimen de tenencia. Por lo que se refiere a los deudores hipotecarios, se supone que la amortización de deuda comprende principalmente el pago de principal e intereses de los préstamos hipotecarios. En el panel b, los costes de la vivienda incluyen el mantenimiento del hogar y, para los arrendatarios, también el alquiler. En el panel c, los países se ordenan por costes de la vivienda (de mayor a menor).

Desde 2022, el crecimiento de la renta nominal de los hogares se ha visto compensado en gran medida por el aumento de los costes de la vivienda, y, en consecuencia, la relación entre los costes de la vivienda y la renta ha permanecido relativamente estable. La ratio de costes de la vivienda, definida

como los costes de la vivienda totales divididos por la renta disponible, se ha mantenido sin cambios, en general, desde principios de 2022. El panel a del gráfico B muestra que esto se cumple en buena medida para todas las categorías, es decir, propietarios sin hipoteca, arrendatarios y deudores hipotecarios. Los costes de la vivienda absorben alrededor del 20 % de la renta disponible de los propietarios sin hipoteca, el 40 % de la de los arrendatarios y el 35 % de la de los deudores hipotecarios. No obstante, esta proporción varía entre los distintos grupos de renta, ya que la ratio ha aumentado ligeramente para los hogares con hipoteca y en régimen de alquiler situados en las dos decilas superiores de renta, pero se mantiene bastante estable para los que se encuentran en la mitad inferior. Por un lado, esta diferencia refleja el hecho de que es más probable que los hogares de mayor renta contraten préstamos hipotecarios y por importes que, en general, son más elevados, mientras que, por otro lado, los ingresos de los hogares de menor renta han crecido más, lo que posiblemente se deba, en parte, a las recientes medidas focalizadas de apoyo a las rentas aplicadas por los Gobiernos de los países más grandes de la zona del euro⁴. Como puede observarse en el panel b del gráfico B, la inclusión de los costes hipotecarios como factor incrementa sustancialmente el esfuerzo medio que supone el gasto en vivienda.

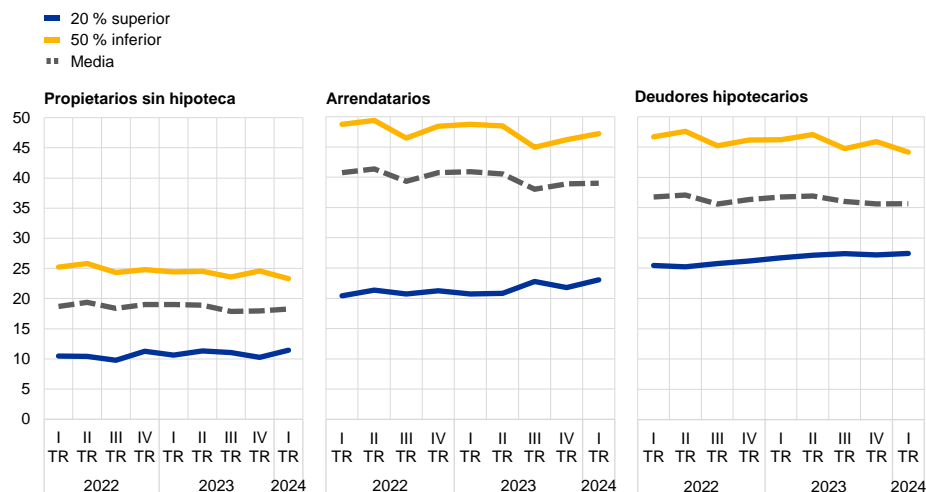
⁴ Véase el recuadro 5 titulado «Consideraciones básicas sobre la medición de la renta de los hogares», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2023.

Gráfico B

Relación entre los costes de la vivienda y la renta

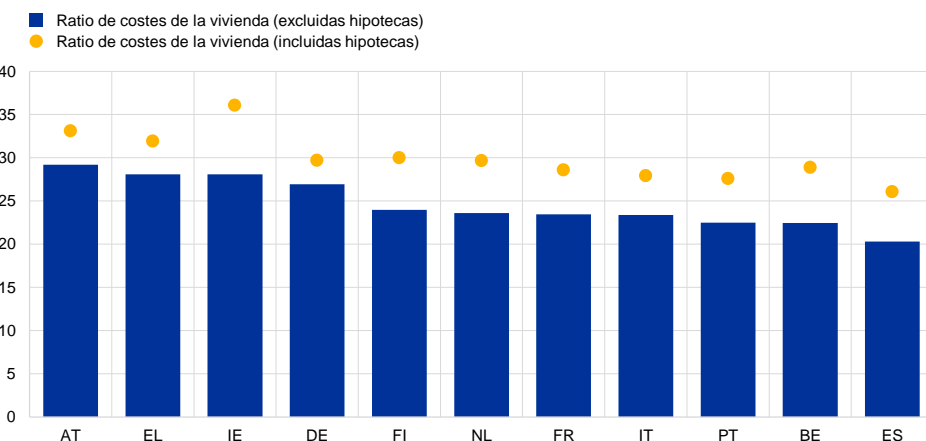
a) Por régimen de tenencia a lo largo del tiempo

(porcentajes)



b) Por países en enero de 2024

(porcentajes)



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

Notas: La ratio de costes de la vivienda se calcula a nivel microeconómico para cada hogar dividiendo los costes de la vivienda entre la renta disponible del hogar, y a continuación se determina la mediana de esta ratio para cada régimen de tenencia en los distintos países. Los países se ordenan por valores de la ratio de costes de la vivienda (de mayor a menor).

Entre los grupos de menor renta, los costes de la vivienda suponen un sobreesfuerzo para una proporción considerable de los hogares.

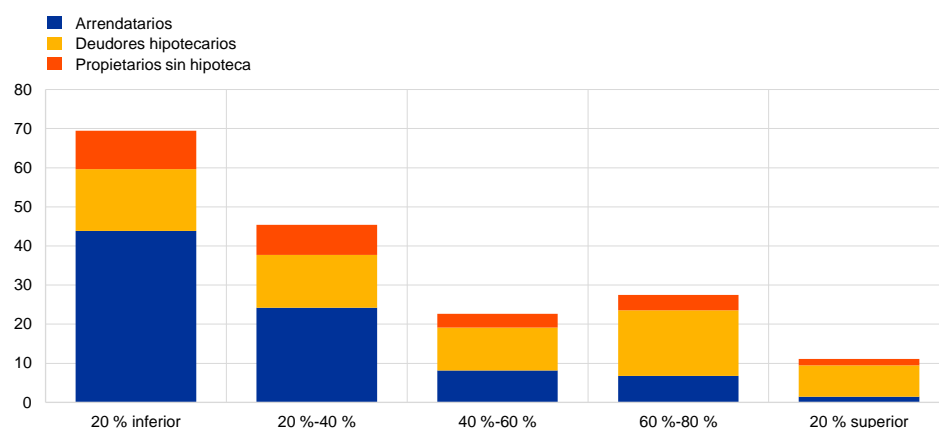
Según la definición de Eurostat, se considera que los hogares soportan un sobreesfuerzo cuando los costes totales relacionados con la vivienda absorben más del 40 % de su renta disponible. El gráfico C representa el porcentaje de hogares que realizan un sobreesfuerzo en los once países incluidos en la encuesta CES, desagregado por quintil de renta y régimen de tenencia. Esta proporción varía extraordinariamente de unos grupos de renta a otros. En el quintil de renta inferior, más del 60% de los hogares soporta un sobreesfuerzo, y en particular los hogares en régimen de alquiler. Aunque la proporción de hogares que asumen un sobreesfuerzo en los quintiles de renta superiores es considerablemente menor, engloba, no obstante, en torno al 45 % de los hogares situados en el segundo quintil y a más del 20 % de los

que se encuentran en el tercero. Los hogares de rentas más altas con un «sobreesfuerzo» son, sobre todo, deudores hipotecarios que tienen dificultades para pagar los gastos de su hipoteca. Es interesante señalar que el porcentaje de hogares que realizan un sobreesfuerzo en el cuarto quintil de renta es mayor que en el tercer quintil, debido a los deudores hipotecarios. Esto puede reflejar el hecho de que, en el entorno de tipos de interés bajos del pasado, esos hogares contrajeron una deuda hipotecaria desproporcionadamente elevada con respecto a su renta.

Gráfico C

Porcentaje de hogares que soportan un sobreesfuerzo, por quintil de renta: enero de 2024

(porcentaje de encuestados)



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

Notas: Los cálculos se basan en estimaciones ponderadas. La ratio de sobreesfuerzo es la proporción de hogares cuyos costes de la vivienda superan el 40 % de su renta disponible, y se calcula para los tres regímenes de tenencia. A continuación, se suma el porcentaje de hogares que soportan un sobreesfuerzo para cada régimen de tenencia para obtener el porcentaje total de hogares que realizan un sobreesfuerzo por quintil de renta.

Un mayor número de hogares, y, en particular, de hogares de rentas más bajas, han indicado en los últimos meses que prevén retrasarse en el pago de su alquiler o hipoteca o de los suministros básicos. Habida cuenta de los efectos actuales y futuros tanto del aumento de los tipos de interés como de la pérdida de poder adquisitivo debida a la inflación, la capacidad de los hogares para hacer frente a los costes relacionados con su vivienda y a las cuotas hipotecarias es motivo de preocupación, sobre todo para los hogares de menor renta. En los últimos años, en torno al 5 %-10 % de los hogares de rentas bajas han afirmado que se han retrasado en el pago del alquiler, de la hipoteca o de los suministros básicos en los tres últimos meses (panel a del gráfico D). Este porcentaje se han mantenido relativamente estable a lo largo del tiempo, aunque se redujo ligeramente en el primer trimestre de 2024. En cambio, el indicador adelantado del riesgo de retraso en los pagos, medido como el porcentaje de hogares que prevén retrasarse en algún pago en los tres próximos meses, ha aumentado de forma sustancial entre los hogares de rentas más bajas. En el primer trimestre de 2024, el porcentaje de hogares que prevén demorarse en el pago de los suministros básicos o del alquiler se elevó hasta superar el 20 %, desde alrededor del 15 % en 2023, y casi se duplicó hasta alcanzar el 30 % en el caso de las cuotas hipotecarias.

Las ratios de costes de la vivienda muestran una correlación positiva con la frecuencia del retraso en los pagos, siendo la correlación más fuerte para los hogares con hipoteca y en régimen de alquiler.

La relación media entre los costes de la vivienda y la renta disponible difiere sustancialmente de unos países a otros, como también la frecuencia del retraso en los pagos de los hogares dependiendo de los diferentes regímenes de tenencia. Con todo, existe una estrecha correlación en todos estos regímenes (panel b del Gráfico D). El incremento del riesgo de retrasarse en los pagos a medida que los costes de la vivienda aumentan es mayor para los arrendatarios, que también presentan los valores medios más altos en la ratio de costes de la vivienda y la probabilidad de pagar con retraso. En cuanto a los arrendatarios, todo cambio en cualquiera de estos dos indicadores, que tiende a ser más frecuente en el caso de los hogares de menor renta, debe ser objeto de un atento seguimiento, dado que podría tener consecuencias importantes para el comportamiento de consumo y el endeudamiento de los hogares.

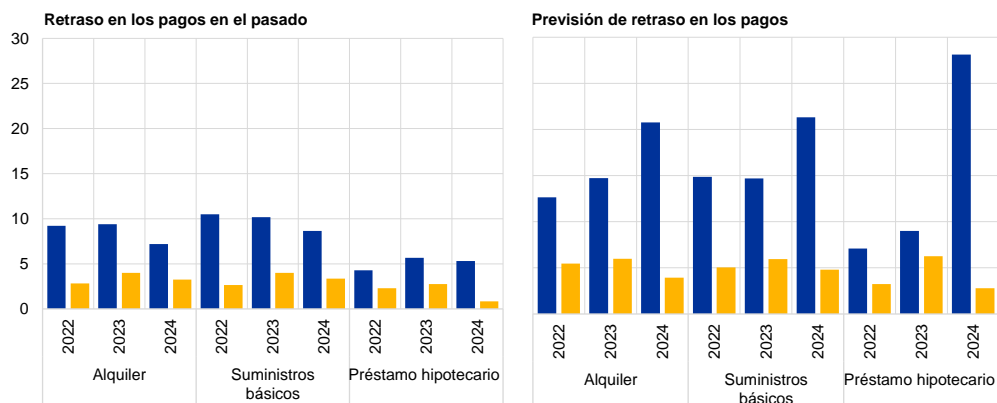
Gráfico D

Retraso en los pagos

a) Por tipo de pago retrasado

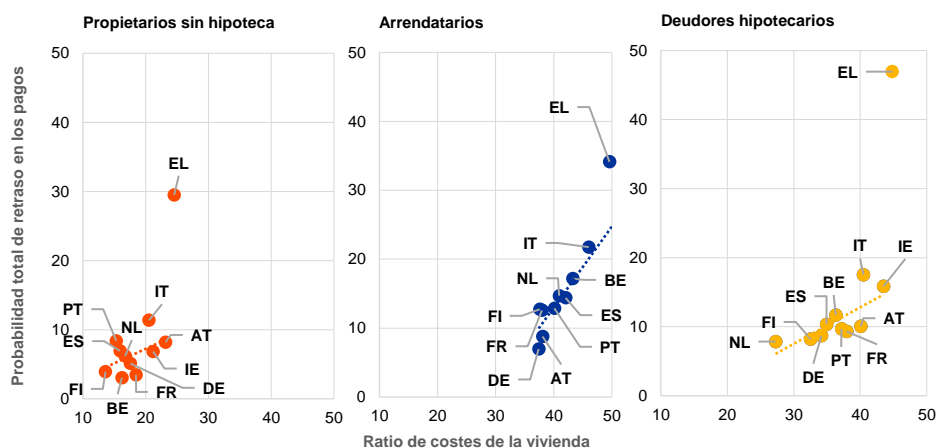
(porcentajes de encuestados por nivel de renta)

■ 50 % inferior
■ 20 % superior



b) Por régimen de tenencia en los distintos países

(porcentaje de encuestados; porcentajes de renta)



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES), Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los cálculos se basan en estimaciones ponderadas. En el panel a, la ratio de costes de la vivienda se refiere a la suma de las categorías de coste correspondientes (en concreto, alquiler o préstamo hipotecario, suministros básicos y mantenimiento del hogar) para cada régimen de tenencia dividida por la renta disponible del hogar. El indicador de retraso en los pagos adopta un valor de uno si el hogar prevé retrasarse en algún pago en los tres próximos meses en al menos una de las categorías de coste. La previsión de retraso en los pagos toma el valor de uno si el hogar prevé retrasarse en algún pago en los tres próximos meses en al menos una de las categorías de coste. Los valores correspondientes a los años 2022 y 2023 son medias anuales, mientras que el relativo a 2024 se refiere únicamente a enero. En el panel b, la ratio de costes de la vivienda expresa la relación media entre los costes totales de la vivienda y la renta disponible del hogar para el régimen de tenencia respectivo, calculada a nivel microeconómico. Grecia se excluye de la recta de regresión.

La inversión residencial y el coste de uso de la vivienda en la zona del euro

Niccolando Battistini y Johannes Gareis

La inversión residencial en el conjunto de la zona del euro ha caído significativamente con respecto al máximo registrado tras la pandemia. La inversión en vivienda en la zona del euro se redujo en torno a un 4 % entre el primer trimestre de 2022 y el cuarto trimestre de 2023, con un descenso especialmente acusado en Alemania y Francia, un ligero avance en España y un aumento considerable en Italia. La caída estuvo precedida por un pronunciado incremento de los costes de construcción durante la pandemia y por una subida sustancial de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo desde el inicio del reciente ciclo de endurecimiento de la política monetaria a finales de 2021. El alza de los tipos de interés también se vio acompañada de unos criterios de aprobación de los préstamos bancarios más restrictivos, lo que, a su vez, contribuyó a elevar los tipos de interés hipotecarios y a reducir los flujos de crédito. Esta evolución, junto con la posterior disminución de los precios de la vivienda, provocó un encarecimiento del coste implícito de la vida para los propietarios, medido por el «coste de uso de la vivienda». Dado que las subidas de los tipos de interés hipotecarios y las caídas de los precios de la vivienda parecen estar ralentizándose o incluso revirtiéndose en cierta medida, se plantea el interrogante de cómo evolucionará la inversión residencial en los próximos meses. Para arrojar luz sobre esta cuestión, en este recuadro se examina el nivel actual de la inversión residencial en la zona del euro en relación con una nueva medida del coste de uso de la vivienda¹.

El coste de uso de la vivienda es un importante factor determinante de la inversión residencial². La accesibilidad a la vivienda puede medirse por el coste del capital invertido por un hogar en su vivienda, es decir, el coste de uso de la vivienda³. Esta medida corresponde al coste de oportunidad para el propietario de vivir en una vivienda en propiedad en comparación con la utilidad de consumir otros bienes y servicios (actuales o futuros), lo que la convierte en un importante factor

¹ Para un análisis de los costes asociados a la vivienda basado en evidencia procedente de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores, véase el recuadro titulado «[La magnitud del esfuerzo en vivienda de los hogares. Evidencia procedente de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#)» en este Boletín Económico.

² Dado que el coste de uso de la vivienda determina el alquiler que el hogar propietario tendría que pagar por el uso de su vivienda (el «alquiler imputado»), también fue considerado en la última revisión de la estrategia del BCE como una medida posible de los índices de precios de la vivienda en régimen de propiedad para mejorar el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). Sin embargo, los costes de la vivienda en régimen de propiedad no se consideraron adecuados, principalmente debido a la inclusión de los pagos por intereses, que establecerían una relación directa con los tipos de interés oficiales del BCE. Para más información, véanse «[Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 265, BCE, septiembre de 2021, y el artículo titulado «[Owner-occupied housing and inflation measurement](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2022.

³ La accesibilidad a la vivienda también se mide a menudo mediante el gasto en que incurren los hogares para financiarla, una definición de accesibilidad más restringida que el coste de uso de la vivienda. Para una comparación de los dos conceptos, véase M. Haffner y K. Heylen, «User Costs and Housing Expenses. Towards a more Comprehensive Approach to Affordability», *Housing Studies*, vol. 26, n.º 4, 2011, pp. 593-614.

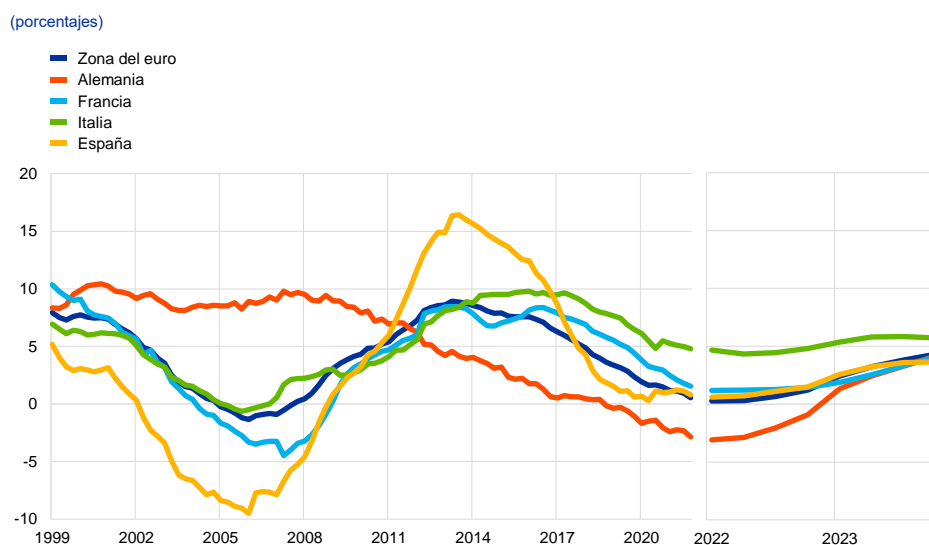
determinante de la inversión residencial⁴. El coste de uso de la vivienda suele expresarse como porcentaje del valor del inmueble y contiene tanto los costes como los beneficios compensatorios, que incluyen: i) los gastos por intereses hipotecarios, que miden el coste del servicio de la deuda para financiar la vivienda; ii) los ingresos no percibidos a los que se renuncia, que miden las ganancias no realizadas de la inversión en un activo no inmobiliario; iii) las plusvalías esperadas, que reflejan la reducción de costes derivada del incremento previsto del valor de la vivienda; iv) la ratio préstamo-valor (LTV), que determina el peso relativo del coste del servicio de la deuda frente a los ingresos no percibidos a los que se renuncia; v) los impuestos netos, incluidos los impuestos sobre la propiedad, así como las deducciones fiscales sobre el servicio de la deuda y los impuestos sobre los ingresos no percibidos a los que se renuncia, y vi) otros conceptos, incluidos los costes de mantenimiento y reparación, la depreciación y las primas de riesgo⁵. Si se agrupan los conceptos iv), v) y vi), el coste de uso de la vivienda aumenta con mayores costes del servicio de la deuda, los ingresos no percibidos a los que se renuncia, las minusvalías de capital esperadas, o los pagos (netos) de impuestos y otros gastos, lo que reduce el importe de la inversión que los hogares podrían estar dispuestos a realizar en una vivienda en régimen de propiedad. En resumen, el coste de uso de la vivienda constituye una medida amplia del coste de tener una vivienda en propiedad y de residir en ella y refleja el consumo de servicios de vivienda que subyace a la decisión de un hogar de invertir en una vivienda en propiedad.

⁴ Otro determinante importante de la inversión en vivienda es la Q de Tobin, que es la ratio entre el precio de la vivienda y su coste de reposición. Para una referencia clásica del coste de uso de la vivienda, véase J. Poterba, «Tax Subsidies to Owner-occupied Housing An Asset Market Approach», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 99, n.º 4, 1984, pp.729-752. Véase una definición de la Q de Tobin en J. Tobin, «A General Equilibrium Approach to Monetary Theory», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n.º 1, 1969, pp. 15-29. Para una aplicación empírica de la Q de Tobin al mercado de la vivienda, véase el recuadro titulado «[Evaluating housing market risks using a combined demand-supply framework](#)», *Macprudential Bulletin*, número 23, BCE, 2023.

⁵ El coste de uso de la vivienda ω se calcula formalmente como sigue: $\omega = [\lambda(1 - \tau^M)r^M + (1 - \lambda)(1 - \tau^I)r^F - \pi^e + \kappa](1 + \tau^T)$, siendo λ la ratio LTV, τ^M el tipo deducible de las cuotas hipotecarias, r^M el tipo de interés hipotecario, τ^I el tipo impositivo aplicable a los ingresos por intereses, r^F el tipo de una inversión alternativa, π^e las plusvalías esperadas, τ^T el tipo del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y κ otros términos, como el impuesto periódico sobre bienes inmuebles, los costes de mantenimiento, la depreciación y las primas de riesgo. En este recuadro se utilizan datos trimestrales sobre los tipos de interés bancarios aplicados a los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda para medir r^M , los tipos OIS de la zona del euro a diez años para obtener r^F y la media móvil de cinco años del crecimiento interanual del precio de la vivienda para calcular π^e . Estos datos se combinan con información sobre los tipos impositivos y las características estructurales de la construcción residencial y la financiación de viviendas procedente del [EU Science Hub](#) (véase S. Barrios, C. Denis, V. Ivaškaitė-Tamošiūnė, A. Reut y E. V. Torres, «[Housing taxation: a new database for Europe](#)», *JRC Working Papers on Taxation and Structural Reforms*, n.º 08, Comisión Europea, 2019). Para las plusvalías esperadas, se considera un período de cinco años que refleja la tendencia de los hogares a extrapolar la tasa de variación reciente de los precios de la vivienda a las expectativas futuras. Véase J. Muellbauer, «When is a Housing Market Overheated Enough to Threaten Stability?», Reserve Bank of Australia, RBA Annual Conference Volume – 2012, en *Property Markets and Financial Stability*, pp. 73-105.

Gráfico A

Coste de uso de la vivienda en la zona del euro



Fuentes: Barrios *et al.* (*op. cit.*), Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Nota: El coste de uso de la vivienda en la zona del euro representa la media ponderada de las medidas del coste de cada país, utilizando como factor de ponderación la riqueza inmobiliaria de los hogares.

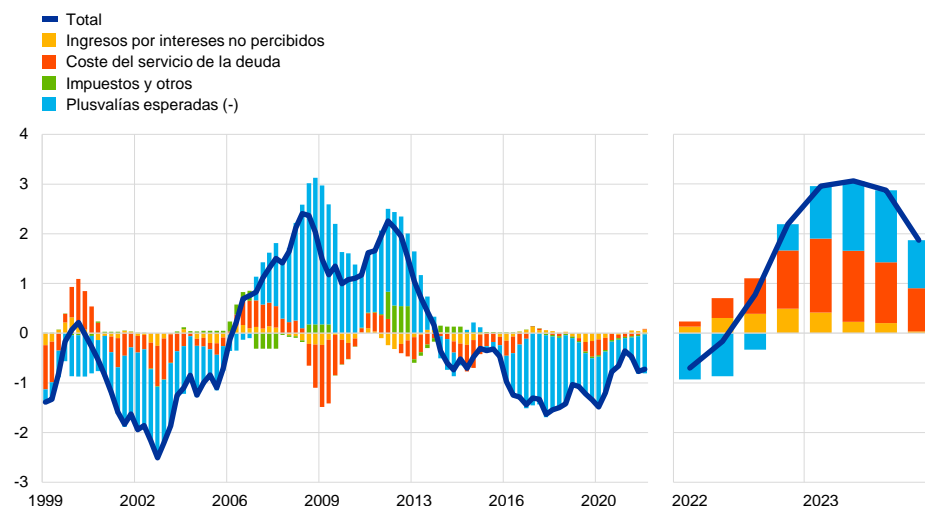
El coste de uso de la vivienda ha aumentado de forma significativa en toda la zona del euro en los dos últimos años, principalmente como consecuencia del mayor coste del servicio de la deuda. El coste de uso de la vivienda ha experimentado fluctuaciones considerables en la zona del euro desde 1999, habiendo registrado un mínimo histórico al inicio de la crisis financiera mundial en 2007-2008 y un máximo al final de la crisis de deuda soberana de la zona del euro en 2010-2012 (gráfico A). Tras el prolongado descenso que siguió a la crisis de deuda soberana, el coste de uso de la vivienda ha aumentado de manera sustancial durante el reciente período de endurecimiento de la política monetaria. Por países, el ascenso ha sido especialmente acusado en Alemania. En términos de factores determinantes, las fluctuaciones del coste de uso de la vivienda tienen su origen, en gran medida, en las variaciones de las plusvalías esperadas (panel a del gráfico B). Sin embargo, el encarecimiento observado últimamente se ha debido, sobre todo, al incremento del coste del servicio de la deuda, en consonancia con episodios anteriores de cambios considerables en los tipos de interés oficiales. Aunque el mayor coste del servicio de la deuda es el factor más importante en Francia, Italia y España, las minusvalías esperadas son más significativas en Alemania, lo que refleja la caída relativamente acusada de los precios de la vivienda desde que se inició el reciente endurecimiento de la política monetaria (panel b del gráfico B).

Gráfico B

Factores determinantes del coste de uso de la vivienda

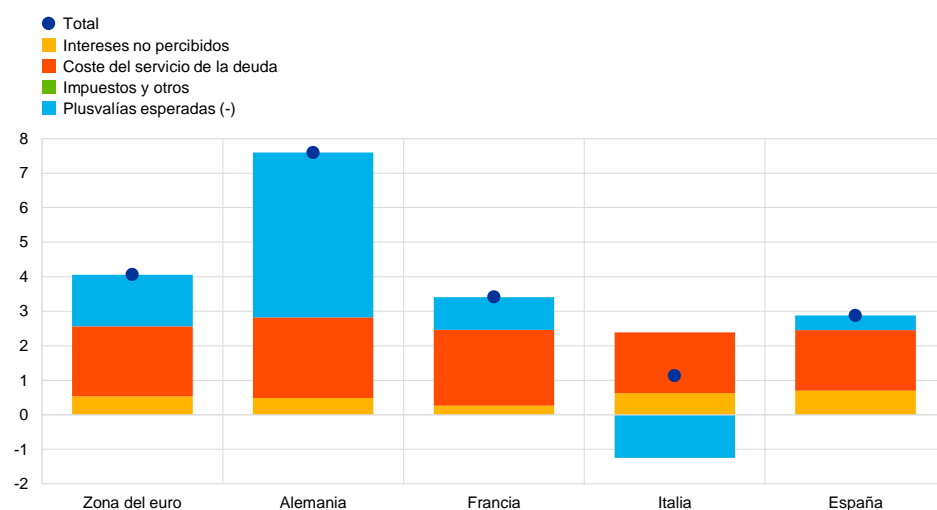
a) Evolución del coste de uso de la vivienda en la zona del euro

(tasas de variación interanual, puntos porcentuales y contribuciones en puntos porcentuales)



b) Evolución reciente del coste de uso de la vivienda en la zona del euro y en sus cuatro economías principales

(variaciones entre el primer trimestre de 2022 y el cuarto trimestre de 2023, puntos porcentuales y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Barrios *et al.* (op. cit.), Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Nota: Las plusvalías esperadas compensan otros costes de la vivienda y, por tanto, se incluyen en el coste de uso de la vivienda con signo negativo.

En este recuadro se utiliza un modelo empírico para relacionar el nivel de inversión residencial con el coste de uso de la vivienda. Un modelo de regresión lineal vincula el nivel de inversión residencial con los valores contemporáneos y retardados del coste de uso de la vivienda y el nivel retardado del *stock* de vivienda. De esta forma, el modelo refleja la relación histórica entre la inversión residencial y el coste de uso de la vivienda, en la que los valores retardados del coste de uso de la vivienda permiten la respuesta gradual de los hogares a las variaciones de los costes de la vivienda y la modelización de fricciones en los mercados, como una

escasez de suelo disponible o un exceso de burocracia⁶. Si la predicción del modelo coincide con el nivel observado de inversión residencial, las variaciones de dicha inversión pueden asociarse a variaciones del coste de uso de la vivienda y a sus determinantes subyacentes. Sin embargo, si la inversión residencial se desvía temporalmente de la predicción del modelo, ello puede deberse a otros motivos que no se han modelizado explícitamente. Con todo, la inversión en vivienda debería ajustarse gradualmente al valor implícito en el coste de uso, ya que se espera que cualquier diferencia significativa se corrija con el tiempo⁷.

A finales de 2023, la inversión residencial en la zona del euro se mantenía por encima del nivel implícito en el coste de uso de la vivienda, pese al significativo descenso registrado en el período 2022-2023. Según los resultados para la zona del euro, la inversión residencial y los valores predichos obtenidos del modelo de coste de uso muestran una clara relación positiva, lo que confirma que el coste de uso de la vivienda es un importante factor determinante de la inversión residencial (panel a del gráfico C). En el período anterior a la crisis financiera global, la inversión residencial superó el nivel implícito en el coste de uso de la vivienda y, posteriormente, cayó hasta situarse por debajo del nivel sugerido por el modelo, como consecuencia del ciclo de expansión y recesión que experimentó esta inversión durante ese período⁸. Aunque, en términos generales, la inversión residencial siguió la predicción del modelo durante la fase de recuperación posterior a la crisis de deuda soberana, superó considerablemente el nivel implícito en el modelo tras la pandemia, lo que podría ser atribuible a cambios en las preferencias de vivienda de los hogares a raíz de la pandemia⁹. A finales de 2023, la inversión residencial en la zona del euro seguía estando más de un 4 % por encima del nivel predicho por el modelo, aunque ya había disminuido de manera sustancial. Por países, la inversión en vivienda en Italia en el cuarto trimestre de 2023 fue muy superior al nivel implícito en el modelo. Ello se debió, probablemente, a los generosos incentivos fiscales asociados al «superbonus», que impulsó la inversión residencial hasta alcanzar un máximo histórico en el cuarto trimestre de 2023, pero

⁶ Para evitar la selección *ad hoc* del número de valores retardados del coste de uso de la vivienda, el modelo se estima mediante la regularización neta elástica penalizando los coeficientes mediante la validación cruzada. Además, el modelo asigna una ponderación cero a las observaciones correspondientes al segundo trimestre de 2020, cuando la inversión residencial en la zona del euro cayó significativamente debido a las restricciones relacionadas con la pandemia. Véase P. G. Coulombe, M. Leroux, D. Stevanovic y S. Surprenant, «How is machine learning useful for macroeconomic forecasting?», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n.º 5, 2022, pp. 920-964.

⁷ Véase también R. W. Kopcke, «The determinants of business investment: has capital spending been surprisingly low?», *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, 1993, pp. 3-31.

⁸ A nivel de país, este ciclo de expansión y recesión se refleja en las estimaciones para España en particular, donde la inversión residencial superó el nivel implícito en el modelo de coste de uso en mucha mayor medida que en las otras grandes economías de la zona del euro en 2007, y el posterior descenso fue más pronunciado que el nivel implícito en el modelo.

⁹ Para obtener un análisis de la evolución del mercado de la vivienda en la zona del euro durante la pandemia, véase el artículo titulado «[The euro area housing market during the COVID-19 pandemic](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2021.

no se refleja en el coste de uso (panel b del gráfico C)¹⁰. En cambio, la inversión residencial en Alemania y en España en el cuarto trimestre de 2023 estuvo en línea, en general, con la predicción del modelo, mientras que en Francia se situó por debajo del nivel predicho¹¹.

¹⁰ El superbonus prevé deducciones fiscales temporales por el gasto en reformas de edificios residenciales para aumentar la eficiencia energética y la resistencia frente a terremotos. El programa se puso en marcha en 2020, se ha modificado en varias ocasiones y está prevista su retirada gradual a partir de principios de 2024. Véase «[La dimensión económica del superbonus](#)», *Documentazione parlamentare*, Camera dei deputati, octubre de 2023. Dado que el superbonus es de carácter temporal y está condicionado al cumplimiento de los requisitos de eficiencia energética, en este recuadro se supone que el coste de uso de la vivienda en Italia no se ve afectado por esta medida, en consonancia con la información disponible en la base de datos EU Science Hub sobre fiscalidad de la vivienda. Si se excluye Italia, la inversión residencial en la zona del euro estaría más próxima al nivel implícito en el modelo de coste de uso en el cuarto trimestre de 2023, pero todavía se situaría ligeramente por encima de él.

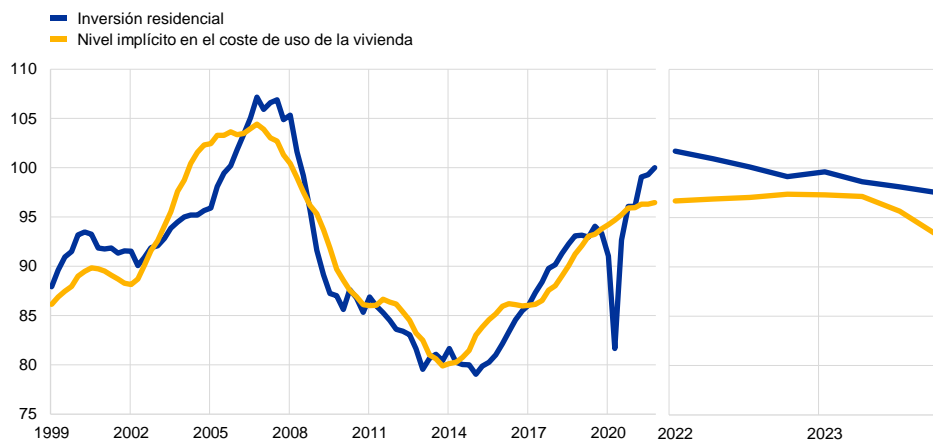
¹¹ Aunque el nivel de inversión residencial derivado del coste de uso de la vivienda no varió durante la pandemia, la inversión observada en vivienda fluctuó ampliamente en las economías principales de la zona del euro, reflejo del momento y del grado relativo de restricción de las medidas de contención, habiéndose paralizado temporalmente la actividad constructora en Francia, Italia y España, mientras que pudo continuar en Alemania. Véase, por ejemplo, el estudio titulado «[Impacts of the COVID-19 pandemic on EU industries](#)», *Parlamento Europeo*, marzo de 2021.

Gráfico C

La inversión residencial y el nivel implícito en el coste de uso de la vivienda

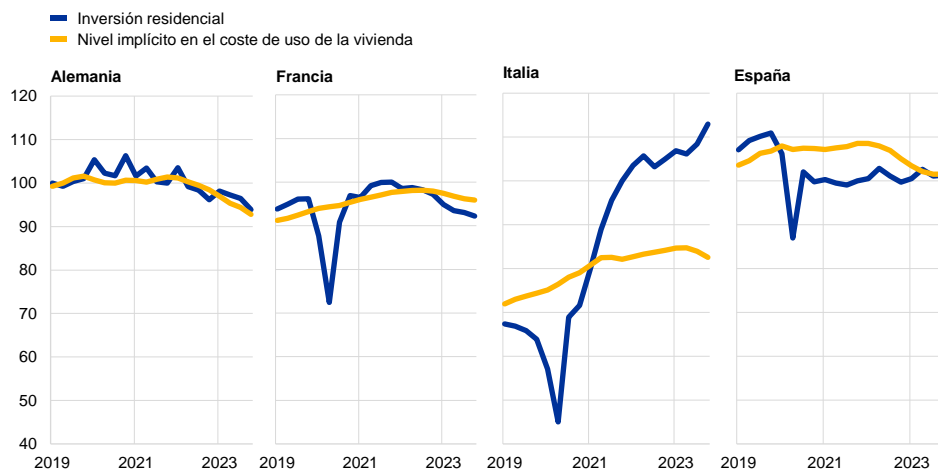
a) Inversión residencial y predicciones del modelo para la zona del euro

(IV TR 2021 = 100)



b) Inversión residencial y predicciones del modelo para las cuatro economías principales de la zona del euro

(IV TR 2021 = 100)



Fuentes: Barrios *et al.* (op. cit.), Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

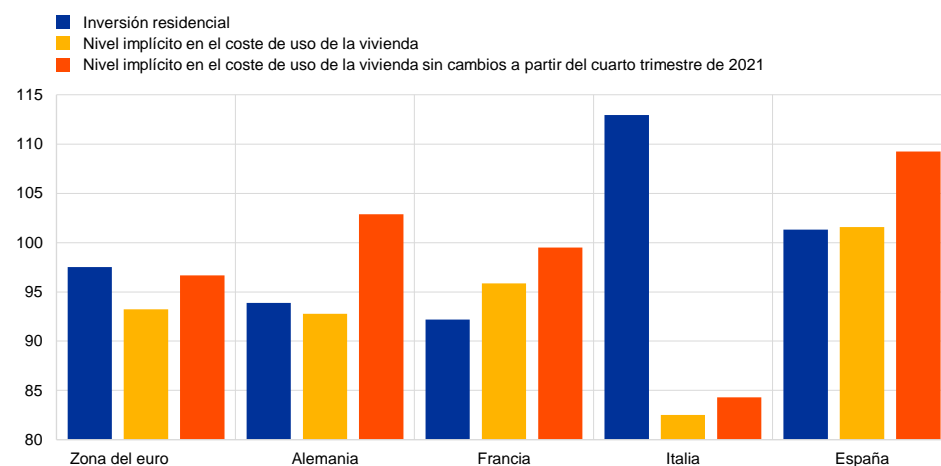
Nota: El nivel implícito en el coste de uso de la vivienda es el nivel predicho por un modelo de regresión lineal que relaciona el nivel logarítmico de la inversión residencial con varios valores retardados del coste de uso de la vivienda y el nivel logarítmico retardado del stock de capital inmobiliario para el período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el cuarto trimestre de 2023.

Un escenario contrafactual del coste de uso de la vivienda ilustra los efectos moderadores del reciente endurecimiento de la política monetaria sobre la inversión residencial. El escenario contrafactual asume que el coste de uso de la vivienda se mantiene constante a partir del cuarto trimestre de 2021, cuando comenzó el ciclo de endurecimiento de la política monetaria. Así pues, este coste no se ve afectado directamente por el reciente endurecimiento de la política monetaria a través de los tipos de interés, especialmente los tipos hipotecarios, ni tampoco

indirectamente por el menor crecimiento del precio de la vivienda¹². De acuerdo con este análisis contrafactual, a finales de 2023, la inversión residencial en la zona del euro habría sido aproximadamente un 4 % superior al valor asumido por el modelo basado en la evolución observada del coste de uso de la vivienda (gráfico D). En este contexto, las diferencias significativas entre países pueden explicarse, bien por la magnitud de la variación de los costes de uso observados (como en Alemania), bien por la sensibilidad de la inversión residencial a cambios en los costes de uso basada en regularidades pasadas (como en España). En conjunto, los resultados sugieren que el reciente endurecimiento de la política monetaria ha tenido un impacto negativo considerable en el nivel de inversión residencial en la zona del euro desde la perspectiva del coste de uso de la vivienda.

Gráfico D Análisis contrafactual

(IV TR 2021 = 100)



Fuentes: Barrios *et al.* (op. cit.), Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El nivel implícito en el coste de uso de la vivienda es el nivel predicho por un modelo de regresión lineal que relaciona el nivel logarítmico de la inversión residencial con varios valores retardados del coste de uso de la vivienda y el valor logarítmico retardado del stock de capital inmobiliario. El nivel contrafactual es el nivel predicho por el modelo, suponiendo que el nivel del coste de uso de la vivienda no varía a partir del cuarto trimestre de 2021.

Es probable que la inversión en vivienda en la zona del euro siga debilitándose a corto plazo. La evolución futura del coste de uso de la vivienda es crucial para las perspectivas de inversión residencial en la zona del euro. El hecho de que la inversión en vivienda en la zona del euro todavía se situara por encima del nivel implícito en el coste de uso de la vivienda a finales de 2023 indica la posibilidad de que continúe debilitándose. Además, aunque parece que el coste del servicio de la deuda está estabilizándose, las plusvalías esperadas podrían reducirse aún más debido que se ajustan con retraso a cambios anteriores, lo que ejercería presiones adicionales al alza sobre el coste de uso de la vivienda.

¹² Para una descripción del impacto directo e indirecto de la política monetaria a través del canal del coste de uso de la vivienda, véase F. S. Mishkin, «Housing and the monetary transmission mechanism», *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007, pp. 359-413.

Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras

Peter Healy, Friderike Kuik, Richard Morris y Michal Slavik

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 57 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 11 y el 19 de marzo de 2024¹.

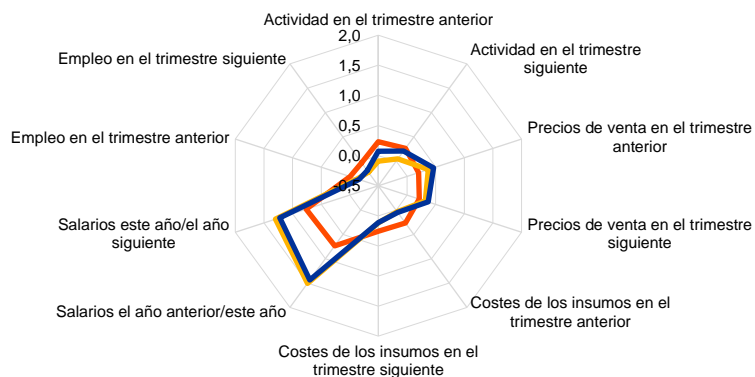
Los contactos señalaron que la actividad había mostrado falta de dinamismo a principios del año, pero también que la demanda había repuntado ligeramente (gráfico A y panel a del gráfico B). En los primeros meses de 2024, la actividad se vio afectada en cierta medida por las tensiones en la industria y por los retrasos en la producción como consecuencia de los ataques continuados a buques de transporte en la zona del mar Rojo, pero esta evolución se vio compensada con creces por cierta recuperación de la demanda de bienes manufacturados. Sin embargo, las percepciones siguieron variando de forma significativa, tanto entre sectores como dentro de ellos. Un número cada vez mayor de contactos también hizo hincapié en las diferencias entre las tasas de crecimiento en el sur de Europa y la mayor atonía de la actividad en el norte del continente, especialmente en Alemania.

Gráfico A

Resumen de opiniones sobre actividad, empleo, precios y costes

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)

■ Encuesta actual
■ Encuesta anterior
■ Media histórica



Fuente: BCE.

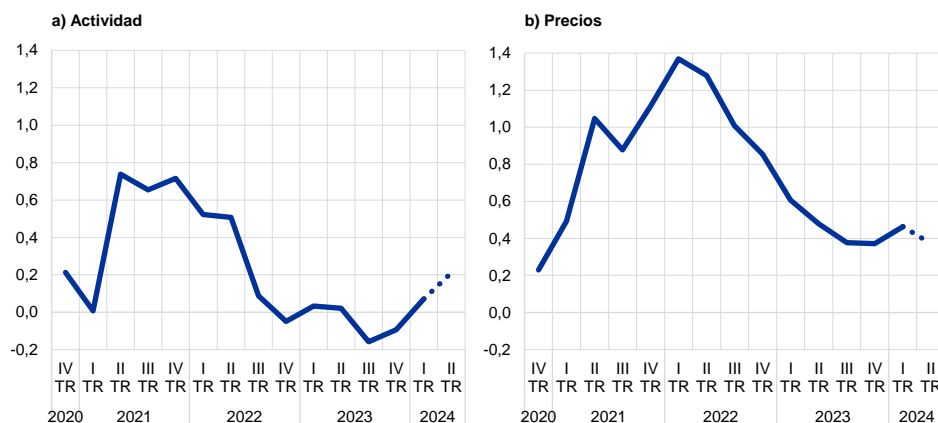
Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos), los costes de los insumos (materiales, energía, transporte, etc.) y los precios de venta, y sobre la evolución interanual de los salarios. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. En la encuesta actual, el trimestre anterior y el trimestre siguiente se refieren al primer y segundo trimestre de 2024, respectivamente, mientras que, en la encuesta anterior, estos corresponden al cuarto trimestre de 2023 y al primero de 2024. Las conversaciones con los contactos que se llevan a cabo en enero y en marzo/abril en relación con la evolución salarial se centran normalmente en las perspectivas para el año en curso con respecto a las del año anterior, mientras que las conversaciones que tienen lugar en junio/julio y en septiembre/octubre ponen el foco en las perspectivas para el año siguiente en comparación con el año en curso. La media histórica refleja una media de las puntuaciones recopiladas utilizando resúmenes de contactos anteriores que se remontan a 2008.

¹ Para más información sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase el artículo titulado «The ECB's dialogue with non-financial companies», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

Gráfico B

Variación de las opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad y los precios

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos) y de los precios de venta. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. La línea discontinua representa las expectativas para el trimestre siguiente.

La demanda experimentó un ligero repunte a medida que el reciente ciclo de desacumulación de existencias llegó a su fin, y se observaron señales incipientes de mejora de la confianza de los consumidores.

Tras varios trimestres de contracción, los contactos del sector de bienes intermedios indicaron que la demanda se había estabilizado o incluso estaba aumentando porque sus clientes habían dejado de reducir existencias. Los contactos del sector de bienes de consumo señalaron, en general, un crecimiento razonable. Los segmentos que habían registrado una evolución favorable recientemente —como los de productos de cuidado personal y de artículos de lujo— siguieron mostrando un dinamismo positivo, mientras que la demanda de electrodomésticos parecía estar estabilizándose, aunque en un nivel reducido. También se indicó que la demanda de productos de electrónica de consumo estaba empezando a recuperarse. No obstante, los contactos del sector minorista seguían siendo bastante pesimistas sobre las perspectivas generales del sector. Por otra parte, los contactos del sector agroalimentario aún no habían observado una reversión del patrón de gasto en productos alimenticios más baratos por parte de los consumidores, pero tampoco un deterioro adicional. También indicaron que parecía que el crecimiento de la demanda de servicios de consumo —en particular, de turismo (a partir, por ejemplo, de los datos sobre las reservas hoteleras y las franjas horarias de despegue y aterrizaje reservadas por las compañías aéreas)— continuaría, aunque con notables variaciones entre países.

Las perspectivas de inversión continuaban siendo más débiles. La mayor parte de los contactos del sector de bienes de equipo o de suministro de estos bienes señalaron que la demanda y la producción seguían descendiendo, lo que reflejaba el efecto del endurecimiento reciente de la política monetaria y la disminución de las carteras de pedidos pendientes. Los proveedores de maquinaria y bienes de equipo

esperaban al menos uno o dos trimestres más de contracción. En el sector de la automoción, las decepcionantes ventas de vehículos eléctricos estaban teniendo un impacto moderador en la producción de automóviles, mientras que la producción de vehículos comerciales estaba experimentando una corrección a la baja con respecto a los elevados niveles anteriores. Las perspectivas para la construcción seguían siendo sombrías, ya que el acusado retroceso en curso de la actividad inmobiliaria residencial se estaba compensando solo parcialmente con el crecimiento del gasto en infraestructuras. La mayoría de los contactos del sector o sus proveedores no esperaban que la inversión residencial comenzara a recuperarse antes de 2025. La incertidumbre sobre los precios de la vivienda en un entorno de volúmenes reducidos de transacciones de inmuebles residenciales era un factor importante que estaba frenando la actividad, aunque se observaban señales de que las transacciones estaban empezando a repuntar a medida que los tipos hipotecarios se iban reduciendo ligeramente.

En general, los contactos coincidieron con una narrativa de recuperación gradual de la actividad, aunque modesta, a lo largo del año. Con independencia de que observaran ya o no evidencia de ello, la mayoría de los contactos coincidió en que el descenso de la inflación y, en consecuencia, la subida de los salarios reales, deberían dar lugar a cierta recuperación del gasto en consumo. A pesar de la incertidumbre geopolítica aún generalizada, el avance del consumo iría seguido de un aumento de la inversión. No obstante, varios contactos consideraron que unos tipos de interés más bajos serían importantes para estimular la demanda. Además, algunos subrayaron que el crecimiento de la zona del euro seguiría yendo a la zaga del de otras regiones, debido a una evolución demográfica desfavorable y a diversos factores regulatorios adversos, así como a la inversión, que, en algunos sectores, se estaba orientando cada vez más a conseguir los objetivos climáticos en lugar de destinarse a aumentar la capacidad productiva.

Los contactos describieron unas perspectivas débiles de empleo en un contexto de necesidades de contratación limitadas y de atención continuada a la contención de costes. Aunque se observaron variaciones considerables entre países y sectores, la tendencia agregada del empleo descrita fue negativa, con las reducciones concentradas especialmente en los segmentos más intensivos en energía del sector de bienes intermedios, la cadena de suministro de la automoción, la agricultura y el comercio minorista. En estos sectores, el empleo se estaba ajustando a los niveles más bajos de demanda. En términos más generales, las empresas estaban tratando de obtener ganancias de eficiencia en la medida de lo posible, con el fin de contener los costes laborales unitarios en un contexto de aumento de los salarios. En líneas generales, este ajuste pudo lograrse limitando la cobertura de vacantes a la luz de las elevadas tasas de jubilación, de modo que los despidos forzosos fueron escasos. Las agencias de empleo corroboraron la percepción de un mercado laboral débil, en general, en el que las empresas se muestran reacias a ofrecer nuevos puestos de trabajo y los posibles candidatos también están cada vez menos dispuestos a cambiar de empleo. No obstante, los contactos en sectores con crecientes necesidades de empleo seguían considerando que la contratación de personal constituía un reto, ya sea en general (en el caso de

los servicios intensivos en mano de obra) o de profesionales con competencias específicas (por ejemplo, las necesarias para llevar a cabo la transición energética).

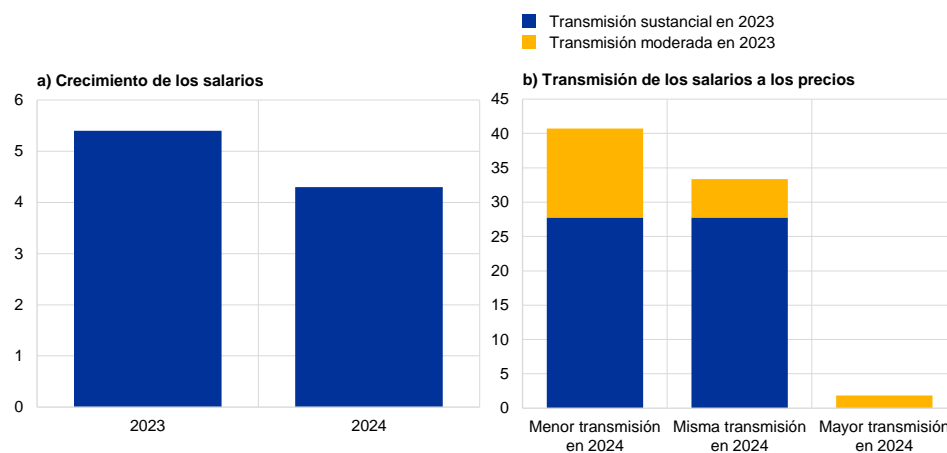
Los contactos señalaron un ligero repunte del crecimiento de los precios, debido principalmente a la recuperación de los precios de algunos bienes intermedios y servicios, pero el avance de los precios más próximos al consumidor final continuó moderándose gradualmente (gráfico A y panel b del gráfico B).

Los precios de bienes intermedios como el acero, los productos químicos y el papel habían caído a niveles extremadamente bajos a finales de 2023 y, pese al mencionado repunte de la demanda que estaba respaldando una recuperación parcial de estos precios, todavía se situaban en niveles reducidos. Al mismo tiempo, las disrupciones en el transporte marítimo en la zona del mar Rojo y la aplicación del régimen de comercio de derechos de emisión de la UE al transporte marítimo con origen y destino en puertos de la Unión Europea fueron factores que impulsaron al alza los costes de transporte, aunque partían de niveles bajos. Con todo, el entorno de precios y costes en el sector industrial se mantuvo bastante estable en general. Los contactos de los sectores de bienes de consumo y minorista describieron un entorno de fijación de precios cada vez más difícil, caracterizado por duras negociaciones entre proveedores y minoristas, aunque este entorno seguía siendo más favorable para los artículos de lujo y los productos para el cuidado personal. Los precios de los alimentos se habían estabilizado en gran medida y en algunos casos incluso estaban cayendo, aunque determinados productos continuaban afectados por la escasez provocada por las condiciones meteorológicas. El crecimiento de los precios de venta siguió siendo sólido en los servicios intensivos en mano de obra (como viajes y turismo, hostelería y servicios de empleo) y en áreas como medios de comunicación, telecomunicaciones y *software*, pero había empezado a moderarse ligeramente.

Gráfico C

Valoración cuantitativa del crecimiento de los salarios y transmisión de los salarios a los precios

(panel a: porcentajes, panel b: porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

Notas: Panel a: percepción de los contactos sobre el crecimiento salarial en su sector en 2023 y sus expectativas para 2024. Panel b: valoración de los contactos de la medida en que los costes salariales se trasladaron a los precios de venta en su sector en 2023 y si esperan que la transmisión sea menor, la misma o mayor en 2024. El gráfico excluye a los encuestados (alrededor de una cuarta parte) que señalaron que en 2023 o 2024 no se había producido una transmisión de los salarios a los precios porque esto no reflejaba el modelo o la estrategia de fijación de precios de su sector.

Los contactos siguen esperando que el crecimiento de los salarios se modere ligeramente este año e indicaron que la traslación a los precios de venta sería menor que el año pasado (gráfico C).

Si se considera una media simple de las indicaciones cuantitativas proporcionadas, los contactos esperaban que el crecimiento de los salarios descendiera de alrededor del 5,4 % en 2023 al 4,3 % en 2024. Este resultado era acorde con las indicaciones obtenidas en la encuesta de enero de 2024. Como se indicó en esa encuesta, todavía había cierto margen de convergencia de los convenios colectivos vigentes o previstos para 2024 en algunas empresas y sectores. Sin embargo, ahora, la mayoría de los contactos consideraba que la disminución de la inflación y la debilidad de la demanda eran factores que estaban contribuyendo a la moderación, o incluso a la normalización, del crecimiento de los salarios. En 2023, un entorno de fijación de precios todavía dinámico había respaldado la transmisión del incremento de los costes salariales a los precios. En los sectores industriales, en especial, la caída de los precios de otros insumos (como los materiales, la energía y el transporte) había permitido mantener o incluso aumentar los márgenes a pesar del incremento de los costes laborales unitarios. Sin embargo, en 2024, un entorno de precios y de costes más estable y la mayor competencia implicaban que los crecientes costes salariales tendrían que compensarse con aumentos de la productividad o ser absorbidos por los márgenes en mayor medida.

6 Descomposición de la inflación medida por el IAPCX en componentes sensibles a la energía y a los salarios

Bruno Fagandini, Eduardo Goncalves, Ieva Rubene, Omiros Kouvavas, Katalin Bodnar y Gerrit Koester

Comprender el papel que desempeñan los distintos factores que determinan la evolución de la inflación es importante para la política monetaria. Dado el gran peso que tienen los costes salariales en los costes de los insumos, especialmente en el sector servicios, su variación es un factor relevante para la evolución de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (inflación medida por el IAPCX). Los costes energéticos representan, por lo general, una proporción de los costes de los insumos más baja que los salarios, pero, si se producen fuertes oscilaciones de los precios de la energía, también pueden tener un impacto muy sustancial sobre la inflación medida por el IAPCX¹. Mientras que las fluctuaciones de los precios energéticos tienen con frecuencia su origen en el entorno exterior, los movimientos de los salarios suelen deberse más a factores internos. En la medida en que los costes de la energía y de los salarios se transmiten a los precios de consumo de los bienes y los servicios, también afectan a la inflación medida por el IAPCX. Por ejemplo, el acusado aumento de dicha inflación, que comenzó en la segunda mitad de 2021 y alcanzó su máximo a principios de 2023, puede estar relacionado con efectos indirectos derivados del fuerte encarecimiento de la energía. La relativa persistencia de la inflación medida por el IAPCX durante algunos meses después de ese período, en un momento en el que los precios de la energía estaban bajando, podría estar asociada al elevado crecimiento de los salarios.

Los datos procedentes de distintas fuentes pueden cotejarse para establecer correspondencias con el fin de obtener indicadores que muestren la importancia de los costes de la energía y de los salarios para la inflación medida por el IAPCX. Las tablas *input-output* de Eurostat ilustran la estructura de la economía en términos de los insumos utilizados y los productos generados en cada sector, lo que permite analizar los vínculos entre sectores². Esta información puede utilizarse para calcular el grado de utilización, directo e indirecto, de los insumos energéticos y de los costes salariales en todos los sectores de la economía (según la clasificación NACE 2)³. El indicador de la importancia de la energía en el IAPCX se calcula estimando los costes energéticos en relación con el producto total de cada sector. Esta estimación tiene en cuenta los costes de la energía directos e indirectos (derivados del uso de insumos intermedios de otras industrias) en la

¹ Véase el recuadro titulado «Indicadores de la inflación subyacente: una guía analítica para la zona del euro», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2023.

² Para más información, véase I. Remond-Tiedrez y J. M. Rueda-Cantucho (eds.), «EU inter-country supply, use and input-output tables – Full international and global accounts for research in input-output analysis (FIGARO)», *Statistical Working Papers*, Eurostat, Unión Europea, 2019.

³ A efectos de estos indicadores se estiman los pesos de la energía y de los salarios sobre la base de la tabla *input-output* simétrica de Eurostat para 2019. La clasificación puede cambiar cuando se disponga de tablas *input-output* más recientes.

producción de componentes del IAPCX⁴. El indicador de los salarios se obtiene utilizando el peso que tienen estos en los costes totales (laborales y no laborales) de los insumos. Solo se consideran los costes salariales directos, ya que es probable que los costes indirectos derivados del uso de insumos intermedios de otros sectores industriales y servicios se produzcan con cierto retraso, porque los salarios se fijan normalmente de manera escalonada. También es probable que las variaciones de los costes no laborales de los insumos, como los de la energía, se transmitan a lo largo de todo el proceso de fijación de precios con más rapidez que los cambios de los costes laborales, ya que son más visibles para todas las partes del proceso. Así, los sectores de la economía según la clasificación NACE 2 se cotejan con las 211 subclases de la cesta del IAPCX (basada en la clasificación ECOICOP a nivel de cinco dígitos) para establecer correspondencias, lo que permite clasificar cada subclase en función del peso que la energía y los salarios tengan en sus costes. Se considera que esto refleja la sensibilidad de las subclases a las variaciones de los costes energéticos y salariales⁵.

Los indicadores muestran que el peso de la energía en los costes de los bienes industriales no energéticos (BINE) es algo mayor que en los servicios, mientras que los salarios son especialmente importantes en estos últimos (gráfico A). En la zona del euro, los costes totales de la energía representan una media ponderada de alrededor del 5,1 % de los costes totales de producción para las subclases del IAPCX. Este porcentaje es ligeramente más elevado en el caso de los BINE (en torno al 6 %), lo que refleja una contribución de los costes indirectos mayor que en el caso de los servicios (alrededor del 4,5 %). Los costes energéticos indirectos constituyen en torno a la mitad de los costes totales de la energía en el IAPCX y en el componente de servicios, pero su peso en los bienes industriales no energéticos es mayor (en torno a dos tercios), lo que es acorde con el hecho de que los insumos intermedios, excluidos los costes laborales, desempeñan un papel más importante en la producción de los bienes. En cuanto a los salarios, su contribución directa a los costes de las subclases del IAPCX es, en promedio, del 32 %, con un porcentaje algo mayor en los servicios (38 %) y menor en los BINE (22 %)⁶.

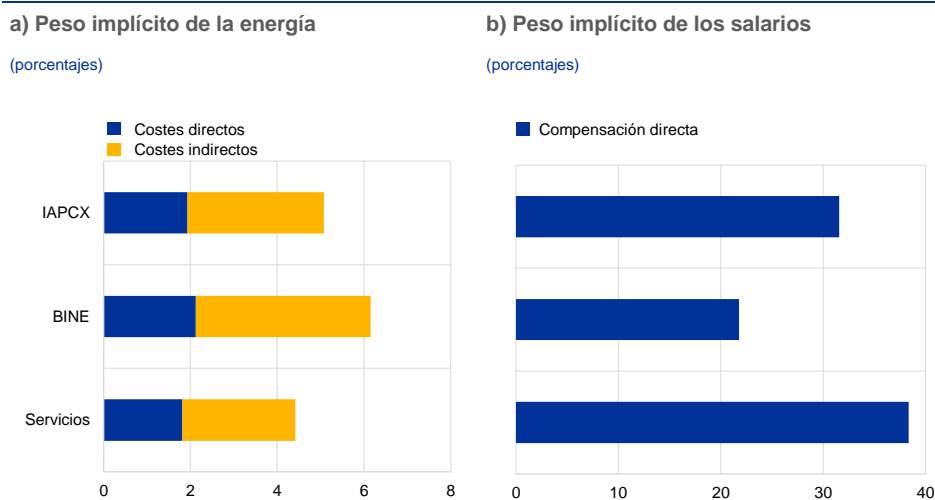
⁴ Estos indicadores no captan los efectos de segunda ronda sobre los precios de consumo mediante posibles ajustes posteriores de los precios y los salarios.

⁵ El uso de la clasificación ECOICOP a nivel de cinco dígitos significa que los índices obtenidos comienzan en enero de 2017 (y las tasas de inflación interanual en enero de 2018).

⁶ Los umbrales de sensibilidad a los salarios y a la energía, así como la clasificación posterior de las subclases del índice de precios de consumo, se ven afectados en función de si se utiliza el producto total o solo los insumos totales (costes laborales y no laborales) como denominador, y también dependen de si únicamente se tienen en cuenta los efectos directos o también los indirectos (derivados del uso de insumos intermedios). Estas decisiones pueden dar lugar a tasas de inflación implícitas ligeramente diferentes para el IAPCX sensible a la energía y el IAPCX sensible a los salarios, pero las dinámicas de estas tasas y sus indicaciones sobre el papel que desempeñan los costes salariales y energéticos en la evolución de la inflación medida por el IAPCX son muy similares y robustas para estas alternativas.

Gráfico A

Peso implícito de la energía y de los salarios en el IAPCX de la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El peso de los costes directos e indirectos se calcula utilizando la tabla *input-output* simétrica de Eurostat para 2019. En el panel a, la inflación medida por el IAPCX y la inflación de los servicios excluyen los alquileres, en los que los salarios representan un porcentaje próximo a cero. Los costes directos son la proporción de la energía utilizada para la producción, mientras que el peso indirecto capta el impacto de los costes energéticos derivado del uso de insumos intermedios de todos los demás sectores de la economía. El peso implícito de la energía se calcula en relación con el producto total, mientras que el de los salarios se calcula en relación con los costes totales (laborales y no laborales) de los insumos.

Una vez identificadas las subclases del IAPCX como sensibles a la energía o sensibles a los salarios, se pueden agregar para obtener las tasas de inflación correspondientes. Para elaborar índices sensibles a los salarios y a la energía, se han elegido umbrales por encima de los cuales se considera que las subclases del IAPCX son sensibles a los salarios o a la energía. Para los indicadores descritos en este recuadro, una subclase se clasifica como sensible a la energía si el peso de sus costes energéticos es superior, respectivamente, al de la media de los bienes industriales no energéticos (6,1 %) y de los servicios (4,4 %). La subcesta resultante de las subclases del IAPCX sensibles a la energía abarca alrededor del 36 % de la cesta total del IAPCX (basada en las ponderaciones del IAPC para 2023)⁷. En el caso de las subclases sensibles a los salarios, el umbral se fija en el 38 % sobre la base del peso que representan, en promedio, los costes salariales directos en los insumos totales de las subclases de servicios⁸. En el caso de la cesta de los BINE, no hay ninguna subclase en la que los costes salariales directos tengan un peso en los insumos totales que esté por encima del umbral, por lo que el indicador del

⁷ Los componentes del IAPCX sensibles a la energía según la [clasificación ECOICOP a nivel de cinco dígitos](#) son los siguientes: 03141, 03142, 04310, 04410, 05122, 05401, 05402, 05403, 05521, 05522, 05611, 05612, 07211, 07224, 07241, 07242, 07243, 07311, 07312, 07321, 07322, 07331, 07332, 07341, 07342, 07350, 07361, 07362, 07369, 08101, 08109, 09331, 09332, 09341, 09342, 09411, 09412, 09423, 09425, 09429, 09541, 09601, 09602, 11111, 11112, 11120, 11201, 11202, 11203, 12111, 12112, 12113, 12132 y 12703 (el resto de componentes del IAPCX se clasifican como no sensibles a la energía).

⁸ El peso que tienen los costes de los insumos energéticos y los salariales, en promedio, en los bienes industriales no energéticos y en los servicios se obtiene como la media ponderada de la cesta respectiva, una vez que los pesos a nivel sectorial se asignan a las subclases del IAPCX a partir de las tablas *input-output*.

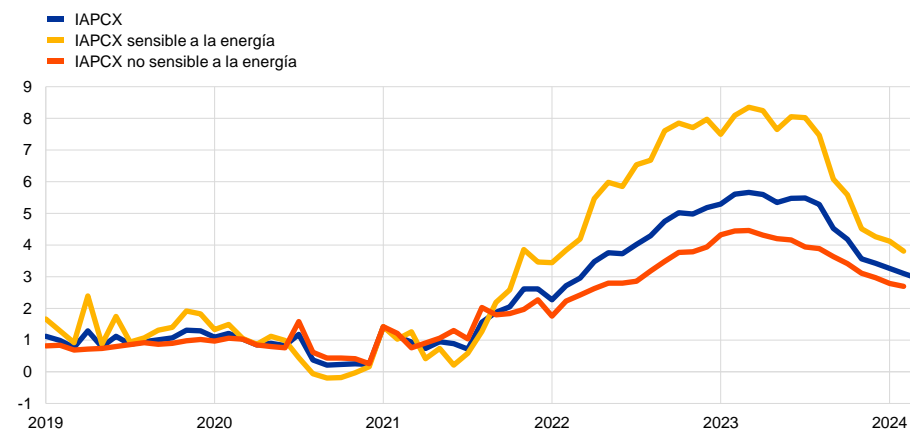
IAPCX sensible a los salarios solo incluye subclases de servicios⁹. La aplicación de umbrales distintos para los bienes industriales no energéticos y los servicios basados en el peso que tienen los salarios, en promedio, en los costes de los insumos de estas dos categorías habría dado lugar a que varias subclases de los BINE (por ejemplo, los periódicos, las joyas o los equipos de limpieza) se clasificaran como sensibles a los salarios pese a que estos solo tienen un peso relativamente reducido. Es probable que las variaciones de los salarios afecten a los precios de los BINE en mucha menor medida que a los precios de los servicios. Así pues, el umbral aplicado permite que la sensibilidad a los salarios se refleje de forma eficaz a nivel del IAPCX.

El indicador resultante del IAPCX sensible a la energía ilustra el importante papel de la pasada perturbación energética en la evolución de la inflación medida por el IAPCX en los últimos años (gráfico B). Si bien las diferencias entre la tasa de inflación de las subclases del IAPCX sensibles a la energía y la de las no sensibles fueron reducidas hasta mediados de 2021, la inflación correspondiente al IAPCX sensible a la energía aumentó posteriormente con más fuerza que la del IAPCX, en especial en 2022. Tras los acusados descensos de los precios de la energía registrados más recientemente, una gran parte de esta brecha se ha cerrado.

Gráfico B

Evolución del IAPCX sensible a la energía

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024 para el IAPCX sensible a la energía y para el IAPCX no sensible a la energía, y a marzo de 2024 para el IAPCX (estimación de avance).

El indicador de la inflación sensible a los salarios señala que estos han tenido un papel relevante como factor determinante de la inflación medida por el IAPCX en la zona del euro más recientemente (gráfico C). Dada la inercia en la

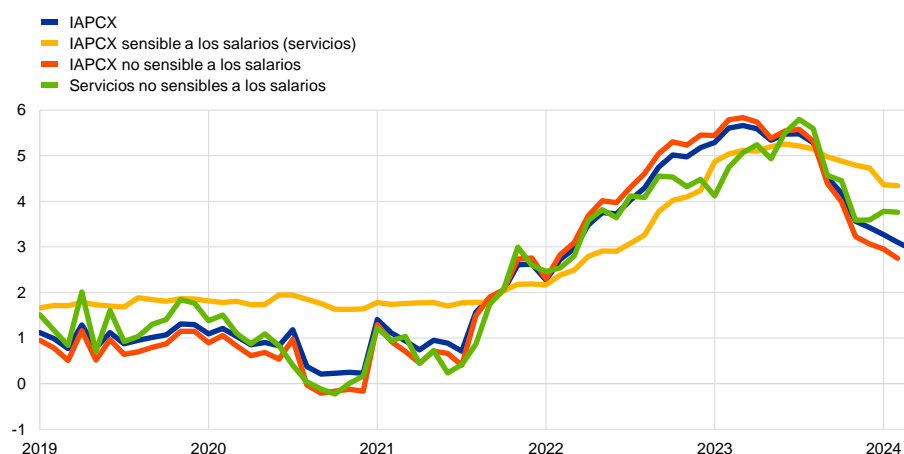
⁹ Los componentes del IAPCX sensibles a los salarios según la [clasificación ECOICOP a nivel de cinco dígitos](#) son los siguientes: 03141, 03220, 04321, 04322, 04323, 04324, 04325, 04329, 04420, 04430, 04441, 04442, 05123, 05130, 05204, 05330, 05404, 05523, 05621, 05622, 05623, 05629, 06133, 06211, 06212, 06220, 06231, 06232, 06239, 06300, 07230, 08101, 08109, 09150, 09230, 09323, 09411, 09412, 10101, 10102, 10200, 10300, 10400, 10500, 12111, 12112, 12113, 12122, 12313, 12323, 12401, 12402, 12403, 12404, 12701, 12703 y 12704 (el resto de componentes del IAPCX se clasifican como no sensibles a los salarios). El indicador del IAPCX sensible a los salarios solo incluye subclases de servicios. Por lo tanto, es idéntico al indicador de servicios sensibles a los salarios.

fijación de salarios en los países de la zona del euro y la consiguiente persistencia del crecimiento salarial, la tasa de variación del IAPCX sensible a los salarios se mantuvo relativamente estable en torno al 2 % en 2018 y 2019, en consonancia con el crecimiento medio a largo plazo de los costes laborales unitarios en la zona. La brecha entre la tasa de inflación de las subclases del IAPCX sensibles a los salarios y la de las no sensibles durante ese período puede reflejar un avance de la remuneración por asalariado por encima de la inflación medida por el IAPCX y, por consiguiente, sugiere un mayor papel amortiguador de las presiones generadas por los costes no laborales de los insumos que de las derivadas de los costes laborales, así como rigideces a la baja de los salarios nominales. Con el inicio del repunte de la inflación general en el segundo semestre de 2021, la tasa de variación del IAPCX sensible a los salarios aumentó primero de forma más gradual que la del IAPCX no sensible a los salarios y que la de los servicios, que se vieron más afectadas por el fuerte incremento de los costes de los insumos energéticos y por la escasez de oferta. Sin embargo, desde mediados de 2023, la tasa de avance del IAPCX sensible a los salarios (que, por construcción, es igual a la inflación de los servicios sensibles a los salarios) se ha mantenido persistentemente por encima del IAPCX, lo que refleja el elevado nivel de crecimiento salarial e indica que los salarios y los costes laborales se han convertido en un importante factor que explica la relativa persistencia de la inflación medida por el IAPCX en la zona del euro. La inflación de los servicios no sensibles a los salarios ha disminuido en mayor medida, ya que, en el caso de este indicador, la considerable relajación de las presiones sobre los costes de los insumos energéticos y la atenuación de las presiones al alza derivadas de la escasez de oferta han influido en mayor medida.

Gráfico C

Evolución del IAPCX sensible a los salarios

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024 para el IAPCX sensible a los salarios y el IAPCX no sensible a los salarios, y a marzo de 2024 para el IAPCX (estimación de avance). Por construcción, el indicador del IAPCX sensible a los salarios es idéntico a un indicador de servicios sensibles a los salarios, porque incluyen el mismo conjunto de componentes (en el IAPCX sensible a los salarios solo se incluyen subclases de servicios).

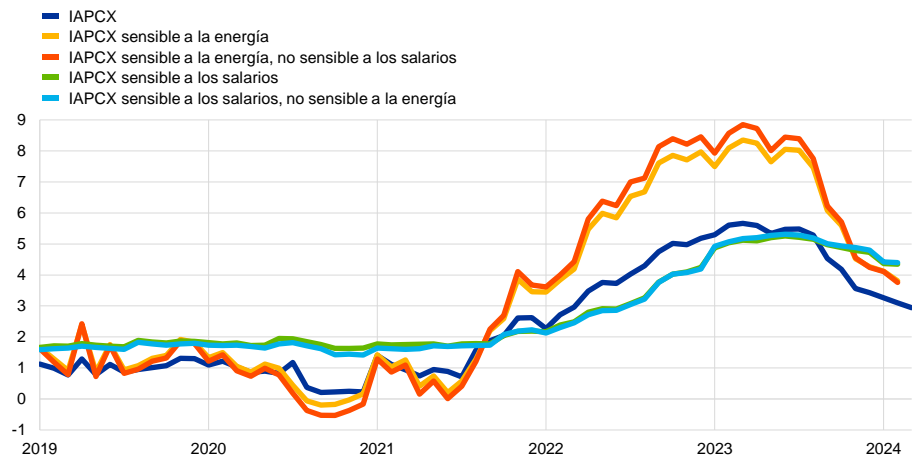
Las subclases en las que se basa el cálculo de los indicadores propuestos del IAPCX sensible a los salarios y el IAPCX sensible a la energía apenas se solapan, lo que ayuda a interpretar sus señales. La exclusión de las subclases

clasificadas como sensibles a los salarios y también a la energía tiene un efecto muy limitado en la dinámica de los dos indicadores (gráfico D). Esto facilita el uso de los indicadores para entender el papel que desempeñan los salarios y la energía en la evolución de la inflación medida por el IAPCX.

Gráfico D

Papel de los componentes sensibles a la energía y a los salarios en la inflación medida por el IAPCX

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024 para los cuatro indicadores sensibles a los salarios/la energía, y a marzo de 2024 para el IAPCX (estimación de avance).

El papel de los factores técnicos en los tipos *swap* de inflación de la zona del euro

Asger Munch Grønlund, Kasper Jørgensen y Fabian Schupp

En este recuadro se analiza si los tipos *swap* de inflación (ILS, por sus siglas en inglés) de la zona del euro reflejan puramente la compensación por inflación o si reflejan también factores «técnicos», lo que reduciría su contenido informativo. Cuando los tipos ILS a largo plazo de la zona del euro alcanzaron un máximo del 2,7 % en el verano de 2023, sus factores subyacentes y su contenido informativo para las funciones de política monetaria pasaron a ser objeto de examen. Conceptualmente, los tipos ILS incluyen las expectativas genuinas de inflación de los agentes, más las primas de riesgo de inflación —lo que se denomina conjuntamente «compensación por inflación»—, en ausencia de imperfecciones del mercado. Según la teoría de valoración de los activos, los inversores con aversión al riesgo exigen una prima de riesgo de inflación como compensación por estar expuestos al riesgo de inflación, que suele ser positiva en períodos dominados por perturbaciones de oferta agregada¹. Sin embargo, debido a las imperfecciones del mercado, es posible que los tipos ILS no reflejen únicamente la compensación por inflación según la definición restringida antes mencionada. Por ejemplo, un fondo de pensiones cuya exposición al riesgo se encuentre regulada podría estar dispuesto a pagar más para cubrir el riesgo de inflación de lo que cabría esperar atendiendo a sus expectativas de inflación y a un indicador de incertidumbre en torno a las perspectivas de inflación. Las primas de riesgo de liquidez de cada instrumento también podrían crear una brecha entre los tipos ILS y la compensación por inflación pura. En este recuadro se utiliza el término general «factores técnicos» para referirse a todos los componentes adicionales derivados de las imperfecciones del mercado.

En el recuadro se propone un modelo econométrico sencillo que cuantifica la proporción de la variación total de los tipos ILS de la zona del euro que puede atribuirse a la compensación por inflación en su definición restringida, cuantificando de esta forma el papel que desempeñan los posibles factores técnicos. El método utilizado añade una nueva perspectiva econométrica y complementa los enfoques cualitativos y cuantitativos existentes para identificar distorsiones técnicas en los indicadores de mercado de la compensación por inflación². La compensación por inflación no se descompone en expectativas

¹ Véase J. Y. Campbell, A. Sunderam y L. M. Viceira, «Inflation Bets or Deflation Hedges? The Changing Risks of Nominal Bonds», *Critical Finance Review*, vol. 6, n.º 2, 2017, pp. 263-301.

² Véase Work stream on inflation expectations, «[Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 264, BCE, 2021. Los autores de este documento ocasional evalúan los posibles factores técnicos en los mercados de ILS utilizando el análisis de la profundidad del mercado, indicadores de actividad y análisis de regresión, y estiman la sensibilidad de los tipos ILS a los diferenciales entre los precios de compra y de venta (*bid-ask spreads*) de los bonos indexados a la inflación (ILB, por sus siglas en inglés) y otros indicadores de liquidez.

genuinas de inflación y primas de riesgo de inflación en este recuadro, sino que estos dos componentes se consideran un factor fundamental único³.

Nuestro método econométrico se basa en la idea de que toda la información relevante sobre la compensación por inflación pura (es decir, la compensación por inflación, excluidos posibles factores técnicos) debe estar reflejada en los tipos nominales de los swaps sobre índices a un día (*overnight index swaps, OIS*). Conceptualmente, los tipos OIS basados en el €STR deberían incluir los tipos reales de la zona del euro más la compensación por inflación. Por lo tanto, en este recuadro se pone a prueba la hipótesis de que los tipos ILS reflejan principalmente la compensación por inflación estimando la variación de estos tipos que puede explicarse por la información que se deduce de los tipos OIS. Se aplica el supuesto de que los tipos OIS nominales se explican por un modelo de factores: el tipo OIS de cada plazo es la suma ponderada de un pequeño conjunto de factores de valoración económicos, posiblemente no observables, en los que cada plazo de vencimiento tiene sus propias ponderaciones. Se asume que los tipos OIS reales son sumas ponderadas de los mismos factores de valoración, pero con ponderaciones diferentes. En consecuencia, la compensación por inflación (no observada) contenida en los tipos OIS también es, necesariamente, una suma ponderada de los factores de valoración subyacentes. Suponiendo que los tipos ILS observables reflejan no solo la compensación por inflación fundamental, sino también un factor técnico específico de los ILS (por ejemplo, una prima de liquidez), dicho factor adicional no formaría parte de los citados factores de valoración fundamentales. En ese caso, si se separan los factores de valoración de los tipos OIS (mediante un análisis estadístico de los componentes principales, por ejemplo) y se realiza una regresión de los tipos ILS sobre esos factores, cualquier factor técnico específico de los ILS no cubierto por los tipos OIS aparecerá en el residuo^{4,5}.

La proporción de la variación total que no se explica mediante este sencillo modelo econométrico es un límite superior del papel que desempeñan los factores técnicos. La teoría sugiere que, en ausencia de todos estos factores técnicos, cualquier variación debería explicarse por los factores fundamentales, por lo que la regresión alcanzará un R^2 de 1⁶. En la práctica, incluso sin la existencia de factores técnicos, un resultado tan extremo parece poco probable por varias razones. En primer lugar, los factores OIS subyacentes no son directamente

³ Para más información sobre las descomposiciones de los tipos ILS basadas en modelos en expectativas genuinas y primas de riesgo de inflación, véase el recuadro titulado «[Descomposición de los indicadores de mercado de la compensación por inflación en expectativas de inflación y primas de riesgo](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2021.

⁴ Además de los factores de valoración que se deducen de los tipos OIS, en el modelo también se incluyen métricas de la inflación observada para tener en cuenta el hecho de que, a diferencia de los tipos OIS, los tipos ILS están sujetos a un desfase de indexación que puede que los factores de valoración de los tipos OIS no reflejen adecuadamente. El desfase de indexación significa que la liquidación y compensación final del contrato de ILS dependerá de la inflación interanual observada tres meses antes de la finalización del contrato.

⁵ Es posible que los tipos OIS también estén determinados por factores técnicos específicos de los OIS. Esto no supone un problema, ya que estos factores simplemente serían redundantes para los tipos ILS: las ponderaciones de los ILS sobre estos factores serían nulas.

⁶ C. Speck, «Break-Even Inflation Rates for the Euro Area», *Discussion Papers*, Deutsche Bundesbank, de próxima publicación, sigue el mismo enfoque para la inflación implícita basada en los bonos. Sin embargo, el análisis que se realiza en este documento se basa en los componentes principales extraídos de los rendimientos del bono alemán y, a diferencia de lo que ocurre en este recuadro, no incluye otras variables de control, como métricas de la inflación observada.

observables (hay que estimarlos sobre la base de una muestra finita). En segundo lugar, puede haber no linealidades en la relación entre los tipos OIS y los factores de valoración (debido, por ejemplo, al límite inferior efectivo de los tipos de interés nominales). En tercer lugar, los tipos ILS se ven afectados por un desfase de indexación, a diferencia de los tipos OIS, que son puramente prospectivos. Y en cuarto lugar, es posible que los factores de valoración calculados a partir de los tipos OIS no reflejen factores «ocultos» que afectan de forma opuesta a los componentes de compensación por inflación y de tipos reales de los tipos OIS, de manera que ambos componentes se compensan mutuamente en su totalidad⁷. Como resultado de lo anterior, se puede deducir que si el modelo de regresión, a pesar de las razones expuestas, genera un valor elevado para R^2 , es poco probable que los factores técnicos contribuyan significativamente a la dinámica de los tipos ILS.

Los resultados empíricos del análisis sugieren que los tipos ILS de la zona del euro reflejan principalmente la compensación por inflación pura, con escaso margen para factores técnicos aparte de algunas distorsiones transitorias en los tipos ILS a corto plazo en momentos de volatilidad extrema de los mercados. Utilizando el modelo descrito anteriormente, se realiza una regresión de los tipos ILS con plazos de entre uno y diez años sobre los tres primeros componentes principales deducidos de los tipos OIS con plazos de entre tres meses y diez años, así como de la inflación general observada intermensual e interanual⁸. En general, el modelo de regresión ajusta muy bien los tipos ILS observados, lo que significa que las series ajustadas reflejan con fidelidad los niveles y la dinámica observados de los tipos ILS en todos los plazos (véanse en gráficos A y B los tipos *forward* a un año dentro de un año y de los tipos *forward* a cinco años dentro de cinco años, respectivamente)⁹. Esto también se refleja en un R^2 medio elevado de 0,9 en todos los plazos (véanse las barras azules del gráfico C), compatible con un margen para los factores técnicos algo mayor en los plazos más cortos¹⁰. Aunque los residuos son, en promedio, reducidos, hay algunos períodos en los que se desvían de forma más significativa de cero, en especial durante la crisis financiera global, al inicio de la pandemia de COVID-19 y después de la invasión rusa de Ucrania. Como esos períodos fueron de elevada volatilidad en los mercados, es

⁷ En esta situación, los tipos OIS no recogerían tales factores, mientras que la compensación por inflación sí que lo haría, y el análisis de los componentes principales de los tipos OIS, por ejemplo, no podría identificar esos factores.

⁸ La inflación observada se incluye para tener en cuenta el desfase de indexación de los tipos ILS. Por ejemplo, un contrato de ILS a un año en el mes t estaría vinculado a la evolución de la inflación entre $t-3$ y $t+9$, mientras que un contrato similar de OIS a un año estaría vinculado a la evolución del €STR entre t y $t+12$. Además, se añade una variable ficticia (*dummy*) igual a uno en 2021 y términos de interacción con esta variable para todas las variables explicativas, con el fin de tener en cuenta la posibilidad de que el reciente período de elevada inflación haya podido causar una ruptura estructural.

⁹ De hecho, los resultados confirman que, si bien un modelo de regresión basado únicamente en los factores OIS produce un buen ajuste, añadir la inflación observada mejora significativamente ese ajuste, especialmente en los plazos más cortos, en los que el desfase de indexación es más importante. Esto es coherente con los resultados relativos al mercado de inflación en el Reino Unido en S. Bahaj, R. Czech, S. Ding y R. Reis, «The market for inflation risk», *Staff Working Papers*, n.º 1028, Bank of England, 2023.

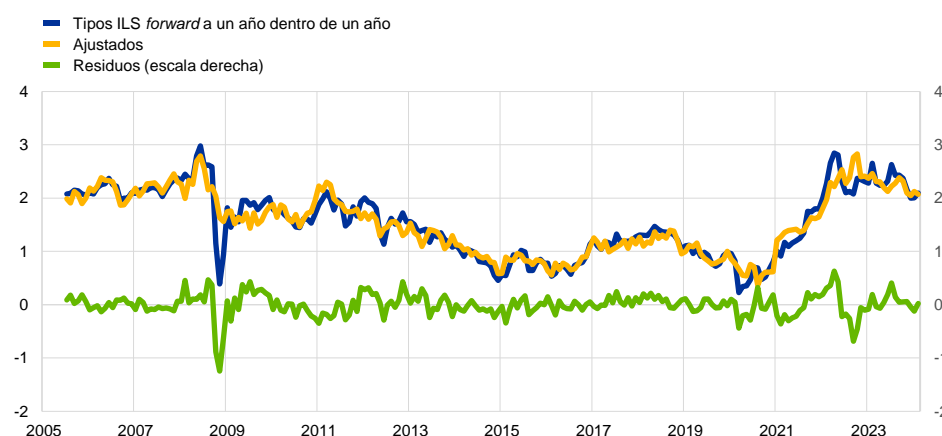
¹⁰ Aunque los tipos OIS e ILS son persistentes, con autocorrelaciones próximas a uno, las regresiones de niveles no parecen ser espurias. *Ex ante*, si los tipos OIS e ILS no tuvieran carácter estacionario, se esperaría que estuvieran cointegrados. De hecho, se rechaza la hipótesis nula de que los residuos son $I(1)$ para todos los plazos, indicando que los tipos OIS e ILS están cointegrados (véase R. Engle y C. Granger, «Co-integration and error correction: Representation, estimation and testing», *Econometrica*, vol. 55, n.º 2, 1987, pp. 251-276).

razonable pensar que la señal procedente de los indicadores de mercado de la compensación por inflación podría haberse visto distorsionada en cierta medida por factores distintos de las expectativas de inflación y las primas de riesgo de inflación. Sin embargo, las desviaciones son transitorias, como se refleja en las medias cercanas a cero de los residuos de cada uno de los años de la muestra, mientras que la volatilidad de los residuos —capturada por su desviación típica— aumenta en los años que abarcan esos episodios (gráficos A y B).

Gráfico A

Ajuste de los tipos ILS *forward* a un año dentro de un año

(escala izquierda: porcentajes; escala derecha: puntos porcentuales)



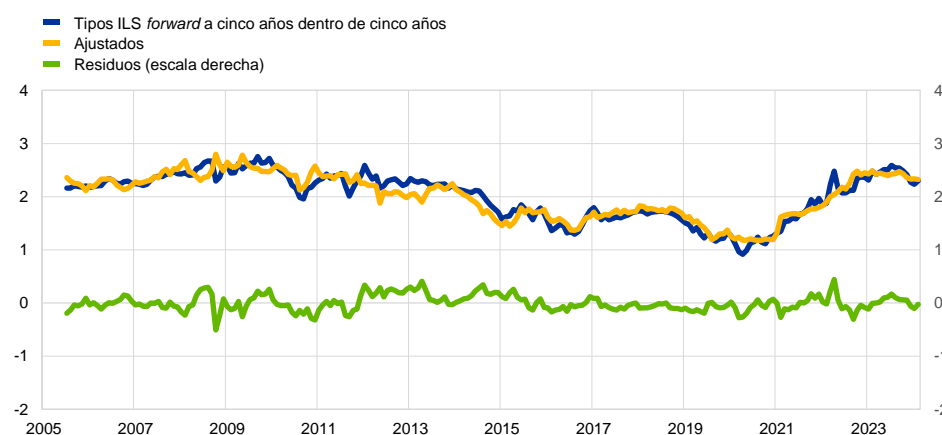
Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico muestra: i) los tipos ILS *forward* a un año dentro de un año implícitos en los tipos ILS *spot* observados (línea azul); ii) los tipos ILS *forward* a un año dentro de un año ajustados obtenidos mediante la regresión de los tipos ILS *forward* implícitos sobre los tres primeros componentes principales obtenidos de los tipos OIS basados en el eonia/€STR y de la inflación intermensual e interanual observada de la zona del euro, medida por el IAPC (línea amarilla), y iii) los residuos de esa regresión, calculados como la diferencia entre los tipos ILS observados y ajustados (línea verde). Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024.

Gráfico B

Ajuste de los tipos ILS *forward* a cinco años dentro de cinco años

(escala izquierda: porcentajes; escala derecha: puntos porcentuales)



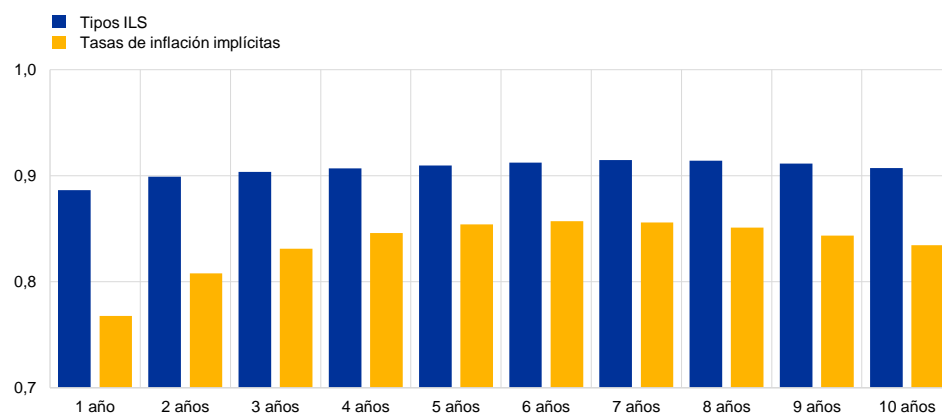
Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico muestra: i) los tipos ILS *forward* a cinco años dentro de cinco años implícitos en los tipos ILS *spot* observados (línea azul); ii) los tipos ILS *forward* a cinco años dentro de cinco años ajustados obtenidos mediante la regresión de los tipos ILS *forward* implícitos sobre los tres primeros componentes principales obtenidos de los tipos OIS basados en el eonia/€STR y de la inflación intermensual e interanual observada de la zona del euro, medida por el IAPC (línea amarilla), y iii) los residuos de esa regresión, calculados como la diferencia entre los tipos ILS observados y ajustados (línea verde). Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2024.

Gráfico C

Variación de los tipos ILS de la zona del euro y de las tasas de inflación implícitas que puede explicarse por los factores OIS y la inflación observada

(R² ajustado)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: Este gráfico muestra el R² obtenido mediante la regresión de los tipos ILS de la zona del euro y las tasas de inflación implícitas sobre los tres primeros componentes principales obtenidos de los tipos OIS basados en el eonia/ESTR y la inflación intermensual e interanual observada de la zona del euro, medida por el IAPC.

Sin embargo, el marco analítico sugiere que hay más margen para factores técnicos en las tasas de inflación implícitas de la zona del euro calculadas a partir de los bonos indexados a la inflación. Las regresiones en las que se

utilizan las tasas de inflación implícitas obtenidas del mercado de renta fija tienen en general un R² más bajo (véanse las barras amarillas del gráfico C). Esta afirmación es coherente con la opinión generalizada de que las tasas de inflación implícitas son más propensas a factores técnicos, debido a los niveles relativamente reducidos de liquidez en el mercado de ILB¹¹. Estos resultados sugieren que el R² medio de 0,9 alcanzado para los tipos ILS de la zona del euro es sorprendentemente elevado y que estos altos niveles de poder explicativo no son habituales y, en particular, no se observan en mercados con niveles relativamente bajos de liquidez, como el mercado de ILB.

¹¹ La oferta de bonos se ve limitada porque los programas de emisión y captación de los organismos de gestión de la deuda pública son bastante mecánicos, lo que se traduce en una elasticidad de la oferta a los precios relativamente baja. Es un hecho demostrado que esta oferta relativamente inelástica y el reducido saldo vivo total de 500 mm de euros significan que las tasas de inflación implícitas basadas en la deuda pública contienen una prima de liquidez (véase M. Fleckenstein, F. A. Longstaff y H. Lustig, «The TIPS-treasury bond puzzle», *The Journal of Finance*, vol. 69, n.º 5, 2014, pp. 2151-2197). En cambio, existen pocas restricciones a la oferta de ILS, ya que dos agentes cualesquiera pueden básicamente acordar de manera bilateral «crear» un nuevo *swap* a voluntad, lo que se refleja en una elasticidad de la oferta a los precios muy elevada.

8 El marco fiscal reformado de la UE: posibles implicaciones macroeconómicas para la zona del euro

Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Sebastian Hauptmeier y Philip Muggenthaler

En este recuadro se presenta una valoración preliminar de las posibles implicaciones macroeconómicas para la zona del euro derivadas del cumplimiento de las normas revisadas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) por parte de los países miembros en el período 2025-2026¹. En vista del acuerdo político provisional alcanzado por los legisladores de la UE el 10 de febrero de 2024, en este recuadro se analizan las posibles consecuencias de la reforma para la orientación de la política fiscal de la zona del euro, así como para las perspectivas de crecimiento y de inflación recogidas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024². El horizonte al que se refiere el análisis es el período 2025-2026, ya que está previsto que las normas fiscales revisadas entren en vigor a partir de 2025.

El marco fiscal acordado recientemente se basa en un análisis de sostenibilidad de la deuda (DSA, por sus siglas en inglés) para obtener las trayectorias de ajuste fiscal a medio plazo, junto con salvaguardias numéricas para la reducción de la deuda y la resiliencia del déficit. Los Estados miembros de la UE con ratios de deuda pública superior al 60 % del PIB o con déficits que superen el 3 % del PIB en 2024 deben presentar un plan estructural de política fiscal a medio plazo basado en una trayectoria de referencia establecida por la Comisión Europea³. La senda de ajuste prevista en el plan nacional abarcará un período de cuatro años (2025-2028), ampliable hasta siete años (2025-2031) si se sustenta en compromisos de reformas e inversiones (incluidas las financiadas con fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia). El ajuste fiscal, que se implementará mediante trayectorias plurianuales de gasto neto, se ha fijado como el máximo resultante de los dos criterios que se exponen a continuación:

- (i) **Trayectoria basada en el análisis de sostenibilidad de la deuda:** una vez concluido el período de ajuste elegido (de cuatro a siete

¹ Tras las propuestas legislativas presentadas por la Comisión Europea en abril de 2023, el 20 de diciembre de 2023, el Consejo ECOFIN llegó a un acuerdo de reforma de las normas fiscales en las que se basa el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE. Para más información, véase el [Comunicado de prensa del Consejo de la UE del 21 de diciembre](#) y los proyectos de Reglamentos del Consejo que lo acompañan. Si bien el [acuerdo provisional](#) alcanzado en febrero, que todavía debe ser adoptado por el Parlamento Europeo, mantiene prácticamente intacto el compromiso del Consejo, prevé excluir de la senda de gasto el gasto nacional en cofinanciación de programas financiados por la UE, con el fin de generar más incentivos a la inversión. La exclusión no afecta a las estimaciones cuantitativas que se presentan en este recuadro.

² Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2024](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 7 de marzo de 2024.

³ Los países con niveles iniciales (en 2024) de déficit y de deuda inferiores al 3 % y al 60 % del PIB, respectivamente, solo recibirán, si así lo solicitan, «información técnica» de la Comisión como orientación para la elaboración de sus planes estructurales nacionales de política fiscal a medio plazo. Según las previsiones económicas de otoño de 2023 de la Comisión Europea, estos países son Estonia, Irlanda, Croacia, Lituania, Luxemburgo y Países Bajos. En las simulaciones que se consideran en este recuadro, se supone que estos países solicitan la información técnica a la Comisión y que realizan esfuerzos de consolidación adicionales si lo exige el nuevo marco.

años), la ratio de deuda debe situarse en una senda descendente de forma verosímil y continuada, corroborada mediante:

1. escenarios basados en análisis de sostenibilidad de la deuda deterministas (es decir, la ratio de deuda debe descender durante un período de diez años de acuerdo con una senda de referencia ajustada por el escenario más exigente de tres escenarios de perturbaciones que se evalúen), y
 2. análisis de sostenibilidad de la deuda estocásticos (esto es, la ratio de deuda debe seguir una trayectoria descendente durante un período de cinco años con una probabilidad del 70 %)⁴.
- (ii) **Corrección en el marco de un procedimiento de déficit excesivo (PDE):** si el déficit presupuestario supera el 3 % del PIB, los Estados miembros deben corregirlo realizando un ajuste anual mínimo de 0,5 puntos porcentuales del PIB. El ajuste afectará al saldo primario estructural durante el período transitorio 2025-2027, y posteriormente al saldo estructural.

Además, con arreglo al componente preventivo del PEC se establecen dos salvaguardias, que son comunes a todos los países:

- (iii) **Salvaguardia de la sostenibilidad de la deuda:** los países con una ratio de deuda superior al 90 % del PIB en 2024 deben reducirla como mínimo en 1 punto porcentual del PIB en promedio anual, mientras que aquellos en los que dicha ratio se sitúe por debajo de ese valor deben reducirla en 0,5 puntos porcentuales del PIB⁵.
- (iv) **Salvaguardia de la resiliencia del déficit:** el ajuste fiscal debe garantizar que se dispone de un margen de seguridad antes de alcanzar el valor de referencia del 3 % del PIB para el déficit establecido en el Tratado, es decir, antes de que el saldo estructural se sitúe en el -1,5 % del PIB. Para ello se exigirá una mejora anual del saldo primario estructural de 0,4 puntos porcentuales del PIB para una senda de ajuste de cuatro años, y de 0,25 puntos porcentuales para un ajuste de siete años.

Dadas estas exigencias, se consideran varios escenarios de ajuste fiscal para la zona del euro durante el período 2025-2026 (columna izquierda del

⁴ Para los escenarios de análisis de sostenibilidad de la deuda deterministas, las perturbaciones se definen como: 1) un diferencial tipo de interés-crecimiento (r-g) más elevado; 2) una situación de tensiones financieras, y 3) una trayectoria de saldo primario estructural (SPE) más reducido. En casi todos los casos, la perturbación más condicionante es la del r-g, concebida como un aumento de 1 punto porcentual del r-g (un incremento de 0,5 puntos porcentuales del tipo de interés y una disminución de 0,5 puntos porcentuales del crecimiento). La situación de tensiones financieras incorpora una perturbación consistente en una subida de 1 punto porcentual del tipo de interés marginal, y el escenario relativo al SPE contempla una caída (-1 punto porcentual del PIB) de la trayectoria del SPE.

⁵ Esta condición —que está dirigida específicamente a los países con un nivel de deuda elevado para garantizar un nivel mínimo de reducción de esta— es aplicable durante el período de ajuste (de 2025 a 2028 o 2031). No obstante, en los países sujetos a un PDE como consecuencia del déficit, solo es aplicable después del año en que se derogue el PDE.

gráfico A). Los escenarios parten de la trayectoria de ajuste que cumple las exigencias mencionadas anteriormente basada en las previsiones de otoño de 2023 de la Comisión Europea⁶. Las exigencias implícitas de ajuste medio anual se calibran en términos de variaciones del saldo primario estructural para las trayectorias de ajuste de cuatro y siete años. En el análisis también se consideran estos escenarios en relación con el escenario central de las proyecciones de los expertos del BCE de marzo de 2024 (que se muestran como barras con rayas) excluyendo el ajuste —en términos de la variación del saldo primario estructural— que ya está incorporado en este escenario central⁷.

Gráfico A

Escenarios de ajuste fiscal de la zona del euro con arreglo al marco fiscal reformado de la UE y sus posibles implicaciones macroeconómicas en el período 2025-2026

(puntos porcentuales del PIB y puntos porcentuales, medias anuales en 2025 y 2026)



Fuentes: Cálculos del BCE, previsiones económicas de otoño de 2023 de la Comisión Europea y proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2024.

Notas: Ajuste fiscal en puntos porcentuales del PIB (las cifras no reflejan las revisiones de los costes asociados al envejecimiento de la población disponibles después de la fecha de cierre de los cálculos de este recuadro). Las cifras positivas indican un endurecimiento adicional de la política fiscal. En los escenarios presentados se parte del supuesto de que los países no utilizan el margen de desviación permitido en la «cuenta de control». Los impactos macroeconómicos se refieren a desviaciones en puntos porcentuales con respecto al escenario central. Los impactos se han calculado por año (y también recogen los efectos retardados de la perturbación fiscal del año precedente) y luego se han promediado entre 2025 y 2026. Los resultados de las simulaciones relativas al agregado de la zona del euro son medias de tres modelos macroeconómicos que el BCE y el Eurosistema utilizan en las proyecciones. Las simulaciones se han realizado a nivel de país y a continuación se han agregado a escala de la zona del euro en dos de los modelos, mientras que, en el otro, la perturbación fiscal primero se ha agregado a nivel de la zona del euro antes de simular sus efectos macroeconómicos.

En términos del impacto en la orientación general de la política fiscal de la zona del euro, el cumplimiento del marco fiscal reformado de la UE implicaría, en conjunto, un cierto grado de endurecimiento fiscal adicional durante 2025-2026 con respecto al escenario central de las proyecciones de los expertos del

⁶ El acuerdo provisional entre los legisladores de la UE contempla la presentación de los planes estructurales nacionales de política fiscal a medio plazo a los Estados miembros antes del 20 de septiembre de 2024. La Comisión proporcionará orientaciones previas a los Estados miembros, en forma de trayectorias de referencia, antes del 21 de junio de 2024. Estas trayectorias de referencia se basarán en las previsiones económicas de primavera de 2024 de la Comisión.

⁷ El ajuste asciende a 0,13 puntos porcentuales del PIB en 2025 y es próximo a cero en 2026. Los escenarios alternativos al escenario central del BCE también tienen en cuenta cualquier modificación introducida en las medidas fiscales con posterioridad a la fecha de cierre de las proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2023, que está próxima a la de las previsiones económicas de otoño de la Comisión. Por último, de acuerdo con los cálculos del BCE, el esfuerzo medio anual que implica la variación del saldo primario estructural y el valor de referencia del gasto (este último se utilizará para especificar las medidas de los planes respectivos) son similares a nivel agregado de la zona del euro.

BCE de marzo de 2024. En función de la duración del período de ajuste (de cuatro a siete años), en los escenarios se prevé que, en el nuevo marco, los Gobiernos tomarían medidas de consolidación equivalentes a entre 0,4 puntos porcentuales y 0,6 puntos porcentuales del PIB, en promedio, en el período 2025-2026, mientras que en el escenario ajustado por el esfuerzo ya incluido en el escenario central del BCE, estas medidas supondrían entre 0,3 puntos porcentuales y 0,5 puntos porcentuales del PIB⁸. En concreto, los escenarios en los que todos los países optarían por un período de ajuste de cuatro años pueden considerarse límites superiores para el período 2025-2026.

Los escenarios fiscales considerados en este recuadro conllevan algunos riesgos a la baja para el crecimiento, aunque de magnitud bastante reducida, mientras que el efecto en la inflación es limitado (columnas central y derecha del gráfico A). En las simulaciones se utiliza una composición del ajuste fiscal específica para los países para los que se dispone de información fiable. Esta composición se orienta hacia recortes de las transferencias y el consumo públicos. Para el resto de los países se establece el supuesto de una composición estandarizada, con una distribución igual del ajuste para cuatro instrumentos fiscales (transferencias fiscales, consumo público, impuestos indirectos e impuestos directos y cotizaciones sociales). Habida cuenta de que el marco fiscal revisado pretende que la inversión pública se preserve (sobre todo si se tienen en cuenta inversiones públicas y reformas estructurales que se aplican durante un período de ajuste de siete años), este instrumento se excluye de las medidas de consolidación empleadas en las simulaciones. En conjunto, a nivel agregado de la zona del euro, en los escenarios se supone que el 70 % de la consolidación se llevará a cabo por el lado del gasto y el 30 % por el de los ingresos (y menos de la mitad del ajuste por el lado de los ingresos, el 13 % del total, se realizaría a través de impuestos indirectos netos). Dada esta composición, los escenarios en los que las proyecciones del BCE de marzo de 2024 se utilizan como referencia directa solo tendrían efectos moderados en el PIB, en especial cuando el ajuste se aplica durante siete años. Los efectos en la inflación son, en general, limitados. El impacto positivo muy reducido en la inflación se debe al hecho de que el aumento de los impuestos indirectos (netos) (que puede proceder de subidas de los impuestos indirectos o de recortes de los subsidios a productos) tiene un efecto positivo inmediato, aunque transitorio, en la inflación, mientras que el efecto en la demanda derivado de modificaciones de otros instrumentos fiscales (que frenan la inflación) es menor y se materializa de forma más paulatina.

La magnitud y las características de las exigencias de ajuste fiscal y, en consecuencia, los efectos macroeconómicos que se han presentado en este ejercicio están sujetos a una incertidumbre significativa. Esta incertidumbre tiene su origen, principalmente, en: i) las exigencias de ajuste fiscal, así como el calendario y la composición de las medidas de consolidación, que aún deben ser acordados en los planes estructurales nacionales de política fiscal tras las discusiones bilaterales entre los Estados miembros y la Comisión; ii) los riesgos asociados a su implementación en la práctica; iii) posibles modificaciones en las

⁸ Los escenarios parten del supuesto de que los Gobiernos toman nuevas medidas de consolidación además de las ya incluidas en el escenario central de las proyecciones del BCE.

previsiones de la Comisión (en las de primavera de 2024 con respecto a las de otoño de 2023), y iv) otros factores macroeconómicos y financieros. En cuanto a su aplicación, la flexibilidad que se permite *ex post* también puede generar riesgos si los países utilizan el margen de desviación permitido en el marco de la «cuenta de control». La cuenta de control se ha introducido para realizar un seguimiento de las desviaciones acumuladas al alza o a la baja del gasto real neto con respecto a la senda de gasto neto acordada, registrando un saldo deudor cuando el gasto real neto anual de un país es superior a la senda de gasto neto acordada, y un saldo acreedor si dicho gasto se sitúa por debajo de esa senda. Si el saldo acumulado en la cuenta de control supera el 0,6 % del PIB, la Comisión puede iniciar un PDE. También puede abrirse un PDE si el saldo deudor marginal en la cuenta de control supera el 0,3 % en un año⁹.

En su declaración sobre las orientaciones de política fiscal para 2025, el Eurogrupo subrayó su compromiso de asegurar que el nuevo marco fiscal se aplique sistemáticamente y con rapidez¹⁰. Ello debería contribuir a aumentar la sostenibilidad de las finanzas públicas a través de sendas de reducción de la deuda suficientes y diferenciadas en los distintos países, respaldadas por superávits primarios futuros. Como se muestra en este recuadro, el impacto estimado en la inflación en el período 2025-2026 es limitado en todos los escenarios, aunque existen algunos riesgos a la baja para el crecimiento a corto plazo si las exigencias de ajuste se cumplen en un plazo breve e íntegramente (además de las medidas fiscales ya vigentes). Estos efectos sobre el crecimiento serían más reducidos si se incorpora la flexibilidad que proporciona el marco fiscal revisado¹¹. En concreto, las exigencias de ajuste fiscal pueden distribuirse a lo largo del tiempo con el fin de promover el crecimiento a través de incentivos para acometer inversiones públicas y reformas estructurales. Por último, posibles efectos de confianza con origen, por ejemplo, en la disminución de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana o unas perspectivas de mayor crecimiento potencial (que no se han considerado en este recuadro), podrían moderar el impacto a la baja a corto plazo sobre el crecimiento, en especial en los países con niveles elevados de deuda.

⁹ Además, es posible que los países con niveles reducidos de deuda y de déficit (véase la nota 3 a pie de página) no soliciten una trayectoria de referencia a la Comisión. En tal caso, no estarán sujetos a exigencias de ajuste, lo que podría reducir aún más la magnitud del ajuste fiscal considerado en este recuadro.

¹⁰ Véase «Eurogroup statement on the fiscal policy orientation for 2025».

¹¹ No obstante, los retrasos en el ajuste fiscal y, por tanto, en la reducción de los niveles de deuda, darían lugar a mayores exigencias de ajuste en el futuro.

Artículos

1 La confianza en el BCE: información procedente de la encuesta sobre las expectativas de los consumidores

Ferdinand Dreher

Introducción

La confianza en el BCE entre los residentes en la zona del euro es importante para la eficacia de la política monetaria del BCE. El propio euro se sustenta en la confianza de sus usuarios, como sucede con cualquier moneda fiduciaria, y se ha comprobado que el mayor nivel de confianza en el BCE se traduce en un mejor anclaje de las expectativas de inflación¹. Por consiguiente, la confianza es esencial para la ejecución eficaz de la política monetaria. Con todo, varias crisis mundiales y el aumento de la incertidumbre a escala global desde el inicio de la pandemia, junto con la elevada inflación registrada en los dos últimos años, han puesto a los bancos centrales en el punto de mira. Así pues, es especialmente importante conocer en profundidad en qué estado se encuentra la confianza en el BCE.

El BCE realiza un seguimiento de la confianza en la institución a través de encuestas principalmente. Un indicador destacado para evaluar la confianza es el Eurobarómetro estándar de la Comisión Europea, una encuesta realizada a ciudadanos europeos desde 1999 que se centra en su opinión sobre el BCE. En la encuesta se pregunta a los participantes si «tienden a confiar» o «tienden a desconfiar» del BCE y, por tanto, se ofrecen opciones de respuesta binaria².

Desde 2020, el BCE realiza una encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), en la que fundamentalmente se pregunta a residentes en la zona del euro por su situación económica y sus expectativas de futuro, pero también sobre su confianza en el BCE³. Aunque la evolución de la confianza en el BCE se analiza con frecuencia a escala agregada (normalmente a nivel nacional o de la zona del euro), la confianza en la institución también se ha vinculado a una serie de factores sociodemográficos y creencias

¹ Véase, por ejemplo, D. Christelis, D. Georgarakos, T. Jappelli y M. van Rooij, «Trust in the Central Bank and Inflation Expectations», *International Journal of Central Banking*, vol. 16, n.º 6, 2020, pp. 1-37.

² En la encuesta del Eurobarómetro se formula la siguiente pregunta: «Indique si tiende a confiar o tiende a desconfiar de las instituciones europeas siguientes: [NOMBRE DE LA INSTITUCIÓN]». Los encuestados también pueden optar por responder «No sabe», que fue la respuesta elegida por el 15 % de los participantes en la última edición de la encuesta.

³ En la CES se pregunta por la confianza en estos términos: «¿En qué medida confía en cada una de las instituciones y organizaciones siguientes? BCE, Parlamento Europeo, Comisión Europea, Naciones Unidas y el banco central nacional. (Indique su nivel de confianza en una escala de 0 a 10, donde «0» significa que no confía en absoluto en la institución y «10» que confía totalmente en ella)».

económicas específicas de cada persona⁴. En consecuencia, un análisis exhaustivo de las respuestas individuales puede proporcionar más información sobre la naturaleza de la confianza y la forma en que la dinámica agregada refleja las características de la confianza de las personas.

La granularidad de la encuesta CES permite realizar un análisis más pormenorizado que el Eurobarómetro, sobre todo a nivel de las respuestas individuales. En este artículo se utilizan tres características de la CES para estudiar más en profundidad las perspectivas de los encuestados con respecto a la confianza en el BCE. En primer lugar, el uso de una escala de 0 a 10 para las respuestas a la pregunta relativa a la confianza permite diferenciar entre individuos con niveles de confianza que van de un extremo al otro de la distribución, lo que proporciona respuestas más granulares que la pregunta correspondiente del Eurobarómetro. En segundo lugar, en la CES se hace un seguimiento de los mismos individuos durante varias ediciones de la encuesta, mientras que el conjunto de encuestados es diferente en cada edición del Eurobarómetro⁵. Ello permite rastrear los cambios en la confianza a lo largo del tiempo a nivel individual, y no únicamente a escala agregada. En tercer lugar, a diferencia del Eurobarómetro, en la CES se pregunta asimismo por la confianza no solo en otras instituciones de la UE, sino también en el banco central nacional del participante en la encuesta. Ambas encuestas también presentan otras diferencias⁶. Con todo, para poder realizar una comparación directa de los resultados de las dos encuestas se necesitan más años de datos en el caso de la CES, que solo lleva realizándose cuatro años.

Tras presentar un análisis de los resultados agregados sobre la confianza en el BCE tanto del Eurobarómetro como de la CES, este artículo se centra, en particular, en la información que puede obtenerse de las tres características de la CES mencionadas anteriormente.

Conclusiones

En resumen, el análisis de la información de la CES a nivel de encuestado revela que la confianza en el BCE es un concepto poliédrico y que una mayoría significativa de encuestados manifiesta tener cierta o mucha confianza en la institución. Sin embargo, para confirmar la validez de las conclusiones de este artículo también en épocas de menor incertidumbre a escala

⁴ Para conocer evidencia sobre factores sociodemográficos, véase, por ejemplo, M. Ehrmann, M. Soudan y L. Stracca, «Explaining European Union Citizens' Trust in the European Central Bank in Normal and Crisis Times», *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 115, n.º 3, julio de 2013, pp. 781-807, y para evidencia sobre el vínculo entre las expectativas de los encuestados sobre su situación financiera futura y su confianza en el BCE, consúltese, por ejemplo, C. van der Crujisen y A. Samarina, «Drivers of trust in the ECB during the pandemic», *Applied Economics*, vol. 55, n.º 13, 2023, pp. 454-1476.

⁵ En la fase piloto de la CES, en abril de 2020, se encuestó aproximadamente a 10.000 consumidores de los seis países principales de la zona del euro (Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos y Bélgica), lo que proporcionó datos representativos a escala nacional. Desde 2022, la cobertura de la encuesta se ha ampliado a otros cinco países (Austria, Finlandia, Portugal, Grecia e Irlanda) y se ha entrevistado a unos 19.000 consumidores en total.

⁶ Las diferencias entre el Eurobarómetro estándar y la CES radican en la formulación y el orden de las preguntas, las técnicas de muestreo, los países cubiertos y la frecuencia.

global, el período de la muestra de la CES tendría que ser más amplio. La granularidad de la variable de confianza de esta encuesta muestra que la confianza es un concepto no binario que va más allá de una mera distinción binaria entre confiar y no confiar. Aunque, en una escala de 0 a 10, el nivel de confianza de la mayoría de los encuestados se sitúa entre el 5 y el 8, en torno al 10 % del total de la muestra no confía en absoluto en el BCE. En horizontes a corto o medio plazo, la confianza de los ciudadanos en el BCE tiende a no cambiar de forma significativa, y los que no confían en la institución son los menos proclives a cambiar de opinión. Por último, si se analiza conjuntamente con la confianza depositada en los bancos centrales nacionales y en otras instituciones internacionales y de la UE, la confianza en el BCE muestra una estrecha correlación con la confianza institucional en general, y los encuestados que no confían en el BCE tampoco suelen confiar en otras instituciones. El análisis de los componentes principales produce el mismo resultado. Dado que el período durante el que se lleva realizando la CES es relativamente corto (y turbulento), los resultados que se presentan aquí también deberán confirmarse a más largo plazo. No obstante, la variable de confianza de la CES ya ha demostrado ser un complemento útil de las encuestas del Eurobarómetro, que se llevan a cabo desde hace mucho tiempo.

El hecho de que el nivel de confianza de la mayoría de los ciudadanos solo fluctúe ligeramente en horizontes temporales cortos confirma que infundir confianza lleva tiempo y que requiere esfuerzos de comunicación continuos por parte del BCE. Dada la importancia de la confianza de la ciudadanía en el BCE para la transmisión eficaz de la política monetaria a las expectativas económicas, el hecho de que la confianza cambie con lentitud, confirmado por la CES, pone de manifiesto la necesidad de realizar esfuerzos continuos para generar confianza de forma gradual. Aunque un cierto grado de escepticismo hacia cualquier institución es, en principio, un rasgo deseable de una democracia en la que los ciudadanos siguen las decisiones de política de la institución, las conclusiones de este artículo subrayan la especial importancia del trabajo del BCE en el ámbito de la rendición de cuentas y la transparencia. A este respecto, una comunicación clara y eficaz —que incluya, por ejemplo, la explicación de la función estabilizadora de la política monetaria— puede aumentar la confianza de la ciudadanía en la capacidad del banco central para cumplir su objetivo de estabilidad de precios⁷.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

⁷ Véase M. Ehrmann, D. Georganakos y G. Kenny, «Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy», *Working Paper Series*, n.º 2785, BCE, febrero de 2023.

¿Qué indica la nueva evidencia microeconómica sobre precios acerca de la dinámica de la inflación y la transmisión de la política monetaria?

Luca Dedola, Lukas Henkel, Christian Höynck, Chiara Osbat y Sergio Santoro

Introducción

La dinámica de la inflación depende de si las empresas deciden modificar los precios de sus bienes y servicios y, de ser así, en qué medida. Cada mes, algunos precios aumentan, otros disminuyen y el resto (normalmente la mayoría) se mantienen invariables. Estas decisiones de fijación de precios están condicionadas por factores específicos de cada empresa o del sector en el que desarrolla su actividad, así como por las perturbaciones agregadas y las condiciones macroeconómicas generales que afectan a todas las empresas.

El ajuste de precios en los datos es intermitente, lo que significa que los precios individuales varían con poca frecuencia, pero las subidas y bajadas pueden ser sustanciales, siendo ambos elementos determinantes fundamentales de la dinámica de la inflación. La frecuencia de ajuste de los precios es relevante para la transmisión de la política monetaria, dado que influye en la velocidad a la que los cambios en la orientación de esta política afectan a la inflación. Además, la magnitud de las variaciones de los precios, es decir, la medida en que los precios reajustados difieren de los aplicados por las empresas antes del ajuste, también tiene un impacto en la evolución de la inflación¹. Un factor clave es si la fijación de precios es dependiente del estado de la empresa, esto es, si las empresas deciden modificar los precios para compensar un coste fijo incurrido con el reajuste de los precios (lo que se conoce como «coste de menú») frente a la pérdida derivada de mantener los precios inalterados, pero no alineados con sus valores reajustados². La empresa modificará sus precios cuando la pérdida por el desalineamiento de estos sea suficientemente elevada con respecto al coste de menú, debido, por ejemplo, a fuertes fluctuaciones de la demanda o de los costes nominales. Por ello, es más probable que las empresas cambien los precios que están menos alineados. En este caso, las variaciones sustanciales de los precios pueden estar asociadas a pequeñas perturbaciones agregadas, lo que posiblemente amplifique la reacción de la inflación en términos agregados. Además, dado que la

¹ El precio reajustado se refiere al precio nuevo después de que se haya modificado un precio.

² Los costes de menú incluyen cualquier coste derivado de la modificación de los precios por parte de una empresa. Por ejemplo, existe evidencia empírica de que el cambio de los precios en los supermercados es un proceso complejo, que requiere muchos pasos y un volumen significativo de recursos. Véase D. Levy, M. Bergen, S. Dutta y R. Venable, «The Magnitude of Menu Costs: Direct Evidence from Large U. S. Supermarket Chains», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n.º 3, 1997, pp. 791-825. En concreto, los costes de menú documentados en este estudio incluyen: 1) el coste de la mano de obra de cambiar los precios en los lineales, 2) los costes de impresión y entrega de las nuevas etiquetas de precios, 3) los costes de los errores cometidos durante el proceso de cambio de los precios y 4) el coste de la supervisión interna de dicho proceso.

decisión de modificar los precios depende del estado de la economía, también pueden producirse efectos no lineales en la frecuencia de ajuste de los precios, en función de la magnitud de las citadas perturbaciones.

El hecho de que la inflación aumente como resultado de subidas promedio más acusadas de los precios o debido a variaciones más frecuentes de estos tiene consecuencias para la dinámica de la inflación. Si, por ejemplo, las empresas modifican sus precios con una frecuencia mayor en respuesta a una gran perturbación de costes nominales, la traslación a los precios de consumo será más rápida y la inflación inicialmente será más elevada, aunque más transitoria, que si la frecuencia se hubiera mantenido constante. En períodos de inflación alta se han observado empíricamente fuertes aumentos en la frecuencia de ajuste de los precios, que pueden explicarse mediante modelos económicos con fijación de precios dependiente del estado. En estos modelos, para un coste de menú dado, las grandes perturbaciones de demanda o de costes hacen que los precios estén menos alineados con sus valores reajustados, aumentando así la probabilidad de que los precios se modifiquen. Por tanto, la fijación de precios dependiente del estado suele implicar una relación no lineal entre la frecuencia con la que se cambian los precios y la inflación: con tasas de inflación relativamente estables, la frecuencia se mantiene relativamente constante a lo largo del tiempo, mientras que, si la variación de esas tasas es significativa (debido, por ejemplo, a fuertes perturbaciones), la frecuencia varía notablemente. Por el contrario, en el principal modelo alternativo de formación de precios (denominado modelo «dependiente del tiempo»), las variaciones de precios son exógenas y no están ligadas a su desalineamiento, por lo que la frecuencia de ajuste no se ve afectada por las fluctuaciones de la inflación. La observación de las características de las modificaciones de los precios a nivel de empresa es fundamental para determinar con mayor precisión el grado de dependencia del estado en el proceso de formación de precios, incluso cuando la inflación se sitúa en un nivel relativamente bajo.

La mejor forma de estudiar la frecuencia y la magnitud de los cambios de los precios a lo largo del tiempo, así como su incidencia en la inflación, es a través de microdatos, cuya recopilación y análisis han constituido el eje central del trabajo de la red de análisis de microdatos sobre la formación de precios (PRISMA, por sus siglas en inglés). La [Inflation Persistence Network \(IPN\)](#) del Eurosistema fue pionera en los estudios sobre microdatos de precios a principios de la década de 2000. Su sucesora, la [red de investigación PRISMA](#), creada por el Sistema Europeo de Bancos Centrales, ha actualizado y ampliado el análisis de la IPN sobre el proceso de fijación de precios en las empresas. Los microdatos recopilados por PRISMA incluyen 135 millones de observaciones de precios individuales utilizadas para elaborar índices de precios agregados como el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) en once países de la zona del euro entre 2010 y 2019. Estas cotizaciones engloban 166 categorías de productos, que representan alrededor del 60 % de la cesta del IAPC (pero se excluyen categorías como la energía y los alimentos no elaborados). PRISMA también ha publicado y utilizado nuevas estadísticas sobre la formación de precios (como toda la distribución de la magnitud de las variaciones de los precios, que es fundamental para comprender el comportamiento de las empresas) y ha documentado su

evolución a lo largo del tiempo. Por último, esa red ha estudiado la forma en que la frecuencia y la magnitud de estos cambios determinan la transmisión de la política monetaria y la dinámica de la inflación, también en respuesta a perturbaciones de oferta y de demanda.

En este artículo se analiza la evidencia sobre la formación de precios recopilada por PRISMA y se pone el foco en la relación entre la inflación y las características de la distribución de las modificaciones de los precios a nivel de empresa.

Conclusiones

La red de investigación PRISMA ha recopilado datos empíricos fundamentales sobre rigideces nominales en la zona del euro a partir de microdatos, aportando evidencia de la dependencia del estado en la formación de precios, incluso durante el período de inflación reducida y estable. En un entorno de elevada inflación caracterizado por perturbaciones importantes, las implicaciones empíricas de una fijación de precios dependiente del estado para la dinámica de la inflación y la transmisión de la política monetaria son incluso mayores.

Cuando se producen grandes perturbaciones inflacionistas, la frecuencia de ajuste de los precios aumenta, lo que se traduce en una dinámica inflacionista más intensa y más rápida. Ante un grado de persistencia determinado de las perturbaciones de costes subyacentes, el ritmo de avance de la inflación será mayor que si la frecuencia de las variaciones de los precios no se hubiera visto afectada. Al mismo tiempo, la transmisión de las perturbaciones al nivel agregado de los precios será más rápida y la inflación volverá a situarse en el objetivo del banco central con más celeridad.

Una vez que las empresas han absorbido la intensa perturbación de costes en sus precios, la dependencia del estado implica que la frecuencia de ajuste de los precios retornará a su patrón de largo plazo. A medida que la flexibilidad de los precios vuelve a situarse en los niveles anteriores a la perturbación, y siempre que no se espere que la inflación se mantenga elevada, un descenso de la demanda agregada puede ralentizar la actividad económica en lugar de reducir la inflación, ya que menos empresas reaccionan bajando sus precios. En consecuencia, si no se producen nuevas perturbaciones importantes, la transmisión de la política monetaria debería, *ceteris paribus*, reproducir más fielmente los patrones históricos característicos del período de inflación estable previo a la pandemia. Los efectos sobre la inflación de un cambio en la orientación de la política monetaria, ya sea contractivo o expansivo, deberían materializarse con desfases similares a los observados antes de la pandemia.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

© Banco Central Europeo, 2024

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

La traducción y publicación de este Boletín corren a cargo del Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 10 de abril de 2024.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-BP-24-003-ES-N (edición electrónica)