

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Resumen

En su reunión del 17 de octubre de 2024, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos. En particular, la decisión de reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito —el tipo de interés mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basó en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. La información más reciente sobre la inflación mostró que el proceso de desinflación continúa conforme a lo previsto. Las perspectivas de inflación también se vieron afectadas por las recientes sorpresas a la baja en los indicadores de la actividad económica. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación siguieron siendo restrictivas.

Se espera que la inflación aumente en los próximos meses, y que posteriormente descienda hasta el objetivo durante el año que viene. La inflación interna sigue siendo alta, dado que los salarios continúan subiendo a un ritmo elevado. Asimismo, se prevé que las presiones de los costes laborales sigan moderándose de forma gradual, en un contexto en el que los beneficios amortiguan parcialmente su impacto sobre 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. Mantendrá los tipos de interés oficiales en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para lograr este objetivo. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, sus decisiones sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

## Actividad económica

La información disponible sugiere que la actividad económica ha sido ligeramente más débil de lo esperado. Aunque la producción industrial ha sido particularmente volátil durante los meses de verano, las encuestas indican que las manufacturas han seguido contrayéndose. En lo que respecta a los servicios, las encuestas muestran una mejora en agosto, posiblemente con el respaldo de una fuerte temporada turística de verano, pero los últimos datos apuntan a un crecimiento más

pausado. Las empresas están aumentando su inversión con lentitud, mientras que la inversión en vivienda sigue cayendo. Las exportaciones se han reducido, especialmente las de bienes.

Si bien las rentas aumentaron en el segundo trimestre, los hogares consumieron menos, contrariamente a lo esperado<sup>1</sup>. La tasa de ahorro se situó en el 15,7 % en el segundo trimestre, bastante por encima del nivel medio del 12,9 % anterior a la pandemia. Al mismo tiempo, la evidencia reciente procedente de encuestas apunta a una recuperación gradual del gasto de los hogares.

El mercado de trabajo mantiene su vigor. Si bien la tasa de desempleo se mantuvo en su mínimo histórico del 6,4 % en agosto, las encuestas indican un descenso del crecimiento del empleo y una mayor moderación de la demanda de mano de obra.

El Consejo de Gobierno espera que la economía se refuerce con el tiempo, dado que la mejora de las rentas reales permite a los hogares consumir más. La desaparición gradual de los efectos de la política monetaria restrictiva debería respaldar el consumo y la inversión. Las exportaciones deberían contribuir a la recuperación a medida que aumenta la demanda mundial.

Las políticas fiscales y estructurales deberían orientarse a mejorar la productividad, la competitividad y la capacidad de resistencia de la economía, lo que contribuiría a aumentar el crecimiento potencial y a reducir las presiones inflacionistas a medio plazo. A este fin, es esencial dar seguimiento sin retrasos, con políticas estructurales concretas y ambiciosas, a las propuestas de Mario Draghi para mejorar la competitividad europea y a las de Enrico Letta para reforzar el mercado único. Aplicar de forma plena, transparente y sin demora el marco de gobernanza económica revisado de la UE debería ayudar a los Gobiernos a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida. Los Gobiernos deberían ahora dar pasos decididos en esa dirección en sus planes fiscales y estructurales a medio plazo.

## Inflación

La inflación interanual siguió descendiendo en septiembre y se situó en el 1,7 %, su nivel más bajo desde abril de 2021. Los precios de la energía se redujeron de forma acusada, a una tasa anual del -6,1 %. La inflación de los precios de los alimentos se incrementó ligeramente, situándose en el 2,4 %. La inflación de los bienes se mantuvo contenida en el 0,4 %, mientras que la de los servicios bajó hasta el 3,9 %.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente registraron un descenso o se mantuvieron sin variación. La inflación interna es aún alta, dado que las presiones de los salarios en la zona del euro continúan siendo intensas. El crecimiento de los salarios negociados seguirá siendo elevado y volátil durante el

---

<sup>1</sup> La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 16 de octubre de 2024, excepto los datos del IAPC, para los que la fecha fue el 17 de octubre. Según la estimación actualizada de Eurostat de las cuentas nacionales de la zona del euro, que se publicó el 18 de octubre, el crecimiento del consumo privado se ha revisado al alza para el segundo trimestre de 2024 y ahora es positivo (0,1 %).

resto del año, habida cuenta del importante papel de los pagos extraordinarios y la naturaleza escalonada de los ajustes salariales.

Se espera que la inflación aumente en los próximos meses, debido en parte a que los acusados descensos anteriores de los precios de la energía desaparecerán de las tasas anuales. Posteriormente, la inflación debería disminuir hacia nuestro objetivo durante el próximo año. El proceso de desinflación debería verse respaldado por la relajación de las presiones de los costes laborales y por la transmisión gradual de los efectos del anterior endurecimiento de la política monetaria a los precios de consumo. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 %.

## Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico siguen apuntando a la baja. El descenso de la confianza podría impedir que el consumo y la inversión se recuperen con la rapidez esperada. Esto podría verse amplificado por fuentes de riesgos geopolíticos, como la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y el trágico conflicto en Oriente Próximo, que también podrían causar disrupciones en el suministro de energía y en el comercio mundial. El descenso de la demanda de exportaciones de la zona del euro, debido, por ejemplo, a un debilitamiento de la economía mundial o a una escalada de las tensiones comerciales entre las principales economías, representaría un lastre adicional para el crecimiento de la zona del euro. El crecimiento también podría ser menor si los efectos retardados del endurecimiento de la política monetaria son más intensos de lo esperado. El crecimiento podría ser mayor si la economía mundial crece más vigorosamente de lo anticipado, o si la relajación de las condiciones de financiación y el descenso de la inflación se traducen en una recuperación más rápida del consumo y de la inversión.

La inflación podría ser más elevada de lo previsto si los salarios o los beneficios aumentan más de lo esperado. Los riesgos al alza para la inflación también proceden de la escalada de las tensiones geopolíticas, que podrían impulsar una subida de los precios de la energía y de los costes de los fletes a corto plazo, y causar disrupciones en el comercio mundial. Asimismo, fenómenos meteorológicos extremos y, más en general, la propagación de la crisis climática, podrían incrementar los precios de los alimentos. En cambio, la inflación podría sorprender a la baja si los reducidos niveles de confianza y la preocupación por los acontecimientos geopolíticos impiden que el consumo y la inversión se recuperen con la rapidez esperada, si la política monetaria frena la demanda más de lo anticipado o si el entorno económico en el resto del mundo empeora de forma imprevista.

## Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado a más corto plazo han bajado desde la reunión del Consejo de Gobierno del 12 de septiembre, debido principalmente a unos datos

menos favorables sobre la economía de la zona del euro y al descenso adicional de la inflación. Aunque las condiciones de financiación siguen siendo restrictivas, los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas y de los nuevos préstamos hipotecarios experimentaron una ligera disminución en agosto, hasta el 5,0 % y el 3,7 %, respectivamente.

Los criterios aplicados en la concesión de créditos a empresas se mantuvieron sin cambios en el tercer trimestre, como muestra la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2024, tras más de dos años de endurecimiento progresivo. Además, la demanda de préstamos por parte de las empresas aumentó por primera vez en dos años. En conjunto, el crédito a las empresas continúa siendo débil, con un crecimiento interanual del 0,8 % en agosto.

Los criterios de aprobación de los préstamos hipotecarios se relajaron por tercer trimestre consecutivo, debido especialmente a una mayor competencia entre entidades. La reducción de los tipos de interés y la mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda dieron lugar a un fuerte aumento de la demanda de préstamos hipotecarios. Como consecuencia, los préstamos hipotecarios repuntaron ligeramente, con un crecimiento interanual del 0,6 %.

## Decisiones de política monetaria

Los tipos de interés aplicables a la facilidad de depósito, a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se redujeron hasta el 3,25 %, el 3,40 % y el 3,65 %, respectivamente, con efectos a partir del 23 de octubre de 2024.

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

El Eurosistema ha dejado de reinvertir íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) que van venciendo, lo que está reduciendo la cartera del programa en 7,5 mm de euros mensuales en promedio. El Consejo de Gobierno prevé poner fin a las reinversiones en el marco del PEPP al final de 2024.

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

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

## Conclusión

En su reunión del 17 de octubre de 2024, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos. En particular, la decisión de bajar el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito —el tipo de interés mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basó en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. Mantendrá los tipos de interés oficiales en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para lograr este objetivo. El Consejo de Gobierno continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, sus decisiones sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

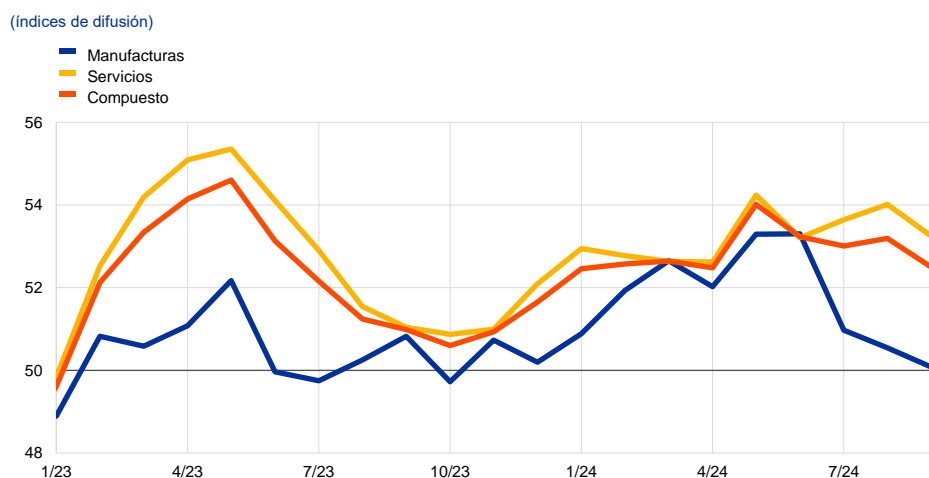
En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación vuelva a situarse en su objetivo a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

## Entorno exterior

*La actividad económica global se ha mantenido estable, aunque desigual en los distintos sectores. Los datos de las encuestas apuntan a diferencias en los niveles de actividad de los sectores de servicios y manufacturero. En este último la demanda fue menor como consecuencia del adelanto de los pedidos anteriormente en el año. La ralentización de la demanda de manufacturas también ha lastrado el comercio de bienes, que, a su vez, ha contribuido a que los costes del transporte marítimo siguieran normalizándose. La inflación continúa moderándose, aunque persisten las presiones sobre los precios de los servicios.*

**La actividad económica global se ha mantenido estable, aunque desigual en los distintos sectores.** El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto de actividad global (excluida la zona del euro) permaneció en terreno expansivo en septiembre de 2024 y se situó en 52,5, frente a un valor de 53,2 en agosto (gráfico 1). Sin embargo, las diferencias entre sectores aumentaron notablemente, ya que el componente de servicios siguió indicando una expansión en el tercer trimestre pese a registrar un ligero descenso, y el índice de manufacturas continuó debilitándose hasta situarse en 50,5 en el tercer trimestre, muy por debajo de su media del segundo trimestre de 52,9. El retroceso del PMI de producción manufacturera fue generalizado en todas las regiones, pero especialmente evidente en China y en Estados Unidos. Los datos de las encuestas son coherentes con los datos cuantitativos, que muestran que en julio la producción industrial global se contrajo un 0,2 %, en términos intermensuales, lo que refleja las caídas de la producción industrial observadas en las economías avanzadas y en los bienes duraderos a escala mundial. La debilidad del ciclo de la producción industrial global parece haberse debido a la reversión de la acumulación de existencias que se produjo en la primera mitad de 2024. En conjunto, los modelos de previsión a corto plazo (*nowcasting*) del BCE señalan un crecimiento estable de en torno al 0,9 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre.

**Gráfico 1**  
PMI de actividad global



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

**El cambio observado en la demanda de bienes manufacturados se reflejó en unos datos sobre el comercio más débiles.**

En la primera mitad del año, el crecimiento del comercio internacional se vio favorecido por una intensa demanda de bienes importados adelantada en un contexto de preocupación por las disrupciones en las rutas de transporte marítimo en el mar Rojo y por posibles retrasos de cara a las vacaciones del final del año. En la segunda mitad de 2024, la demanda de importaciones se reduciría de nuevo con la desaparición del efecto del adelanto anterior de los pedidos de importación, como también señalan los datos de las encuestas. El PMI global (excluida la zona del euro) de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero cayó en terreno contractivo en el tercer trimestre de 2024 hasta situarse en 49, el valor más bajo observado desde el cuarto trimestre de 2023. Con todo, la estabilidad observada en la actividad económica global en general debería ofrecer fuentes de crecimiento de los flujos comerciales en el tercer y el cuarto trimestre del año. Dada la ligera desaceleración del comercio de bienes manufacturados, los costes del transporte marítimo siguieron disminuyendo desde los picos registrados previamente. Los incrementos de estos costes en el segundo trimestre de 2024 reflejaron un aumento de la demanda coherente con el adelanto de las importaciones al comienzo del año, y ahora que esta dinámica se está revirtiendo y la demanda se ha ralentizado, los costes del transporte marítimo están empezando a normalizarse.

**En las economías de la OCDE, la inflación continúa moderándose, aunque persisten las presiones inflacionistas subyacentes.**

En agosto, la tasa de inflación general interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países pertenecientes a la OCDE (excluida Turquía) descendió hasta situarse en el 2,7 %, desde el 3 % registrado el mes anterior (gráfico 2). La inflación subyacente, excluidos los precios de la energía y los alimentos, en la OCDE permaneció inalterada en el 3,2 % en agosto. La caída de la inflación general se debió en gran parte a la reducción de la tasa de variación de los precios de la energía, mientras que los precios de los alimentos se mantuvieron prácticamente estables. Las presiones inflacionistas subyacentes se ven favorecidas en particular por la inflación de los servicios, que tiende a ir más a la zaga de la inflación general que otros indicadores como las categorías de energía, alimentos y bienes<sup>2</sup>. La inflación de los servicios, a su vez, está estrechamente relacionada con el crecimiento de los salarios. Dado que se espera que el aumento de los salarios se ralentice en 2025 en un contexto de enfriamiento de los mercados de trabajo, la inflación general continuaría normalizándose.

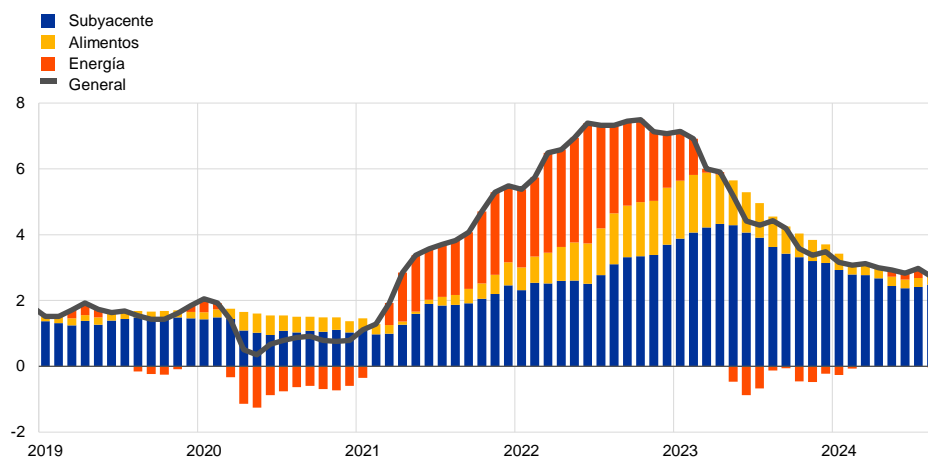
---

<sup>2</sup> Véanse también los comentarios recientes de Philip R. Lane, «[Underlying inflation: an update](#)», discurso pronunciado en la conferencia titulada «Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024» organizada por Federal Reserve Bank of Cleveland y el BCE, Cleveland, 24 de octubre de 2024.

## Gráfico 2

### Inflación medida por el IPC en la OCDE

(tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

**Los precios del Brent han registrado una subida del 3 % desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre a raíz de las recientes tensiones geopolíticas y del primer recorte de tipos de interés por parte de la Reserva Federal<sup>3</sup>.** Los principales determinantes del incremento de los precios del petróleo fueron la intensificación de las tensiones en Oriente Próximo después del ataque con misiles que lanzó Irán contra Israel el 1 de octubre de 2024 y la mejora del sentimiento acerca de las perspectivas de crecimiento tras la reducción de los tipos de la Reserva Federal. A estos factores se unió el actual respaldo al precio del crudo asociado a la decisión anterior de la OPEP+ de aplazar los incrementos de la producción de dicha materia prima. No obstante, la preocupación por una desaceleración económica en China ha mitigado, en parte, la presión al alza sobre los precios del petróleo. Los precios europeos del gas han subido un 6,9 % desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, como consecuencia de las dudas de los inversores con respecto a la fecha inminente de expiración del acuerdo de tránsito de gas entre Ucrania y Rusia al final del año, ya que el Gobierno ucraniano es reacio a renovarlo. La escalada de las tensiones en Oriente Próximo y las previsiones de unas temperaturas más frías que la media han disparado aún más los precios del gas. Es probable que la inquietud acerca de interrupciones del suministro continúe hasta la puesta en marcha de la nueva capacidad de GNL, que no está prevista antes de la segunda mitad de 2025. Los precios de los metales han aumentado un 7,9 %, influidos en parte por el recorte de tipos de interés de la Reserva Federal. Entretanto, los precios de los alimentos se han incrementado un 3,8 %, impulsados fundamentalmente por las sequías en Brasil.

**En Estados Unidos, la actividad económica se está moderando, pero todavía crece a un ritmo sólido.** En el segundo trimestre de 2024, el PIB real siguió creciendo vigorosamente a una tasa intertrimestral del 0,7 %. Las existencias y el

<sup>3</sup> La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 16 de octubre de 2024.



fuerte gasto en consumo continuaron estimulando la actividad pese a la moderación considerable observada desde la segunda mitad de 2023. El mercado de trabajo de Estados Unidos sigue enfriándose, pero se mantiene en niveles elevados en conjunto, y en los tres últimos meses se crearon, en promedio, 116.000 puestos de trabajo al mes en el sector no agrícola, frente a la media mensual de 202.000 de 2023. La tasa de paro se redujo y se situó en el 4,1 % en septiembre, frente al 4,2 % de agosto, pero en conjunto ha aumentado en 2024 desde el 3,7 % registrado al comienzo del año. Entretanto, la ratio vacantes-desempleo también ha disminuido ahora hasta situarse en niveles previos a la pandemia. El crecimiento de los salarios se moderó y registró una tasa interanual del 3,9 % en el segundo trimestre de 2024, si bien se mantuvo por encima del rango del 3 %-3,5 %, que la Reserva Federal considera acorde con su objetivo de inflación. La inflación general cayó hasta el 2,4 % en septiembre, mientras que la inflación subyacente registró un ligero incremento y se situó en el 3,3 %, frente al 3,2 % de agosto. El ritmo de avance de los precios de la vivienda es persistente, pero se espera que continúe normalizándose en los próximos meses. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) decidió recortar el tipo de interés de los fondos federales en 50 puntos básicos en su reunión de septiembre, citando los avances en la inflación y los riesgos equilibrados para sus objetivos de empleo y de inflación. En las proyecciones del FOMC de septiembre, la mediana de las previsiones del tipo de interés de los fondos federales se revisó a la baja en 75 puntos básicos para 2024-2025 y en 25 puntos básicos para 2026, con respecto a las proyecciones de junio.

**El ritmo de crecimiento de la economía china sigue siendo débil.** En los últimos meses, el deterioro de la confianza de los consumidores amplificó la desaceleración de las ventas minoristas, particularmente en el sector automovilístico. La inversión en infraestructuras se ralentizó notablemente como consecuencia de las mayores restricciones financieras a nivel de administraciones locales. Al mismo tiempo, el mercado inmobiliario sigue siendo un lastre significativo para la actividad general. Si bien se aprecian señales incipientes de estabilización en las ventas de nuevos inmuebles residenciales, en las viviendas iniciadas y en los fondos de promoción inmobiliaria, los precios de las viviendas tanto nuevas como de segunda mano continúan disminuyendo, y el *stock* de viviendas sin vender sigue siendo elevado. El Banco Popular de China respondió en septiembre introduciendo el paquete de estímulo más importante desde la pandemia, que incluye una reducción de 20 puntos básicos del principal tipo de interés oficial (tipo *repo* a siete días) hasta el 1,5 %, un recorte de 50 puntos básicos en sus exigencias de reservas, un programa ampliado de refinanciación y una rebaja de 50 puntos básicos de los tipos aplicados a las hipotecas vivas. No obstante, el impacto de este paquete es incierto, dado que es posible que no aborde totalmente las cuestiones subyacentes como las débiles expectativas de renta y la preocupación por la finalización de viviendas. En octubre, el Ministerio de Finanzas anunció planes de estímulo fiscal adicional dirigidos a apoyar el consumo de los hogares y estabilizar el mercado inmobiliario, aunque los detalles siguen sin estar claros en estos momentos. En conjunto, las autoridades señalan serias preocupaciones acerca de la desaceleración de la economía y la mayor probabilidad de que se incumpla el objetivo de alcanzar una tasa de crecimiento del 5 % en 2024.

**La actividad en el Reino Unido se ralentizó, mientras que la inflación subyacente aumentó debido a efectos de base.**

En julio, la economía británica registró un crecimiento del PIB de cero por segundo mes consecutivo y, si no se ajusta, la tasa de crecimiento intertrimestral del tercer trimestre de 2024 será solo del 0,1 %. En consecuencia, el Banco de Inglaterra revisó a la baja, hasta el 0,3 %, sus previsiones de crecimiento para el tercer trimestre. Pese a los datos débiles del mes de julio, indicadores como el PMI compuesto y la confianza empresarial permanecen en niveles positivos, respaldados por las fuertes ventas al por menor y la subida de los salarios reales. Sin embargo, la confianza de los consumidores se redujo en septiembre. El Gobierno presentaría su plan presupuestario en octubre, que en general se espera que intensifiquen los efectos adversos para las finanzas públicas. El crecimiento en la segunda mitad de 2024 sería modesto dado el tono restrictivo de las políticas fiscal y monetaria. La inflación general se mantuvo en el 2,2 % en agosto, mientras que la inflación subyacente se incrementó hasta el 3,6 % impulsada por la tasa de variación de los precios de los servicios. El Banco de Inglaterra mantuvo en el 5 % su tipo de interés oficial en su reunión de septiembre y optó por no variar el ritmo de endurecimiento cuantitativo, por lo que continuará reduciendo sus tenencias de deuda en 100 mm de libras esterlinas durante el próximo año, sobre todo mediante la amortización de activos a su vencimiento.

*El PIB real de la zona del euro creció a un ritmo discreto en el primer semestre de 2024, tras estancarse, en general, durante 2023. Sin embargo, es probable que la actividad fuera algo más débil de lo esperado en el tercer trimestre del año. Por sectores, los últimos datos apuntan a la persistente atonía de la actividad manufacturera, reflejo de la reducida demanda de bienes, las pérdidas de competitividad y los crecientes costes regulatorios. La actividad de los servicios continúa aumentando, con el respaldo de una fuerte temporada turística de verano, pero los últimos datos apuntan a un crecimiento más lento. Entre los componentes de la demanda, la inversión empresarial sigue siendo contenida en un contexto de incertidumbre elevada y persistencia de los efectos del anterior endurecimiento de la política monetaria. La inversión residencial continúa disminuyendo. Si bien las rentas aumentaron en el segundo trimestre, los hogares consumieron menos, contrariamente a lo esperado. Con todo, la evidencia reciente de las encuestas apunta a una recuperación gradual del gasto de los hogares<sup>4</sup>. De cara al futuro, se espera que la economía se fortalezca con el tiempo conforme la mejora de las rentas reales permita que los hogares incrementen su consumo. La desaparición gradual de los efectos de la política monetaria restrictiva debería impulsar el consumo y la inversión, y las exportaciones deberían contribuir a la recuperación a medida que aumenta la demanda mundial.*

**La economía de la zona del euro creció a un ritmo discreto en el primer semestre de 2024, tras estancarse, en general, en trimestres anteriores (gráfico 3).** El PIB real registró un avance del 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del año y se moderó hasta el 0,2 % en el segundo trimestre como consecuencia de la ralentización de la demanda interna privada. Los servicios siguieron impulsando esta modesta expansión, mientras que la actividad de las manufacturas continuó siendo débil. Además, la dinámica de crecimiento en el segundo trimestre fue desigual entre las economías principales de la zona del euro: el PIB aumentó un 1 % en Países Bajos, un 0,8 % en España y un 0,2 % en Francia e Italia, al tiempo que se contrajo un 0,1 % en Alemania.

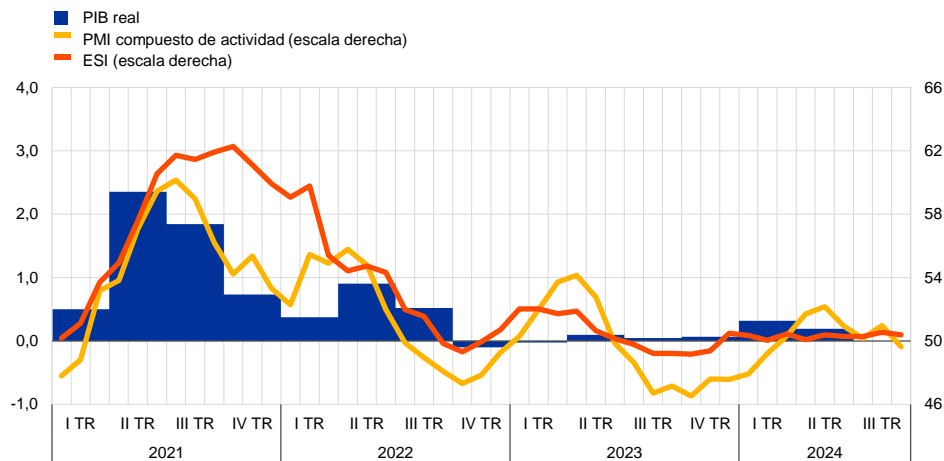
**Los datos disponibles sugieren que la economía volvió a debilitarse hacia el final del tercer trimestre de 2024.** El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad cayó en septiembre y, en consecuencia, el indicador promedio para el tercer trimestre descendió hasta el umbral de 50 puntos, lo que sugiere que, en general, la economía de la zona del euro se está estancando.

<sup>4</sup> La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 16 de octubre de 2024, excepto los datos del IAPC, para los que la fecha fue el 17 de octubre. Según la estimación actualizada de Eurostat de las cuentas nacionales de la zona del euro, que se publicó el 18 de octubre, el crecimiento del consumo privado se ha revisado al alza para el segundo trimestre de 2024 y ahora es positivo (0,1 %).

### Gráfico 3

#### 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 y S&P Global.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea se normaliza y reescala para presentar la misma media y desviación típica que el PMI compuesto de actividad. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024 para el PIB real y a septiembre de 2024 para el PMI compuesto de actividad y el ESI.

#### El débil crecimiento de la economía refleja la continuación de la tendencia a la baja de la actividad manufacturera, con el PMI de producción de las manufacturas en terreno contractivo desde abril de 2023 (panel a del gráfico 4).

La producción industrial (excluida la construcción) fue particularmente volátil durante los meses de verano. Durante julio y agosto aumentó un 0,3 %, en promedio, con respecto al segundo trimestre de 2024, pero se mantiene en niveles reducidos. Los PMI de nuevos pedidos y de actividad futura de las manufacturas siguieron descendiendo en septiembre, lo que señala el persistente deterioro de las condiciones operativas del sector. Ese mes, el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea también mostró una pronunciada caída de la confianza de las empresas del sector industrial. Aunque las restricciones de oferta han disminuido, la debilidad de la demanda ha pasado a ser el principal obstáculo para los fabricantes europeos. Esta dinámica se ha visto confirmada por los contactos mantenidos por el BCE con empresas en septiembre, que también subrayaron su creciente preocupación por la transición verde, la competitividad y la incertidumbre política mundial (véase [recuadro 4](#)). Según los contactos, estos factores estaban frenando la inversión y la confianza.

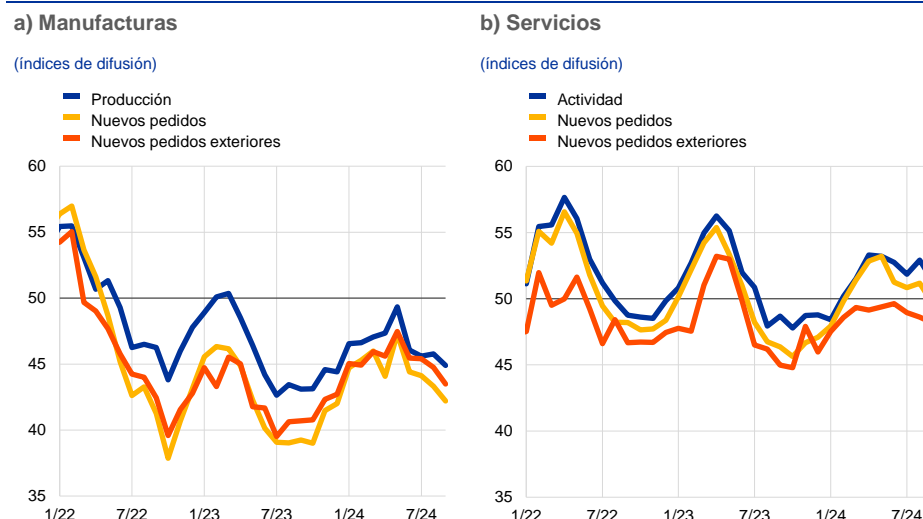
#### La actividad de los servicios ha seguido creciendo, si bien a un ritmo más

**lento.** Tras el impulso transitorio de las Olimpiadas de París 2024 en agosto, el descenso del PMI de actividad de los servicios se reanudó en septiembre (panel b del gráfico 4), lo que sugiere una expansión modesta, en promedio, durante el tercer trimestre (52,1). Esta evolución es acorde con la dinámica aún vigorosa de los servicios intensivos en contacto —como señalaron los contactos de las empresas—, lo que refleja la sólida demanda de consumo de servicios turísticos, mientras que otras ramas se han visto más afectadas por la elevada incertidumbre. En septiembre, el ESI relativo a los servicios resistió, y aunque el PMI de expectativas

empresariales sobre la actividad de este sector en los próximos doce meses ha seguido una tendencia a la baja desde mayo, permaneció muy por encima de 50.

#### Gráfico 4

##### PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2024.

**La tasa de paro permanece en niveles reducidos, pero se observan señales de desaceleración del mercado de trabajo.** La tasa de paro se situó en el 6,4 % en agosto, sin cambios con respecto a julio y en su nivel más bajo desde la introducción del euro (gráfico 5). Con todo, continúan apareciendo señales de enfriamiento del mercado de trabajo. El aumento de la población activa, que en el período posterior a la pandemia fue el principal factor determinante del crecimiento del empleo, siguió moderándose, ya que la población activa implícita se mantuvo constante entre julio y agosto<sup>5</sup>. Al mismo tiempo, la demanda de trabajo está disminuyendo. La tasa de ofertas de empleo publicadas en el sitio web de empleo Indeed, que mide el porcentaje de vacantes sin cubrir en la zona del euro, siguió cayendo en agosto y alcanzó su nivel más bajo desde septiembre de 2021<sup>6</sup>.

**Los indicadores coyunturales sugieren que el mercado de trabajo seguirá enfriándose en el tercer trimestre.** El PMI mensual compuesto de empleo descendió hasta situarse en 49,7 en septiembre, desde un valor de 49,9 en agosto, y se mantuvo en torno al valor neutral de 50 puntos en el tercer trimestre de 2024 (gráfico 5). El deterioro de la percepción de crecimiento del empleo ha estado determinado por el sector manufacturero, que se adentró más en terreno contractivo en septiembre. El PMI de empleo en el sector servicios aún permanecía en terreno expansivo, en 51, pero sigue situándose muy por debajo de los niveles registrados en meses anteriores del año. La evidencia de unas débiles perspectivas de empleo proporcionada por los PMI es acorde con los resultados de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras (véase recuadro 4). En general, la mayor

<sup>5</sup> La población activa implícita se infiere de la tasa de paro mensual y del número de desempleados

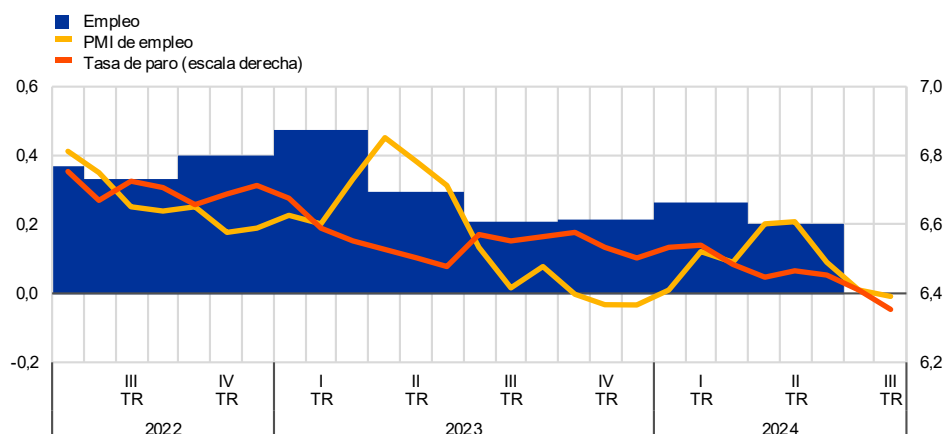
<sup>6</sup> La tasa de ofertas de empleo se define como el número de ofertas de empleo dividido por la suma de esta cifra y del número de ocupados.

atonía de la dinámica del empleo debería favorecer una recuperación gradual de la productividad del trabajo en adelante.

### Gráfico 5

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

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



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

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

**El consumo privado real se mantuvo débil en el segundo trimestre de 2024, pero las encuestas apuntan a un fortalecimiento de la dinámica de gasto de los hogares a corto plazo.** Si bien las rentas aumentaron en el segundo trimestre, los hogares consumieron menos, contrariamente a lo esperado. Su ratio de ahorro aumentó hasta situarse en el 15,7 %, en un contexto de confianza aún baja de los consumidores, incertidumbre elevada, condiciones de financiación restrictivas y endeudamiento reducido. La debilidad del consumo en el segundo trimestre fue consecuencia de una caída del consumo de bienes no duraderos (panel a del gráfico 6), sobre todo de productos alimenticios y energéticos, que fueron los más afectados por la escalada inflacionista de 2022-2023. La nueva moderación de la tasa de variación de los precios de los alimentos y la energía en el tercer trimestre de 2024, unida al ajuste gradual del gasto de los hogares a su creciente poder adquisitivo, sugiere que es probable que el consumo de bienes mejorase en los meses de verano. Esto se desprende también del ligero avance del comercio minorista en agosto. Aunque las expectativas en todos los sectores continuaron siendo moderadas en septiembre, las encuestas sugieren que el crecimiento del gasto de los hogares se está fortaleciendo. Pese a que el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea siguió en niveles reducidos —principalmente como consecuencia de las débiles perspectivas económicas—, prosiguió su tendencia al alza en septiembre (panel b del gráfico 6). Las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios intensivos en contacto en los tres meses siguientes descendieron, pero permanecieron en cotas elevadas desde una perspectiva histórica. Asimismo, las expectativas relativas al comercio minorista en los tres meses siguientes continuaron mejorando y se aproximaron a su media anterior a la pandemia. Por último, las expectativas de los consumidores

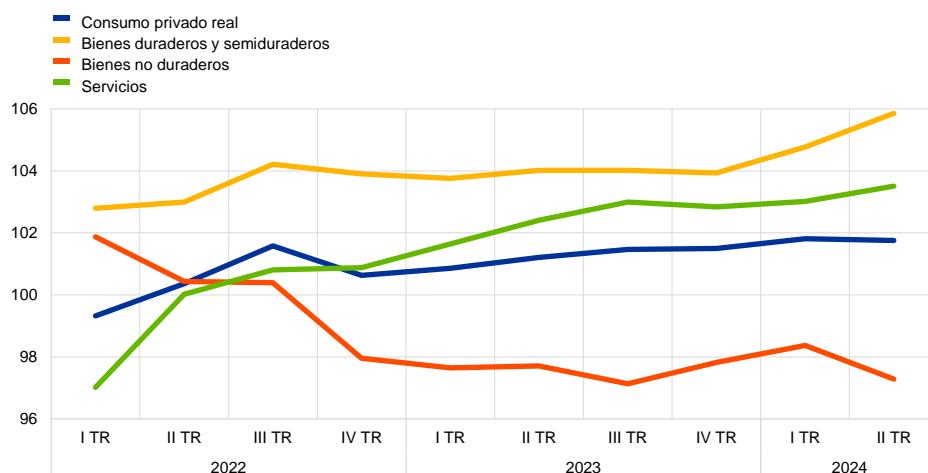
sobre el gasto en grandes compras en los doce meses siguientes se moderaron en septiembre, pero siguieron siendo acordes con su media previa a la pandemia.

## Gráfico 6

### Consumo privado real, confianza de los consumidores y expectativas

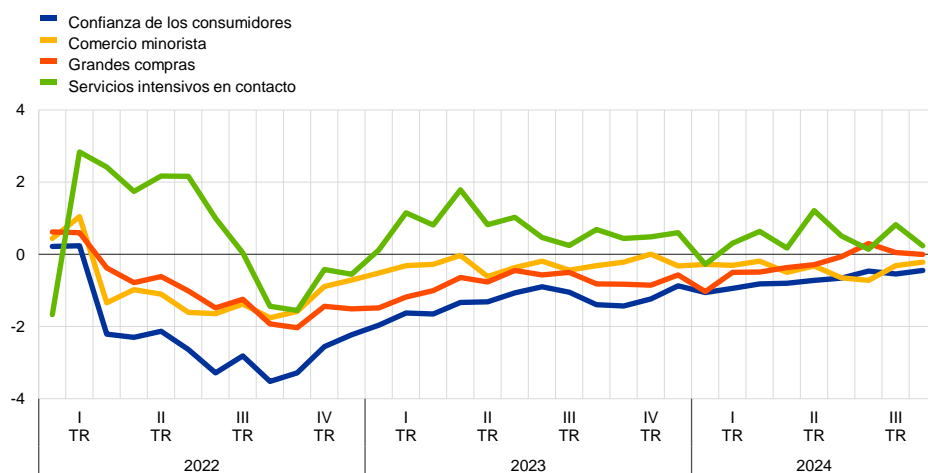
#### a) Consumo privado real y sus componentes

(índices: IV TR 2019 = 100)



#### b) Confianza de los consumidores y expectativas

(saldos netos normalizados)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, el consumo privado real se refiere al concepto nacional y los componentes aluden al concepto de consumo interno. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2024. En el panel b, las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios intensivos en contacto y las expectativas sobre el comercio minorista se refieren a los tres meses siguientes, mientras que las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras se refieren a los doce meses siguientes. La primera serie se normaliza para el período enero 2005-2019 por motivos de disponibilidad de datos, mientras que las otras tres series representadas en el gráfico se normalizan para el período 1999-2019. «Servicios intensivos en contacto» incluye servicios de alojamiento, turismo y viajes, y restauración. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2024.

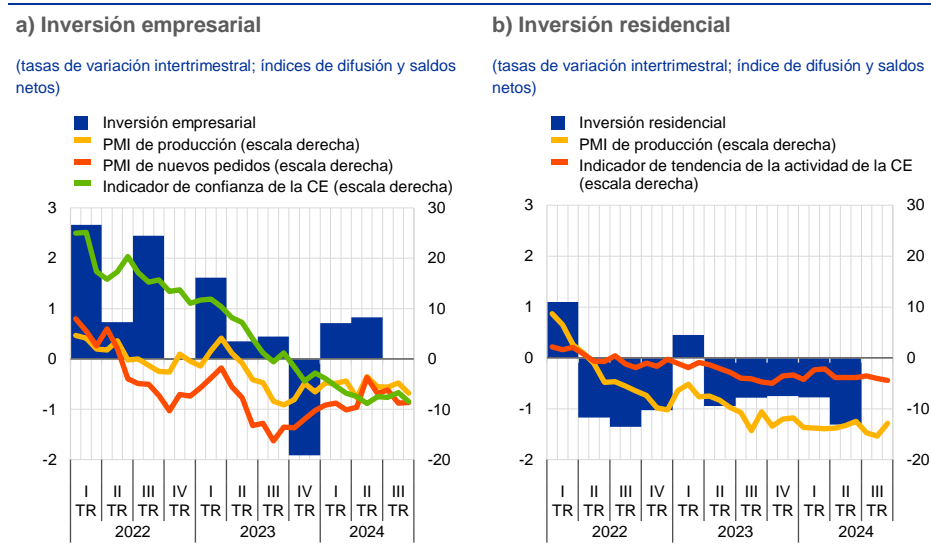
### El avance de la inversión empresarial fue moderado en el segundo trimestre de 2024 y se espera que se ralentice a corto plazo.

Tras aumentar un 0,7 % en tasa intertrimestral en el segundo trimestre de 2024, es probable que el crecimiento de la inversión empresarial (excluidos los activos intangibles de Irlanda, que muestran un comportamiento volátil) haya sido contenido en el tercer trimestre de 2024, según los indicadores coyunturales del sector de bienes de equipo (panel a del gráfico 7). El PMI de producción y el indicador de confianza de la Comisión

Europea relativo al sector hasta septiembre se han estabilizado, en general, en los últimos meses, y el PMI de nuevos pedidos ha descendido. La evolución de la inversión ha sido dispar en las distintas categorías de inversión desde el inicio del ciclo de endurecimiento de la política monetaria a finales de 2021. En conjunto, la inversión acumulada en maquinaria y bienes de equipo se redujo en ese período, mientras que la destinada a activos intangibles ha seguido creciendo. Los resultados de los contactos mantenidos por el BCE con sociedades no financieras en septiembre apuntan a un aumento de la incertidumbre en torno a la transición verde y a la preocupación por la competitividad que está provocando un estancamiento de la nueva inversión en maquinaria y bienes de equipo. Los contactos de las empresas también señalaron una demanda externa e interna más débil que hace tres meses, en un contexto de elevada incertidumbre (geo)política y regulatoria, además de altos costes energéticos y salariales, que están afectando a la inversión (véase [recuadro 4](#)). No obstante, las empresas informaron también de cierto apoyo a la demanda en general procedente de la previsión de una inflación y unos tipos de interés más bajos, lo que, en última instancia, debería sostener la inversión. En conjunto, el crecimiento escasamente dinámico de la demanda, junto con la absorción incompleta de los fondos *Next Generation EU* y la lenta ejecución de los planes de inversión verde y digital, podrían retrasar la esperada aceleración gradual de la inversión empresarial.

## Gráfico 7

### Dinámica de la inversión privada real y datos procedentes de encuestas



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

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

**La inversión en vivienda disminuyó en el segundo trimestre de 2024 y, muy probablemente, también en el tercero (panel b del gráfico 7).** La inversión residencial se redujo un 1,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, ya que la reversión de los favorables efectos puntuales de unas condiciones



meteorológicas suaves en Alemania y de los importantes incentivos fiscales aplicados en Italia acentuaron la dinámica negativa de la demanda de vivienda. Además, los visados de obra nueva residencial se mantuvieron en niveles históricamente bajos en el segundo trimestre, lo que sugiere que las presiones generadas por los proyectos pendientes fueron limitadas. Los indicadores de actividad basados en encuestas, como el PMI de producción de la construcción residencial y el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios y especializada en los tres últimos meses, permanecieron en niveles reducidos hasta septiembre. En general, estos desarrollos señalan que es probable que la inversión en vivienda haya descendido en el tercer trimestre. De cara al futuro, las encuestas recientes del BCE apuntan a una moderación de su ritmo de caída en los próximos trimestres. En la encuesta sobre las expectativas de los consumidores de agosto, las expectativas de los hogares en relación con el mercado de la vivienda mejoraron notablemente, como muestra el mayor atractivo de la vivienda como buena inversión. En septiembre, los contactos del BCE en el sector de la construcción indicaron que la actividad continuaba falta de dinamismo, pero que esperaban una recuperación en 2025. Según la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre, la dinámica de los criterios de concesión del crédito y la demanda de préstamos para adquisición de vivienda seguirá mejorando (véase sección 5, «Condiciones de financiación y evolución del crédito»).

**Las exportaciones de la zona del euro se contrajeron en julio de 2024, pese al crecimiento de las importaciones mundiales.**

Los pedidos exteriores del sector manufacturero siguieron cayendo de forma acusada en septiembre, al tiempo que los servicios también se situaron en terreno contractivo. La ralentización del avance de las exportaciones refleja la continuación de una tendencia más generalizada de caída de las cuotas de mercado de la zona del euro, en un contexto de problemas de competitividad persistentes para los fabricantes de la zona y de creciente competencia de China. Entretanto, las importaciones se redujeron un 1,1 % en julio en tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores, en un entorno de atonía del consumo interno.

**En general, se espera que la actividad de la zona del euro se fortalezca con el tiempo.**

Las perspectivas económicas siguen rodeadas de incertidumbre, y la geopolítica y las tensiones comerciales representan riesgos a la baja. Con todo, los factores que respaldan la recuperación a medio plazo aún se mantienen: las rentas reales están aumentando, el mercado de trabajo —aunque se está ralentizando— mantiene su capacidad de resistencia, y se espera que el impacto del anterior endurecimiento de la política monetaria disminuya, lo que impulsará el consumo y la inversión en el futuro. Las exportaciones también deberían contribuir a la recuperación a medida que aumente la demanda mundial.

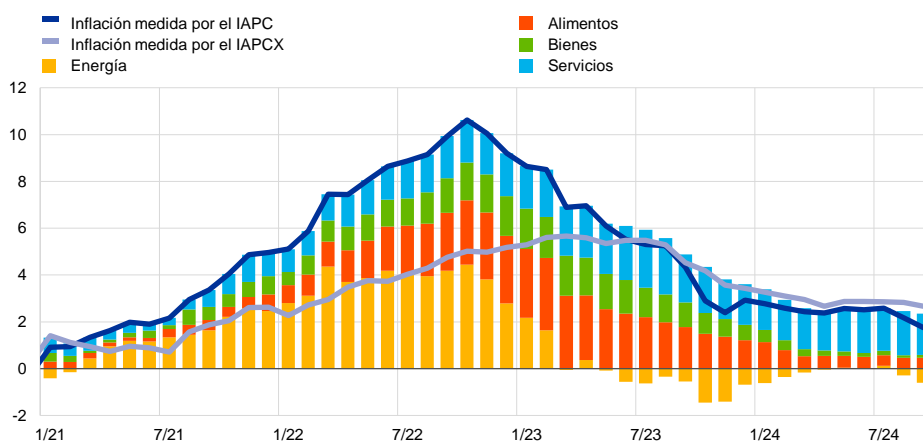
### 3 Precios y costes

La inflación general de la zona del euro cayó hasta el 1,7 % en septiembre de 2024, el nivel más bajo observado desde abril de 2021. La mayor parte de la caída con respecto al 2,2 % registrado en agosto se debió al descenso de los precios de la energía, aunque la inflación, excluidos la energía y los alimentos, también se redujo en cierta medida hasta situarse en el 2,7 % en septiembre. Los indicadores de la inflación subyacente han retrocedido recientemente o se han mantenido relativamente estables. El indicador de la inflación interna sigue siendo alto, dado que los salarios continúan subiendo a un ritmo elevado. No obstante, las presiones de los costes laborales se han atenuado en general y se espera que continúen disminuyendo de forma gradual, en un contexto en el que los beneficios amortiguan en parte su impacto sobre la inflación. Los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron casi sin variación en torno al 2 %, al tiempo que los relativos a las expectativas de inflación a más corto plazo se han reducido.

**La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), disminuyó hasta el 1,7 % en septiembre, desde el 2,2 % registrado en agosto (gráfico 8).** Este descenso se debió principalmente a la caída de la tasa de variación de los precios de la energía y, en menor medida, a la moderación del IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX). Aunque todavía se espera que la inflación general vuelva a aumentar algo hasta finales del año debido a efectos de base alcistas relacionados con la energía, los últimos precios al contado y de los futuros de las materias primas energéticas implican unas perspectivas a corto plazo para la inflación general inferiores a las esperadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2024.

**Gráfico 8**  
Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2024.

**La tasa de variación de los precios de la energía se redujo sustancialmente y pasó del -3 % en agosto al -6,1 % en septiembre.** El descenso obedeció sobre

todo a la disminución de las tasas de variación de los precios de los combustibles y de la electricidad, mientras que la de los precios del gas aumentó, en términos interanuales. El retroceso de la tasa de inflación del componente energético refleja un efecto de base a la baja debido a la subida significativa de los precios de la energía en septiembre de 2023, así como a la reciente caída de los precios del crudo y la acusada reducción de los márgenes de refino de la gasolina.

**La inflación de los alimentos aumentó ligeramente y se situó en el 2,4 % en septiembre, en comparación con el 2,3 % registrado en agosto.** El aumento fue consecuencia de la mayor tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados (1,6 % en septiembre, frente al 1,1 % de agosto), mientras que la de los precios de los alimentos elaborados se redujo algo, hasta el 2,6 % en septiembre, desde el 2,7 % observado en agosto. El incremento de la tasa de inflación interanual de los alimentos no elaborados estuvo relacionado con una subida intermensual mayor de lo habitual de los precios de los alimentos no elaborados, en particular de las frutas, que puede atribuirse, en parte, a los efectos de algunos fenómenos meteorológicos adversos.

**La inflación medida por el IAPCX se redujo ligeramente y se situó en el 2,7 % en septiembre, frente al 2,8 % de agosto.** Esta disminución refleja una tasa de variación de los precios de los servicios algo menor, que fue del 3,9 % en septiembre, frente al 4,1 % de agosto. La inflación de los servicios ha fluctuado en torno al 4 % desde noviembre de 2023, pero la evolución intermensual más reciente apunta a una moderación de la dinámica. La reducción del ritmo de avance de este componente tuvo su origen, principalmente, en el descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios de transporte, los servicios de comunicaciones y la restauración. La tasa de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo sin cambios en el 0,4 % en septiembre, lo que representa una caída con respecto al 0,7 % observado en julio. La evolución de los precios de estos bienes en septiembre refleja una tasa de inflación interanual prácticamente sin variación para todos los componentes principales, siendo los bienes duraderos los que registraron la tasa más baja.

**Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido relativamente estables o han retrocedido algo (gráfico 9).** El rango de estos indicadores continuó reduciéndose hacia su media histórica, y la mayoría de ellos oscila entre el 1,9 % y el 2,8 %<sup>7</sup>. La mayor parte de los indicadores basados en la exclusión de componentes, como el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, el IAPCXX (que se refiere a la inflación medida por el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir y calzado) y la media recortada al 10 %, disminuyeron 0,1 puntos porcentuales en septiembre. Al mismo tiempo, la media recortada al 30 % permaneció sin variación, y la mediana

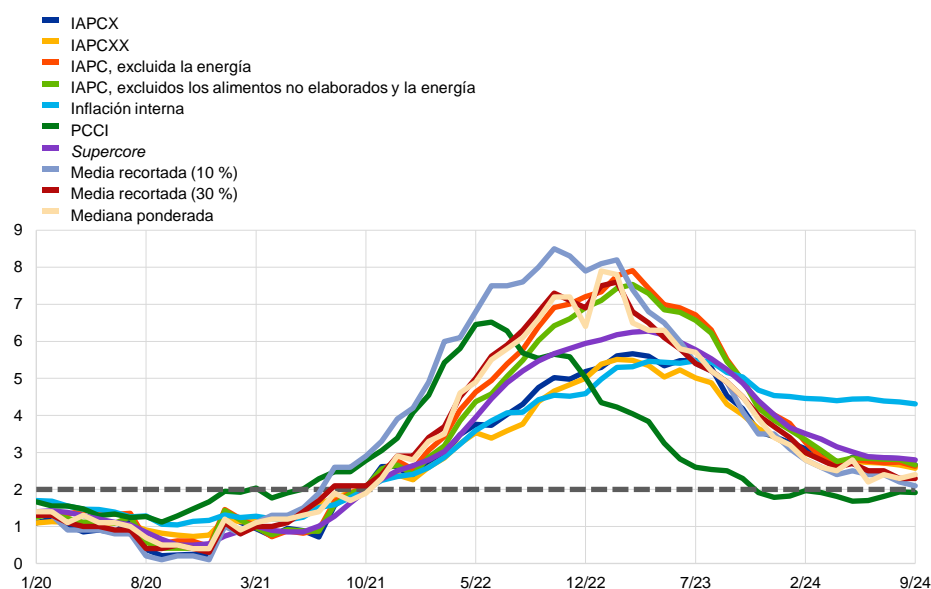
<sup>7</sup> Para más Información, véase P. R. Lane, «[Underlying inflation: an update](#)», discurso pronunciado en la conferencia conjunta del Banco Central Europeo y del Center for Inflation Research del Federal Reserve Bank of Cleveland titulada «Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024», 24 de octubre de 2024.

ponderada aumentó ligeramente, hasta el 2,4 % desde el 2,3 % de agosto<sup>8</sup>. El indicador de la inflación interna, que incluye principalmente partidas de servicios, descendió hasta el 4,3 % en septiembre, su nivel más bajo desde agosto de 2022. Sin embargo, se mantuvo elevado como consecuencia del efecto retardado de la corrección de los precios de algunos servicios y del impacto del crecimiento todavía vigoroso de los salarios. Tanto el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente», que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico) como el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) permanecieron inalterados en septiembre en el 2,8 % y el 1,9 %, respectivamente.

### Gráfico 9

#### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2024.

### La mayoría de los indicadores de las presiones latentes sobre la inflación de los bienes se mantuvo en niveles reducidos en agosto (gráfico 10).

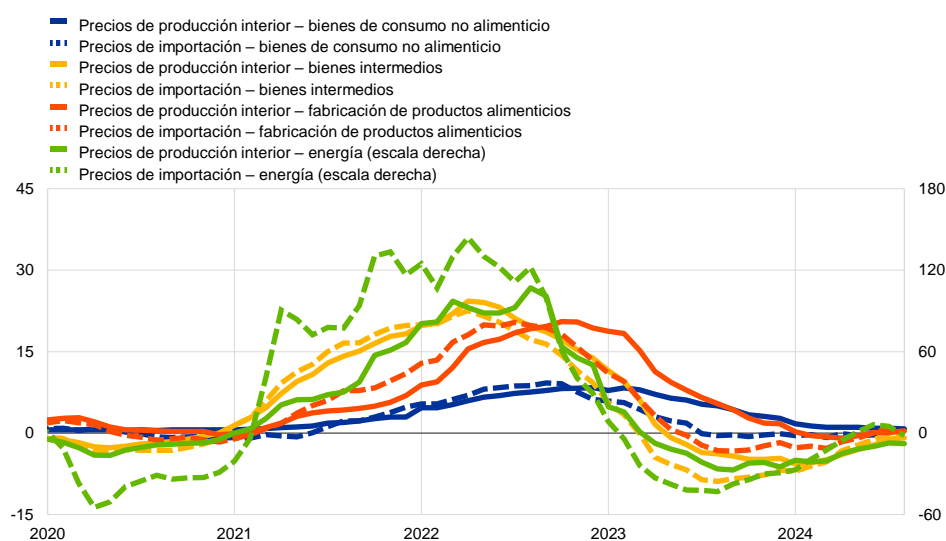
En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores todavía era negativa, pero menos que en el mes anterior (–0,8 % en agosto, frente al –1,1 % de julio). En las fases posteriores de dicho proceso, las tasas de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio descendieron ligeramente hasta situarse en el 0,8 % en agosto, frente al 0,9 % de julio. El ritmo de avance interanual de los precios de producción de los productos alimenticios aumentó hasta el 0,4 %, desde el 0,1 % registrado en el

<sup>8</sup> La media recortada al 10 % (30 %) elimina el 5 % (15 %) de las tasas de variación interanual de cada cola de la distribución de 93 variaciones de precios del IAPC cada mes y agrega las tasas de variación interanual utilizando ponderaciones reescaladas. La mediana (ponderada) es una forma extrema de la media recortada, ya que recorta todo menos el punto medio (basado en ponderaciones) de la distribución de las variaciones de precios. Véase también M. Silver, «Core inflation: Measurement and statistical issues in choosing among alternative measures», *IMF Staff Papers*, vol. 54, n.º 1, Fondo Monetario Internacional, 2007.

mismo período, lo que confirmó los indicios previos de que la relajación gradual de las presiones latentes ha ido desapareciendo en este segmento. Las tasas de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo y los bienes de consumo no alimenticio se han incrementado, pero continúan siendo moderadas en su conjunto. El ritmo de avance interanual de los precios de importación de la energía se redujo sustancialmente, hasta el  $-1,8\%$  en agosto, desde el  $5\%$  de julio, lo que sugiere un nuevo debilitamiento de las presiones latentes en las primeras fases de las cadenas de producción y de precios.

**Gráfico 10**  
Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

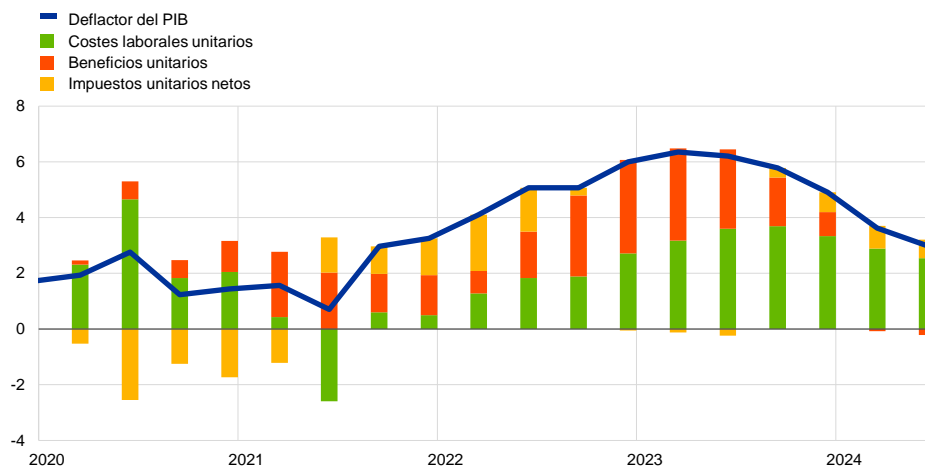
Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2024 para los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio y los precios de importación de la fabricación de productos alimenticios, y a agosto de 2024 para el resto.

**Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, siguieron disminuyendo y se situaron en el  $3\%$  en el segundo trimestre de 2024, en comparación con el  $3,6\%$  del trimestre anterior (gráfico 11).** Esto implica una desinflación sustancial con respecto al máximo del  $6,4\%$  alcanzado en el primer trimestre de 2023, aunque la tasa seguía duplicando prácticamente su media de largo plazo anterior a la pandemia ( $1,6\%$ ). El retroceso observado en el segundo trimestre de 2024 reflejó, sobre todo, un descenso del crecimiento de los costes laborales unitarios, pero también una ligera disminución del avance de los beneficios unitarios. La caída del crecimiento de los costes laborales se debió, en gran medida, al menor dinamismo de los salarios. Aunque los datos sobre salarios negociados apuntan a cierta volatilidad en la evolución de los salarios en el segundo semestre del año, la recuperación esperada del crecimiento de la productividad, impulsada por factores cíclicos, unida a una menor deriva salarial, debería favorecer una moderación adicional del avance de los costes laborales.

## Gráfico 11

### Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo y los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo apenas variaron y la mayoría se situó en torno al 2 % (gráfico 12).** En la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2024, la media de las expectativas de inflación a más largo plazo se mantuvo sin variación en el 2 %, al igual que la mediana de las expectativas de la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de octubre de 2024. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo (basados en el IAPC, excluido el tabaco) repuntaron levemente en el período analizado, y el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se situó alrededor del 2,2 %. Sin embargo, los participantes en los mercados esperan que la inflación corregida por las primas de riesgo de inflación, estimadas mediante el uso de modelos, se sitúe en torno al 2 %.

**Los indicadores de mercado de la inflación de la zona del euro a corto plazo, medida por los *inflation fixings*, han retrocedido.** Estos indicadores sugieren que los inversores esperan que la inflación aumente por encima del 2 % durante el resto del año, antes de establecerse por debajo del 2 % en 2025. Más allá del muy corto plazo, el tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año permaneció sin variación en torno al 1,8 % durante el período analizado. Por el lado del consumo, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de septiembre de 2024 se señaló que la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores se había reducido considerablemente en septiembre, hasta el 3,4 %, desde el 3,9 % registrado en agosto. Al mismo tiempo, la tasa de inflación mediana esperada en los doce meses siguientes y la correspondiente a tres años vista continuaban en una senda descendente. La primera cayó hasta el 2,4 % en septiembre, desde el 2,7 % observado en agosto, y la segunda se redujo hasta el 2,1 %, desde el 2,3 %, respectivamente. El porcentaje

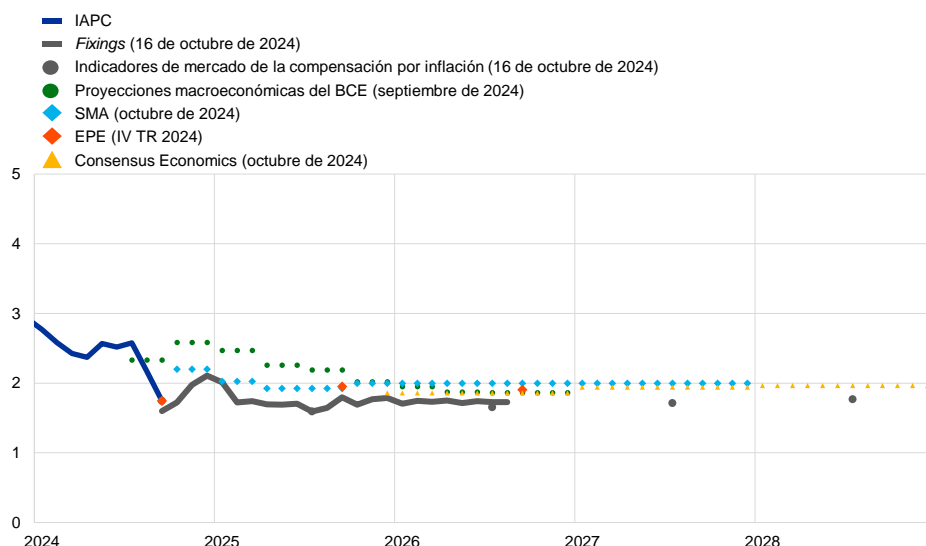
de consumidores que indicaron una tasa de inflación percibida y esperada cercana al 2 % siguió aumentando en septiembre.

## Gráfico 12

### Inflación general, proyecciones y expectativas de inflación

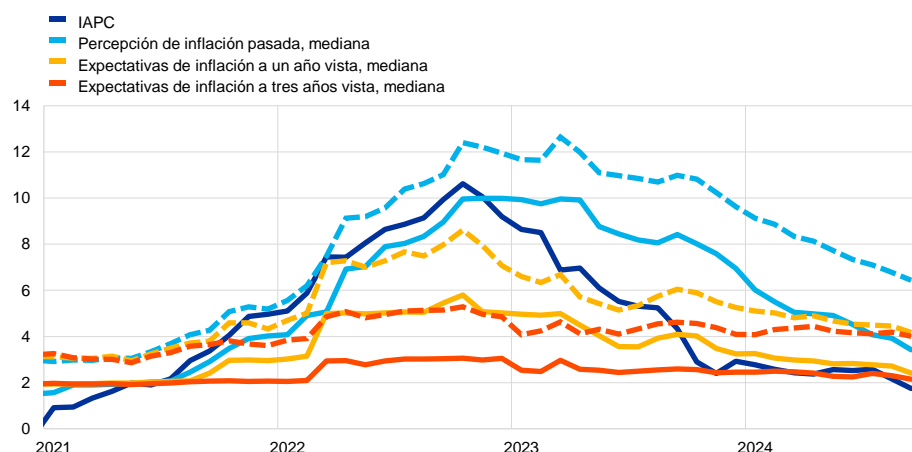
#### a) Inflación general, indicadores de opinión de las expectativas de inflación, proyecciones de inflación e indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: Panel a: Las series de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basan en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 16 de octubre de 2024. Los *inflation fixings* son contratos de *swaps* vinculados a publicaciones mensuales específicas de la inflación interanual medida por el IAPC, excluido el tabaco, de la zona del euro. La encuesta EPE correspondiente al cuarto trimestre de 2024 se realizó entre el 1 y el 3 de octubre de 2024. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue octubre de 2024. La fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas del BCE fue el 16 de agosto de 2024. Panel b: En la CES, las líneas discontinuas representan la media, y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2024.



*Durante el período de referencia comprendido entre el 12 de septiembre y el 16 de octubre de 2024, los movimientos observados en los mercados financieros de la zona del euro se vieron influidos por los últimos datos económicos publicados y por los ajustes de las expectativas sobre la senda de la política monetaria. Los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro descendieron durante el período analizado, y los participantes en los mercados anticiparon recortes más rápidos de los tipos de interés oficiales durante el resto de 2024 y a principios de 2025. Al final del período considerado, los tipos forward descontaban reducciones acumuladas de los tipos de interés de alrededor de 49 puntos básicos al final del año, y los mercados descontaban casi por completo una rebaja de tipos de 25 puntos básicos en la reunión del Consejo de Gobierno de octubre. Al final del período considerado, los tipos de interés nominales libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro se situaban en niveles ligeramente más bajos tras fluctuar durante dicho período, dado que los últimos datos relativos a la zona del euro y la preocupación en torno a las tensiones en Oriente Próximo generaron incertidumbre sobre las perspectivas económicas. Los rendimientos de la deuda soberana disminuyeron en su mayor parte en consonancia con la corrección de los tipos de interés libres de riesgo. Los precios de los activos de riesgo aumentaron durante el período analizado y los de las acciones siguieron recuperándose de las ventas masivas del verano, en un entorno de mayor apetito por el riesgo. Los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alta rentabilidad. En los mercados de divisas, el euro se depreció moderadamente frente al dólar estadounidense y su tipo de cambio efectivo también perdió valor, aunque en menor medida.*

**Desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, el tramo corto de la curva forward del OIS (overnight index swap) se ha desplazado a la baja, dado que los participantes en los mercados esperan recortes más rápidos de los tipos de interés oficiales (gráfico 13).** El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en el 3,5 % durante el período analizado, tras la decisión de rebajar 25 puntos básicos el tipo de interés de la facilidad de depósito adoptada por el Consejo de Gobierno en su reunión de septiembre. Ese mes, el diferencial entre el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE y el tipo de la facilidad de depósito se redujo hasta situarse en 15 puntos básicos, en consonancia con la decisión anunciada por el Consejo de Gobierno el 13 de marzo de 2024. El exceso de liquidez disminuyó en torno a 87 mm de euros entre el 12 de septiembre y el 16 de octubre, hasta situarse en 2.981 mm de euros. Esta disminución fue consecuencia, principalmente, de los reembolsos realizados en septiembre de la financiación obtenida en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) y de la reducción de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo de la cartera del programa de compras de activos (APP) y solo reinvierte parcialmente el principal en el caso de la cartera del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP). El tramo corto de la curva forward del OIS basada en el €STR se ha desplazado a la baja desde la

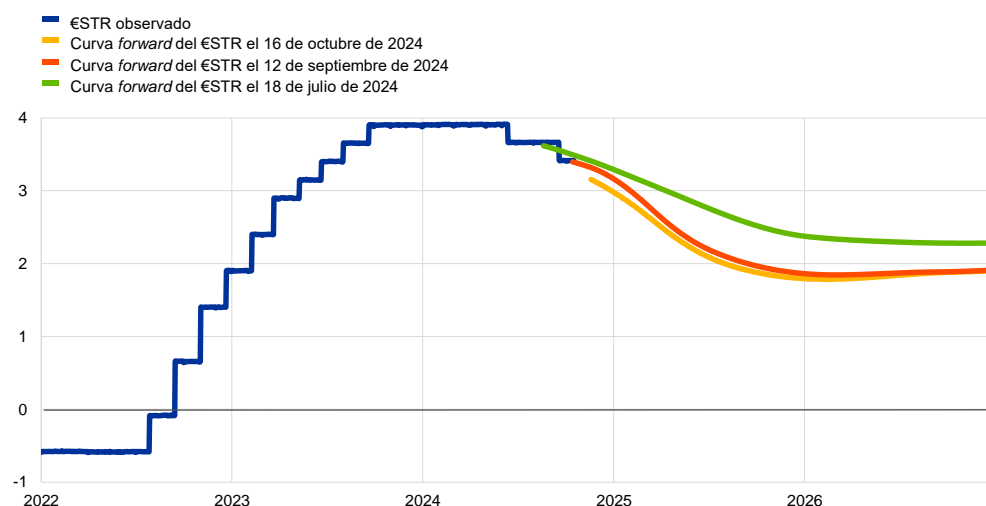


reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, en un contexto de publicaciones de datos macroeconómicos peores de lo previsto en la zona del euro y de expectativas de relajación de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales en el corto plazo. El 16 de octubre, los mercados descontaban casi por completo un recorte de 25 puntos básicos de los tipos de interés en la reunión del Consejo de Gobierno de octubre, y anticipaban un recorte adicional de 25 puntos básicos en la reunión de diciembre. En conjunto, la curva de tipos *forward* pasó de descontar reducciones acumuladas de los tipos de interés de unos 33 puntos básicos en los meses restantes de 2024 (el 12 de septiembre) a descontar rebajas acumuladas de alrededor de 49 puntos básicos (el 16 de octubre).

### Gráfico 13

#### Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

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

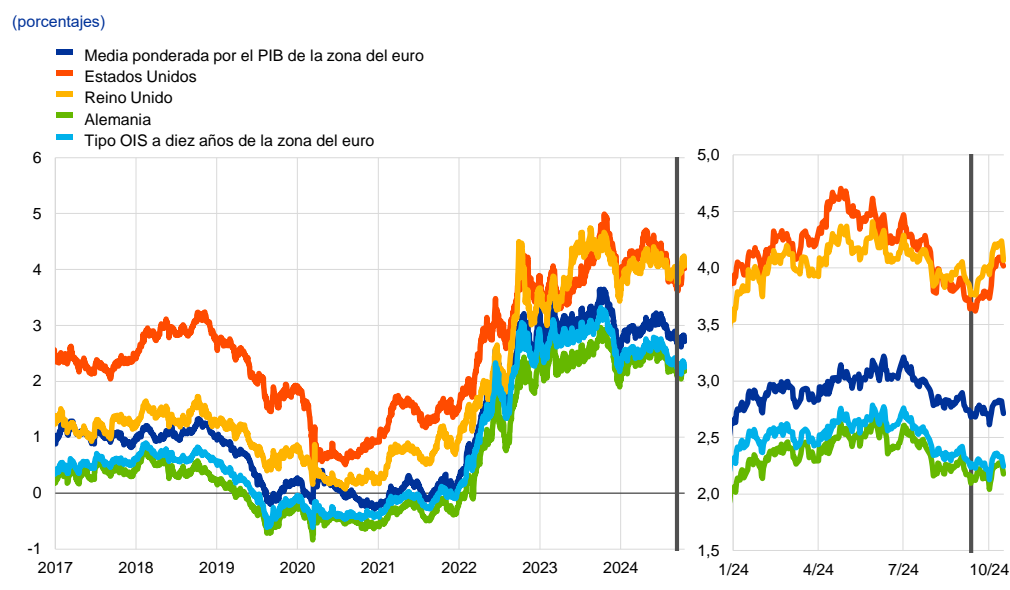
#### Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro disminuyeron ligeramente desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, en contraposición a sus equivalentes en Estados Unidos y Reino Unido (gráfico 14).

El tipo OIS a diez años de la zona del euro cayó 3 puntos básicos y se situó en torno al 2,3 %, tras fluctuar durante el período analizado, dado que los últimos datos relativos a la zona del euro y la preocupación en torno a las tensiones en Oriente Próximo generaron incertidumbre sobre las perspectivas económicas. El leve descenso de los tipos de interés nominales libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro reflejó las expectativas de los mercados sobre la senda de la política monetaria de la zona, y contrasta con la subida de los tipos de interés libres de riesgo en Estados Unidos. En el país norteamericano, los tipos de interés nominales a largo plazo se incrementaron de forma acusada, y el rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años aumentó 34 puntos básicos, hasta el 4 %. Este aumento fue consecuencia de la publicación de datos mejores de lo previsto sobre el mercado de trabajo en Estados Unidos, de las expectativas de mayor inflación y de un ajuste de las expectativas de los mercados sobre el nivel futuro de los tipos de interés nominales a todos los plazos. Como

resultado, el diferencial entre los tipos libres de riesgo a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos se ha ampliado unos 36 puntos básicos. Asimismo, el rendimiento de la deuda soberana a diez años del Reino Unido se incrementó 28 puntos básicos hasta el 4,1 %.

#### Gráfico 14

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

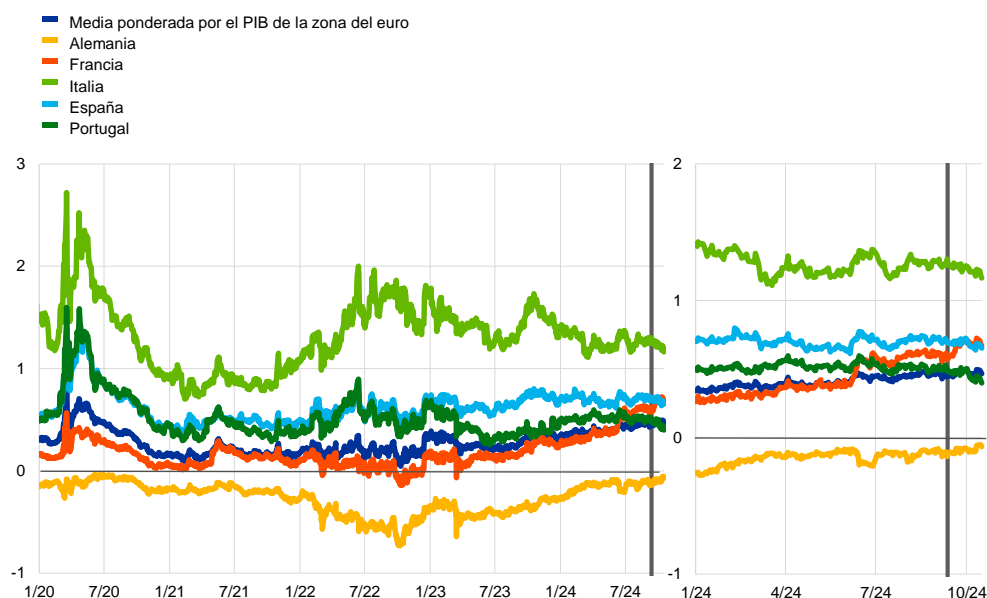
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 16 de octubre de 2024.

**Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro disminuyeron en su mayor parte en línea con los tipos de interés libres de riesgo (gráfico 15).** Al final del período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB había descendido 1 punto básico y se situaba en torno al 2,7 %, mientras que su diferencial con respecto al tipo OIS era 2 puntos básicos más elevado. Solo se observó un aumento del diferencial de la deuda soberana a diez años de Francia con respecto al rendimiento del OIS a diez años, que se amplió 9 puntos básicos durante el período analizado en un entorno de incertidumbre acerca de las perspectivas fiscales de ese país, mientras que el diferencial de la deuda soberana a diez años de Alemania fue menos negativo y se situó en 5 puntos básicos al final del período examinado. Los diferenciales de la deuda soberana de Grecia, España, Italia y Portugal se estrecharon entre 5 y 11 puntos básicos en un contexto de mejora del apetito por el riesgo en los mercados financieros y de percepción más positiva de las perspectivas fiscales en algunos de esos países. Por ejemplo, durante el período analizado, Fitch mejoró las perspectivas de calificación de Portugal (actualmente A-) de estables a positivas, dado que prevé una reducción continuada de su deuda pública en porcentaje del PIB.

### Gráfico 15

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

(puntos porcentuales)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 16 de octubre de 2024.

**Los diferenciales de los bonos corporativos se estrecharon tanto para las empresas con calificación de grado de inversión como para las de alta rentabilidad, en línea con la evolución de los precios de las acciones.** Los diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión fluctuaron, pero al final del período analizado habían disminuido 7 puntos básicos. Los diferenciales de los valores de renta fija del sector financiero y de las sociedades no financieras se redujeron, en mayor medida en el primer caso. Del mismo modo, los diferenciales del segmento de alta rentabilidad descendieron 8 puntos básicos, en un entorno de percepción más positiva de los riesgos. El segmento de alta rentabilidad del sector no financiero mostró un comportamiento mejor que el del sector financiero durante el período de referencia.

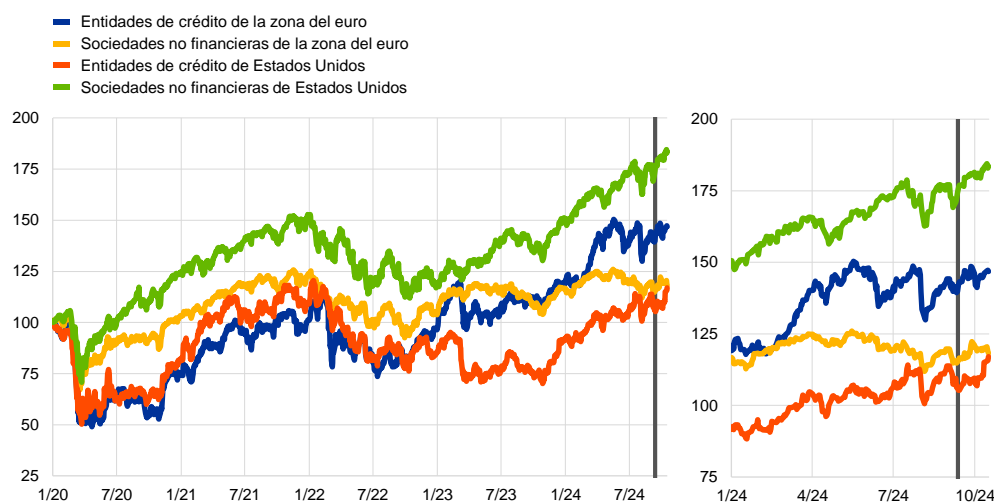
**Los precios de las acciones de la zona del euro finalizaron el período analizado en niveles más elevados en un contexto de repunte del apetito por el riesgo (gráfico 16).** El alza de las cotizaciones bursátiles de la zona continuó la tendencia general de recuperación observada tras las ventas masivas que se produjeron durante el verano. La percepción de riesgos mejoró, pese a las menores expectativas de beneficios, y la prima de riesgo de las acciones contribuyó de forma importante a la subida de los precios de estos valores. Los índices bursátiles amplios de la zona del euro aumentaron un 2,1 % durante el período analizado, y los precios de las acciones de las sociedades no financieras y del sector bancario subieron un 2,1 % y un 3,3 %, respectivamente. En Estados Unidos, las acciones registraron alzas superiores a las de la zona del euro, ya que la publicación de datos económicos mejores de lo previsto impulsó las expectativas de una evolución

económica más sólida en ese país. El índice bursátil general de Estados Unidos se anotó una subida del 4,7 % durante el período considerado, y las cotizaciones de las sociedades no financieras y del sector bancario se revalorizaron un 4,4 % y un 11,1 %, respectivamente.

## Gráfico 16

### Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2020 = 100)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (12 de septiembre de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 16 de octubre de 2024.

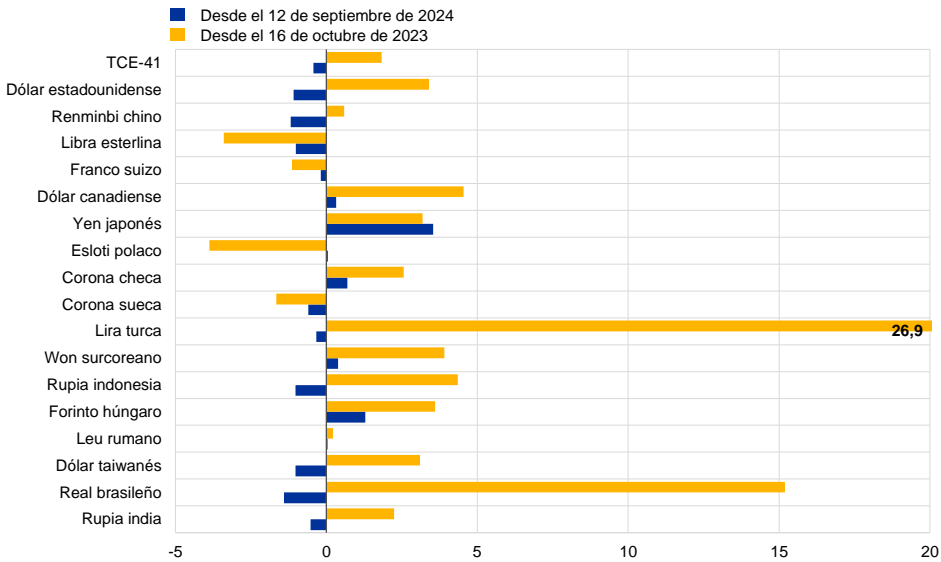
**En los mercados de divisas, el euro se depreció moderadamente frente al dólar estadounidense y su tipo de cambio efectivo también perdió valor, aunque en menor medida (gráfico 17).** Las principales monedas se mantuvieron dentro de las bandas de fluctuación recientes en un contexto de baja volatilidad.

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 ligeramente, un 0,4 %. La moderada pérdida de valor de la moneda única frente al dólar estadounidense (–1,1 %) tuvo su origen, en gran parte, en las variaciones en la percepción de riesgos a escala mundial, que afectaron al dólar estadounidense en mayor medida, y en las sorpresas en los datos económicos publicados, que lastraron el euro y respaldaron el dólar estadounidense. Tras una recuperación transitoria, el yen japonés reanudó su depreciación generalizada, con un retroceso del 3,5 % frente al euro. La moneda única se depreció un 1,2 % frente al renminbi chino tras el anuncio de un paquete de medidas de estímulo en China que incluía medidas específicas para apoyar el mercado de renta variable. Asimismo, perdió valor frente al franco suizo (–0,2 %), ya que los mercados redujeron sus expectativas de recortes de tipos de interés por parte del Banco Nacional de Suiza en los próximos meses, y frente a la libra esterlina (–1 %), sobre todo a raíz de una interpretación levemente restrictiva de la reunión del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra de septiembre por parte de los mercados.

Gráfico 17

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

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.  
Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 16 de octubre de 2024.

*Los tipos de interés de mercado a más corto plazo han bajado desde la reunión del Consejo de Gobierno del BCE de septiembre de 2024, debido principalmente a la publicación de datos menos favorables sobre la economía de la zona del euro y al descenso adicional de la inflación. Aunque las condiciones de financiación siguen siendo restrictivas, los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas y de los nuevos préstamos hipotecarios experimentaron una ligera disminución en agosto, hasta el 5 % y el 3,7 %, respectivamente. En agosto, los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro y los tipos de interés de los préstamos bancarios permanecieron en niveles elevados. Las tasas de crecimiento del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuaron faltas de dinamismo como consecuencia de los altos tipos de interés de los préstamos, del débil crecimiento económico y de unos criterios de aprobación restrictivos. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2024, los criterios de aprobación del crédito a empresas se mantuvieron sin variación en el tercer trimestre de este año, tras más de dos años de endurecimiento consecutivo, mientras que los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda experimentaron una relajación adicional. La demanda de préstamos por parte de las empresas aumentó en el tercer trimestre, si bien continuó siendo débil en general. Sin embargo, la demanda de préstamos para adquisición de vivienda repuntó con fuerza. En el período comprendido entre el 12 de septiembre y el 16 de octubre de 2024, el coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija y mediante acciones cayó, coincidiendo con un ligero descenso del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo y con una contracción de la prima de riesgo de las acciones. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) siguió recuperándose desde unos niveles bajos, y las entradas netas del exterior fueron de nuevo las que más contribuyeron al avance de este agregado.*

**Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro permanecieron en niveles elevados.**

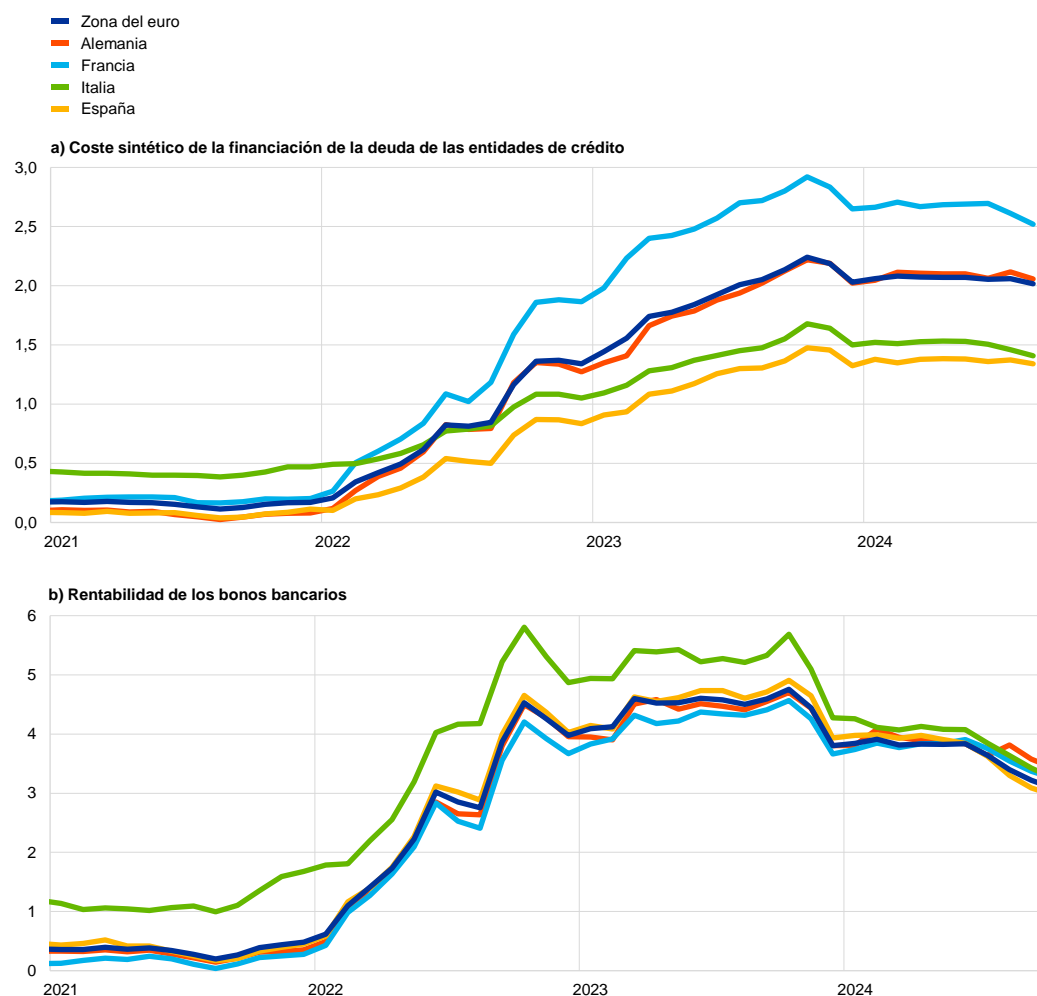
Tras la disminución observada en el otoño de 2023, el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se ha mantenido estable en niveles altos desde enero de 2024, con un retroceso menor en agosto (panel a del gráfico 18). Estos elevados niveles han persistido en un contexto de recomposición de la financiación hacia fuentes más caras, como consecuencia de la adaptación al entorno de tipos de interés más altos y de la desaparición gradual de la financiación obtenida en el marco de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). Los tipos de interés de los depósitos a plazo disminuyeron en agosto, mientras que los de los depósitos a la vista y los depósitos disponibles con preaviso se mantuvieron prácticamente sin variación en niveles próximos al máximo del ciclo actual. La rentabilidad de los bonos bancarios (panel b del gráfico 18), que son una fuente de financiación más cara que los depósitos, se redujo significativamente en un contexto de caída del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo (véase sección 4).

**Los balances de las entidades de crédito han mostrado solidez en general, pese a la debilidad del entorno económico y a la mayor incertidumbre.** En el segundo trimestre de 2024, las entidades siguieron aumentando su capitalización y mantuvieron ratios de capital muy por encima de los requerimientos de capital de nivel 1 ordinario (CET1). La rentabilidad bancaria continuó siendo elevada en el segundo trimestre gracias a los considerables márgenes de intermediación y los niveles relativamente reducidos de las provisiones para insolvencias. Los préstamos dudosos permanecieron prácticamente sin variación en los bajos niveles observados en el primer trimestre del año. La proporción de préstamos en vigilancia especial (*stage 2*), especialmente de las empresas pequeñas, se incrementó ligeramente en comparación con el año anterior, lo que apunta a un deterioro de la calidad de los activos y a mayores costes de provisiones para las entidades de crédito en el futuro.

## Gráfico 18

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

(porcentajes)



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 son medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2024 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 16 de octubre de 2024 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

**Los tipos de interés del crédito bancario a las empresas y a los hogares se redujeron ligeramente, aunque seguían situándose en niveles cercanos a los máximos de los doce últimos años.** En agosto, los tipos de interés de los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras (SNF) cayeron 6 puntos básicos y se situaron en el 5,01 % (panel a del gráfico 19), con heterogeneidad entre países de la zona del euro y plazos de vencimiento. Los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda se situaron en el 3,72 % en agosto, frente al 3,75 % de julio (panel b del gráfico 19), aunque con algunas diferencias entre países.



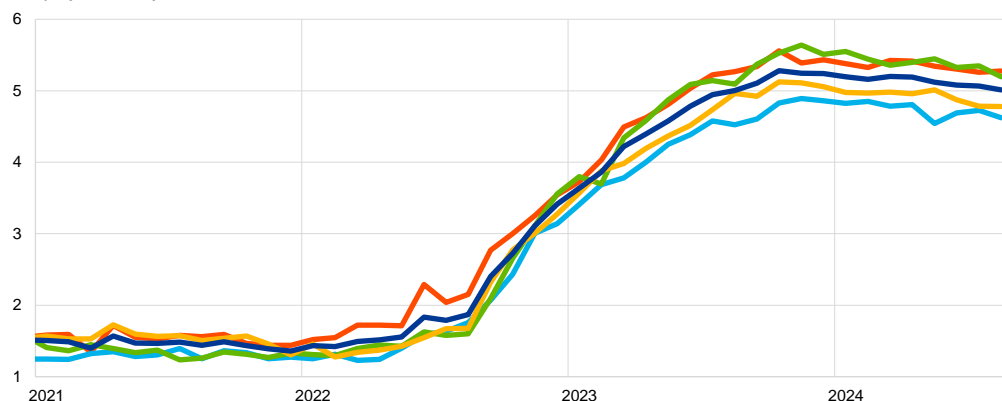
### Gráfico 19

Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a empresas y a hogares en una selección de países de la zona del euro

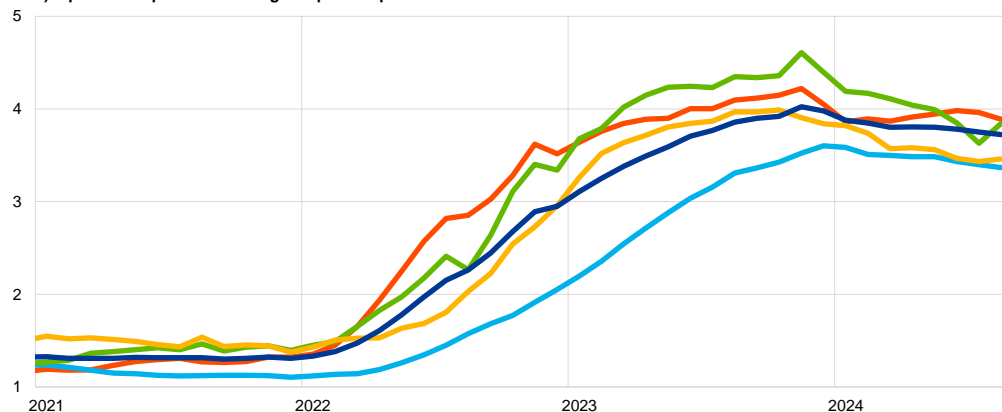
(porcentajes)

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

a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: «SNF» corresponde a «sociedades no financieras». Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2024.

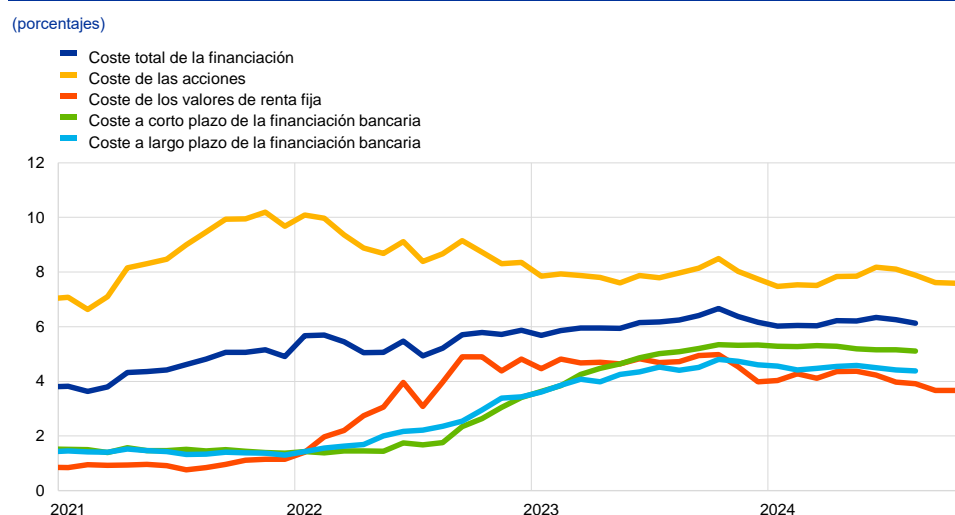
**En el período comprendido entre el 12 de septiembre y el 16 de octubre de 2024, el coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija y mediante acciones cayó.** Sobre la base de los datos mensuales disponibles, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— se situó en el 6,1 % en agosto, un nivel algo más bajo que el registrado en julio e inferior al máximo de varios años alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 20)<sup>9</sup>. Esta evolución fue resultado de la reducción de todos los componentes de los costes de financiación de las SNF, sobre todo del coste de las acciones. Los datos diarios relativos al período

<sup>9</sup> A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta agosto de 2024.

comprendido entre el 12 de septiembre y el 16 de octubre de 2024 confirman una nueva caída del coste de los valores de renta fija y de las acciones, coincidiendo con un descenso marginal del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo, aproximado por el tipo OIS (*overnight index swap*) a diez años. El menor coste de los valores de renta fija estuvo determinado por la significativa flexión a la baja de la curva del OIS a plazos hasta dos años y la ligera compresión de los diferenciales de los bonos corporativos. La reducción del coste de las acciones se debió más a la disminución de la prima de riesgo que al leve retroceso del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo.

## Gráfico 20

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



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (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 16 de octubre de 2024 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a agosto de 2024 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

## El avance de los préstamos continuó siendo débil en agosto, aunque el crédito a hogares muestra señales incipientes de mejora.

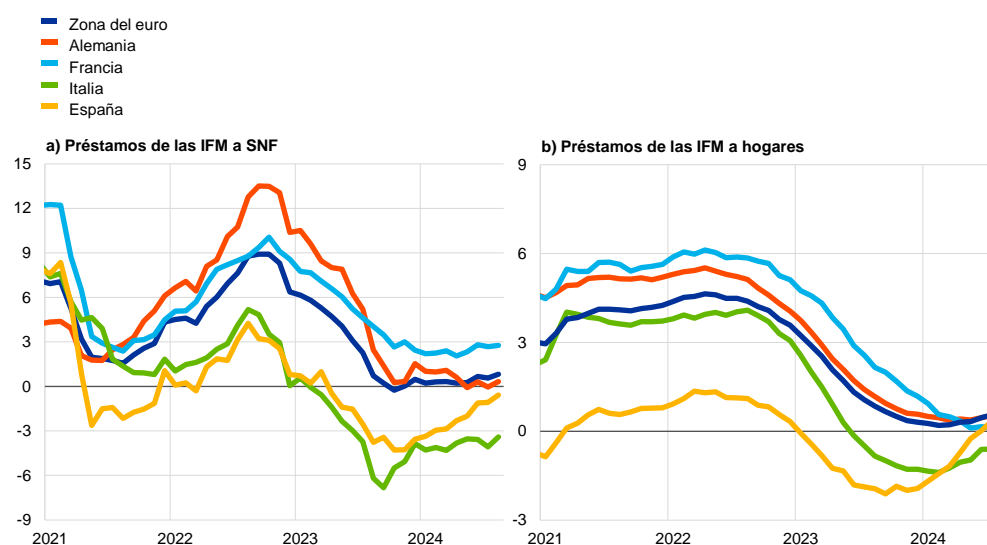
En agosto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas aumentó hasta el 0,8 %, desde el 0,6 % de julio (gráfico 21), aunque esta evolución se debió a un importante efecto de base. Los flujos de préstamos bancarios a corto plazo concedidos a las empresas disminuyeron en agosto y esta disminución se vio contrarrestada solo en parte por los préstamos a plazos más largos (superiores a un año). Las emisiones netas de valores representativos de deuda por parte de las empresas repuntaron en agosto, compensando ampliamente el flujo negativo registrado en julio. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares aumentó hasta el 0,6 % en agosto, desde el 0,5 % de julio, tras haberse fortalecido ligeramente la dinámica a corto plazo de sus componentes principales durante el verano, debido al incremento de los préstamos para adquisición de vivienda (cuya tasa de crecimiento interanual se elevó hasta el 0,6 % en agosto), en un contexto de avance estable del crédito para consumo (tasa interanual del 2,8 % en agosto) y de contracción sostenida de los préstamos para otros fines (tasa de crecimiento

interanual del -2,5 % en agosto). Los resultados de la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de agosto de 2024 confirmaron que un porcentaje neto todavía elevado de encuestados señalaba que el acceso al crédito se había endurecido en los doce meses anteriores y esperaba que dicho acceso resultara incluso más difícil en los doce meses siguientes.

## Gráfico 21

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

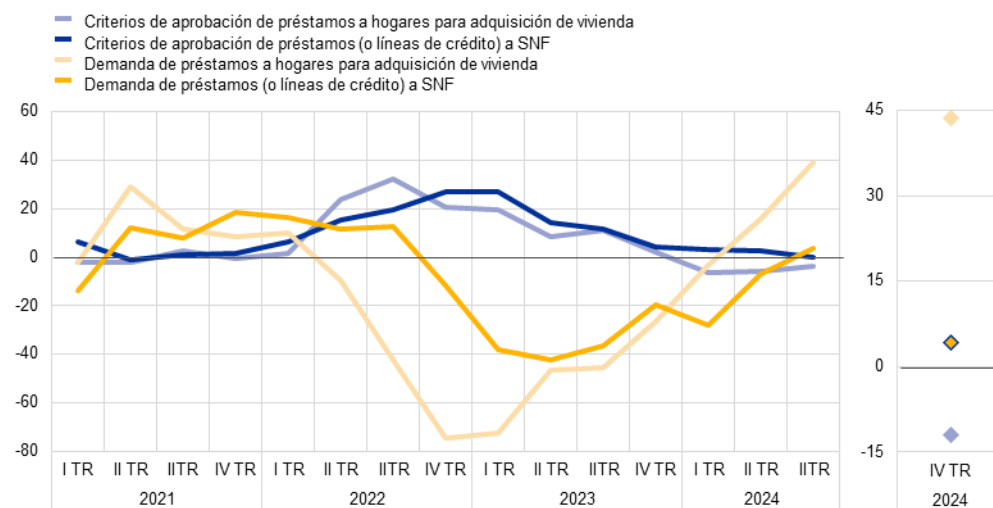
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras (SNF), los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2024.

**Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2024, las entidades señalaron que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se habían mantenido sin variación en el tercer trimestre de 2024, tras más de dos años de endurecimiento consecutivo, y que los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda habían experimentado una relajación adicional (gráfico 22).** Los criterios de concesión de los préstamos a empresas permanecieron inalterados después de más de dos años de endurecimiento consecutivo, aunque la percepción de riesgos continuó favoreciendo un ligero endurecimiento. Los criterios de aprobación se relajaron algo más de lo esperado en los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, principalmente a causa de las presiones competitivas, y se endurecieron más de lo esperado en el crédito para consumo, sobre todo debido a la percepción de riesgos adicionales. Para el cuarto trimestre de 2024, las entidades de crédito de la zona del euro prevén un endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos a empresas y para consumo, y una relajación adicional de los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda.

## Gráfico 22

### 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 de la encuesta sobre los criterios de aprobación de préstamos, 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 2024.

**En el tercer trimestre de 2024, las entidades indicaron un aumento moderado de la demanda de préstamos por parte de las empresas por primera vez desde el tercer trimestre de 2022, aunque se mantuvo débil en general, y un fuerte repunte de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda. El**

incremento de la demanda de préstamos por parte de las empresas estuvo impulsado por los tipos de interés más bajos, mientras que la inversión en capital fijo tuvo un impacto limitado. El ascenso de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda fue atribuible principalmente a la reducción de los tipos de interés y a la mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda, mientras que la confianza de los consumidores y el gasto en bienes duraderos respaldaron la demanda de crédito para consumo. Las entidades esperan que la demanda aumente en todas las modalidades de préstamo, en especial en la de préstamos para adquisición de vivienda, en el cuarto trimestre de 2024.

**Las preguntas *ad hoc* de la encuesta revelaron que el impacto de las decisiones relativas a los tipos de interés oficiales del BCE sobre los ingresos netos por intereses de las entidades de crédito fue negativo por primera vez desde finales de 2022.** Las entidades de la zona del euro indicaron que las

decisiones del BCE relativas a los tipos de interés habían reducido su margen de intereses en los seis últimos meses y que el efecto a través de los volúmenes de activos y pasivos remunerados había continuado siendo negativo. Las entidades esperan que el impacto negativo en los márgenes netos asociado a los tipos de interés oficiales del BCE se acreciente y dé lugar a una disminución de la

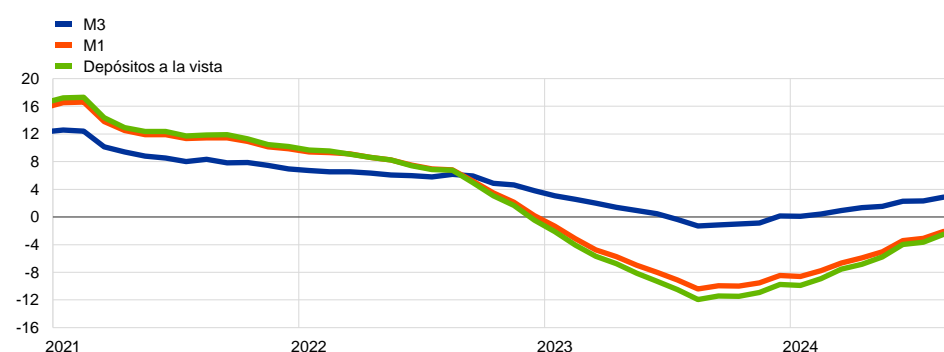
rentabilidad global con respecto a los elevados niveles alcanzados durante el ciclo de endurecimiento de 2022-2023. Las entidades también esperan que el efecto del aumento de las provisiones y de los deterioros de valor en la rentabilidad sea marginalmente negativo. La reducción de la cartera de activos del BCE relacionados con la política monetaria había tenido también un impacto ligeramente adverso en las condiciones de financiación en los mercados de los bancos de la zona del euro en los seis últimos meses, y la retirada progresiva de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) había seguido incidiendo de forma negativa en su situación de liquidez. Sin embargo, dados los reducidos saldos vivos pendientes de las TLTRO III, las entidades señalaron un impacto prácticamente neutral en sus condiciones generales de financiación y unos efectos neutrales en las condiciones y en los volúmenes de los préstamos.

**La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) de la zona del euro continuó recuperándose, y las entradas netas del exterior siguieron siendo las que más contribuyeron a la creación de dinero.**

La tasa de avance interanual de M3 se incrementó hasta el 2,9 % en agosto, desde el 2,3 % de julio (gráfico 23). El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1) — que incluye los activos más líquidos de M3— permaneció en terreno negativo, pero continuó fortaleciéndose y se situó en el –2,1% en agosto, en comparación con el –3,1 % de julio. Asimismo, la tasa de avance interanual de los depósitos a la vista se elevó hasta el –2,5% en agosto, desde el –3,6% registrado en julio. Las entradas del exterior siguieron siendo la principal fuente de creación de dinero, dada la contribución marginal sostenida de los préstamos a hogares y a empresas. La contracción continuada del balance del Eurosistema y las emisiones de bonos bancarios a largo plazo (que no se incluyen en M3), en un contexto de retirada gradual de la financiación obtenida en las TLTRO hasta finales de 2024, contribuyeron negativamente a la creación de dinero.

**Gráfico 23**  
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 agosto de 2024.