

Información actualizada sobre la evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

En su reunión del 26 de octubre de 2023, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. La información más reciente ha confirmado en líneas generales su anterior valoración sobre las perspectivas de inflación a medio plazo. Aún se espera que la inflación siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo y que las presiones inflacionistas internas continúen siendo intensas. Al mismo tiempo, la inflación descendió acusadamente en septiembre, también debido a fuertes efectos de base, y la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han continuado disminuyendo. Las anteriores subidas de los tipos de interés acordadas por el Consejo de Gobierno siguen transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación, lo que está frenando cada vez más la demanda y contribuyendo con ello al descenso de la inflación.

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

El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

Actividad económica

La economía de la zona del euro sigue siendo débil. Los datos recientes sugieren que la producción de manufacturas ha continuado cayendo. La atonía de la demanda externa y el endurecimiento de las condiciones de financiación están pesando cada vez más en la inversión y el gasto en consumo. Los servicios también están perdiendo impulso, debido principalmente a que el debilitamiento de la actividad industrial está extendiéndose a otros sectores, a que los efectos de la reapertura están disipándose y a que el impacto de la subida de los tipos de interés

está ampliándose. Es probable que la actividad económica continúe siendo débil en lo que queda de 2023. No obstante, a medida que la inflación siga descendiendo, que las rentas reales de los hogares se recuperen y que la demanda de exportaciones de la zona del euro repunte, la economía debería cobrar dinamismo en los próximos años.

La actividad económica ha estado respaldada hasta ahora por la fortaleza del mercado laboral. La tasa de desempleo se mantuvo en un mínimo histórico del 6,4 % en agosto. Al mismo tiempo, se observan señales de que el mercado laboral se está debilitando. Se están creando menos puestos de trabajo, también en los servicios, en consonancia con la transmisión al empleo del enfriamiento gradual de la economía.

Dado que la crisis energética se está atenuando, los Gobiernos deberían seguir revirtiendo las medidas de apoyo asociadas. Ello es esencial para evitar que aumenten las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una orientación aún más restrictiva de la política monetaria. Las políticas fiscales deberían orientarse a lograr una mayor productividad de la economía de la zona del euro y a reducir gradualmente los elevados niveles de deuda pública. Las reformas estructurales y las inversiones para mejorar la capacidad de suministro de la zona del euro, que estarían respaldadas por la plena implementación del programa *Next Generation EU*, pueden contribuir a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo, y apoyar al mismo tiempo la transición verde y digital. A este fin, la reforma del marco de gobernanza económica de la UE debería concluirse antes del final de este año y los progresos hacia una unión de los mercados de capitales y la finalización de la unión bancaria deberían acelerarse.

Inflación

La inflación descendió hasta el 4,3 % en septiembre, casi un punto porcentual por debajo de su nivel de agosto. A corto plazo es probable que continúe reduciéndose, dado que los acusados incrementos de los precios de la energía y de los alimentos registrados en otoño de 2022 desaparecerán de las tasas anuales. El descenso de septiembre fue generalizado. La inflación de los precios de los alimentos volvió a disminuir, aunque sigue siendo históricamente alta. En términos interanuales, los precios de la energía cayeron un 4,6 %, aunque, más recientemente, volvieron a aumentar y son menos predecibles en vista de las nuevas tensiones geopolíticas.

La inflación, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta el 4,5 % en septiembre, desde el 5,3 % registrado en agosto. Esta disminución se vio respaldada por la mejora de las condiciones de oferta, por la transmisión de anteriores descensos de los precios de la energía, además de por el impacto del endurecimiento de la política monetaria en la demanda y en el poder de fijación de precios de las empresas. Las tasas de inflación de los bienes y servicios cayeron considerablemente, hasta el 4,1 % y el 4,7 %, respectivamente, viéndose también frenada la inflación de los servicios por efectos de base pronunciados. Las presiones inflacionistas en el turismo y los viajes parecen estar moderándose.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente continúan descendiendo. Al mismo tiempo, las presiones internas sobre los precios siguen siendo intensas, debido también a la creciente importancia de la subida de los salarios. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en su mayoría en torno al 2 %, aunque algunos continúan siendo elevados y requieren un seguimiento atento.

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 también afectaría al crecimiento. La guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y el trágico conflicto provocado por los ataques terroristas en Israel son fuentes importantes de riesgos geopolíticos, que podrían afectar a la confianza de las empresas y los hogares y aumentar su incertidumbre sobre el futuro, y frenar adicionalmente el crecimiento. En cambio, el crecimiento podría ser mayor de lo esperado si la fortaleza que sigue mostrando el mercado laboral y el incremento de las rentas reales hacen que los particulares y las empresas tengan más confianza y aumenten su nivel de gasto, o si la economía mundial crece más vigorosamente de lo previsto.

Los riesgos alcistas para la inflación podrían proceder del aumento de los costes de la energía y de los alimentos. La intensificación de las tensiones geopolíticas podría impulsar una subida de los precios de la energía a corto plazo y añadir incertidumbre a las perspectivas a medio plazo. Unas condiciones meteorológicas extremas, y la propagación de la crisis climática en general, podrían impulsar una subida de los precios de los alimentos mayor de lo esperado. Del mismo modo, un aumento persistente de las expectativas de inflación por encima del objetivo del Consejo de Gobierno, o incrementos de los salarios o de los márgenes empresariales mayores de lo previsto, podrían hacer subir la inflación, también a medio plazo. No obstante, un debilitamiento de la demanda, debido, por ejemplo, a una transmisión más intensa de la política monetaria o a un empeoramiento del entorno económico en el resto del mundo, en un contexto de mayores riesgos geopolíticos, se traduciría en una relajación de las presiones inflacionistas, especialmente a medio plazo.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés a más largo plazo han aumentado considerablemente desde la reunión de septiembre de 2023, como consecuencia de las pronunciadas subidas en otras economías importantes. La política monetaria del Consejo de Gobierno sigue transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación generales. Los costes de financiación de las entidades de crédito son ahora mayores, y los tipos de interés de los préstamos a empresas y de las hipotecas volvieron a incrementarse en agosto, situándose en el 5 % y el 3,9 %, respectivamente.

La subida de los tipos de interés, y las consiguientes reducciones en los planes de inversión y en las compras de vivienda, dieron lugar a una nueva contracción acusada de la demanda de crédito en el tercer trimestre, como indica la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2023. Asimismo, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares han seguido endureciéndose. Las entidades de crédito están cada vez más preocupadas por los riesgos a los que se enfrentan sus clientes y muestran una menor disposición a asumir riesgos.

En este contexto, la dinámica del crédito ha continuado debilitándose. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las empresas ha registrado una fuerte caída, desde el 2,2 % en julio hasta el 0,7 % en agosto y el 0,2 % en septiembre. Los préstamos a hogares siguieron moderando su crecimiento hasta una tasa del 1 % en agosto y del 0,8 % en septiembre. En un contexto de debilidad del crédito y de reducción del balance del Eurosistema, la tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el -1,3 % en agosto, mínimo histórico desde la introducción del euro, y se mantuvo en el -1,2 % en septiembre.

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 mantuvieron 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 (APP) está descendiendo a un ritmo medido y predecible, dado que el Eurosistema no está reinvertiendo el principal de los valores que van venciendo.

Por lo que se refiere al programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), el Consejo de Gobierno prevé reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del programa que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024. En todo caso, la futura extinción de la cartera del PEPP se gestionará de forma que se eviten interferencias con la orientación adecuada de la política monetaria.

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

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

Conclusión

En su reunión del 26 de octubre de 2023, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. La información más reciente ha confirmado en líneas generales su anterior valoración sobre las perspectivas de inflación a medio plazo. Aún se espera que la inflación siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo y que las presiones inflacionistas internas continúen siendo intensas. Al mismo tiempo, la inflación descendió acusadamente en septiembre, también debido a fuertes efectos de base, y la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han continuado disminuyendo. Las anteriores subidas de los tipos de interés siguen transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación, lo que está frenando cada vez más la demanda y contribuyendo con ello al descenso de la inflación.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Sobre la base de su evaluación actual, el Consejo de Gobierno considera que los tipos de interés están en niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial al pronto retorno de la inflación al objetivo. Las decisiones futuras del Consejo de Gobierno asegurarán que los tipos de interés oficiales del BCE se fijen en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para asegurar ese rápido retorno. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados.

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

1 Entorno exterior

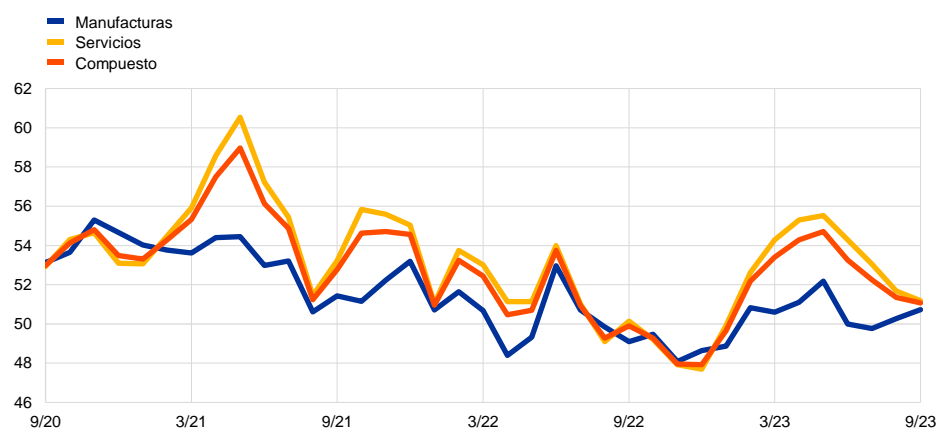
El crecimiento económico mundial se está moderando en la segunda mitad del año. La desaceleración de la actividad económica es especialmente pronunciada en los servicios, mientras que la actividad de las manufacturas continúa falta de dinamismo. Aunque el comercio global sigue recuperándose, los datos recientes sugieren que la senda de crecimiento podría debilitarse en los próximos trimestres, en línea con la ralentización de la actividad económica. Las presiones sobre la inflación general han aumentado ligeramente en todo el mundo, debido a la subida de los precios de la energía, y la inflación subyacente continúa disminuyendo.

La actividad económica mundial se está moderando. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto global (excluida la zona del euro) de actividad descendió en septiembre por cuarto mes consecutivo, pero se mantuvo por encima del valor neutral. Después de haberse visto impulsada por la reapertura de la economía tras la pandemia, la actividad de los servicios se está desacelerando y convergiendo hacia el nivel observado en el sector manufacturero (gráfico 1). La pérdida de dinamismo de la economía y la convergencia de los servicios y las manufacturas también pueden reflejar los efectos retardados del endurecimiento de la política monetaria, ya que la renta disponible de los consumidores sigue presionada por una inflación todavía elevada y unas condiciones crediticias más restrictivas. Al mismo tiempo, se espera que la fortaleza de los mercados de trabajo continúe y que sostenga la demanda en el corto plazo.

Gráfico 1

PMI compuesto global (excluida la zona del euro) de actividad

(índices de difusión)



Fuentes: Markit y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2023.

El comercio mundial continúa falto de dinamismo. Los flujos comerciales globales de mercancías se recuperaron en el segundo trimestre de este año con respecto a los reducidos niveles registrados en el primer trimestre, debido a que la escasez de suministros de componentes electrónicos y de semiconductores volvió a disminuir y respaldó el comercio en sectores clave como el automovilístico. No

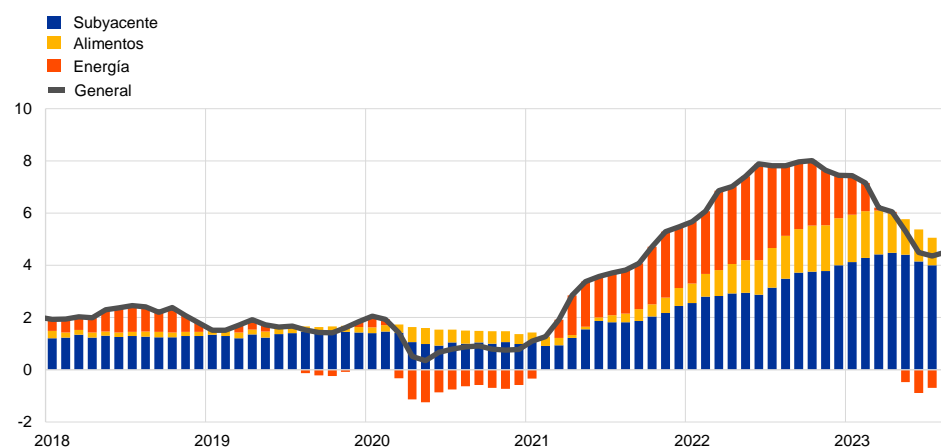
obstante, los datos del PMI de nuevos pedidos exteriores y de producción industrial apuntan a la persistencia de la debilidad de la demanda de bienes. La atonía del crecimiento de las importaciones mundiales refleja, en parte, el hecho de que la composición de la demanda global ha pasado a ser menos intensiva en comercio, dado que ha ido desplazándose de los bienes a los servicios, y ha retornado a los patrones previos a la pandemia. Además, las disrupciones de oferta que provocaron una acumulación de existencias tras la pandemia han disminuido desde entonces, lo que ha dado lugar a una reducción de las existencias que está lastrando el crecimiento de los intercambios comerciales. Al mismo tiempo, el comercio mundial de bienes y servicios se ha visto respaldado por la recuperación del turismo internacional y, en la mayoría de las regiones, las llegadas de turistas han retornado a los niveles previos a la pandemia.

En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general se mantiene en una trayectoria descendente, pero la evolución de los precios de las materias primas está ralentizando el ritmo de desinflación. En los países de la OCDE, excluida Turquía, la inflación general interanual aumentó hasta situarse en el 4,5 % en agosto, desde el 4,4 % de julio, como consecuencia de una contribución menos negativa de los precios de la energía (gráfico 2). En conjunto, la evolución reciente de los mercados de materias primas energéticas sugiere que la tendencia desinflacionista de los precios de la energía puede haber tocado fondo. Al mismo tiempo, la inflación subyacente interanual en los países de la OCDE (excluida Turquía) continuó disminuyendo y en agosto se situó en el 4,7 %, desde el 5 % registrado en julio. Con todo, la inflación subyacente sigue siendo bastante persistente, sobre todo en las economías avanzadas, debido a la fortaleza que aún muestran los mercados de trabajo y al fuerte crecimiento de los salarios. De cara al futuro, el proceso gradual de desinflación debería continuar a medida que los efectos del endurecimiento de la política monetaria se transmiten a la inflación subyacente.

Gráfico 2

Inflación medida por los precios de consumo en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

Los precios de las materias primas energéticas han mostrado una evolución heterogénea desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, en un entorno de bajada de los precios del petróleo y de subida de los del gas. Los precios del petróleo en dólares estadounidenses se han reducido ligeramente (un 3,2 %) desde la reunión de septiembre (gráfico 3), dado que las restricciones de oferta de crudo se vieron contrarrestadas por la preocupación acerca de la demanda mundial en un contexto de expectativas de los mercados de unos niveles de los tipos de interés más elevados durante más tiempo y de moderación de la actividad económica global. Por el lado de la oferta, Rusia y Arabia Saudí reiteraron su compromiso de recortar la producción de petróleo en 1,3 millones de barriles diarios hasta finales de año. Los precios del crudo han mostrado más volatilidad desde los ataques terroristas en Israel, en un entorno de creciente incertidumbre sobre las implicaciones del conflicto para el suministro de petróleo procedente de Oriente Próximo. Los precios de esta materia prima aumentaron de forma acusada tras los ataques (un 3,8 % el 9 de octubre), pero desde entonces la subida se ha frenado hasta situarse en el 0,8 %. Aunque en la UE los niveles de existencias son elevados, los precios europeos del gas se han incrementado un 32,5 % hasta situarse en torno a 49,3 EUR/MWh desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre. Los aumentos recientes de estos precios han estado determinados por la creciente preocupación por el suministro tras el cierre de una planta de gas en Israel y del gasoducto entre Estonia y Finlandia, así como por la amenaza de huelga en dos plantas de gas natural licuado en Australia. Aunque las curvas de futuros del gas y del petróleo sugieren unos precios más bajos a medio plazo, a corto plazo persisten los riesgos al alza, reflejo de la mayor incertidumbre sobre las condiciones de oferta.

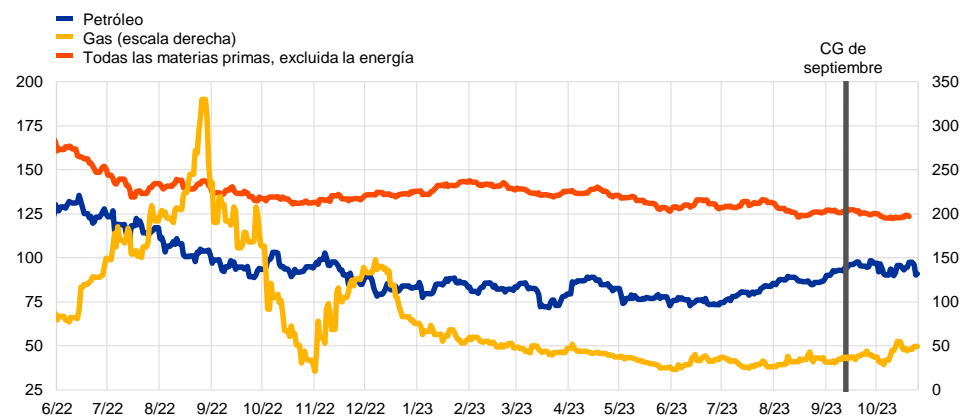
Los precios de las materias primas no energéticas experimentaron un ligero descenso. Desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, los precios de los metales se han reducido un 3,6 % en un contexto de posible empeoramiento de

las perspectivas económicas mundiales y de factores adversos para el crecimiento en China. Los precios de las materias primas alimenticias prácticamente no han variado (+0,25 %) en un entorno de cierta heterogeneidad en los precios de los alimentos a base de cereales, y la bajada de los precios del trigo como consecuencia del aumento de la oferta en Estados Unidos se está viendo contrarrestada por el encarecimiento del maíz.

Gráfico 3

Evolución de los precios de las materias primas

[escala izquierda: USD/barril (petróleo), índice: 2020 = 100 (todas las materias primas, excluida la energía); escala derecha: EUR/MWh (gas)]



Fuentes: Refinitiv, HWWI y cálculos del BCE.

Notas: «Gas» se refiere al precio del gas en el mercado TTF de los Países Bajos. La línea vertical marca la fecha de la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre de 2023. Las últimas observaciones corresponden al 25 de octubre de 2023 para el petróleo y el gas, y al 20 de octubre de 2023 para las materias primas, excluida la energía.

En Estados Unidos, el crecimiento económico se mantuvo sólido en la primera mitad de 2023, pero se espera una desaceleración de la actividad hacia el final del año.

El avance del PIB real sorprendió al alza en el segundo trimestre, pero algunos indicadores adelantados, incluidos los datos de gasto con tarjetas de crédito, señalan una mayor debilidad del gasto en consumo en el tercer trimestre. En el primer semestre del año, el gasto se vio respaldado por el recurso de los hogares al exceso de ahorro, pero este apoyo será más limitado en el futuro porque la bolsa de ahorro acumulada se ha reducido en gran parte. Mientras tanto, el mercado de trabajo sigue moderándose, aunque continúa tensionado. La ratio vacantes/desempleo, un indicador del nivel de tensionamiento del mercado laboral, está disminuyendo de forma gradual, pero permanece muy por encima de los niveles históricos, sobre todo en el sector servicios. La inflación general medida por el índice de precios de consumo (IPC) se mantuvo en el 3,7 % en septiembre, sin variación con respecto a agosto. La inflación subyacente continuó descendiendo (0,2 puntos porcentuales) en septiembre y se situó en el 4,1 %, y los precios de los bienes básicos también disminuyeron en términos intermensuales. En cambio, los precios de los servicios se están acelerando.

En China, la ralentización de la economía parece estar moderándose.

Tras la pronunciada desaceleración que experimentó la actividad económica en ese país en el segundo trimestre debido al fuerte retroceso del sector de la vivienda, los indicadores recientes de actividad muestran señales de estabilización. En

septiembre, la tasa de crecimiento interanual de las ventas del comercio minorista aumentó de nuevo y se situó en el 5,5 %, frente al 4,6 % del mes precedente, mientras que el avance de la producción industrial se estabilizó en una tasa interanual del 4,5 %. En consecuencia, en el tercer trimestre, el crecimiento del PIB fue más vigoroso de lo esperado, un 1,3 % en tasa intertrimestral, frente a una tasa revisada a la baja del 0,5 % en el segundo trimestre. Además, los datos de actividad correspondientes a septiembre apuntan a una economía a dos velocidades en términos de factores impulsores del crecimiento, ya que, si bien la contracción de la inversión inmobiliaria continuó intensificándose en el tercer trimestre, la actividad en los demás sectores se mantuvo más sólida. El mayor gasto en consumo y el sector manufacturero siguen sosteniendo el crecimiento, por ejemplo, en el sector del automóvil. Por otra parte, las medidas focalizadas del Gobierno, que principalmente tenían por objeto apoyar la actividad del sector de la vivienda, están proporcionando un apoyo limitado a la economía. La inflación medida por el IPC pasó a ser positiva en agosto, debido, sobre todo, a la evolución de los precios de la energía. En conjunto, esta inflación parece haber tocado fondo, pero es probable que permanezca en niveles reducidos en un contexto de debilidad de la demanda interna y externa.

En Japón, el crecimiento económico se habría moderado en el tercer trimestre.

Los PMI más recientes señalan cierta pérdida de impulso en los servicios, lo que probablemente acentúe la persistente debilidad de la actividad manufacturera. Estos indicadores sugieren que la divergencia entre sectores se está reduciendo. Se espera que la demanda interna se recupere moderadamente de la debilidad observada en el trimestre anterior, dado que los datos de agosto señalan que la recuperación de los niveles de consumo privado ha sido limitada hasta ahora. En cambio, la recuperación de las exportaciones parece haberse estancado. La inflación general se redujo marginalmente hasta situarse en el 3,2 % en agosto, mientras que la subyacente no experimentó variaciones y se mantuvo en el 2,7 %, como consecuencia tanto de la subida de los precios de los servicios de alojamiento como de la menor inflación de los bienes de consumo duradero. En conjunto, los indicadores de inflación continúan apuntando a un intenso dinamismo subyacente de los precios, lo que también refleja un sólido crecimiento de los salarios. No obstante, se prevé que la inflación general descienda ligeramente en tasas interanuales, en línea con la relajación de las presiones sobre los costes de los bienes importados.

Las perspectivas para la economía del Reino Unido son débiles. El PIB real intermensual se incrementó un 0,2 % en agosto, tras registrar una caída del 0,6 % en julio, mientras que los PMI más recientes apuntan a la persistencia de la debilidad del crecimiento económico. Con todo, la confianza de las empresas se ha mantenido en niveles elevados y la de los consumidores ha seguido mejorando. Los consumidores continúan beneficiándose de un mercado de trabajo todavía sólido, mientras que la disminución de la inflación está sosteniendo las rentas reales. En conjunto, se espera un estancamiento del PIB en la segunda mitad del año, pero no debería producirse una recesión. El consumo privado seguirá viéndose respaldado por el descenso de la inflación y el fuerte crecimiento de los salarios, lo que sustentará las rentas reales, pero los altos niveles de los tipos de interés

hipotecarios y unas condiciones financieras restrictivas constituirán un lastre cada vez mayor para la demanda interna.

2 Actividad económica

La economía de la zona del euro sigue siendo débil. Los datos recientes sugieren que la producción de manufacturas ha continuado cayendo. La atonía de la demanda externa y el endurecimiento de las condiciones de financiación están pesando cada vez más en la inversión y el gasto en consumo. Los servicios también siguen perdiendo impulso, debido principalmente a que el debilitamiento de la actividad industrial está extendiéndose a otros sectores, a que el empuje procedente de los efectos de la reapertura está desapareciendo y a que el impacto de la subida de los tipos de interés está ampliándose. Es probable que la actividad económica continúe mostrando falta de impulso en lo que queda de año. No obstante, a medida que la inflación siga descendiendo, las rentas reales de los hogares se recuperen y la demanda de exportaciones de la zona del euro repunte, la economía debería cobrar dinamismo en los próximos años. La actividad económica ha estado respaldada hasta ahora por la fortaleza del mercado laboral, aunque se observan señales de que este mercado se está debilitando.

El avance del PIB real de la zona del euro se habría debilitado en el tercer trimestre de 2023. Tras registrar un crecimiento prácticamente plano en torno al cambio del año y en el primer trimestre, el PIB de la zona del euro aumentó un 0,2 % en el segundo trimestre (gráfico 4). La variación de existencias fue el principal determinante de este avance, mientras que la demanda interna contribuyó solo ligeramente y la demanda exterior neta tuvo un fuerte impacto negativo. Los nuevos datos correspondientes al tercer trimestre apuntan a la continuación de un crecimiento débil del producto¹. En julio y en agosto, la producción industrial de la zona del euro disminuyó un 1 % con respecto al nivel observado en el segundo trimestre, principalmente como consecuencia de la menor producción del sector de bienes de equipo. Sin embargo, la actividad de los servicios creció un 0,3 % en tasa intermensual en julio, lo que indica que este sector aún mantenía capacidad de resistencia en comparación con las manufacturas. Datos más actualizados procedentes de encuestas correspondientes al tercer trimestre completo confirman este panorama de crecimiento lento —o incluso de caída de la producción— en ese período. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad de la zona del euro se situó en terreno contractivo en el tercer trimestre, debido al retroceso del PMI tanto de las manufacturas como de los servicios. Las expectativas empresariales y los nuevos pedidos, que ya se encontraban en niveles bajos, experimentaron un deterioro adicional, lo que señala unas perspectivas sombrías para el sector industrial en los próximos meses (panel a del gráfico 5). El PMI de actividad de los servicios pasó a situarse por debajo del umbral de crecimiento de 50 en el tercer trimestre, lo que apunta a una caída de la actividad (panel b del gráfico 5). En línea con la ralentización observada en la actividad industrial, los nuevos pedidos y las expectativas empresariales también disminuyeron².

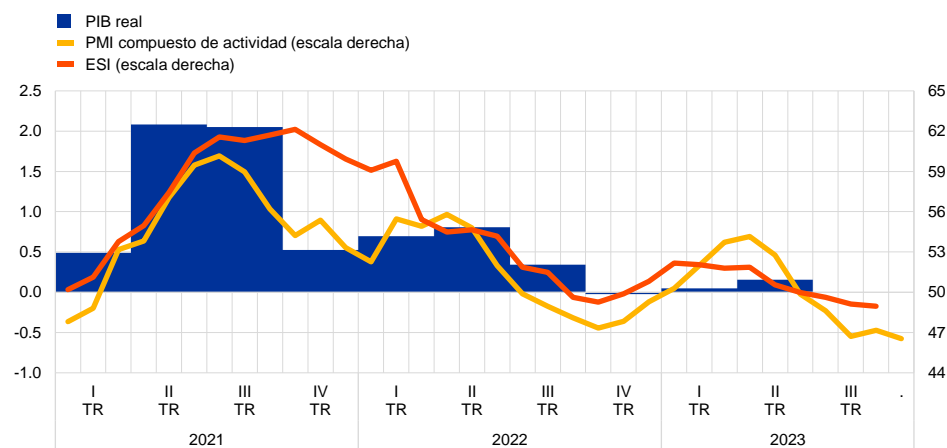
¹ Según la estimación preliminar de avance publicada por Eurostat el 31 de octubre, el PIB real de la zona del euro disminuyó un 0,1 % en el tercer trimestre de 2023. Esta estimación no estaba disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de octubre.

² Véase el recuadro titulado «Factores determinantes de la evolución reciente de las expectativas de actividad empresarial en los distintos sectores».

Gráfico 4

PIB real de la zona del euro, PMI compuesto de actividad y ESI

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice de difusión)



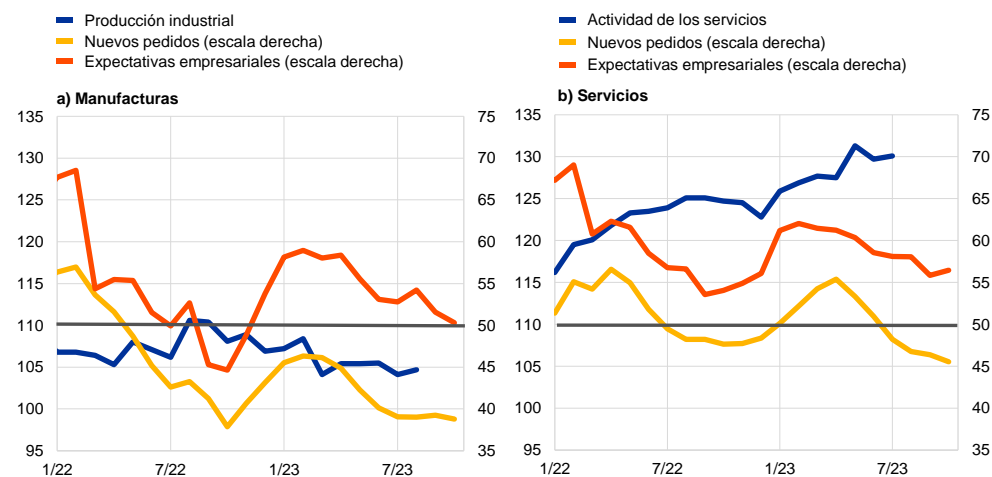
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 para el PIB real, a septiembre de 2023 para el ESI y a octubre de 2023 para el PMI compuesto de actividad.

Gráfico 5

Indicadores de producción y PMI de distintos sectores de la economía

(índice: 2015 = 100, índice de difusión)



Fuentes: Eurostat y S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2023 para la actividad de los servicios, a agosto de 2023 para la producción industrial y a octubre de 2023 para los PMI.

Se espera que el producto de la zona del euro continúe siendo débil en el último trimestre del año. Los resultados de los contactos mantenidos por el BCE

en octubre con empresas que operan en el sector no financiero sugieren que la actividad seguirá siendo débil en el citado trimestre (recuadro 6). Los datos del PMI de octubre muestran también que las manufacturas mantienen su senda de contracción en el cuarto trimestre debido al creciente impacto de la falta de dinamismo del comercio mundial y a la fortaleza de la transmisión de la política

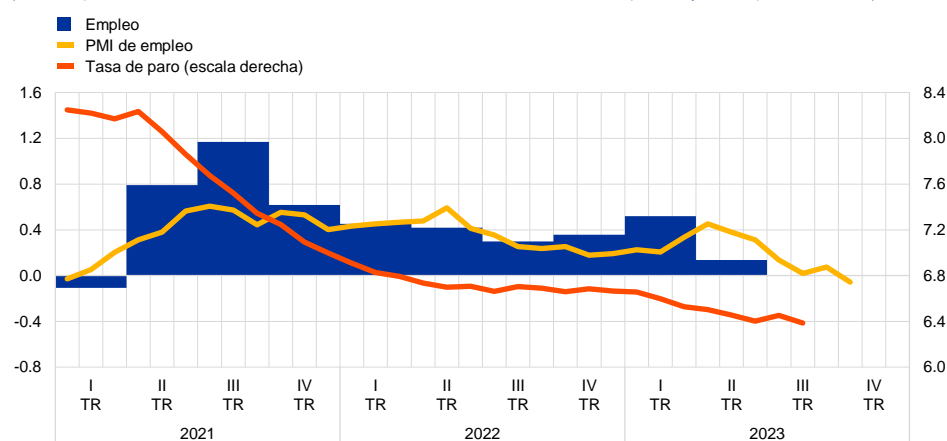
monetaria. Los nuevos pedidos y las expectativas empresariales disminuyeron también en octubre en las manufacturas. En los servicios, el panorama es bastante similar, dado que la mayoría de los PMI apuntan a una nueva desaceleración en el cuarto trimestre.

El mercado de trabajo mantiene su capacidad de resistencia, aunque indicadores más recientes sugieren signos de enfriamiento a raíz del debilitamiento de la actividad económica.

El crecimiento del empleo mantuvo su solidez en la primera mitad del año, con una tasa media del 0,3 %, en términos intertrimestrales. Asimismo, la tasa de paro descendió hasta el 6,4 % en agosto (gráfico 6). Estas dinámicas se sustentaron en un incremento de la población activa, que fue generalizado en los distintos grupos demográficos. Este aumento fue especialmente acusado en el caso de los trabajadores de más edad y de aquellos con un nivel educativo alto, aunque cabe destacar asimismo que la tasa de actividad de los trabajadores con un nivel educativo bajo se ha incrementado en los últimos trimestres (y también en comparación con tendencias anteriores). El elevado número de ocupados en la primera mitad de 2023 ocultó la disminución de las horas trabajadas como resultado de los altos niveles de bajas por enfermedad y de cierta infrautilización del factor trabajo. Es probable que, en la segunda mitad del año, el debilitamiento de la actividad económica se traduzca en un menor dinamismo del mercado de trabajo. Las expectativas de desempleo de los expertos en previsión económica aumentaron, lo que apunta a la probabilidad de que la tasa de paro crezca el próximo año.

Gráfico 6
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 segundo trimestre de 2023 para el empleo, a octubre de 2023 para el PMI de empleo y a agosto de 2023 para la tasa de paro.

El PMI de empleo del conjunto de la economía sugiere una ralentización de la dinámica del empleo en la segunda mitad del año. El PMI global se situó en 49,4 en octubre, lo que apunta a una caída del empleo por primera vez desde enero de 2021. El PMI de empleo de las manufacturas y de la construcción permanecieron en terreno contractivo. En el caso de los servicios, el indicador se situó en un valor de

50,5 en octubre, lo que sugiere que se están creando menos puestos de trabajo nuevos en este sector, que ha sido uno de los principales motores del crecimiento del empleo durante el año pasado.

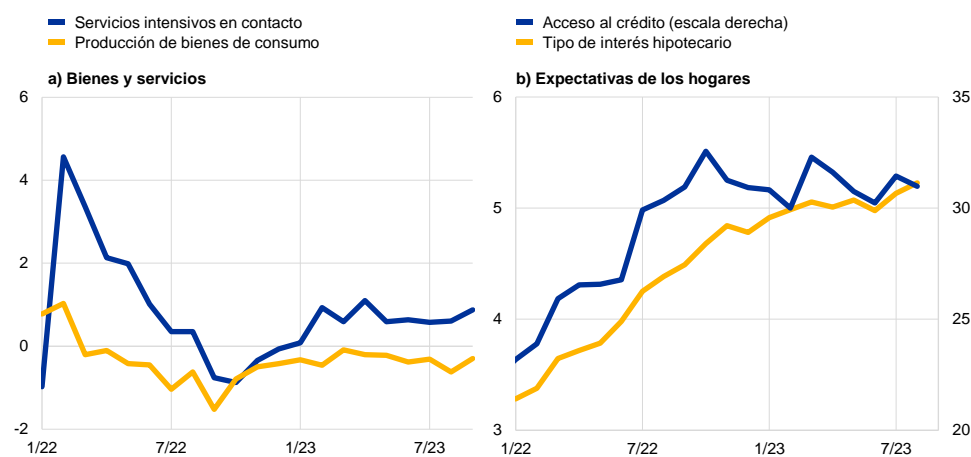
El consumo privado habría continuado falto de dinamismo en el tercer trimestre, como consecuencia de una nueva contracción del gasto en bienes.

En julio y agosto, las ventas minoristas se situaron, en promedio, un 0,6 % por debajo del nivel registrado en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles se recuperaron en el tercer trimestre (impulsadas por las ventas de coches eléctricos, cuya cuota de mercado superó por primera vez el 20 %), debido sobre todo a que se atendieron pedidos anteriores retrasados. En cuanto a los servicios, los datos cualitativos más recientes respaldan unas perspectivas más sólidas para los servicios intensivos en contacto que para el gasto en bienes de consumo, especialmente a corto plazo. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea descendió ligeramente en octubre tras haber caído en agosto y septiembre, y se mantuvo muy por debajo de su media de largo plazo. La demanda esperada de servicios intensivos en contacto no había registrado ninguna corrección pronunciada a la baja desde mayo de 2023. Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea correspondientes a septiembre, la demanda de estos servicios permaneció por encima de su media histórica en dicho mes (panel a del gráfico 7). En cambio, las expectativas de gasto en grandes compras experimentaron un nuevo deterioro y, en consonancia con las expectativas del sector de comercio minorista, continúan en niveles inferiores a sus medias de largo plazo. Es probable que la transmisión del endurecimiento de las condiciones de financiación a la economía real frene el endeudamiento de los hogares, siga incentivando con fuerza el ahorro de este sector y continúe moderando el crecimiento del gasto en consumo en el corto plazo. La encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de agosto muestra que los consumidores esperan que los tipos de interés hipotecarios sigan aumentando, y que el porcentaje de encuestados que esperan que sea más difícil obtener crédito se mantiene en niveles elevados (panel b del gráfico 7).

Gráfico 7

Producción esperada de manufacturas, demanda esperada de servicios y expectativas de los hogares en relación con el acceso al crédito

(saldos netos, porcentajes)



Fuentes: Comisión Europea y encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés).

Notas: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2023 para el panel a, y a agosto de 2023 para el panel b. El acceso al crédito representa el porcentaje de encuestados que esperan un endurecimiento de las condiciones crediticias.

La inversión empresarial se habría seguido debilitando en el tercer trimestre, dado que la actividad se vio frenada por la falta de demanda y por el endurecimiento de las condiciones de financiación. En términos

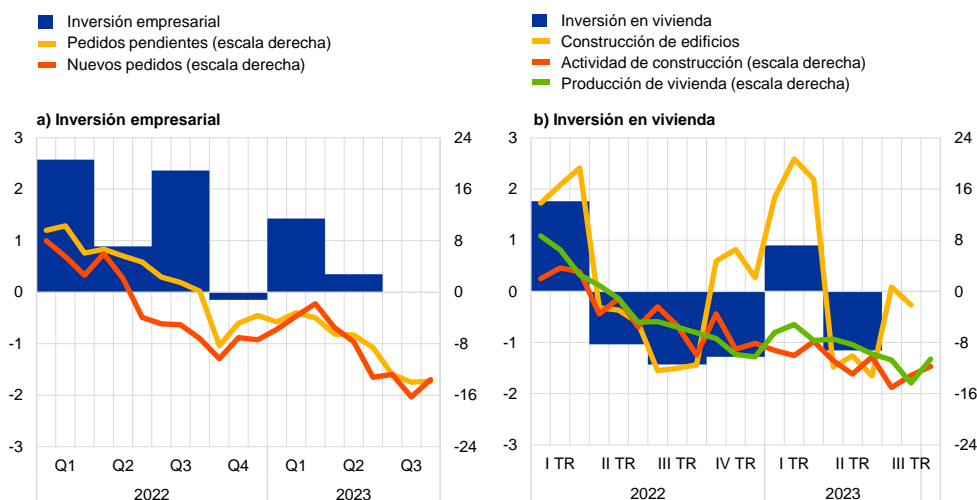
intertrimestrales, la tasa de crecimiento de la inversión, excluida la construcción, fue del 0,7 % en el segundo trimestre de 2023, pero se habría situado en el 0,4 % si se hubiesen excluido los volátiles datos de la inversión en activos intangibles en Irlanda. Los datos coyunturales y de encuestas disponibles apuntan a un deterioro adicional en el tercer trimestre, ya que la producción de bienes de equipo disminuyó en julio y agosto con respecto al segundo trimestre. Los indicadores PMI de producción, nuevos pedidos y pedidos pendientes del sector de bienes de equipo continuaron descendiendo en el tercer trimestre hasta situarse en niveles inferiores a los observados en el trimestre anterior (panel a del gráfico 8). Aunque la confianza de la industria en el sector de bienes de equipo y el PMI de nuevos pedidos mejoraron ligeramente en septiembre, se mantuvieron en terreno contractivo porque la inversión empresarial se vio limitada por la falta de demanda y el endurecimiento de las condiciones de financiación. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2023 indica que la demanda de préstamos para inversión en capital fijo de las empresas se mantuvo muy contenida en el tercer trimestre. Además, de los contactos mantenidos por el BCE con empresas del sector no financiero en octubre se infiere que las subidas de los tipos de interés están provocando un aplazamiento parcial de la inversión en capital fijo, lo que podría reducir la inversión anual en los próximos años. Los productores de bienes intermedios y de equipo también señalaron que el mayor coste de la financiación se estaba traduciendo en una escasa demanda y, en consecuencia, en una menor necesidad de mantener o ampliar capacidad. A medio plazo, la inversión en sectores como transporte, electricidad, gas y aire acondicionado, además de educación, debería beneficiarse de los planes de inversión digital y verde a más largo plazo, incluidas medidas de mejora de la eficiencia energética. Este tipo de

inversiones se verá respaldado también por los fondos del programa *Next Generation EU*.

Gráfico 8

Inversión empresarial y en vivienda e indicadores coyunturales

(tasas de variación intertrimestral, desviaciones con respecto a la media)



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

Notas: La inversión empresarial se aproxima por la inversión sin construcción y excluye los productos de propiedad intelectual irlandeses. La inversión empresarial, el PMI de pedidos pendientes y el PMI de nuevos pedidos (encuesta de confianza empresarial de la Comisión Europea) del sector de bienes de equipo se expresan en desviaciones respecto a 50 (media del período 1985-2019). Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 para la inversión y a septiembre de 2023 para las demás variables. El índice de producción de la construcción de edificios se calcula como la variación porcentual con respecto al nivel medio del trimestre anterior. El índice de la Comisión Europea sobre actividad de construcción de edificios en los tres meses anteriores se calcula como la variación con respecto al nivel medio del cuarto trimestre de 2021. El PMI de producción de vivienda (es decir, de construcción residencial) se expresa en desviaciones respecto a 50. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2023 para la inversión, a agosto para la producción de la construcción de edificios y a septiembre de 2023 para las demás variables.

La inversión en vivienda habría disminuido en el tercer trimestre, en un contexto de debilidad de la demanda y condiciones de financiación restrictivas.

Este descenso acentúa una pérdida acumulada de inversión residencial de alrededor del 4 % entre el primer trimestre de 2022 y el segundo trimestre de 2023, y se ha visto confirmado por indicadores tanto cuantitativos como cualitativos. En cuanto a los primeros, el número de visados de obra nueva residencial emitidos —un indicador adelantado de la actividad de la construcción— cayó considerablemente el último año, y en junio de 2023 registró el nivel más bajo en ocho años (sin tener en cuenta los confinamientos asociados con la pandemia de abril y mayo de 2020). Además, el número de nuevas empresas de construcción registradas en julio y agosto fue inferior, en promedio, al nivel observado en el segundo trimestre de 2023. En julio y agosto, la producción de la construcción de edificios se situó un 0,3 % por debajo de su media del segundo trimestre. Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, el PMI de producción de la construcción residencial se adentró más en terreno contractivo en el tercer trimestre (panel b del gráfico 8). El índice de la Comisión Europea sobre actividad de construcción de edificios en los tres meses anteriores registró su sexto descenso consecutivo en el tercer trimestre, debido a la reducción de la demanda y las condiciones financieras restrictivas, pese a que la disminución de la escasez de materiales proporcionó cierto alivio. De cara al futuro, las encuestas del BCE sugieren que la actividad será débil en el cuarto trimestre, y las subidas de los tipos hipotecarios y los altos costes

de construcción afectarán, respectivamente, a la accesibilidad y a la rentabilidad de la vivienda. Según la encuesta CES, la percepción de los hogares sobre la vivienda como una buena inversión tocó fondo en enero, pero continuaba siendo pesimista en septiembre. Además, en los contactos mantenidos por el BCE en octubre con empresas que operan en el sector no financiero, las constructoras señalaron una caída de la actividad y los pedidos debido a las elevadas presiones de costes y al aumento de los tipos de interés.

Se espera que las exportaciones reales de la zona del euro registren un ritmo de crecimiento contenido en el tercer trimestre como consecuencia de la debilidad de la demanda mundial. El ritmo de avance de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro (basado en tasas de crecimiento de tres meses sobre los tres meses anteriores) disminuyó en agosto, dado que la atonía del comercio internacional frenó la demanda de bienes de la zona y que los precios persistentemente elevados de la energía lastraron la competitividad. La depreciación del euro desde julio contribuirá a reducir las presiones competitivas, pero es probable que el impulso a la competitividad no sea generalizado. Aunque, en términos agregados, los pedidos pendientes de las empresas ya habían vuelto a situarse en los niveles previos a la pandemia en el verano, sigue habiendo cierta disparidad entre sectores. En algunos de los principales sectores —vehículos de motor, procesamiento de datos (ordenadores), maquinaria y equipos eléctricos— muchas empresas señalan todavía la escasez de suministros, lo que sugiere que aún acusan el impacto de perturbaciones de oferta anteriores. La desaparición progresiva de estas perturbaciones debería impulsar la actividad exportadora. El ritmo de crecimiento de las importaciones reales siguió disminuyendo en agosto, debido a la debilidad de la demanda interna y los bajos niveles de existencias. Los indicadores prospectivos continúan apuntando a unas perspectivas poco favorables a corto plazo para las exportaciones reales de la zona del euro, mientras que los datos de encuestas correspondientes al mes de septiembre indican que los nuevos pedidos exteriores de bienes y servicios permanecen en terreno contractivo.

Más allá del corto plazo, se prevé un fortalecimiento gradual del crecimiento del PIB. Es probable que la actividad económica continúe mostrando falta de empuje en lo que queda de año. No obstante, a medida que la inflación siga descendiendo, las rentas reales de los hogares se recuperen y la demanda de exportaciones de la zona del euro repunte, la economía debería cobrar dinamismo en los próximos años.

3 Precios y costes

De acuerdo con los últimos datos publicados de Eurostat, la inflación disminuyó de forma generalizada desde el 5,2 % observado en agosto hasta el 4,3 % en septiembre de 2023³. Es probable que la inflación siga descendiendo a corto plazo, a medida que los acusados incrementos de los precios de la energía y de los alimentos registrados en el otoño de 2022 desaparezcan de las tasas interanuales. Al mismo tiempo, las nuevas tensiones geopolíticas han generado mayor incertidumbre en torno a la evolución de los precios energéticos. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, cayó desde el 5,3 % en agosto hasta el 4,5 % en septiembre, respaldada por la mejora de las condiciones de oferta, por la transmisión de anteriores descensos de los precios de la energía y por el impacto del endurecimiento de la política monetaria en la demanda y en el poder de fijación de precios de las empresas. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han continuado descendiendo, pero las presiones inflacionistas internas son todavía intensas, debido también a la creciente importancia de la subida de los salarios. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en su mayoría en torno al 2 %, aunque algunos permanecen en niveles elevados y requieren un seguimiento atento.

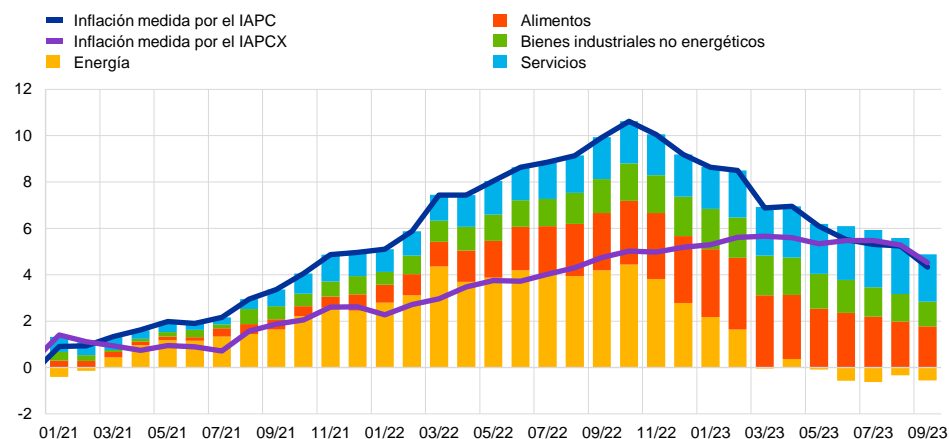
La tasa de inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se situó en el 4,3 % en septiembre (gráfico 9). La caída desde el 5,2 % registrado en agosto refleja descensos en todos los componentes principales debido, en parte, a efectos de base en subcomponentes individuales, dado que el fuerte avance intermensual observado en septiembre de 2022 desapareció del cálculo de la tasa interanual. Los efectos de base se refieren a la energía y a los alimentos, pero también a componentes de la inflación subyacente.

³ Según la estimación de avance de Eurostat correspondiente a octubre, publicada después de la fecha límite de recepción de datos para este Boletín Económico (25 de octubre), la inflación general se redujo del 4,3 % al 2,9 %.

Gráfico 9

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2023.

La inflación de la energía se mantuvo en un nivel negativo en septiembre, sobre todo como consecuencia de efectos de base a la baja (gráfico 10). El principal determinante de la tasa de variación interanual más negativa (-4,6 %, frente al -3,3 % en agosto) fue el precio del gas (medido en términos del componente de gas del IAPC), que continuó bajando y se situó en un nivel un 26,6 % más bajo que el máximo alcanzado en octubre de 2022. La tasa de crecimiento interanual de los precios de la electricidad siguió siendo negativa, a diferencia de los precios de los combustibles, que retornaron a una tasa de avance interanual positiva tras el fuerte incremento observado en los últimos meses. Las presiones latentes sobre los precios energéticos volvieron a atenuarse, y la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de la energía retrocedió hasta el -30,7 % en agosto de 2023, frente al máximo del 117,3 % registrado en el mismo mes del año anterior.

La inflación de los alimentos volvió a caer, desde el 9,7 % en agosto hasta el 8,8 % en septiembre, pero permaneció en niveles elevados debido a los efectos remanentes de perturbaciones anteriores (gráfico 10). Esta caída obedeció a un menor avance de los precios de los alimentos tanto elaborados como no elaborados. La tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados se redujo del 10,3 % en agosto al 9,4 %, mientras que la de los no elaborados descendió del 7,8 % al 6,6 %. Las variaciones intermensuales de los precios de los alimentos no elaborados son acordes con las tasas medias históricas de septiembre, mientras que la disminución observada en los precios de los alimentos elaborados fue menor de lo que suele ser habitual en ese mes. A medida que los impactos de anteriores presiones de costes derivadas de los precios de los insumos energéticos y alimenticios sigan desapareciendo, la inflación de los alimentos debería continuar moderándose.

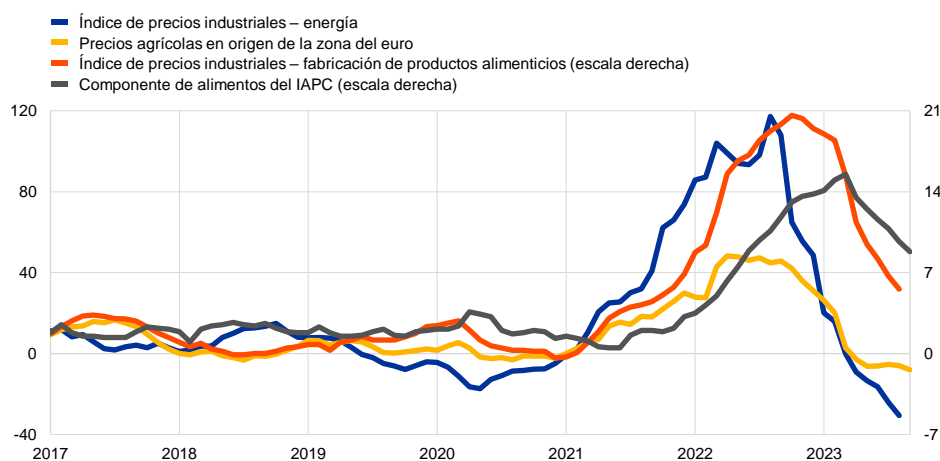
La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), descendió desde el 5,3 % en agosto hasta el 4,5 % en septiembre. Por lo que

respecta a sus componentes, la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos se redujo desde el 4,7 % hasta el 4,1 %, debido a la desaparición gradual del impacto de perturbaciones anteriores. La inflación de los servicios disminuyó desde el 5,5 % registrado en agosto hasta el 4,7 % en septiembre, pero esta disminución puede atribuirse, en parte, a los efectos de base observados debido al repunte de los precios del transporte el año pasado después de que el abono de transporte en Alemania dejase de estar subvencionado. Al mismo tiempo, la desaceleración de los precios de algunos servicios intensivos en contacto, como los de restauración y alojamiento, también ha contribuido al descenso de la inflación de los servicios.

Gráfico 10

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

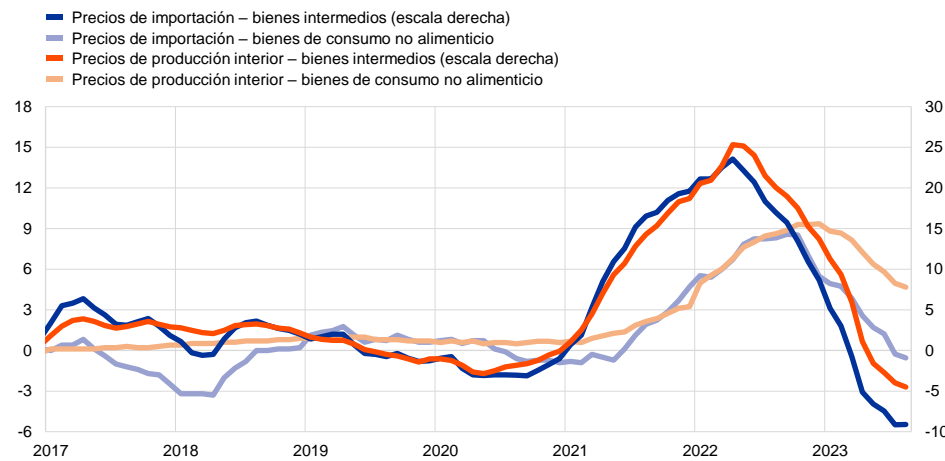
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2023 para el índice de precios industriales y a septiembre de 2023 para los precios agrícolas en origen de la zona del euro y para el componente de alimentos del IAPC.

Las presiones inflacionistas continuaron disminuyendo a lo largo de todo el proceso de formación de precios (gráfico 11). En las primeras fases, la inflación de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores siguió siendo negativa en agosto (-4,5 %, frente al -4 % en julio), y lo mismo ocurrió con la tasa de variación de los precios de importación de esos bienes, situada en niveles más negativos (-9,1 %, frente al -9,2 % en julio). En las fases posteriores, la inflación de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio volvió a reducirse, desde el 5 % en julio hasta el 4,7 % en agosto, y la correspondiente a los precios de importación cayó desde el -0,3 % hasta el -0,6 %. Se observó una moderación similar en la dinámica de los precios de producción y de importación de los alimentos elaborados. Esto confirma la relajación gradual de las presiones latentes sobre los precios de consumo tanto de los bienes industriales no energéticos como de los alimentos elaborados. El fortalecimiento del euro en los últimos meses continúa afectando a la magnitud y a la variación de los precios de importación, contribuyendo a su vez a la relajación de las presiones inflacionistas.

Gráfico 11

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

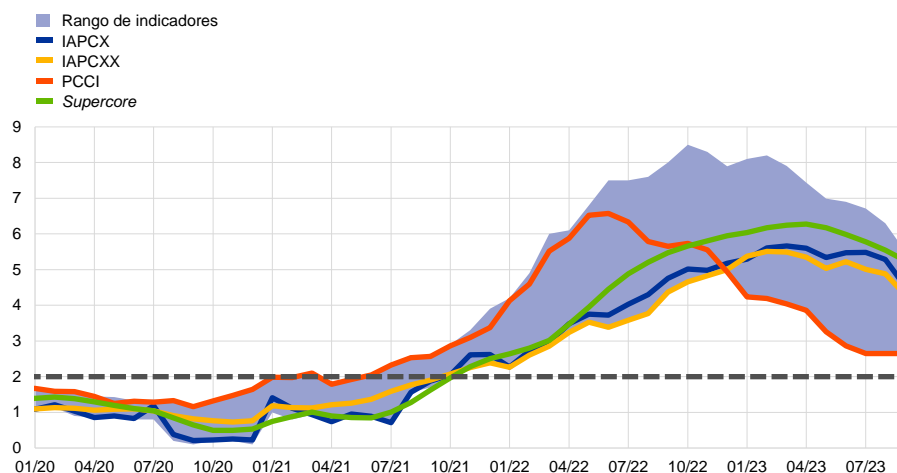
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2023.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente de la zona del euro continuaron descendiendo, lo que refleja el impacto cada vez menor de perturbaciones anteriores, así como el endurecimiento de la política monetaria (gráfico 12). Parece que varios indicadores han alcanzado ya su nivel máximo. El PCCI (componente común y persistente de la inflación) se ha estabilizado desde julio en el 2,6 %. El IAPCX se redujo del 5,3 % en agosto al 4,5 % en septiembre, y el IAPCXX (IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado) también siguió cayendo y pasó del 4,9 % en agosto al 4,3 % en septiembre. Las caídas relativamente fuertes de estos dos indicadores reflejan, en parte, efectos de base relacionados con los precios de los servicios de transporte. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye componentes del IAPC sensibles al ciclo, continuó disminuyendo de forma sostenida y se situó en el 5,2 % en septiembre, frente al 5,5 % observado en agosto. Dado que las presiones salariales son cada vez más significativas, la tasa de inflación interna se mantuvo en niveles altos, aunque también se moderó desde el 5,4 % registrado en agosto hasta el 5,2 % en septiembre. En conjunto, si bien la disminución de los indicadores de la inflación subyacente refleja el impacto cada vez menor de perturbaciones anteriores, también puede atribuirse, crecientemente, al endurecimiento de la política monetaria. No obstante, las intensas presiones inflacionistas internas resaltan la importancia cada vez mayor de la subida de los salarios.

Gráfico 12

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores de la inflación subyacente incluye el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPCX; el IAPCXX; las medias recortadas al 10 % y al 30 %, el PCCI y una mediana ponderada. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2023.

El crecimiento de los salarios siguió siendo vigoroso, especialmente en el sector servicios, aunque el mercado de trabajo muestra señales de enfriamiento.

Los últimos datos disponibles indican que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se mantuvo inalterada en el 4,4 % en el segundo trimestre de 2023. Sin embargo, los indicadores de salarios de carácter prospectivo continúan señalando que las presiones salariales seguirán siendo intensas durante el resto del año. El crecimiento de los salarios reales, medido por la remuneración por asalariado y la remuneración por hora, aumentó en el segundo trimestre de 2023 hasta situarse en el 5,6 % y en el 5,4 %, respectivamente, desde el 5,5 % y el 4,8 % del primer trimestre. La contribución de los beneficios unitarios a las presiones inflacionistas internas, medidas por la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB, se debilitó en el segundo trimestre de 2023 con respecto al máximo histórico alcanzado en el primer trimestre.

La mayoría de los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro se mantuvieron más o menos sin variación en torno al 2 %, mientras que los indicadores de mercado de la compensación por inflación registraron un ligero descenso con respecto a los niveles elevados que se observaron en el verano (gráfico 13).

En la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2023, la media y la mediana de las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2028) permanecieron inalteradas en el 2,1 % y el 2 %, respectivamente. Las expectativas de inflación a largo plazo también se situaron en el 2,1 % en la encuesta de octubre de 2023 de Consensus Economics. En la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts* o SMA) de ese mismo mes, la mediana de las expectativas a largo plazo no varió y se mantuvo en el 2 %. En la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) correspondiente a agosto de 2023, la mediana de las expectativas para los doce

meses siguientes se incrementó del 3,4 % en julio al 3,5 % en agosto, mientras que las expectativas a tres años vista se elevaron hasta el 2,5 %, desde el 2,4 %⁴. Esas expectativas de inflación más elevadas coinciden con las subidas muy recientes observadas en los precios de los combustibles. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación (que se basan en el IAPC, excluido el tabaco) de la zona del euro descendieron marginalmente en toda la estructura temporal en el período considerado. A corto plazo, el tipo *swap* de inflación (ILS) *forward* a un año dentro de un año se situó en torno al 2,5 % a finales de octubre, 15 puntos básicos por debajo del nivel observado al inicio del período analizado. Esto se debe, sobre todo, a la disminución de las primas de riesgo de inflación, dado que el tipo ILS *forward* a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro descendió alrededor de 10 puntos básicos hasta situarse en el 2,5 % aproximadamente, pese al aumento de indicadores comparables en Estados Unidos.

⁴ Véase «[Resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores – agosto de 2023](#)», *nota de prensa*, BCE, 11 de octubre de 2023.

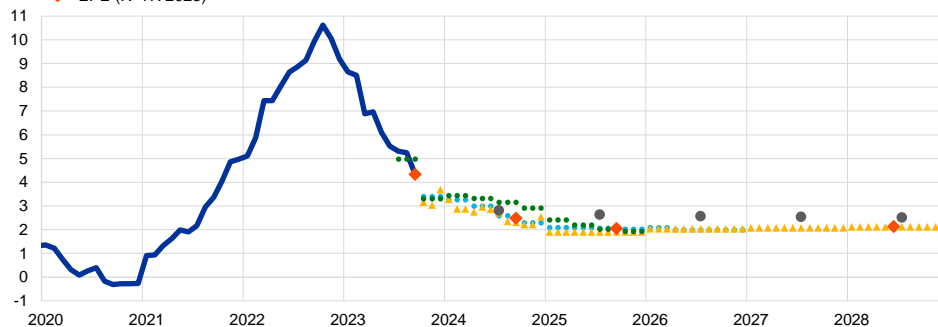
Gráfico 13

Inflación general, proyecciones y expectativas de inflación

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

(tasas de variación interanual)

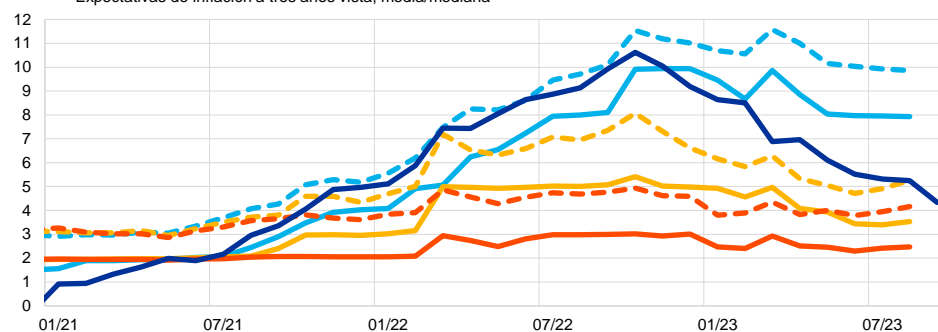
- IAPC
- SMA (octubre de 2023)
- ▲ Consensus Economics (octubre de 2023)
- Proyecciones macroeconómicas del BCE (septiembre de 2023)
- Indicadores de mercado de la compensación por inflación (25 de octubre de 2023)
- ◆ EPE (IV TR 2023)



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

(tasas de variación interanual)

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



Fuentes: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, CES, EPE, SMA, [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2023](#) y cálculos del BCE.

Notas: La serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa 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 25 de octubre de 2023. La EPE correspondiente al cuarto trimestre de 2023 se realizó entre el 29 de septiembre y el 5 de octubre de 2023. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue octubre de 2023. 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 22 de agosto de 2023. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2023 para el IAPC y a agosto de 2023 para la CES.

Evolución de los mercados financieros

Durante el período de referencia (del 14 de septiembre al 25 de octubre de 2023), la evolución de los mercados financieros de la zona del euro reflejó las expectativas de que los tipos de interés oficiales se mantengan en una senda estable a corto plazo, mientras que los tipos a más largo plazo aumentaron. Tras la decisión de política monetaria adoptada por el Consejo de Gobierno en septiembre de subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, el tramo corto de la curva de tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro varió solo marginalmente, debido a que los participantes en los mercados esperan que los tipos oficiales hayan alcanzado su máximo. En cambio, los tipos libres de riesgo a más largo plazo de la zona se situaron en niveles notablemente más altos que cuando se celebró la reunión de septiembre, como consecuencia, en gran parte, de los efectos de contagio del mercado estadounidense. Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se incrementaron en línea con los tipos de interés libres de riesgo, al tiempo que los diferenciales de los rendimientos de la deuda pública italiana registraron un leve aumento. Las cotizaciones bursátiles —en particular las de las sociedades no financieras— cayeron, lastradas por las subidas de los tipos de descuento a más largo plazo, al tiempo que los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro aumentaron ligeramente, en especial en el segmento de alta rentabilidad. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció. Aunque la escalada de las tensiones en Oriente Próximo desde principios de octubre se tradujo en una mayor volatilidad de los mercados, en general tuvo un impacto limitado en los mercados financieros de la zona del euro.

Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro finalizaron el período de referencia en niveles básicamente acordes con los observados en torno a la fecha en la que se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, mientras que los tipos libres de riesgo a más largo plazo se situaron en cotas sustancialmente más elevadas. El tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en 387 puntos básicos durante el período analizado. La curva *forward* del OIS (*overnight index swap*), que se basa en el tipo de referencia (€STR), se mantuvo básicamente estable en los vencimientos a corto plazo tras la decisión de política monetaria adoptada por el Consejo de Gobierno en septiembre de subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En el conjunto del período de referencia, los tipos *forward* a corto plazo fluctuaron dentro de una banda estrecha. La probabilidad descontada de una nueva subida de tipos de interés continúa, por tanto, próxima a cero, lo que refleja que los participantes en los mercados esperan que los tipos oficiales hayan llegado a su nivel máximo. Actualmente, la curva sugiere que los participantes descuentan un primer recorte de 25 puntos básicos para mediados de 2024 y otros dos de la misma magnitud para finales de ese año. Si bien los tipos libres de riesgo a corto plazo apenas mostraron variaciones, los tipos libres de riesgo a más largo plazo de la zona del euro se situaron en niveles más altos que cuando se celebró la reunión de septiembre, debido a los efectos de contagio del mercado estadounidense, aunque con algunas presiones a la baja tras la intensificación de las tensiones en Oriente Próximo a principios de octubre. El tipo de interés nominal libre de riesgo a diez años de la zona del euro, por ejemplo, alcanzó un máximo del 3,3 % a

principios de octubre y posteriormente descendió hasta situarse en torno al 3,2 %, finalizando el período considerado con un incremento total de unos 28 puntos básicos.

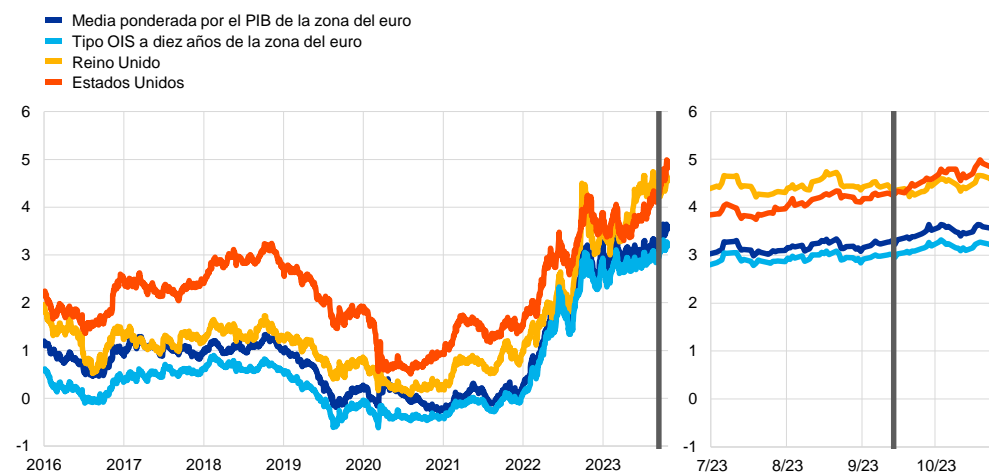
Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo evolucionaron básicamente en consonancia con los tipos de interés libres de riesgo en un contexto de estabilidad general de los diferenciales soberanos (gráfico 14).

El 25 de octubre, el rendimiento medio de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se situó en torno al 3,5 %, unos 25 puntos básicos por encima del nivel registrado al comienzo del período de referencia. Los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro fluctuaron prácticamente en línea con los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo. Las variaciones de los diferenciales soberanos fueron muy limitadas durante el período analizado, con la excepción del diferencial de Italia, que registró un leve aumento, probablemente como reflejo de factores idiosincrásicos relacionados, entre otros, con las novedades fiscales en el presupuesto nacional. La subida de los tipos de interés a largo plazo de la zona del euro siguió una dinámica similar a escala global; el rendimiento de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos aumentó 41 puntos básicos hasta situarse en el 4,7 %, y el correspondiente al Reino Unido se incrementó 20 puntos básicos y se situó en el 4,5 %.

Gráfico 14

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

(porcentajes)



Fuentes: Refinitiv y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (14 de septiembre de 2023). Las últimas observaciones corresponden al 25 de octubre de 2023.

Los diferenciales de los bonos corporativos se ampliaron ligeramente durante el período de referencia, y las subidas más acusadas se observaron en el segmento de alta rentabilidad. El incremento de los diferenciales fue modesto en el caso de las empresas de grado de inversión, pero más pronunciado (más de 60 puntos básicos) en la categoría de grado especulativo, como consecuencia del

aumento de los riesgos de impago esperados y de la mayor aversión al riesgo por parte de los inversores.

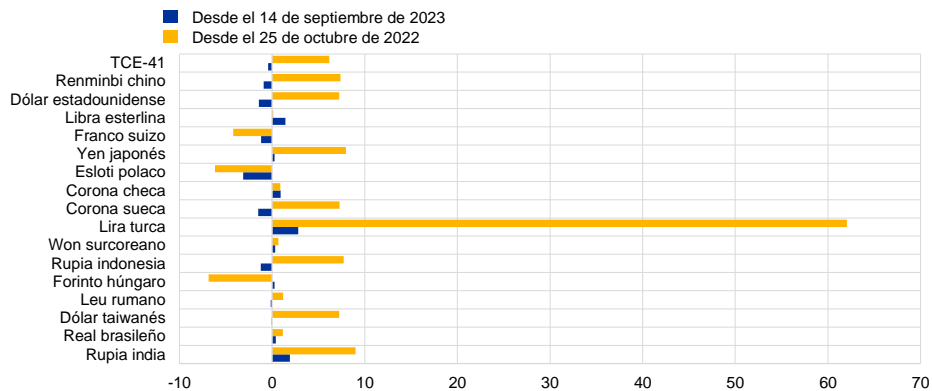
Los precios de las acciones de la zona del euro se redujeron durante el período de referencia, lastrados por las subidas de los tipos de descuento a más largo plazo y la reciente intensificación de los riesgos geopolíticos. Los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Estados Unidos retrocedieron más del 6 % durante el período analizado, en un contexto de tipos de descuento más altos. En la zona del euro, las caídas de las cotizaciones fueron relativamente generalizadas en todos los sectores, y los precios de las acciones de sectores sensibles a los tipos de interés —como los de suministros básicos y telecomunicaciones— se situaron por debajo del índice amplio, mientras que los de las acciones del sector financiero lo superaron. En conjunto, las cotizaciones de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyeron un 6,8 % aproximadamente, mientras que las de las entidades de crédito de la zona experimentaron un descenso menor, del 3,7 %, durante el período considerado. En Estados Unidos, las cotizaciones retrocedieron alrededor de un 7 % en el caso de las sociedades no financieras y hasta un 9,5 % en el sector bancario. Es probable que la escalada de las tensiones en Oriente Próximo desde principios de octubre haya incidido en la percepción general de los riesgos y en la volatilidad de los mercados bursátiles, si bien, en conjunto, por el momento solo ha tenido un impacto limitado porque, en general, las disminuciones iniciales de las cotizaciones han revertido desde entonces.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció (gráfico 15). 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 depreció un 0,4 %. En cuanto a la evolución del tipo de cambio bilateral frente a las principales monedas, el euro se debilitó frente al dólar estadounidense (1,4 %), así como frente al renminbi chino (0,9 %) y al franco suizo (1,2 %), y también perdió valor frente a las monedas de algunos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (3,1 % frente al esloti polaco y 1,5 % frente a la corona sueca). La moneda única se apreció frente a la libra esterlina (1,4 %), el yen japonés (0,3 %), la lira turca (2,8 %) y la rupia india (1,9 %).

Gráfico 15

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 25 de octubre de 2023.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

El endurecimiento de la política monetaria del BCE ha continuado transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación generales. Los costes de financiación de las entidades de crédito y los tipos de interés de los préstamos bancarios siguieron aumentando y alcanzaron los niveles más altos desde 2008 en el caso del crédito a empresas, y desde mediados de 2011 en el de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. En el período comprendido entre el 14 de septiembre y el 25 de octubre de 2023, el significativo incremento de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo hizo que el coste de la financiación de las sociedades no financieras tanto mediante valores de renta fija como mediante acciones se elevara notablemente. Según la encuesta más reciente sobre préstamos bancarios en la zona del euro, en el tercer trimestre de 2023 los criterios de concesión aplicados por las entidades de crédito siguieron endureciéndose en todas las modalidades de préstamo, y la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares volvió a disminuir considerablemente. El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuó siendo débil en agosto y en septiembre, en un entorno de tipos de interés más altos, de menor demanda de préstamos y de endurecimiento de los criterios de aprobación. El crecimiento monetario interanual registró una moderación adicional, debido a los elevados costes de oportunidad, a la falta de dinamismo del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro siguieron aumentando en un entorno de nuevos incrementos de los tipos de interés de los depósitos y de la rentabilidad de los bonos bancarios. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se elevó moderadamente en agosto y alcanzó su nivel más alto en más de diez años, con una heterogeneidad creciente entre países (panel a del gráfico 16). En ese mes, los rendimientos de los bonos descendieron algo, pero esta caída se compensó con creces con los nuevos aumentos registrados en septiembre y octubre, siguiendo la evolución de los rendimientos de la deuda soberana (panel b del gráfico 16)⁵. Los tipos de interés de los depósitos continuaron incrementándose de manera sostenida, con algunas variaciones entre instrumentos y sectores. Los tipos de interés ofrecidos a las empresas se mantuvieron en niveles más elevados que los aplicados a los hogares, aunque estos últimos aumentaron de forma más acusada en agosto. El diferencial de tipos entre los depósitos a plazo y a la vista siguió ampliándose como consecuencia de la subida de los tipos de interés del mercado monetario, que incentivó a los depositantes a traspasar grandes volúmenes de sus tenencias de depósitos a la vista a depósitos a plazo y otros instrumentos con una remuneración más alta. Al mismo tiempo, la transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de los depósitos ha continuado siendo muy dispar entre países y entidades, debido, fundamentalmente, a las diferencias en términos de competencia, necesidades de liquidez y regulación.

⁵ Si el aumento del coste de la financiación interbancaria se hubiera incluido también en el cálculo de los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito, los costes de financiación en su conjunto se habrían incrementado de forma aún más acusada desde el comienzo del ciclo de subidas de tipos, aunque partiendo de un nivel más bajo.

El proceso de eliminación gradual de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) contribuyó a reducir el exceso de liquidez en un entorno en el que todavía era abundante en todo el sistema. Tras la liquidación realizada el 27 de septiembre de 2023, el saldo vivo total de las operaciones TLTRO III disminuyó en 1.622 billones de euros, hasta los 491 mm de euros. Esta cifra se sitúa un 77 % por debajo del saldo vivo registrado antes de la recalibración de la remuneración de estas operaciones llevada a cabo en octubre de 2022 (2,113 billones de euros)⁶. Para compensar la menor liquidez proporcionada por el BCE, las entidades de crédito han aumentado sus emisiones de valores representativos de deuda y de instrumentos del mercado monetario y han competido más activamente entre sí por los depósitos elevando la remuneración de estos productos. Los ahorradores han movido los depósitos de entidades que ofrecen una remuneración menos atractiva a otras que han subido los tipos de interés de estos instrumentos a un ritmo más rápido. El volumen de las emisiones de bonos bancarios, que para las entidades de crédito son más caros que los depósitos y las TLTRO, se ha incrementado desde septiembre de 2022, en un entorno de retirada progresiva de las TLTRO y de disminución de los depósitos a la vista.

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

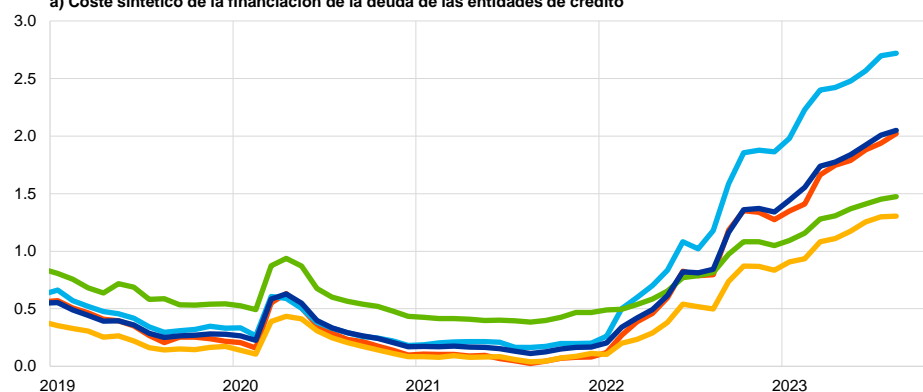
Gráfico 16

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

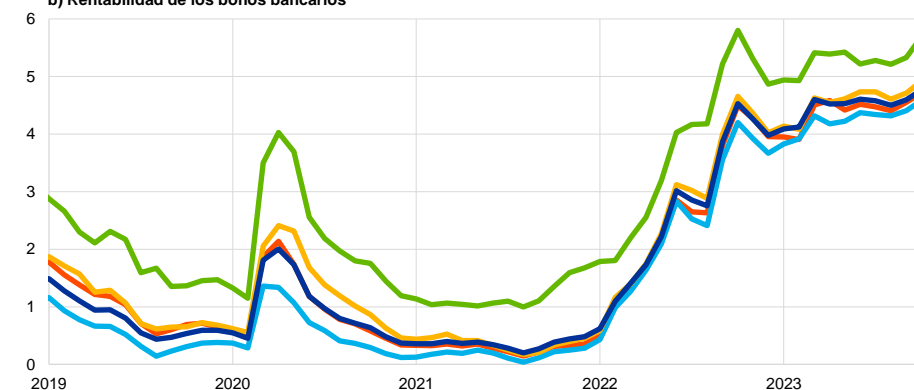
(porcentajes)

■ 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 se refieren a agosto de 2023 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito y al 25 de octubre de 2023 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

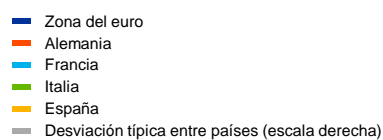
En agosto, los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares volvieron a aumentar, reflejo de la subida de los tipos de interés oficiales del BCE y del endurecimiento de los criterios de concesión de crédito. Los tipos de interés oficiales del BCE han subido sustancialmente y con rapidez (concretamente 450 puntos básicos en total entre principios de julio de 2022 y septiembre de 2023), lo que ha provocado un fuerte incremento de los tipos de interés de los préstamos tanto a empresas como a hogares en todos los países de la zona del euro (gráfico 17). Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras (SNF) alcanzaron el nivel más alto registrado desde finales de 2008, aunque el aumento de agosto fue más contenido que en los meses anteriores, en un entorno de menor concesión de préstamos y de endurecimiento de los criterios de aprobación. Los tipos de interés

de los préstamos concedidos a las empresas se elevaron hasta el 4,99 %, frente al 4,94 % de julio de 2023 y al 1,55 % de mayo de 2022 (antes de que el BCE diera señales de la primera subida de tipos del ciclo actual). Los tipos de los préstamos hasta un año de fijación del tipo inicial experimentaron los mayores incrementos, mientras que los de aquellos con períodos de fijación más largos descendieron en agosto, en un contexto de inversión de la curva de rendimientos. Los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios a hogares para consumo y otros fines también aumentaron de nuevo en agosto y se situaron en el 7,25 % —el nivel más alto desde finales de 2008—, comparado con el 7,07 % de julio de 2023 y el 4,68 % de mayo de 2022. Asimismo, los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron al alza en agosto y se situaron en el 3,85 % —el nivel más elevado desde mediados de 2011—, en comparación con el 3,76 % de julio de 2023 y el 1,78 % de mayo de 2022. El aumento de agosto fue generalizado en todos los países y más acusado para los préstamos hipotecarios a tipo variable que para los contratados a tipo fijo. Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de agosto de 2023 sugieren que los consumidores esperaban que los tipos de interés hipotecarios se estabilizaran algo por encima de los niveles actuales en los doce meses siguientes, posiblemente debido a que el ciclo de endurecimiento se encuentra en una fase avanzada. Un elevado porcentaje neto de encuestados percibía que los criterios de concesión eran restrictivos y esperaba que fuera más difícil obtener préstamos para adquisición de vivienda en ese mismo período. La dispersión entre países de los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares se mantuvo en un nivel bajo (paneles a y b del gráfico 17).

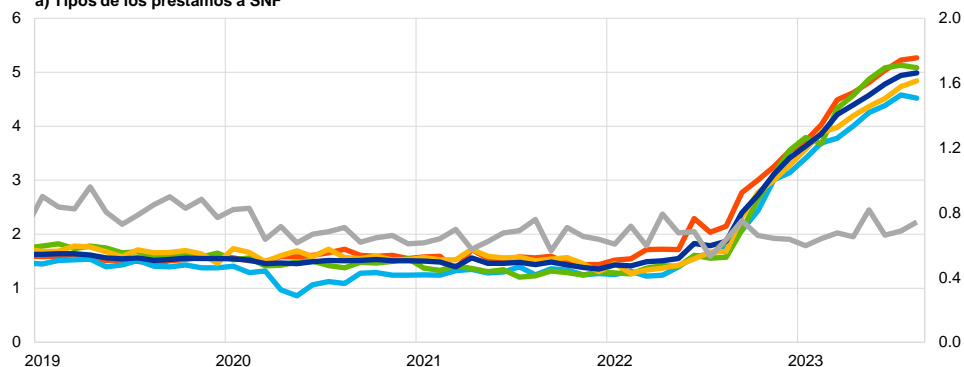
Gráfico 17

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

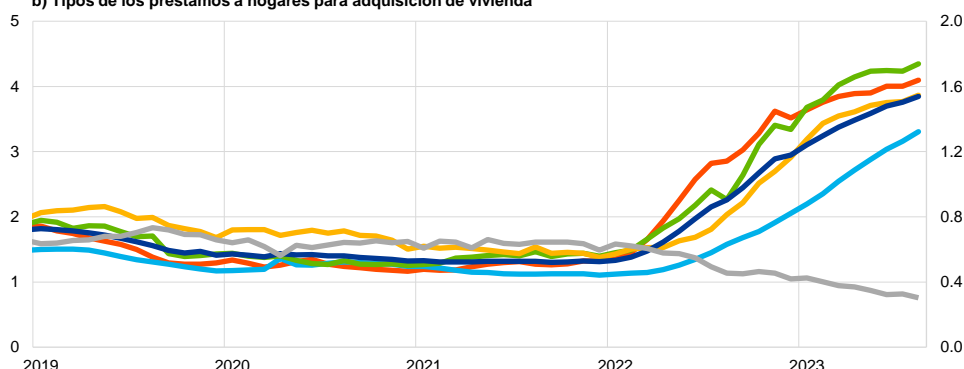
(porcentajes; desviación típica)



a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuente: BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a sociedades no financieras (SNF) se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2023.

En el período comprendido entre el 14 de septiembre y el 25 de octubre de 2023, el coste de la financiación de las SNF mediante valores de renta fija y mediante acciones se incrementó significativamente.

En agosto de 2023, 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 elevó 10 puntos básicos con respecto al mes anterior y se situó en el 6,3 % (gráfico 18)⁷. Esta evolución fue resultado del aumento del coste de las acciones y también, en menor medida, del coste de los valores de renta fija (debido a la ampliación de los diferenciales de los bonos tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alta rentabilidad) y del coste de la financiación bancaria a corto plazo. En el mismo período, el coste de la financiación bancaria a largo plazo se redujo y, por tanto, compensó parcialmente el incremento de los demás componentes del coste

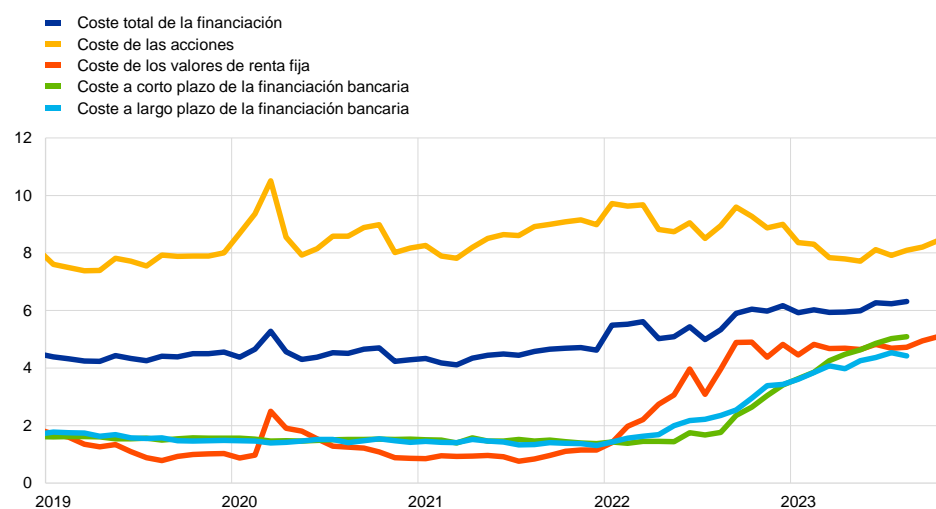
⁷ Debido al desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta agosto de 2023.

de financiación. En consecuencia, en el mes de agosto, el coste total de la financiación se mantuvo próximo a los elevados niveles que se alcanzaron en septiembre de 2022 y que se habían observado anteriormente a finales de 2011. En el período analizado, el acusado ascenso de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo fue el principal factor determinante del notable encarecimiento del coste de los valores de renta fija. La ampliación adicional de los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras, que fue muy pronunciada en el segmento de alta rentabilidad (véase sección 4), contribuyó a dicho encarecimiento. Al mismo tiempo, el significativo incremento del coste de las acciones fue atribuible casi íntegramente al mayor tipo de interés libre de riesgo (aproximado por el tipo OIS —*overnight index swap*— a diez años) y, en cierta medida, a la ligera subida de la prima de riesgo de estos valores.

Gráfico 18

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 25 de octubre de 2023 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a agosto de 2023 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2023, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas siguieron endureciéndose en el tercer trimestre de 2023 (gráfico 19).

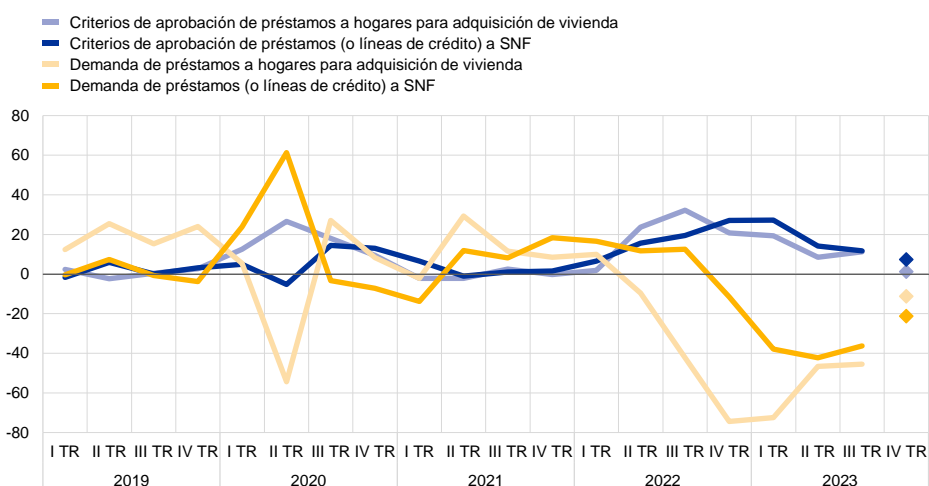
El endurecimiento acumulado desde principios de 2022 ha sido sustancial y está en línea con el acusado debilitamiento de la dinámica crediticia que se observa actualmente. Los riesgos relacionados con la situación de sociedades concretas y con las perspectivas económicas continuaron siendo los principales factores determinantes del endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas, debido al aumento de los riesgos de crédito en un contexto de mayores costes de servicio de la deuda para las empresas y de débil crecimiento económico. La menor tolerancia al riesgo de las entidades, el incremento de sus costes de financiación y el empeoramiento de la situación de los balances bancarios también contribuyeron

al endurecimiento, que estuvo impulsado principalmente por la disminución de la liquidez. Para el cuarto trimestre de 2023, los bancos de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas vuelvan a endurecerse, aunque a un menor ritmo.

Gráfico 19

Variación 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: «SNF» corresponde a «sociedades no financieras». 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 tercer trimestre de 2023.

Las entidades de crédito señalaron un endurecimiento neto adicional de los criterios de concesión de los préstamos a hogares en el tercer trimestre de 2023, que superó notablemente sus expectativas previas.

El ritmo de endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda aumentó en comparación con el segundo trimestre, debido principalmente a la mayor percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas y la situación de prestatarios concretos, junto con la menor tolerancia al riesgo de las entidades. Los criterios de concesión de los préstamos para consumo y otros fines también se endurecieron de nuevo, aunque a un ritmo ligeramente más moderado. Para el cuarto trimestre de 2023, las entidades de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda prácticamente no varíen, mientras que prevén un endurecimiento neto adicional de los aplicados a los préstamos para consumo y a otros préstamos a este sector.

Las entidades señalaron una considerable disminución de la demanda de préstamos de las empresas y los hogares en el tercer trimestre de 2023, que superó sus expectativas previas.

La caída de la demanda de préstamos a empresas obedeció principalmente a la subida de los tipos de interés y a la

reducción de la inversión en capital fijo. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, el descenso se debió al aumento de los tipos de interés y, en menor medida, al debilitamiento de las perspectivas del mercado de la vivienda y a la baja confianza de los consumidores. Para el cuarto trimestre de 2023, las entidades esperan un descenso neto adicional, aunque menos pronunciado, de la demanda de préstamos a empresas y para adquisición de vivienda.

Además, las entidades de crédito indican que la retirada gradual de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE ha contribuido al debilitamiento de la dinámica crediticia debido a su efecto en las condiciones de financiación y en la situación de liquidez de los bancos. En el tercer trimestre de 2023, el acceso de las entidades a la financiación se deterioró en todos los segmentos de mercado, especialmente en el de financiación minorista. Los bancos señalaron que la reducción de la cartera de activos relacionados con la política monetaria del BCE y la eliminación gradual de las TLTRO III habían incidido negativamente en su situación de liquidez y sus condiciones de financiación, generando una intensificación adicional de las presiones sobre la oferta de crédito. Ello contribuyó al endurecimiento de las condiciones aplicadas por las entidades de crédito y a las presiones a la baja sobre los volúmenes de crédito, efectos que se esperaba que se intensificaran en los seis meses siguientes. Al mismo tiempo, las entidades indicaron que el impacto de las decisiones relativas a los tipos de interés oficiales del BCE sobre sus márgenes de intermediación seguía siendo notablemente positivo y que el impacto de la cartera de activos relacionados con la política monetaria del BCE sobre la rentabilidad era positivo en su conjunto. Sin embargo, esperaban que los efectos positivos sobre el margen de intermediación se moderaran en los seis meses siguientes, al verse contrarrestados cada vez más por las pérdidas de capital y por las mayores necesidades de provisiones.

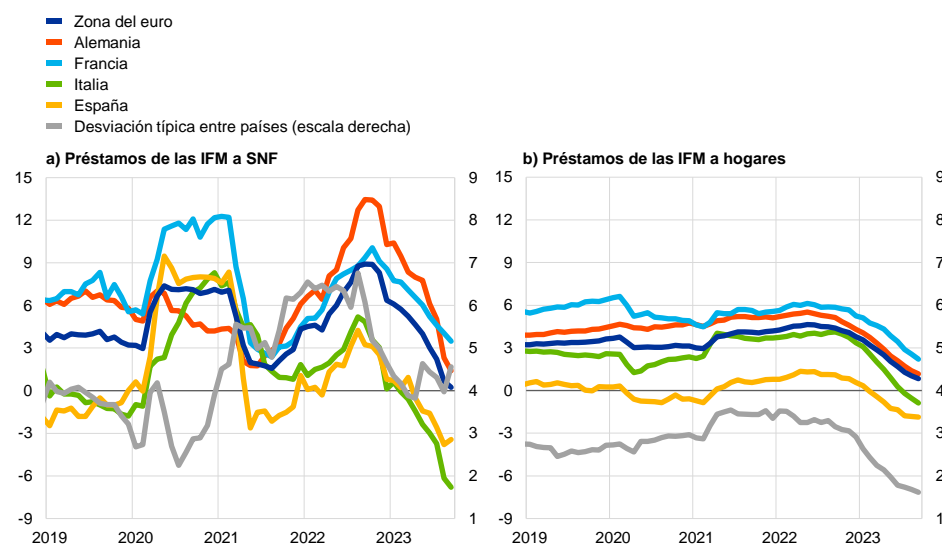
El crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuó siendo débil en agosto y en septiembre, en un entorno de tipos de interés más altos, de menor demanda de préstamos y de endurecimiento de los criterios de aprobación. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a SNF disminuyó hasta el 0,2 % en septiembre, desde el 0,7 % de agosto y el 2,2 % de julio (panel a del gráfico 20), en un entorno de considerable heterogeneidad entre países y plazos. La desaceleración reflejó la fuerte contracción de la demanda de crédito, debido en parte al aumento de los tipos de interés aplicados y a los consiguientes recortes en los planes de gasto, así como al endurecimiento adicional de los criterios de aprobación. Los flujos mensuales mostraron cierta volatilidad, con considerables amortizaciones netas de préstamos a SNF en agosto, que se revirtieron en parte en septiembre. En conjunto, los flujos mensuales de préstamos a SNF y a hogares se han situado próximos a cero desde principios de 2023. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares cayó hasta el 0,8 % en septiembre, desde el 1 % observado en agosto y el 1,3 % en julio (panel b del gráfico 20), en un entorno de perspectivas negativas para el mercado de la vivienda, de endurecimiento adicional de los criterios de aprobación del crédito bancario y de tipos de interés más elevados. La disminución estuvo determinada principalmente por los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y los préstamos a empresarios individuales (pequeñas empresas sin personalidad jurídica), mientras

que los préstamos para consumo tuvieron una resiliencia mayor, a pesar del endurecimiento de los criterios de concesión y de la menor confianza de los consumidores.

Gráfico 20

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

(tasas de variación interanual; desviación típica)



Fuente: BCE.

Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de 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 septiembre de 2023.

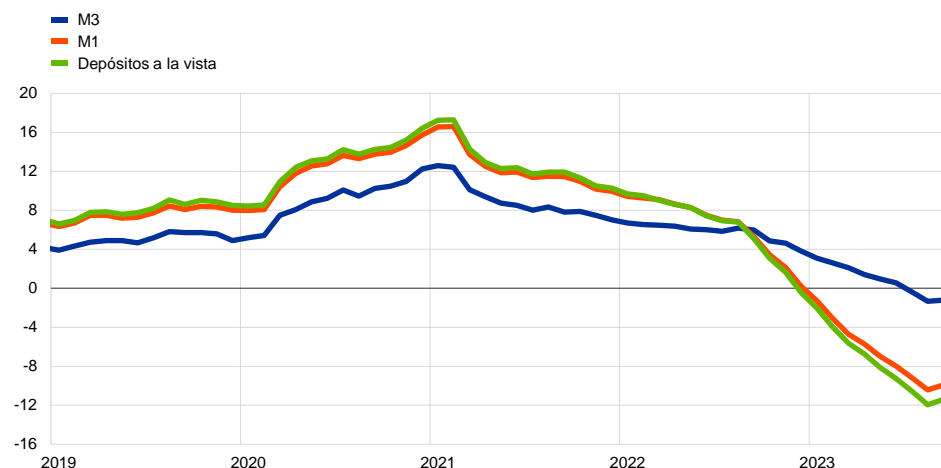
La redistribución de los fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo continuó en agosto y en septiembre, en un entorno de considerable volatilidad de los depósitos de las empresas.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista alcanzó nuevos mínimos históricos y se situó en el $-11,4\%$ en septiembre y en el -12% en agosto, frente al $-10,5\%$ observado en julio (gráfico 21). La subida de los tipos de interés se ha traducido en una ampliación del diferencial entre los tipos de los depósitos a plazo y los tipos de los depósitos a la vista, dado que, en línea con los ciclos de endurecimiento anteriores, los segundos se han ajustado más lentamente que los primeros a las variaciones de los tipos de interés oficiales. Esta situación ha elevado el coste de oportunidad de mantener activos líquidos y está impulsando el desplazamiento de fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo. En un primer momento, los hogares reaccionaron de forma más gradual que las empresas, pero, en los últimos meses, han desplazado volúmenes mayores a los depósitos a plazo y a otros activos con mayor remuneración, en detrimento de los depósitos a la vista y los depósitos con preaviso, en parte en respuesta a las iniciativas públicas. El ritmo más acelerado de endurecimiento de la política monetaria del BCE en comparación con ciclos de endurecimiento previos explica los extraordinarios volúmenes de fondos que se desplazan.

Gráfico 21

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2023.

El crecimiento monetario interanual registró una moderación adicional, debido a los elevados costes de oportunidad, a la falta de dinamismo del crédito y a la reducción del balance del Eurosistema.

El crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) de la zona del euro alcanzó un nuevo mínimo histórico del $-1,3\%$ en agosto y permaneció cerca de este nivel en septiembre, en el $-1,2\%$, tras situarse en el $-0,4\%$ en julio (gráfico 21). Los flujos mensuales mostraron cierta volatilidad, y las considerables salidas registradas en julio y en agosto se vieron prácticamente compensadas por una significativa entrada en septiembre, debida a los flujos procedentes del resto del mundo en un entorno de emisiones de deuda pública de la zona del euro excepcionalmente elevadas. El crecimiento del agregado monetario estrecho (M1) continuó registrando tasas muy negativas, del $-9,9\%$ en septiembre, frente al $-10,4\%$ de agosto y el $-9,2\%$ de julio. En conjunto, varios factores siguen lastrando la dinámica monetaria. En primer lugar, la contribución de los préstamos al sector privado ha sido casi nula en los últimos meses. En segundo, la disminución en curso de la cartera de activos del Eurosistema está absorbiendo liquidez del sistema financiero a medida que vence la deuda pública, lo que reduce el volumen de depósitos. En tercero, los reembolsos de las TLTRO y el mayor coste de oportunidad que supone para los depositantes mantener activos líquidos están llevando a las entidades a emitir bonos a plazos más largos que no se incluyen en M3.